

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки

**МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ  
2019 ЙИЛ ВА 2020–2021 ЙИЛЛАР  
ДАВРИГА МЎЛЖАЛЛАНГАН  
АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ**



# МУНДАРИЖА

<b>КИРИШ</b> .....	<b>5</b>
<b>I. ЎРТА МУДДАТЛИ ИСТИҚБОЛДА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ МАҚСАД ВА ТАМОЙИЛЛАРИ</b> .....	<b>8</b>
1.1. Иқтисодий ривожланишни таъминлашда пул-кредит сиёсатининг ўрни .....	8
1.2. Пул-кредит сиёсатининг асосий тамойиллари.....	10
<b>II. 2018 ЙИЛДА ПУЛ-КРЕДИТ СОҲАСИДА АМАЛГА ОШИРИЛГАН ИШЛАР ТАҲЛИЛИ ВА ЙИЛ ЯКУНИ БЎЙИЧА КУТИЛАЁТГАН НАТИЖАЛАР</b> .....	<b>15</b>
2.1. Пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг иқтисодий шароитлари .....	15
2.1.1. Иқтисодиётда ялпи талабнинг шаклланиши .....	15
2.1.2. Ташқи иқтисодий фаолият ва тўлов балансининг ҳолати .....	17
2.2. Инфляция таҳлили .....	20
2.2.1. Макроиқтисодий шароитларнинг нархлар даражасига таъсири .....	20
2.2.2. Ялпи ички маҳсулот дефлятори .....	21
2.2.3. Истеъмол нархлари индекси .....	23
2.2.4. Маъмурий тартибга солинадиган нархлар .....	28
2.2.5. Базавий инфляция.....	30
2.2.6. Инфляция даражасига монетар омиллар таъсири.....	32
2.3. Инфляцион кутилмалар таҳлили .....	33
2.4. Пул-кредит сиёсатининг инструментларидан фойдаланиш ва унинг трансмиссион механизмлари таҳлили .....	39
2.4.1. Банк тизими ликвидлиги ва унга таъсир этувчи омиллар.....	40
2.4.2. Пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми таҳлили .....	51
2.4.3. Иқтисодиётда пул таклифи таҳлили.....	64
2.5. Валюта бозори ва алмашув курси таҳлили .....	67
2.5.1. Халқаро валюта бозорларида алмашув курслари ўзгариши таҳлили .....	67
2.5.2. Миллий валюта алмашув курси динамикаси ва унинг трансмиссион хусусияти .....	69
2.5.3. Миллий валютанинг реал алмашув курси динамикаси.....	71
2.5.4. Ички валюта бозори таҳлили .....	73
<b>III. 2019–2021 ЙИЛЛАРДА МАКРОИҚТИСОДИЙ РИВОЖЛАНИШ СЦЕНАРИЙЛАРИ ВА ПУЛ-КРЕДИТ ШАРОИТЛАРИ</b> .....	<b>75</b>
3.1. Пул-кредит сиёсати юритишнинг ички шароитлари.....	76
3.2. Пул-кредит сиёсати юритишнинг ташқи шароитлари .....	86
3.2.1. 2019 йил ва ўрта муддатли истиқболда валюта алмашув курси ўзгариши ва унинг инфляцион жараёнларга таъсири .....	89

<b>3.3. Макроиктисодий ривожланиш сценарийлари .....</b>	<b>90</b>
3.3.1. <i>Асосий сценарий</i> .....	91
3.3.2. <i>Хатарли (муқобил) сценарий</i> .....	101
<b>IV. 2019–2021 йилларда пул-кредит сиёсати инструментларини РИВОЖЛАНТИРИШ ВА УЛАРНИ ҚЎЛЛАШ ШАРОИТЛАРИ .....</b>	<b>106</b>
<b>4.1. 2019–2021 йилларда пул-кредит сиёсати инструментларини     такомиллаштириш .....</b>	<b>106</b>
<b>4.2. Пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми самарадорлигини ошириш     .....</b>	<b>110</b>
<b>ИЛОВАЛАР .....</b>	<b>113</b>
<b>1-илова. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки операциялари бўйича фоиз     ставкалари .....</b>	<b>113</b>
<b>2-илова. 2019 йилда Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини кўриб     чиқиш бўйича Бошқарув йиғилиши графиги .....</b>	<b>114</b>
<b>3-илова. Ўзбекистон Марказий банкининг пул-кредит сиёсати бўйича мулоқот     каналлари .....</b>	<b>115</b>
<b>4-илова. Ишлаб чиқариш харажатлари ва якуний маҳсулотлар матрицаси     таҳлили.....</b>	<b>116</b>

## КИРИШ

Мамлакатимиз иқтисодиёти ривожланишининг янги босқичида амалга оширилаётган таркибий ислохотлар доирасида Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг (келгуси ўринларда Марказий банк) мақсад ва вазифалари, институционал тузилиши тубдан қайта кўриб чиқилди. Пул-кредит сиёсати мантиқан янги тамойиллар асосида юритиладиган бўлди. Хусусан, мамлакатда **ички нархлар барқарорлигини таъминлаш** вазифаси Марказий банк фаолиятининг устувор мақсади сифатида белгиланди.

Валюта сиёсати ва пул муомаласини тартибга солиш борасида амалга оширилган чора-тадбирлар, янги воқеликда макроиқтисодий соҳада шаклланаётган шарт-шароитлар пул-кредит сиёсатида ҳам муҳим ўзгаришларнинг амалга оширилишига асос бўлди.

Ўрта муддатли истиқболда инфляциянинг паст ва барқарор даражаси таъминланиши макроиқтисодий мутаносибликнинг муҳим омили бўлиб, мамлакатда ижтимоий ҳолатни яхшилаш, инвестицион фаолликни ривожлантириш ва таркибий ислохотларни амалга ошириш учун зарурий шароит яратади.

Ички нархлар барқарорлигини таъминлашга йўналтирилган **узлуксиз давомий пул-кредит сиёсатининг юритилиши** аҳоли ва бизнес вакиллари даромадлари харид қобилиятини сақлаб қолиш, уларнинг ишлаб чиқариш, инвестиция, жамғариш ва истеъмол борасида қарорлар қабул қилишлари учун қулай иқтисодий муҳитни шакллантиришга хизмат қилади.

Иқтисодиётда ички нархлар барқарорлигини таъминлаш билан бирга Марказий банк томонидан мамлакатимизда банк ва тўлов тизимини ривожлантириш борасида амалга ошириладиган чора-тадбирлар келгусида иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлаб боради.

Таъкидлаш жоизки, фақатгина пул-кредит сиёсатида амалга ошириладиган ислохотлар иқтисодий ўсишнинг асосий манбаи бўла олмайди. Пул-кредит чоралари асосан қисқа муддатли аҳамият касб этиб, иқтисодиётдаги ялпи талаб ва таклиф ҳажмларидаги қисқа

муддатли тебранишларни юмшатиш ва ишлаб чиқариш тафовутларини<sup>1</sup> қисқартиришга хизмат қилади.

Иқтисодий ўсишнинг фундаментал асосларини мустаҳкамлаш, **ишлаб чиқариш омиллари унумдорлигини ошириш**, энергия истеъмолини пасайтириш, иқтисодиёт тармоқларини диверсификациялаш ҳамда унинг ташқи шароитларга боғлиқлигини камайтириш ва рақобат муҳитини ривожлантириш вазифалари, ўз навбатида, **тизимли таркибий ислохотларни ва самарали солиқ-бюджет сиёсатини** амалга оширишни тақозо этади.

Пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишлари Марказий банк учун **ўрта муддатли истиқболда дастурий ҳужжат ҳисобланади**. Ушбу ҳужжат орқали Марказий банк кенг жамоатчиликка пул-кредит соҳасидаги ўз мақсадларини эълон қилади.

Асосий йўналишларда пул-кредит сиёсати қайси тамойиллар ва усуллар орқали амалга оширилиши ёритилади, иқтисодий ривожланишнинг ички ва ташқи шароитлари ҳамда инфляциян жараёнларга баҳо берилиб, макроиқтисодий кўрсаткичларнинг таҳлили ва прогнозлари келтирилади.

Ўрта муддатли истиқболда пул-кредит сиёсатини юритишда инфляция даражасини пасайтириб бориш билан бирга **инфляциян таргетлаш режимига** ўтиш учун зарур шарт-шароитларни яратиш Марказий банкнинг диққат-эътиборида бўлади. Шу нуқтаи назардан, Марказий банк пул-кредит сиёсати ўрта муддатли истиқболда “ўтиш давридаги” пул-кредит сиёсати режимида амалга ошириб борилади.

Келгуси даврда пул-кредит сиёсати оралиқ ва операцион мақсадларини белгилашда **истиқболга йўналтирилган** (forward looking approach) тамойилларга асосланилади. Пул-кредит сиёсати инструментлари фақатгина бозор механизмлари асосида такомиллаштирилиб, уларни қўллашда **молиявий активларнинг нархига** (price based approach) таъсир этиш усулларидан фойдаланилади.

Бунда пул-кредит соҳасидаги қарорларни қабул қилишда кенг қамровли **макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлар тизимига** таянилади. Ўрта муддатли истиқболда ташқи ва ички иқтисодий шароитлар ўзгаришининг турли сценарийлари ишлаб чиқилади ва уларнинг ички нархларга таъсири баҳолаб борилади.

---

<sup>1</sup> **Ишлаб чиқариш тафовути (output gap)** – иқтисодиётнинг мавжуд ишлаб чиқариш салоҳияти билан амалдаги ишлаб чиқариш ҳажмлари орасидаги фарқ.

Марказий банк томонидан 2019–2021 йилларга мўлжалланган асосий йўналишларида пул-кредит сиёсати юритишнинг **асосий ва хатарли (муқобил) сценарийлари** ишлаб чиқилди.

Ушбу сценарийларда ташқи ва ички шароитларнинг турли омиллар таъсирида ўзгариши ва уларга жавобан Марказий банк томонидан амалга ошириладиган чора-тадбирлар мажмуи келтирилган.

Пул-кредит сиёсатининг келгуси йилларга мўлжалланган асосий йўналишларини белгилаш билан бир қаторда Марказий банк бу борадаги мақсад ва ҳаракатларининг уйғунлиги ҳамда узвий давомийлигини таъминлаб боради. Бу, ўз навбатида, олдиндан баҳолаш мумкин бўлган иқтисодий шароитларни яратиб, олиб борилаётган пул-кредит сиёсатига аҳоли ва бизнес субъектлари ишончини орттиради ҳамда унинг самарадорлигини оширади.

## **I. ЎРТА МУДДАТЛИ ИСТИҚБОЛДА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ МАҚСАД ВА ТАМОЙИЛЛАРИ**

### **1.1. Иқтисодий ривожланишни таъминлашда пул-кредит сиёсатининг ўрни**

Марказий банк томонидан самарали пул-кредит сиёсати юритилиши натижасида иқтисодиётда инфляциянинг барқарор паст даражаси таъминланиши ва нархлардаги кескин тебранишларнинг олди олиниши, ўз навбатида, аҳоли турмуш фаровонлигини ошириш ва бизнес юритиш учун қулай муҳитни яратишга асосий пойдеворлардан бири бўлиб хизмат қилади.

Мамлакатда ички нархлар барқарор бўлган шароитда аҳоли ва бизнес вакиллари учун иш ҳақи, нафақа ва бошқа даромадлар, шунингдек, миллий валютадаги жамғармаларнинг қадрини сақлаб қолиш имконияти мавжуд бўлади. Бу эса уларнинг қисқа ва узоқ муддатли даврлар учун харажатларни режалаштиришда ишонч ҳиссини уйғотади.

Юқори инфляция даражаси аҳоли даромадларининг қадрсизланишига ҳамда жамиятда ижтимоий табақалашувнинг кучайишига олиб келади. Шу нуқтаи назардан, паст инфляция даражасини таъминлаш ижтимоий барқарорликнинг муҳим шарти ҳисобланади.

Иқтисодиётда ички нархлар барқарорлигининг таъминланиши тадбиркорлик фаолияти учун ҳам қулай шароит ҳисобланади. Инфляция даражаси паст бўлган ҳолатда корхоналарнинг қарз олиш имкониятлари кенгаяди. Юқори ва ўзгарувчан инфляция банкларнинг самарали фаолият олиб боришлари учун ҳам ноқулай шароитларни юзага келтиради.

Пул-кредит сиёсатининг ўта қатъийлаштирилиши иқтисодиётдаги инвестицион фаолликнинг сусайишига олиб келиши мумкин. Унинг асоссиз юмшатилиб, кредитлаш ҳажмларининг кескин оширилиши эса истеъмол ва инвестицион талабни рағбатлантириш билан бир қаторда инфляция даражасининг кескин ошиб кетишига ҳам сабаб бўлади.

Таъкидлаш зарурки, биргина пул-кредит сиёсатининг ўзи мамлакат иқтисодий салоҳиятини барқарор оширишнинг асосий



манбаи бўла олмайди. Узоқ муддатли истиқболда иқтисодиётда рақобат муҳитини яхшилаш, меҳнат унумдорлиги ва энергия истеъмоли самарадорлигини ошириш, инфратузилмани ривожлантириш орқали иқтисодиётнинг ички ва ташқи рақобатбардошлигини кучайтириш, бизнесни ташкил этиш ва юритишни енгиллаштиришга қаратилган давомли таркибий ислохотларни амалга ошириш иқтисодий ўсишни таъминловчи асосий омиллар ҳисобланади.

Марказий банк пул-кредит сиёсати инструментларини қўллаш орқали ишлаб чиқариш омиллари самарадорлигини оширишга ёки технологик ривожланишга тўғридан-тўғри таъсир қила олмайди. Бунда пул-кредит соҳасидаги чоралар асосан иқтисодиётни қисқа муддатли тартибга солиш, мавсумий ва даврий тебранишларни мувозанатлаштириш ҳамда ўсиш суръатларининг иқтисодий салоҳиятидан оғиб кетиши олдини олишга қаратилган бўлиб, қисқа муддатли таъсирга эга бўлади.

Юқорида келтирилган омиллар таъсирида юзага келган бугунги макроиқтисодий шароитлар қисқа давр ичида иқтисодиётни кредитлаш ҳажмларининг кескин ўсиши, инвестиция ҳажмлари ва истеъмол талабининг ошишини рағбатлантириб, инфляцион жараёнларнинг кучайишига олиб келганлигини кўрсатмоқда.

Хусусан, ялпи талабнинг ошишига мос равишда таклиф ҳажмларини ошириш мақсадида янги ишлаб чиқариш қувватларини ишга тушириш ва меҳнат унумдорлигини ошириш маълум бир даврни талаб этади, айнан мана шу муддат давомида иқтисодиётда инфляцион босимнинг кучайиши кузатилади.

Бунда маҳаллий ишлаб чиқарилган товарлар таклифи етарли эмаслиги шароитида (иш ҳақи ўсиши ва кредитлашнинг кенгайиши ҳисобига) ички талабнинг ошиши нархларнинг ўсишига сабаб бўлади. Шунингдек, маҳаллий товарлар миқдорининг ички бозорда етарли эмаслиги импорт товарларига бўлган ва бу орқали валюта бозоридаги талабни ошириб, миллий валюта курсининг қадрсизланишига ва пировардида инфляция кучайишига олиб келади.

Ўз навбатида, инфляциянинг ўсиш суръатлари тезлашиши аҳоли ва бизнес вакиллари даромадларининг реал қийматини пасайтиради, даромадларнинг кўпроқ истеъмолга йўналтирилишига

сабаб бўлади, шунингдек, иқтисодий қарорлар қабул қилиш учун олдиндан аниқлаш қийин бўлган вазиятларни юзага келтиради.

Шунингдек, иқтисодиётда нархларнинг муттасил ошиб бориши шароитида омонатчилар ўз маблағларини паст фоиз ставкаларида банк депозитларига жойлаштиришни маъқул кўрмайдилар ва банклар депозит фоиз ставкаларини кўтаришга мажбур бўлади. Натижада банк мажбуриятлари қиймати активлари даромадлигига қараганда тезроқ суръатларда ўсади.

Жалб қилинган депозитлар бўйича харажатлар ошишини қоплаш мақсадида банклар ҳам мос равишда бизнес хатарларни камайтириш учун кредитларни юқори фоиз ставкаларда ҳамда қисқа муддатларга ажратишни афзал кўради. Бу эса иқтисодиётда инвестицияларни молиялаштириш имкониятларини чеклайди ва иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатади. Шу билан бирга, бугунги кунда мамлакатимизда узоқ муддатли ресурслар бозорининг ривожланмаганлиги сабабли инвестицияларни молиялаштириш имкониятларини янада чеклаб қўйиши мумкин.

Паст ва барқарор инфляция эса фоиз ставкалари шаклланишида инфляция учун тўловларни камайтиради ҳамда кредиторлар томонидан узоқ муддатли кредитлар таклифини оширишга имкон яратади. Бунда нафақат тижорат банклари, балки маҳаллий ва хорижий инвесторлар ҳам узоқ муддатли молиявий ресурсларни паст инфляция даражасига эга бўлган иқтисодиётларга йўналтиришни афзал кўради.

Умуман олганда, юқоридаги омилларнинг барчаси миллий иқтисодиётимизнинг ўзига хос хусусиятларидан келиб чиқиб ўрта ва узоқ муддатли ривожланиш моделини яратишни, макроиқтисодий сиёсатнинг самарали мувофиқлаштирилишини, пул-кредит сиёсатини юритишда эҳтиёткорона ёндашувни тақозо этади.

## **1.2. Пул-кредит сиёсатининг асосий тамойиллари**

**Инфляцион таргетлашга ўтиш босқичида** самарали ва истиқболга йўналтирилган пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш вазифаси бир қатор тамойилларнинг амалиётга жорий этилиши билан бевосита боғлиқ.

*Пул-кредит сиёсатининг аниқ мақсадли йўналишларини белгилаб олиш*

Пул-кредит сиёсатига бўлган ишончни ошириш ва уни самарали юритиш учун Марказий банк аниқ тасаввур ва мақсадга эга бўлиши керак. Яқин вақтгача Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг мақсади миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш бўлган. Бироқ бу мақсад миллий валюта алмашув курсини ушлаб туришга ёки паст ва барқарор инфляция даражасини таъминлашга йўналтирилганлиги аниқ қайд этилмаган эди.

Айни вақтда нархлар барқарорлигини таъминлаш Марказий банкнинг асосий мақсади этиб белгиланиши бу ноаниқликка барҳам беради. Бу, ўз навбатида, Марказий банкка тегишли ваколатларни бериш билан бир қаторда унинг зиммасига қўшимча масъулиятни ҳам юклайди.

Инфляцион таргетлаш режимига ўтишга тайёргарлик босқичи доирасида келгуси йилларда пул-кредит инструментларини такомиллаштиришда мамлакатимизда инфляцион хатарларнинг хусусиятлари инobatга олинади ва уларни юзага келтирувчи омилларни бартараф этиш борасида тегишли чора-тадбирлар амалга оширилади.

Инфляция бўйича мақсадли кўрсаткич уй хўжаликлари томонидан энг кўп истеъмол қилинадиган товар ва хизматлар нархлари умумий даражасининг йиллик ўзгаришини ифодалайди. Истеъмол нархларининг ўсиш суръати Давлат статистика қўмитаси томонидан республикаимиз учун ҳисобланган истеъмол нархлари индекси (ИНИ) асосида аниқланади. Республикаимиз турли ҳудудларининг ўзига хос хусусиятлари ҳамда ички омиллар сабабли турли товар ва хизматлар бозорида нархлар ўсиш суръатлари динамикасида бир оз тафовутлар кузатилиши мумкин.

Инфляцион таргетлашга ўтиш босқичида пул-кредит сиёсатининг оралиқ мақсади – инфляция даражасининг прогноз кўрсаткичи, операцион мақсади эса пул бозоридаги қисқа муддатли фоиз ставкалари ҳисобланади. Оралиқ мақсад пул-кредит сиёсатининг пировард ва операцион мақсадлари ўртасидаги боғлиқликни таъминлайди, шунингдек, у иқтисодиётдаги инфляцион кутилмаларга таъсир қилади.

Марказий банк бугунги кунга қадар инфляция бўйича операцион мақсаднинг аниқ даражаси ва муайян таргетни белгиламаган бўлса-да, банклараро пул бозорини кенгайтириш, очиқ бозор

операцияларини жорий этиш, шунингдек, таҳлилий инструментлар ва операцион механизмларни ишлаб чиқиш ва амалиётга жорий қилиш чора-тадбирлари бўйича мақсадларини очиқ эълон қилиб бормоқда.

### Қарорлар қабул қилишдаги мустақиллик

Самарали ва таъсирчан пул-кредит сиёсатини юритиш вазифаси соҳага оид қарорларни қабул қилишда Марказий банк мустақиллигини талаб этади. Чунки пул-кредит сиёсатида қабул қилинган қарорлар реал иқтисодий кўрсаткичларга маълум вақт кечикишлар билан таъсир этади ва дарҳол натижа бермаслиги ҳамда иқтисодий ва инвестицион шароитларни қисқа давр давомида қатъийлаштириши мумкин. Шу нуқтаи назардан, Марказий банк пухта таҳлилларга асосланган қарорлар қабул қилиши ва ўз қарорларида собит туриши муҳим аҳамият касб этади.

Келгусида қарорлар самарадорлигини оширишда Марказий банк ўз фаолиятини макроиқтисодий соҳадаги бошқа давлат идоралари ва тармоқ корхоналари билан мувофиқлаштириб боради ҳамда мулоқот қилишнинг конструктив усуллари қўллашни давом эттиради.

Шунингдек, Марказий банк қарорлар қабул қилишда кенг қамровли макроиқтисодий таҳлил ва прогнозларга асосланиш ҳамда уларни доимий равишда батафсил тушунтириб бориш орқали молия бозори иштирокчилари, кенг жамоатчилик, Ҳукумат ва бошқа давлат органлари билан самарали мулоқот тизимини шакллантириб боради.

### Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаш тизими

Инфляцион таргетлаш режимининг кейинги муҳим тамойили Марказий банкнинг макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаш базасини мустаҳкамлаш ҳисобланади. Марказий банк ўрта муддатли истиқболда кенг қамровли макроиқтисодий таҳлиллар ва прогнозлардан келиб чиқиб қарорлар қабул қилади ва нархлар барқарорлигини таъминлашга устувор вазифа сифатида эътибор қаратади.

Ўз навбатида, инфляцион таргетлашда пул-кредит сиёсати йўналишини аниқлаб олиш учун Марказий банк макроиқтисодий ҳолат ва ташқи иқтисодий шароитлар бўйича ўз баҳолашларига таяниши керак. Бунинг учун эса пул-кредит сиёсатига таъсир этувчи барча омилларни ўрганишга хизмат қиладиган мос ички тизим зарур.

Ўрта муддатли истиқболда Марказий банк томонидан қабул қилинадиган қарорлар сифатини ошириш ва уларнинг ҳар томонлама асосланганлигини таъминлаш мақсадида макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаштиришнинг замонавий FPAS тизими (*ингл. FPAS – Forecasting and Policy Analysis System*) амалиётга жорий этилади.

Дастлабки босқичларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ҳам бошқа ривожланаётган давлатлар марказий банклари каби паст сифатли статистик маълумотлар, моделлаштириш бўйича етарли тажрибанинг мавжуд эмаслиги, макроиқтисодий маълумотлар ва прогнозларни ишлаб чиқишда ўзаро мувофиқликнинг сустлиги ҳамда пул-кредит сиёсатининг трансмиссион каналлари ривожланмаганлиги каби муаммоларга дуч келиши мумкин.

Шу муносабат билан, **инфляцион таргетлашга ўтишга тайёргарлик босқичида** ушбу муаммоларни тезроқ ечишга алоҳида эътибор қаратилади.

#### Самарали инструментлар тўплами

Инфляцион таргетлашга ўтишда амалдаги инструментларни қайта кўриб чиқиш ҳамда такомиллаштириш, шунингдек, бозор тамойиллари асосида ишловчи янги инструментларни амалиётга жорий этиш учун зарурий пойдевор яратиш муҳим аҳамият касб этади. Бу инфляцияни маъмурий усуллар билан эмас, балки фақат бозор механизмлари орқали таргетлаш мумкинлигини англатади.

Бунинг учун инструментларнинг кўлами етарли даражада кенг бўлиши ва иқтисодиётнинг ички талабларига мослашувчан бўлиши лозим. Бу пул-кредит сиёсатининг барча трансмиссион каналлари (фоиз канали, кредит канали, кутилмалар канали, активлар баҳоси канали ва валюта канали) хусусиятлари ва таъсирларини синчиклаб ўрганишни тақозо этади.

#### Коммуникацион сиёсат

Халқаро тажрибага мувофиқ, пул-кредит сиёсати изчил ва шаффоф бўлганида унинг самарадорлиги анча ортади. Самарали коммуникация, айниқса, инфляцион таргетлашда муҳимдир. Чунки у марказий банкка бозорлар ишончини қозониш ва инфляцион кутилмаларни бошқаришда кўмаклашади.

Коммуникацион сиёсат ўз ичига молиявий ва пул-кредит кўрсаткичлари тўлиқ тўпламини доимий равишда тарқатиб туришни,

Марказий банк ўз мақсадларини ошқор этиб боришини ва қабул қилинаётган қарорлар сабабларини тушунтириб беришини қамраб олади. Марказий банк пул-кредит сиёсатини қандай қилиб ишлаб чиқиши ва амалга оширишини, шунингдек, унинг мақсад ва инструментларини бозор иштирокчилари учун равшан ва осон тушуниладиган даражада етказиб бериши керак.

Бунда доимий равишда шарҳлар, ҳисоботлар ҳамда маърузалар эълон қилиб борилиб, Марказий банкнинг муҳим қарорлари билан биргаликда уларнинг моҳияти батафсил тушунтириб берилган пресс-релизлар чоп этилади.

### Солиқ-бюджет ва пул-кредит сиёсатларини ўзаро мувофиқлаштириш

Пул-кредит ва солиқ-бюджет сиёсатларини мувофиқлаштириш (координация) инфляция таргетлашга самарали ўтишнинг яна бир муҳим бўғини ҳисобланади.

Мамлакатни ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш дастурлари давлат томонидан фаол молиялаштирилаётган даврда бюджет операциялари пул-кредит кўрсаткичлари шаклланишига сезиларли даражада таъсир кўрсатади. Бюджет маблағлари оқимларининг кескин ўзгаришига боғлиқ бўлган “шок”лар шароитида ликвидлилик даражасини самарали тартибга солиш учун Марказий банк зарур инструментларга эга бўлиши ва Молия вазирлиги билан ўз хатти-ҳаракатларини мувофиқлаштириши муҳим ҳисобланади.

Шунингдек, Давлат бюджетининг узоқ муддатли мувозанатини таъминлаш мақсадида бюджет тизимига ўрта муддатли истиқболда халқаро амалиётда кенг қўлланиладиган “бюджет қондаси” ва “бюджет консолидацияси” элементларининг жорий этилиши бюджетнинг ички ва ташқи омилларга таъсирчанлигини пасайтиришга ва пул-кредит сиёсати юритиш учун қулай шароитларни яратишга хизмат қилади.



## **II. 2018 ЙИЛДА ПУЛ-КРЕДИТ СОҲАСИДА АМАЛГА ОШИРИЛГАН ИШЛАР ТАҲЛИЛИ ВА ЙИЛ ЯКУНИ БЎЙИЧА КУТИЛАЁТГАН НАТИЖАЛАР**

### **2.1. Пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг иқтисодий шароитлари**

**2018 йилда макроиқтисодий ҳолат** ҳудудларни ривожлантириш ва тадбиркорлик фаолиятига кенг йўл очиш, тартибга солинадиган нархлар ва ташқи савдо шароитларини либераллаштириш, қишлоқ хўжалигини ислоҳ қилиш, бизнесни юритиш шароитларини яхшилаш каби соҳаларда таркибий ислохотларнинг бошланиши ҳамда иқтисодиётдаги инвестицион фаоллик даражасининг аввалги йилларга нисбатан сезиларли даражада ошиши шароитларида шаклланди.

Жорий йилда республикамизда амалга оширилаётган ижтимоий-иқтисодий ҳамда инвестицион сиёсат асосан иқтисодиётдаги ялпи талаб, яъни истеъмол ва инвестицион талаб ҳажмларининг жадал ошишини қўллаб-қувватловчи характерга эга бўлиб, айнан мазкур омил мамлакатдаги иқтисодий ўсиш ва инфляция жараёнларининг ҳамда умумий макроиқтисодий ҳолатнинг шаклланишида муҳим аҳамият касб этди.

#### ***2.1.1. Иқтисодиётда ялпи талабнинг шаклланиши***

2018 йилда иқтисодиётда истеъмол ва инвестицион талабнинг юқори даражада шаклланиши иқтисодиёт реал секторида ишлаб чиқариш ва хизмат кўрсатиш ҳажмларининг ошишига қулай шарт-шароит яратди.

Хусусан, жорий йилнинг январь-сентябрь ойларида ялпи талаб ҳажмининг юқори даражада шаклланишига республикамиз иқтисодиётида барча молиялаштириш манбалари ҳисобидан ўзлаштирилган инвестициялар ҳажмининг 2017 йилнинг мос даврига нисбатан 30,9 фоизга ошиши катта ҳисса қўшди.

Мазкур даврда инвестициялар умумий ҳажми 71,1 трлн. сўми, унинг ЯИМдаги улуши эса 2017 йилнинг январь-сентябрь ойларидаги кўрсаткичга (22,4 фоиз) нисбатан 6,7 фоиз бандга ошиб, 29,1 фоизни ташкил этди.

Бунда асосий капиталга инвестициялар ҳажмининг ЯИМга нисбатан улуши ошиши асосан марказлашган манбалар, яъни давлат маблағлари ҳисобидан амалга оширилган инвестициялар ҳажмининг 2017 йилнинг мос даврига нисбатан 2,4 баробарга, унинг ЯИМга нисбатан улушининг эса 3,5 фоиз бандга (5 фоиздан 8,5 фоизгача), шу жумладан, Ўзбекистон Республикаси Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси маблағлари ҳисобидан 0,5 фоиз бандга ҳамда Ҳукумат кафолати остидаги кредитлар ҳисобидан 2,9 фоиз бандга ошиши билан изоҳланади.

Бундан ташқари, жорий йилда мамлакатда **Давлат бюджети ва бюджетдан ташқари жамғармалар** харажатларининг ўтган йилларга нисбатан сезиларли даражада ўсиши ҳам иқтисодиётдаги ялпи талаб ҳажмининг юқори даражада шаклланишида муҳим роль ўйнамоқда.

Жумладан, жорий йилда давлат бюджети харажатлари 2017 йилнинг мос даврига нисбатан қарийб 60 фоизга ёки 29,5 трлн. сўмга ўсди. Қўшимча даромадларнинг асосан иш ҳақи миқдорларини ошириш, аҳоли учун арзон уй-жойлар қуриш, тоза ичимлик суви билан таъминлаш, аҳолини иш билан таъминлаш, мактабгача таълим муассасаларини қуриш ва таъмирлаш бўйича тадбирларни молиялаштиришга йўналтирилиши иқтисодиётда истеъмол ва инвестицион талабнинг ошишига олиб келди.

Шунингдек, жорий йилда иқтисодиётдаги истеъмол ва инвестицион талаб ҳажмининг жадал ошиши **иқтисодиётга ажратилаётган банк кредитлари** ҳажмининг сезиларли даражада ошиши билан ҳам боғлиқ.

Хусусан, 2018 йилнинг январь-сентябрь ойларида иқтисодиётга ажратилган кредитлар умумий ҳажми 2017 йилнинг мос даврига нисбатан **1,8 баробарга** ёки 34,1 трлн. сўмдан 69,9 трлн. сўмгача, ЯИМга нисбатан улуши эса 19,3 фоиздан 28,6 фоизгача ошган.

Иқтисодиётни кредитлаш ҳажмларининг ошиши билан бир қаторда, жорий йилда маҳсулот ва хизматларга бўлган ялпи талабнинг жадал ўсишига **аҳоли даромадлари ижобий динамикаси** ҳам ўз таъсирини кўрсатмоқда.

2018 йилнинг январь-сентябрь ойларида аҳоли даромадларининг ўсиш суръатлари 2017 йилнинг мос давридаги кўрсаткичларга нисбатан сезиларли равишда жадаллашган бўлиб, иш ҳақи шаклидаги даромадлар ўсиши 22,2 фоизни (2017 йилнинг



мос давридаги ўсиш 14,5 фоиз) ҳамда ижтимоий трансфертлар бўйича даромадлар ўсиши 21,6 фоизни (16,1 фоиз) ташкил этди.

Ўз навбатида, аҳоли даромадлари ўсишига мос равишда жорий йилнинг январь-сентябрь ойларида аҳолининг якуний истеъмол харажатлари 2017 йилнинг мос даврига нисбатан 22,9 фоизга ошди.

### **2.1.2. Ташқи иқтисодий фаолият ва тўлов балансининг ҳолати**

Жорий йилда ички шарт-шароитлар миллий иқтисодиётнинг барқарор ўсишини қўллаб-қувватловчи характерга эга бўлса, ташқи иқтисодий вазият, аксинча, нисбатан ноқулай шаклланмоқда.

Хусусан, 2018 йилнинг январь-сентябрь ойларида Ўзбекистоннинг асосий савдо ҳамкорлари ҳисобланган давлатларда иқтисодий ўсиш суръатларининг 2017 йилнинг мос давридаги ўсишга нисбатан пасайиши республикада ишлаб чиқарилаётган маҳсулот ва хизматларнинг экспорти ҳажмининг ошишини секинлаштирувчи омил бўлиб хизмат қилди.

Расмий маълумотларга кўра, жорий йилнинг январь-сентябрь ойларида иқтисодий ўсиш суръатлари Россияда 1,8 фоиздан 1,6 фоизгача, Хитойда 6,8 фоиздан 6,5 фоизгача, Қозоғистонда 4,3 фоиздан 4,2 фоизгача, Туркияда 10,6 фоиздан 5,2 фоизгача ҳамда Қирғизистонда 4,3 фоиздан 1,2 фоизгача пасайган.

Шунингдек, мазкур даврда республикамизнинг асосий савдо ҳамкорлари ҳисобланган давлатлар миллий валюталарининг сезиларли даражада қадрсизланиши ҳам ташқи иқтисодий шарт-шароитларнинг ноқулай шаклланишига ўз таъсирини ўтказди.

Жумладан, доллар индексининг ошиши ҳамда Россияга нисбатан янги санкцияларнинг киритилиши натижасида Россия рубли АҚШ долларига нисбатан 15 фоизга ҳамда ушбу давлат иқтисодиётига боғлиқлик даражаси юқори бўлган Қозоғистон тенгеси 9,2 фоизга қадрсизланди. Шунингдек, ушбу даврда АҚШ долларига нисбатан Хитой юани 6,5 фоизга ва Туркия лираси қарийб 60 фоизга қадрсизланди (2.1.1-расм).

Юқоридаги валюталарнинг қадрсизланиши ва республикада инфляция даражасининг мазкур мамлакатлардаги кўрсаткичларга нисбатан сезиларли даражада юқори бўлиши натижасида сўмнинг

реал эффектив алмашув курси қарийб 15 фоизга мустақамланиши кузатилди.

2.1.1-расм



Манба: Мазкур давлатлар марказий банки маълумотлари асосида.

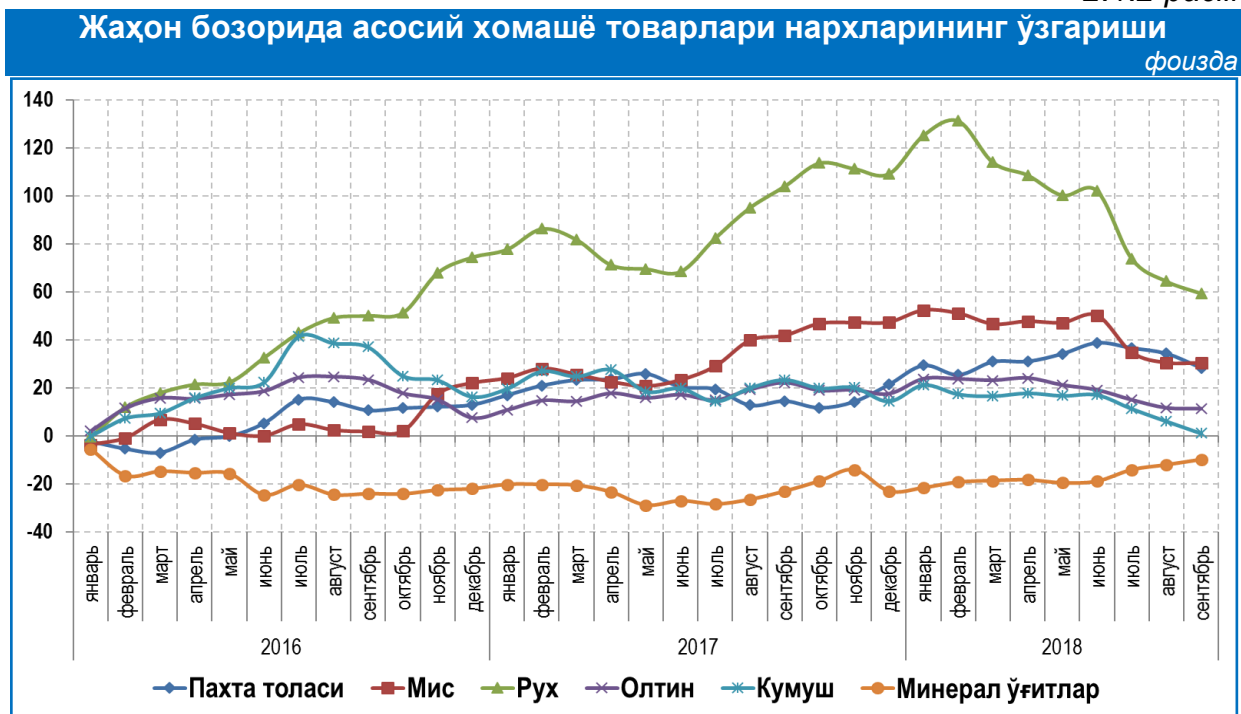
Бундан ташқари, жорий йилда жаҳон бозорларида Ўзбекистоннинг асосий экспорт маҳсулотлари қаторига кирувчи қимматбаҳо ва рангли металллар ҳамда хомашё товарлари бўйича нархлар конъюнктурасининг ноқулай шаклланиши ҳам республикамизнинг экспорт даромадларини пасайтирувчи омиллардан бири бўлди. Бунда жорий йилнинг I чораги давомида жаҳон бозорларида республикамизнинг асосий экспорт маҳсулотлари нархларининг ошиши кузатилган бўлса, кейинги даврларда нархлар асосан пасайиш тенденциясига эга бўлди (2.1.2-расм).

Ушбу тренднинг барқарор давом этиши мамлакатимизда ишлаб чиқариладиган маҳсулотларнинг ички ва ташқи бозорлардаги рақобатбардошлигига салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

Хусусан, жорий йилнинг ўтган даври мобайнида жаҳон бозорларида олтин нархининг 10 фоизга арзонлашиши кузатилган бўлиб, ушбу ҳолат асосан АҚШ Федерал резерв тизими томонидан фоиз ставкасининг 2017 йилнинг декабрь ҳамда 2018 йилнинг март, июль ва сентябрь ойларида кетма-кет тўрт марта оширилиши натижасида АҚШ долларларидаги активлар жозибадорлигининг ошиши

ҳамда олтинга инвестицион актив сифатидаги талабнинг пасайиши билан изоҳланади.

2.1.2-расм



Манба: Жаҳон банки маълумотлари асосида.

Шу билан бирга, жаҳон миқёсида “савдо протекционизми”нинг кучайиши, шу жумладан, АҚШ ва Хитой томонидан бир-бирига нисбатан импорт божларининг жорий этилиши ташқи бозорларда мис ва рухга бўлган талабнинг камайишига ва шу орқали мазкур металллар нархларининг мос равишда 14,4 фоизга ва 29,3 фоизга пасайишига олиб келди.

Юқоридаги омиллар таъсирида жорий йилнинг январь-сентябрь ойлари якуни бўйича республикаимиз жами экспорти 2017 йилнинг мос даврига нисбатан **0,4** фоизга, энергия ресурслари экспортдан олинган тушумларсиз ҳисоблаганда эса қарийб **9** фоизга камайди.

Бундан ташқари, Россия рубли, Қозоғистон тенгеси ва Туркия лирасининг девальвацияси халқаро пул ўтказмалари ҳажмига ҳам салбий таъсир ўтказди.

Жумладан, ҳисоб-китоблар 2018 йилнинг январь-сентябрь ойларида Россия рубли, Қозоғистон тенгеси ва Туркия лирасининг сезиларли қадрсизланиши республикаимизга хориждан юборилаётган пул ўтказмалари ҳажмининг 330 млн. АҚШ долларига камайишига олиб келганлигини кўрсатмоқда.

## **2.2. Инфляция таҳлили**

### **2.2.1. Макроиқтисодий шароитларнинг нархлар даражасига таъсири**

Охирги йилларда Ўзбекистонда олиб борилаётган иқтисодий ўзгаришлар мамлакатдаги инфляцияни шакллантирувчи шароитларга ҳам ўз таъсирини кўрсатмоқда. Аввалги йилларда инфляцион босим асосан валюта бозоридаги номутаносиблик натижасида миллий валюта алмашув курсининг доимий тарзда қадрсизланиши, энг кам иш ҳақи миқдорларининг режали индексация қилиб борилиши ҳамда давлат томонидан маъмурий тарзда тартибга солинадиган нархларнинг мунтазам ошириб борилиши натижасида юзага келган.

2018 йилда инфляцион жараёнларнинг шаклланишига таъсир кўрсатган макроиқтисодий шароитлар ўтган йиллардаги шароитлардан кескин фарқланди.

Олдинги йилларда бюджетнинг объектив аҳамиятдаги харажатлари (фақат профицит билан ижро этиш мақсадида) қисқартирилиши ёки зарур даражада шакллантирилмаслиги ҳал этилиши лозим бўлган ижтимоий-иқтисодий муаммолар тўпланиб қолинишига ва бугунги кунда уларнинг кечиктирмасдан ечилиши заруриятини туғдирмоқда.

2018 йилда бюджет дефицити ЯИМга нисбатан 1,2 фоизни ташкил этиши кутилмоқда ва бу, ўз навбатида, кўзда тутилган барча харажатларнинг тўлиқ ҳажмда амалга оширилишини англатади. Бундай шароитда бюджет сиёсати иқтисодиётда ялпи талабни ошириш орқали инфляцияга босимни вужудга келтиради.

Мазкур йилда ички бозорда, айниқса, озиқ-овқат маҳсулотлари бозорида рақобат муҳитининг бирмунча яхшиланганлиги кўзга ташланди ва бу маълум бир маҳсулотларнинг мавсумий етишмаслиги натижасида юзага келадиган нархлар ошишининг импорт ҳисобига олдини олиш имконини берди. Бунда алмашув курсининг нисбатан барқарорлиги ҳамда баъзи юқори талабга эга товарлар учун импорт божларининг бекор қилиниши ва республиканинг чегара олди ҳудудларида савдо фаолияти эркинлаштирилганлиги муҳим аҳамият касб этди. Хусусан, 2018 йилда шакар, картошка, ўсимлик ёғи, шахсий гигиена ва тозалаш воситалари ҳамда маиший техника каби товарлар нархлари ўтган йилларга нисбатан барқарор бўлганлигини келтириш мумкин.

Шунингдек, 2018 йилда юқори инвестицион талаб ёки қурилиш ишлари ҳажми ортиши натижасида қурилиш моллари нархлари кескин ошиши кузатилди. 2018 йилнинг сентябрь ойида қурилиш моллари нархи йиллик ҳисобда 25,8 фоизга ошган бўлса, бу кўрсаткич 2017 йилнинг шу даврида 8,3 фоизни ташкил этган.

Бундан ташқари, 2018 йилда инфляция даражасининг шаклланишида янги шароит сифатида давлат томонидан маъмурий тартибга солинадиган товар ва хизматлар нархларини эркинлаштириш сиёсатининг бошланиши инфляциянинг жорий ҳолати ва ўрта муддатли истиқболдаги кутилмаларга тегишли таъсирини кўрсатди.

Нархларни эркинлаштиришнинг дастлабки босқичида маъмурий тарзда тартибга солинадиган товар ва хизматлар нархларини уларнинг ишлаб чиқариш таннархидан паст бўлмаган даражада оширилиши талаб этилади. Бунда нархлар эркинлаштирилиши ва рақобат муҳити шакллантирилиши натижасида инфляция босим вақт ўтиши билан камайиб боради. Мисол тариқасида 2018 йил сентябрида амалга оширилган биринчи навли буғдой уни ва ундан тайёрланадиган қолипчи нон (буханка) нархлари оширилишини келтириш мумкин.

Марказий банк пул-кредит сиёсати бўйича қарорлар қабул қилишда ва ўз мақсадларини белгилашда **истеъмол нархлари индекси бўйича ҳисобланган инфляция даражасини** таҳлил ва прогноз қилиб боради. Халқаро амалиётда инфляцияни ўрганишда истеъмол нархлари индексидан ташқари ялпи ички маҳсулот (ЯИМ) дефляторидан ҳам кенг фойдаланилади.

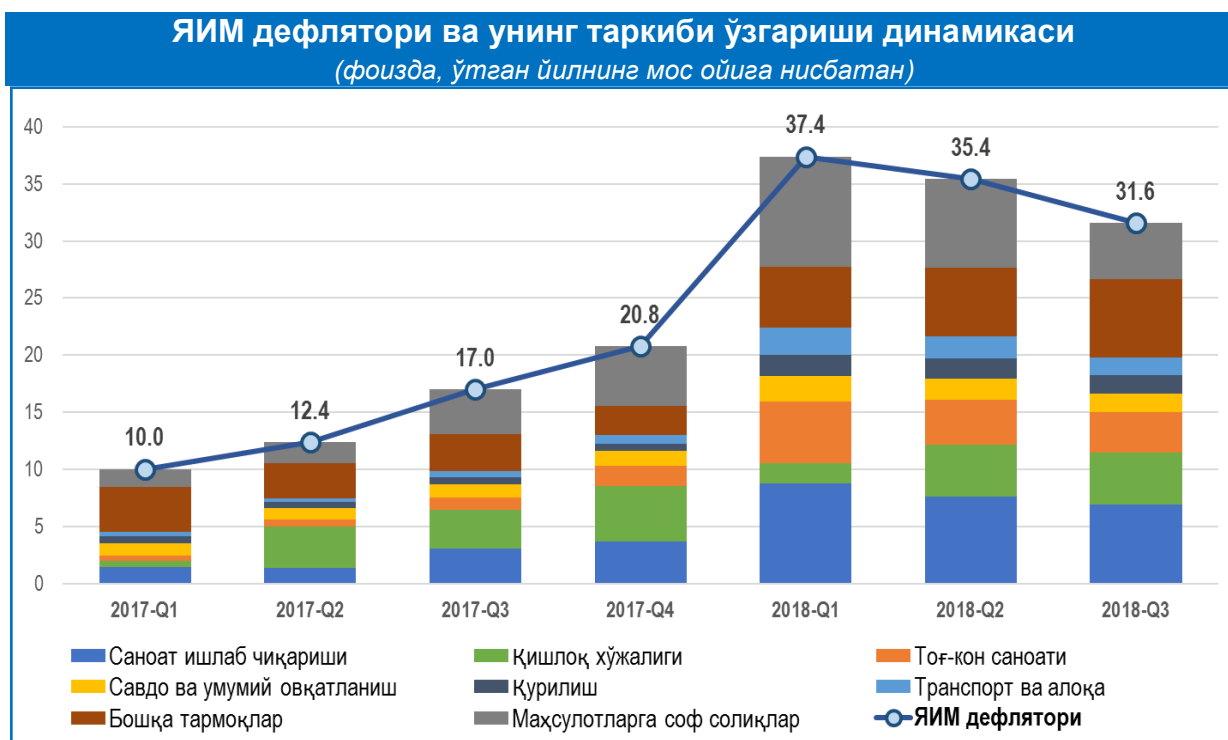
ЯИМ дефлятори ҳисоблаш методологияси, қамрови ва шаклланиш сабаблари бўйича истеъмол нархлари индексидан фарқ қилса-да, иқтисодиёт тармоқларидаги умумий нархлар ўзгаришини ўзида акс эттирганлиги ва келгусида мазкур омилларнинг истеъмол нархлари индекси бўйича ҳисобланадиган инфляция даражасига таъсири юқорилигини инобатга олиб, Марказий банк ЯИМ дефляторини ҳам мунтазам таҳлил қилиб боради.

### **2.2.2. Ялпи ички маҳсулот дефлятори**

2018 йилда ЯИМ дефлятори динамикасида сезиларли ўсиш кузатилди. Хусусан, 2017 йилнинг якуни бўйича ЯИМ дефлятори

инфляция даражасига яқин бўлган бўлса, 2018 йилнинг **9 оyi якуни** бўйича инфляциядан **2 баробарга** юқори бўлди.

2.2.1-расм



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

Мазкур даврда валюта алмашув курси девальвацияси ҳисобига ташқи иқтисодий фаолият билан шуғулланувчи субъектларда маҳсулот ва хизматлар номинал ҳажмининг ошиши ЯИМ дефляторининг кескин ўсишига сабаб бўлди. Жумладан, олдинги чоракка нисбатан тоғ-кон саноати, қурилиш, транспорт ва алоқа секторларининг ЯИМ дефляторидаги ҳиссаси 3 баробарга ортди (2.2.1-расм).

2018 йилнинг 3-чорагига келиб ЯИМ дефлятори 31,6 фоизга тенг бўлди. Унинг пасайишига асосан девальвация эффектининг камайиб бориши ва алмашув курсининг барқарорлиги таъсир кўрсатди.

Дефляторнинг ЯИМнинг харажатлар таркиби бўйича таҳлили 2018 йилдаги ўсиш асосан ялпи қўйилмалар дефлятори кескин ошиши эвазига шаклланганлигини кўрсатмоқда, бу, ўз навбатида, иқтисодиётга хорижий валютадаги инвестициялар ҳажмининг ортиши ва миллий валюта алмашув курсининг девальвацияси билан изоҳланади (2.2.2-расм). Таҳлилларга кўра, девальвациянинг



дефляторга таъсири 2019 йил биринчи чорагига қадар кузатилиши кутилмоқда.

2.2.2-расм



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

Якуний харажатлар дефляторларида ҳам сезиларли ўзгаришлар кузатилди. Жумладан, 2018 йил бошидан давлат ташкилотлари харажатлари дефлятори тез суръатда ортиб бориб, сентябрь охирига **38 фоизгача** кўтарилиши кузатилди. Бунга бюджет ташкилотлари ойликлари индексацияланиши, давлат секторида иш ўринлари кўпайиши ва бошқа харажатлар ошиши асосий омил бўлди.

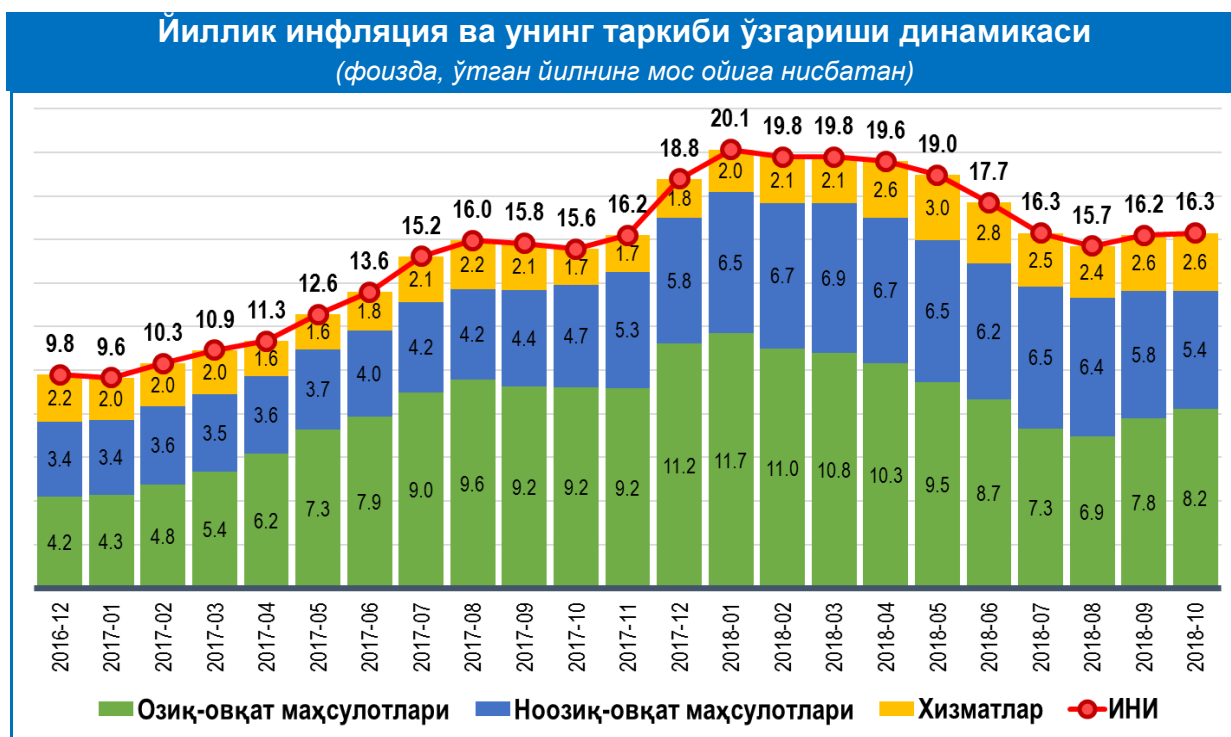
Шунингдек, ушбу даврда **уй хўжаликлари харажатлари** дефлятори динамикаси **истеъмол нархлари индекси** ўзгаришига **мос бўлди**. Қайд этиш жоизки, давлат ташкилотлари харажатлари дефлятори ошиб бориши келгусида истеъмол нархларининг ошишига олиб келиши тахмин қилинмоқда.

### 2.2.3. Истеъмол нархлари индекси

Инфляцияни амалиётда ифодалашда кенг қўлланиладиган кўрсаткич **истеъмол нархлари индекси** (ИНИ) ҳисобланади. 2018 йилдан бошлаб Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси истеъмол нархлари индексини ҳисоблашда ўзгармас вазн усулидан фойдаланмоқда. Истеъмол нархлари индекси кундалик истеъмол товар ва хизматлари нархларини ўзида акс эттиргани сабабли инфляцияни яққолроқ намоён этади.

Мамлакатимизда 2018 йилнинг биринчи ярим йиллигида нисбатан юқори инфляцион босим кузатилди, бу асосан апрель-май ойларида ёқилғи-энергетика маҳсулотлари нархларининг оширилиши, ўтган йилга нисбатан об-ҳавонинг нисбатан қурғоқчил келиши ва ўтган йилларда инфляция базасининг пастлиги билан изоҳланади (2.2.3-расм). Бунда сўм алмашув курсининг мустақамланиши, минтақадаги давлатлар билан савдо иқтисодий алоқалар жадаллашиши, шунингдек, импорт ҳисобига бозорларнинг ижтимоий аҳамиятга эга айрим маҳсулотлар билан тўйинганлиги инфляция суръати янада тезлашининг олдини олишга маълум даражада хизмат қилди.

2.2.3-расм



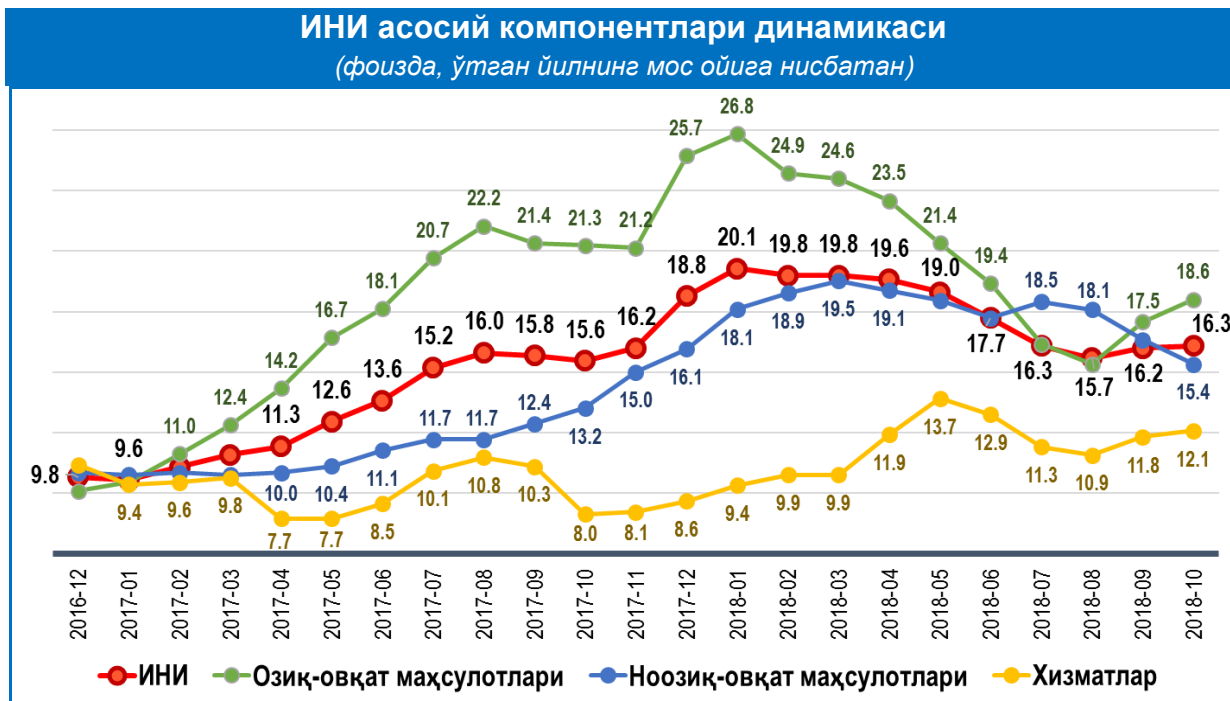
Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Ёз ойларида мева-сабзавот маҳсулотларининг сезиларли арзонлашиши ҳисобига кейинги ойларда йиллик инфляция даражаси пасайиб борди. Агар 2017 йилнинг июнь-август ойларида мева-сабзавотлар нархлари ошиши инфляцияни келтириб чиқарувчи асосий омил (драйвери) бўлиб, уларнинг умумий инфляциядаги ҳиссаси ўртача 5 фоиз бандни ташкил этган бўлса, 2018 йилнинг мос даврида ушбу кўрсаткич 0,6 фоиз бандни ташкил этди.



2018 йил бошидан ноозиқ-овқат товарлар ва хизматларнинг истеъмол нархлари ўсишидаги ҳиссаси тобора кўпайиб бораётган бир вақтда, озиқ-овқат маҳсулотларининг ҳиссаси, аксинча, камайди.

2.2.4-расм



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

Шунга қарамасдан, 2018 йилнинг биринчи ярмида **озиқ-овқат нархларининг ўсиш суръати** юқори бўлиб (йиллик ҳисобда 20 фоиздан ортиқ), бунга асосан ички бозорда мазкур маҳсулотлар таклифининг камайиши таъсир кўрсатди (2.2.4-расм). Ноқулай об-ҳаво шароити таъсирида маҳаллий гўшт маҳсулотлари ва гуручнинг таклиф ҳажми етарли даражада бўлмаганлиги улар нархларининг ўсишига олиб келди. Озуқа нархлари ошиши ҳисобига чорвачилик харажатлари кўпайиши гўшт нархига қўшимча босим кўрсатаётганлиги кузатилмоқда.

Мазкур даврда озиқ-овқат маҳсулотлари нархлари шаклланишига гўшт маҳсулотлари нархи ошиши сезиларли таъсир кўрсатди. Хусусан, 2018 йилнинг январь-сентябр ойларида мол гўшти ва қўй гўшти нархи йиллик ҳисобда мос равишда 28,8 ва 27,3 фоизга қимматлашди. Уларнинг умумий озиқ-овқат маҳсулотлари нархлари ўсишидаги ойлик ҳиссаси 2017 йилнинг мос даврига нисбатан 3,1 фоиз бандга ошиб, ўртача 7,6 фоиз бандни ташкил этди.

Ички бозорларда гўштнинг нархи чегарадош мамлакатлардаги ўртача нархлар даражасига етганлиги сабабли гўштнинг ички таклифи етишмовчилиги гўшт маҳсулотлари ва чорва молларининг импорти ҳисобига қисман қоплана бошланди. Хусусан, 2018 йилнинг январь-сентябрь ойларида гўшт маҳсулотлари ва чорва молларининг импорти 2017 йилнинг шу даврига нисбатан мос равишда **81,6** ва **43,5** фоизга ошди.

Бундан ташқари, озиқ-овқат маҳсулотлари қимматлашишининг яна бир омили уларнинг фаол савдо-сотиқ олиб борилаётган кўшни давлатлар нархлари билан мослашиши бўлди. Хусусан, Ўзбекистон ички бозорларида мева-сабзавотлар нархларининг нисбатан паст бўлганлиги сабабли, ушбу маҳсулотларга чегарадош республикаларда юқори талаб шаклланмоқда.

Ташқи савдони эркинлаштириш шароитида маҳаллий маҳсулотлар экспортининг (асосан мева-сабзавотлар) сезиларли даражада ўсиши ички бозорларда ушбу маҳсулотлар нархларининг ташқи нархларга мослашишига олиб келади. 2018 йилнинг январь-сентябрь ойларида мева-сабзавот маҳсулотлари экспорти 2017 йилнинг мос даврига нисбатан **47,7** фоизга ёки 205 млн. АҚШ долларига ошган. Мазкур даврда жами озиқ-овқат маҳсулотлари экспортида мева-сабзавотлар улуши **77** фоизни ташкил этди.

Шунингдек, 2018 йилда, олдинги йиллардан фарқли ўлароқ, шакар, картошка ва ўсимлик ёғи нархлари барқарор бўлди ва инфляцияга деярли таъсир кўрсатмади. Хусусан, 2018 йилнинг сентябрь ойида шакар нархи йиллик ҳисобда 5,8 фоизга арзонлашган бўлса, 2017 йилнинг мос ойида унинг нархи 29,8 фоизга қимматлашган эди. Бу ижобий динамика ушбу бозорда рақобат муҳити яхшилангани ва жаҳон бозорларида шакар нархи пасайгани ҳисобига вужудга келди. Бунда 2018 йилнинг январь-сентябрь ойларида шакар импорт қилиш ҳажми 2017 йилнинг мос даврига нисбатан 2,5 фоизга ошди.

2018 йилнинг III чорагида озиқ-овқат маҳсулотлари нархларининг ёз мавсумида мева-сабзавотлар сезиларли даражада арзонлашиши ҳисобига ўсиш суръатининг секинлашиши мавсумий омиллар таъсирида бир маромда қайта тикланмоқда. Шу билан бирга, жорий йилда қишлоқ хўжалигида кузатилган сув танқислиги

сабзавотларнинг кузги ҳосили бозорларга кириб келиши ҳажмида ва уларнинг нархларида акс этмоқда.

Ноозиқ-овқат товарлари нархлари динамикаси ўзгариши, одатдагидек, озиқ-овқат маҳсулотлари нархларига нисбатан паст бўлиб, 2018 йилнинг март ойида 19,5 фоизгача тезлашишдан сўнг босқичма-босқич пасайиб борди.

2018 йилнинг январь-сентябрь ойларида **ноозиқ-овқат маҳсулотлари нархларининг ўсишида** қурилиш материалларининг ҳиссаси сезиларли бўлди. Бунда асосий капиталга йўналтирилган инвестициялар ҳажми 2017 йилнинг мос даврига нисбатан сезиларли даражада ошиб, мазкур инвестицияларнинг қарийб ярми қурилиш-монтаж ишлари учун сарфланганлиги қурилиш материалларига бўлган юқори талабни вужудга келтирди.

2018 йилнинг июль-август ойларида ноозиқ-овқат товарлари нархларининг ошиши тезлашишига кўмир, пропан, енгил автомобиллар ва канцелярия моллари нархлари ошиши ҳам катта таъсир кўрсатди. Жорий йилнинг биринчи ярмида инфляцион босимнинг пасайишига хизмат қилган импорт нархлари, иккинчи ярим йилликда сўмнинг алмашув курси қадрсизланиши ва чегарадош давлатлардан маиший техникани божсиз олиб киришга жорий қилинган янги чекловлар ноозиқ-овқат товарлари нархларига салбий таъсир кўрсатмоқда.

2018 йилнинг январь-май ойларида **хизмат кўрсатиш соҳасидаги инфляция**, асосан, коммунал хизматлар тарифларининг ошиши шароитида ўсиш тенденциясига эга бўлди. Хусусан, апрель ойида хизматлар инфляциясининг биринчи кескин кўтарилиши, асосан, электр энергияси ва тармоқли табиий газ тарифлари ошиши ҳисобига кузатилди. Май ойида ёқилғи-энергетика маҳсулотлари қимматлашганидан кейин иситиш ва сув таъминоти тарифлари оширилди. 2018 йилнинг июнь-август ойларида йиллик хизматлар инфляцияси динамикаси секинлашди, аммо сентябрь ойида олий таълим муассасаларида шартнома асосида ўқиш учун тўловларнинг сезиларли даражада оширилишидан сўнг у яна тезлашди.

2018 йилда **хизматларнинг** умумий инфляциядаги ҳиссаси олдинги йилларга нисбатан ошаётганлиги кузатилмоқда. Хусусан,

хизматларнинг инфляциядаги ойлик ҳиссаси 2018 йилнинг январь-сентябрь ойларида ўртача 2,5 фоиз бандини ташкил этди, 2017 йилнинг мос даврида эса ушбу кўрсаткич 1,9 фоиз бўлган. Ушбу тенденция тартибга солинадиган нархларнинг эркинлаштирилиши фонида, биринчи навбатда, ёқилғи-энергетика ва монопол корхоналар нархлари эркинлаштирилиши ва бозор нархлари ҳамда хизматлар тарифларининг бунга мос равишда тўғриланиши ҳисобига юз берди.

#### **2.2.4. Маъмурий тартибга солинадиган нархлар**

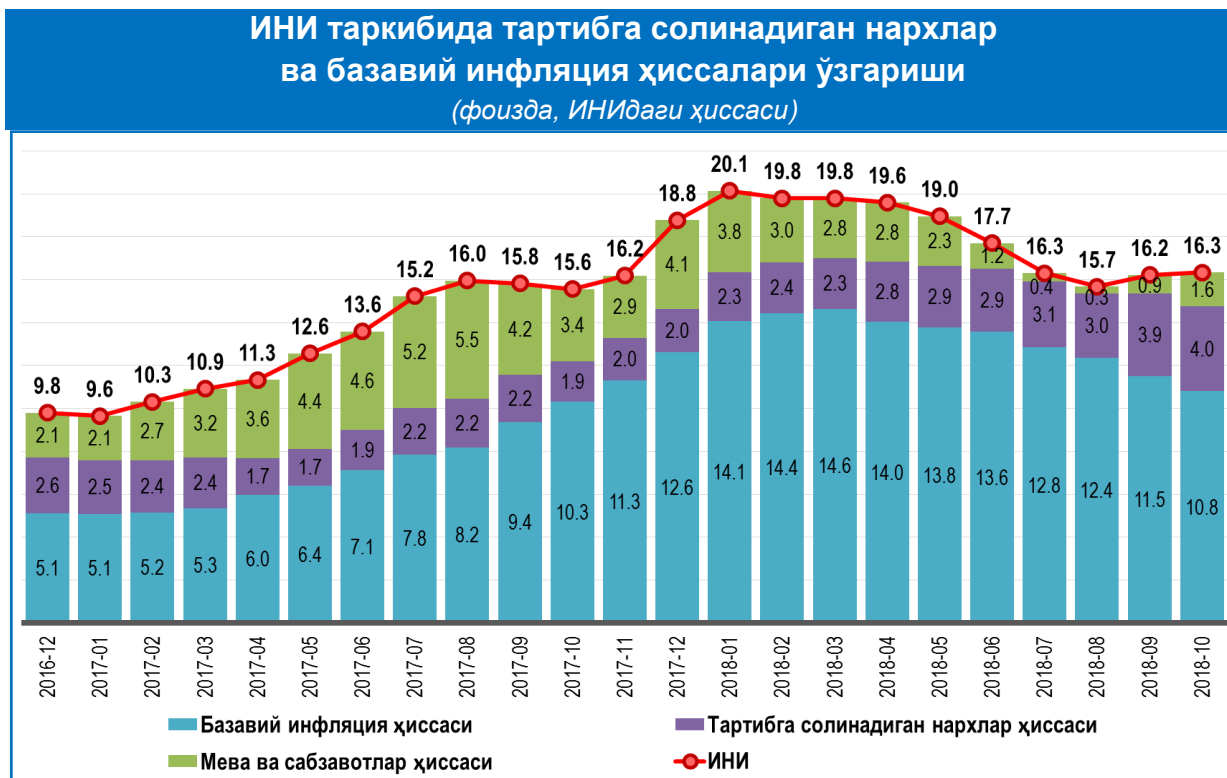
2018 йилнинг 9 ойида маъмурий тартибга солинадиган маҳсулот ва хизматлар нархларини эркинлаштириш жараёни давом этаётганлиги сабабли уларнинг ўртача нархи умумий инфляциядан фарқли ўлароқ фақатгина ўсувчи трендга эга бўлди. Бунда тартибга солинадиган нархларнинг шакллантирилиши дискрецион (нобозор, ҳеч қандай қонуниятга бўйсунмайди) хусусиятлилиги ҳисобига уларнинг ўсиши юқори тезликка эга эканлиги ва кескин тебранувчанлиги билан бошқа нархлар ўзгаришидан фарқ қилади.

Хусусан, апрель-май ойларида коммунал хизматлар тарифлари, сентябрь ойида биринчи навли ун нархи ва ноябрь ойида электр энергияси, табиий газ ва бензин нархлари оширилди ҳамда сентябрда қолипчи нон нархини эркинлаштириш бўйича ҳаракатлар бошланди. Бунинг натижасида тартибга солинадиган нархларнинг йиллик инфляциядаги ҳиссаси 2017 йил декабрига нисбатан 2 баробарга ортди (2.2.5-расм).

**Таъкидлаб ўтиш жоизки, келгуси 2-3 йил давомида тартибга солинадиган нархларнинг эркинлашиши иқтисодиётда инфляцион босимнинг сақланиб туришига сабаб бўлади. Келгусида уларнинг инфляциядаги ҳиссаси камайиши давлат улуши мавжуд монопол корхоналарни ислоҳ қилиш бўйича чоратadbирларнинг самарадорлигига боғлиқ бўлади.**

Тартибга солинадиган нархларнинг эркинлаштирилиши иқтисодиётдаги номутаносибликларни камайтириш учун зарур чора ҳисобланади.

2.2.5-расм



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

Биринчидан, у нисбий нархларнинг тўғриланишига имкон яратади. Ҳозирги вақтда маҳаллий ёқилғи-энергетика маҳсулотлари ишлаб чиқарувчиларнинг амалдаги ички нархлари минтақа бўйича ўртача қийматдан паст, бу эса ушбу ресурслардан самарасиз фойдаланишга олиб келмоқда ва ишлаб чиқарувчилар молиявий ҳолатига сезиларли таъсир кўрсатмоқда. Бундай вазиятда ёқилғи-энергетика маҳсулотлари ишлаб чиқарувчилар нархларининг бошқа нархларга нисбатан тезроқ оширилиши, яъни нисбий нархларнинг тўғриланиши уларга сигнал функциясини бажаришга ҳамда энергоресурсларнинг мавжудлиги ёки чекланганлигининг реал ҳолатини акс эттиришга имкон яратади.

Иккинчидан, бу, ёқилғи-энергетика соҳасидаги давлат корхоналарини ислоҳ қилишнинг асосий шarti ҳисобланади. Ишлаб чиқаришга ўз-ўзини қоплашга ёрдам берадиган бозор тамойиллари асосида нархлар шаклланишига ўтмасдан туриб ушбу корхоналарнинг асосий фондлари юқори даражада эскирганлиги ва бунинг натижасида уларнинг ишлаб чиқариш унумдорлиги пастлиги билан боғлиқ муаммоларни ҳал этиш имконияти мавжуд эмас.

Учинчидан, нархларни либераллаштириш хусусий субъектлар, хусусан, ички ва ташқи инвесторлар учун очиқ бўлган рақобатбардош бозор шакллантирилишида дастлабки шарт-шароитларни яратади.

Таъкидлаш жоизки, агар тартибга солинадиган нархлар умумий нархлар даражасига катта таъсир кўрсатадиган бўлса, Марказий банкнинг инфляцияни жловлаш борасидаги самарали пул-кредит сиёсатини юритишдаги имкониятлари чекланиб қолади.

ИНИ таркибида тартибга солинадиган нархлар улуши қанча кўп бўлса, пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмнинг самарадорлиги шунча паст бўлади, чунки бу нархлар Марказий банкнинг хатти-ҳаракатлари ва бозор жараёнларидан таъсирланмайди. Ҳозирги вақтда ИНИ савати таркибида тартибга солинадиган нархлар улуши 18 фоизни ташкил этади.

### **2.2.5. Базавий инфляция**

**Базавий инфляция** иқтисодиётдаги давомий инфляцион трендни яққолроқ ифодаловчи кўрсаткич бўлиб, қисқа муддатли, мавсумий ёки доимий тарзда ўзгариб турувчи нархлар билан боғлиқ ўзгаришларни (шокларни) инобатга олмайди.

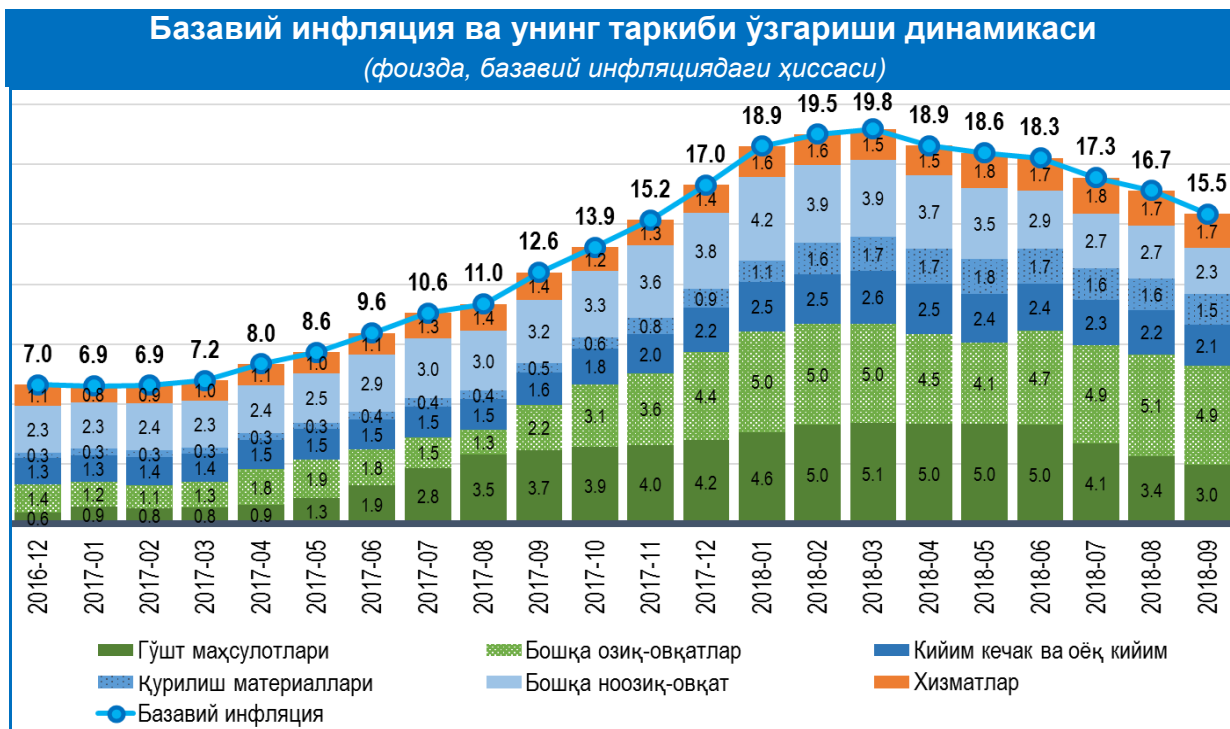
Марказий банк базавий инфляцияни тартибга солинадиган нархлар ҳамда мева-сабзавот маҳсулотларининг нархларини истеъмол нархлари индекси саватидан чиқариб ташлаш йўли билан ҳисоблайди. Ушбу ёндашув билан пул-кредит сиёсати чораларига таъсирчан нархлар динамикасини кузатиб бориш мумкин.

Базавий инфляция кўрсаткичи 2018 йилнинг март ойида энг юқори даражага чиқиб, кейинги ойларда секинлашиб, сентябрда 15,5 фоизни ташкил этди (2.2.6-расм). Базавий инфляциянинг секинлашиши айрим ноозик-овқат товарлари нархларининг ўсиш тенденциялари пасайиши ҳисобига вужудга келди.

Бундан ташқари, йиллик базавий инфляциянинг юқори даражаси иқтисодиётда узоқ вақт давомида секин-аста камайиб борадиган турғун инфляцион жараёнларнинг сақланиб қолаётганидан далолат беради. Базавий инфляциянинг секин пасайишига олиб келадиган омиллардан бири **тартибга солинадиган нархлар оширилишининг иккиламчи таъсиридир.**



2.2.6-расм



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

Шу билан бирга, 2017–2018 йилларда базавий инфляциянинг қиймати бир неча баробар ортиши билан бирга унинг таркибида ҳам сезиларли ўзгаришлар кузатилди (2.2.6-расм).

Жумладан, 2017 йилнинг бошида базавий инфляциянинг 28 фоизи озиқ-овқат маҳсулотлари ва 56 фоизи ноозиқ-овқат маҳсулотлари нархлари ошиши эвазига шаклланган бўлса, 2018 йилнинг сентябрь ойига келиб озиқ-овқат маҳсулотлари улуши 51 фоизга, ноозиқ-овқат маҳсулотлари улуши 38 фоизга тенг бўлди.

Ушбу даврда базавий инфляцияда озиқ-овқат товарларидан гўшт маҳсулотларининг ҳиссаси катта бўлди. Хусусан, 2018 йилнинг бошида мазкур гуруҳнинг ҳиссаси аввалги йил бошига нисбатан 6 баробарга ошиб, 5 фоиз бандни ташкил этди ва сентябрь ойига келиб 3 фоиз бандгача пасайди. Ноозиқ-овқат товарларидан кийим-кечак ва қурилиш молларининг ҳиссалари кескин ошди. 2018 йилга келиб, кийим-кечак ва оёқ кийимлар ҳиссаси 2 баробарга ошган бўлса, қурилиш молларининг базавий инфляциядаги ҳиссаси 2017 йилнинг бошига нисбатан 6 баробаргача ошди.

### **2.2.6. Инфляция даражасига монетар омиллар таъсири**

Иқтисодиётдаги таркибий ўзгаришлар натижасида монетар омилларнинг инфляцияга таъсир даражаси, даври ва унинг давомийлигида ўзгаришлар кузатилмоқда. Бунда монетар омилларнинг нархлар даражасига таъсири давомийлиги **етти чоракни** ташкил қилиб, унинг энг юқори таъсирчанлиги **икки чоракдан кейин** кузатилмоқда.

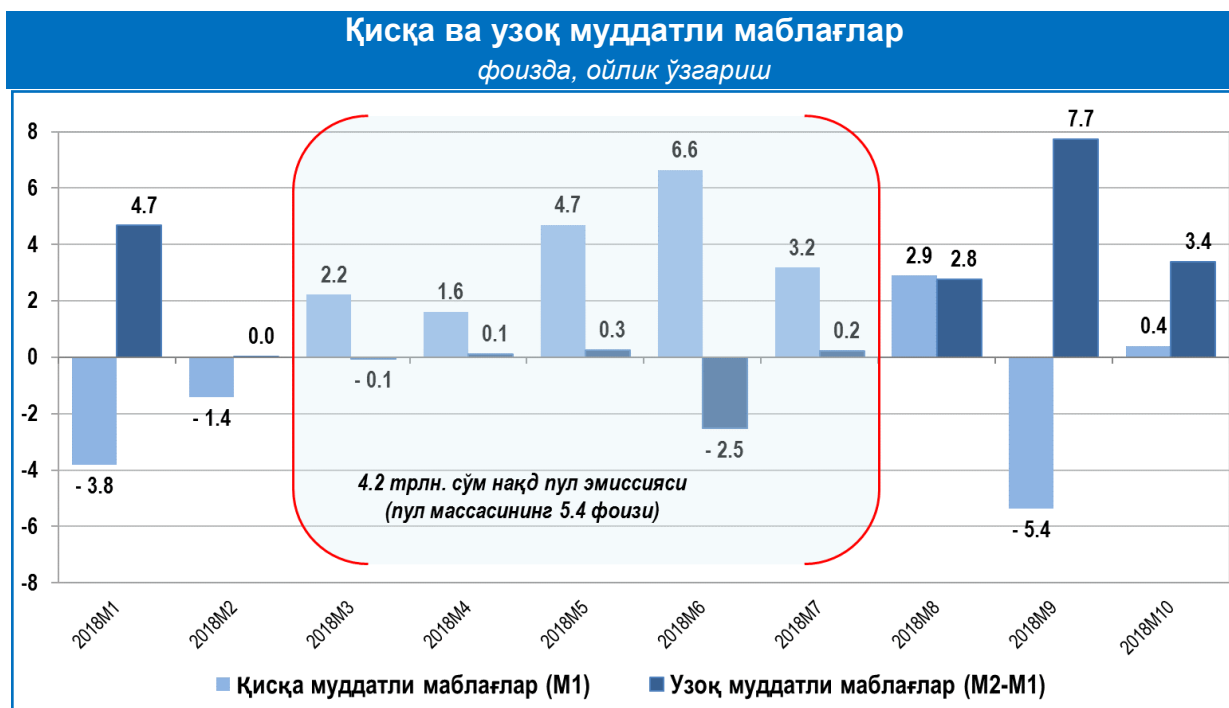
2006 йилдан 2017 йилнинг биринчи ярим йиллигигача бўлган ўрганиш даври охирида монетар омилларнинг инфляцияга таъсири маълум миқдорда ошишига қарамасдан, унинг мутлақ қиймати сезиларсиз бўлди, бундан ташқари, айрим даврлар оралиғида пул агрегатлари ҳамда инфляция ўртасида тесқари корреляция мавжудлигини кўрсатди.

Мазкур ўрганиш даврига пул-кредит сиёсати юритишнинг фаол даври (2017 йил иккинчи ярим йиллигидан кейинги давр) қўшилганда пул массасининг ички нархлар динамикасига таъсири бирмунча ошгани кузатилади. Жумладан, инфляция ва монетар омиллар ўртасидаги эластикликни баҳолаш мақсадида турли монетар омиллар ва базавий инфляция динамикаси ўртасида амалга оширилган эконометрик таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, инфляция ва миллий валютадаги пул массаси эластиклиги таҳлили натижасига кўра, миллий валютадаги пул массаси ҳажмининг 10 фоизга ошиши ички нархларда 1,1 фоизлик қўшимча инфляцион босимни вужудга келтиради.

Жорий йил март-июль ойларида иқтисодиётда қисқа муддатли молиявий ресурслар ошиши кузатилди (асосан валюта айирбошлаш шохобчаларида нақд пулга бўлган талабнинг кескин ортиши ҳисобига) (2.2.7-расм). Пул бозорида салбий реал фоиз ставкалари шаклланган шароитда иқтисодий агентларда қисқа муддатли маблағларга бўлган талабнинг ортишини табиий рационал қарор сифатида баҳолаш мумкин.

Таҳлил натижаларига асосан қисқа муддатли маблағлар ҳажмининг сезиларли ортиши, истеъмол талаби ошиши нуқтаи назаридан, икки чорак кечикиш билан талаб инфляциясини вужудга келтиради. Бунда юқори таъсирчанлик мос равишда жорий ва келгуси йилларнинг декабрь ва январь ойларида тўғри келади.





Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Жорий йил сентябрь ойидан пул-кредит сиёсати қатъийлаштирилиши иқтисодиётда ижобий реал фоиз ставкалари шаклланишига имкон яратди ва мос равишда иқтисодиётда узоқ муддатли маблағлар (жамғармалар) ҳажми ортишига олиб келди. Бу, ўз навбатида, ўрта муддатли истиқболда молиявий воситачиларнинг узоқ муддатли лойиҳаларни молиялаштиришга имкониятлари ортиши ҳисобига иқтисодиётда инвестицион талабни вужудга келтириши кутилмоқда.

### 2.3. Инфляцион кутилмалар таҳлили

Иқтисодиётдаги нархлар даражасига таъсир кўрсатувчи асосий омиллардан бири инфляцион кутилмалар ҳисобланади.

**Инфляцион кутилмалар** аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг келгусидаги нархлар даражаси бўйича фаразлари бўлиб, улар томонидан иқтисодий қарорлар қабул қилинишида муҳим аҳамият касб этади. Инфляцион кутилмалар асосида ишлаб чиқарувчилар ва истеъмолчилар ўзларининг келгусидаги молиявий режаларини ва нарх-наво сиёсатини шакллантирадilar.

Ишлаб чиқарувчиларнинг инфляцион кутилмалари инфляцияга таъсир нуктаи назаридан таъсир кўрсатади. Кутилмалар ошган ҳолда, ишлаб чиқарувчилар келажакда нархларнинг ошиши ҳисобига

кутилаётган қўшимча нархларни ўз маҳсулотларининг жорий нархларига қўшиб қўядилар. Истеъмолчиларнинг инфляцион кутилмалари эса талаб динамикасига таъсир кўрсатади. Аҳолининг инфляцион кутилмалари ошган шароитда истеъмолчилар келгусида нархлар ўсиши тезлашиб кетишидан хавфсираб, келажак учун товарларни кўпроқ сотиб ола бошлайдилар, бу эса талабни ошириб жорий нарх-навонинг ўсишига олиб келади.

Бундан ташқари, инфляцион кутилмалар иқтисодиётдаги тадбиркорлик ва инвестицион фаолликка, кредитлаш ва жамғариш кайфиятларига, фоиз ставкаларига ва бошқа иқтисодий жараёнларга ўз таъсирини кўрсатади.

Шу боис, инфляцион кутилмаларни ўрганиб бориш ва унга таъсир кўрсатиш пул-кредит сиёсатини самарали амалга оширишда муҳим роль ўйнайди. Шунингдек, аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмалари асоссиз шаклланишининг олдини олиш мақсадида Марказий банк коммуникация каналлари орқали ўзи олиб бораётган пул-кредит сиёсати шаффофлигига ва очиқлигига, иқтисодиётда рўй бераётган жараёнлар таҳлилини ёритишга алоҳида эътибор қаратмоқда.

Хусусан, пресс-релизлар, шарҳлар, ахборот-таҳлилий маълумотлар, прогнозлар, интервью ва баёнотлар орқали Марказий банк қабул қилган қарорларига тушунтиришлар бериб боради ҳамда иқтисодиётдаги ҳолат ва инфляцион жараёнларнинг ривожланишига ўз нуқтаи назарини билдиради, бу эса аҳоли ва корхоналарнинг кутилмаларини ойдинлаштиришга ёрдам беради.

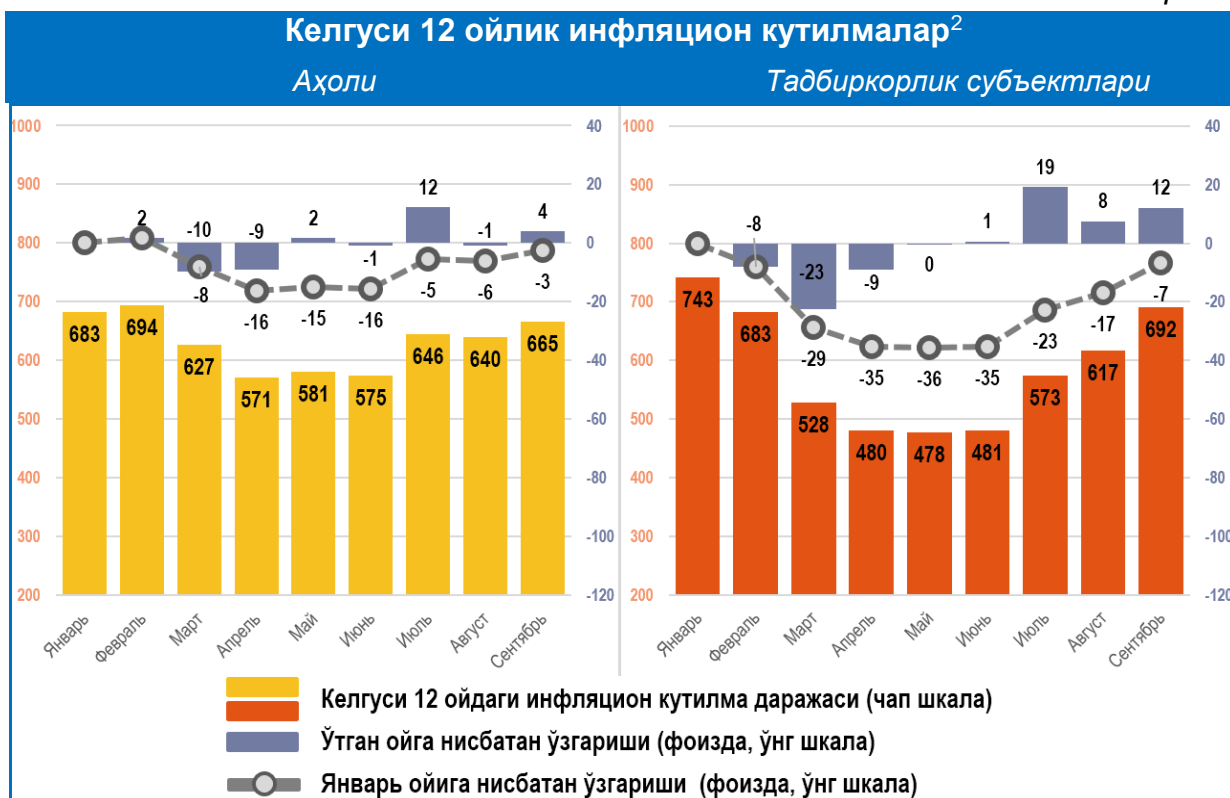
Шу билан бирга, коммуникация каналларининг инфляцион кутилмаларга таъсирчанлигини ошириш – олиб борилаётган пул-кредит сиёсатига бўлган ишончни изчиллик билан мустаҳкамлаб бориш ҳамда аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг молиявий саводхонлигини ошириб боришни тақозо этади.

Иқтисодиётдаги инфляцион кутилмаларни баҳолаш ва уларга таъсир қилувчи омилларни аниқлаш мақсадида 2018 йил бошидан бошлаб Марказий банк мамлакат бўйлаб аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари орасида мунтазам сўров ўтказилиши амалиётини жорий этди. Ушбу сўровлар давомида аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари томонидан сезилаётган инфляция даражасига, унга таъсир қилувчи

омиллар, келгуси давр учун инфляцион кутилмалар ва истеъмол кайфиятига баҳо берилади.

2018 йил январь-сентябрь ойларида олиб борилган сўровлар натижаларига кўра, ушбу даврда инфляцион кутилмаларда сезиларли ўзгаришлар кузатилди. 2017 йил охирида кескин жадаллашган инфляция суръатлари 2018 йил январидан бошлаб секинлаша бошлади, бу эса жорий йилнинг биринчи чорагида инфляцион кутилмаларга ижобий таъсир кўрсатди.

2.3.1-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Иккинчи чорак давомида инфляцион кутилмалар айрим тартибга солинадиган нархлар ошишига қарамасдан нисбатан паст даражада сақланиб қолди. Бунга мева-сабзавот нархларининг мавсумий пасайиши борасидаги кутилмалар ҳамда ушбу даврда миллий валюта алмашув курсининг мустаҳкамланиши сабаб бўлди (2.3.1-расм).

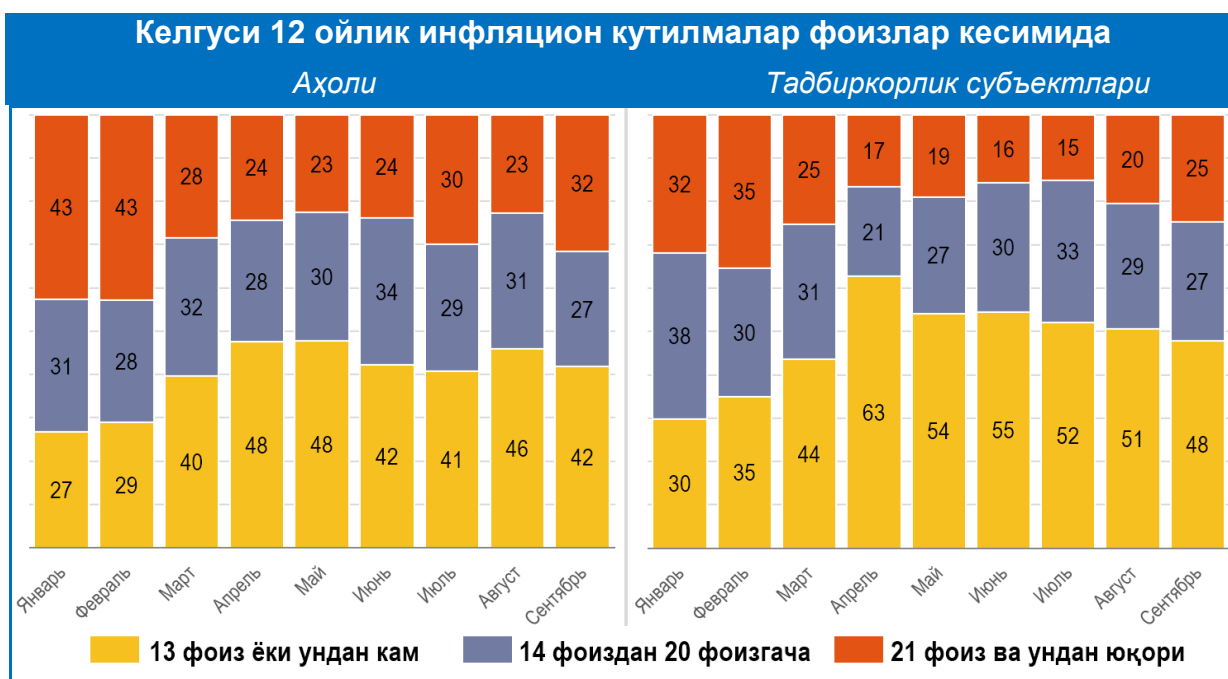
<sup>2</sup> Инфляцион кутилмалар индекси – келгусида кутилаётган инфляция даражасини аниқлаш бўйича берилган саволларга респондентлар томонидан белгиланган барча жавобларнинг баланслаштириш усули орқали умумлаштирилган кўрсаткичи. Индекс диапазони 0 дан, барча респондентлар нархлар пасайишини кўрсатган тақдирда, 1000 гача, барча респондентлар нархлар юқори даражада ошишини кутаётганда.

2018 йил июнь ойидан бошлаб аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмалари ошиши кузатилди. Бу қишлоқ хўжалик маҳсулотлари нархларининг мавсумий ўсиши, иш ҳақи ва коммунал тўловлар тарифлари ошиши бўйича кутилмалар билан изоҳланади. Бундан ташқари, 2018 йил август ойидан бошланган миллий валюта курсининг девальвацияси кутилмаларнинг ошишига ўз ҳиссасини қўшди.

Умуман корхоналарнинг инфляцион кутилмалари аҳолиникига нисбатан ижобийроқ бўлди, яъни сентябрдаги сўровлар натижаларига кўра, улар жисмоний шахсларга нисбатан нархларнинг камроқ ошишини кутишган. Хусусан, юридик шахсларнинг 48 фоизи нархлар ўсиши кейинги 12 ой ичида 13 фоиздан ошмаслигини кўрсатган бўлса, шундай кутилмаларга эга жисмоний шахсларнинг улуши 42 фоизни ташкил этди (2.3.2-расм).

Инфляцион кутилмалар, ўз навбатида, иқтисодий агентларнинг нархлар даражасига бўлган ишончини акс эттириб, уларнинг истеъмол талаби шаклланишига таъсир этади. Шу билан бирга, инфляцион кутилмаларга асосланиб аҳоли ўз жамғармаларини тасарруф қилади.

2.3.2-расм

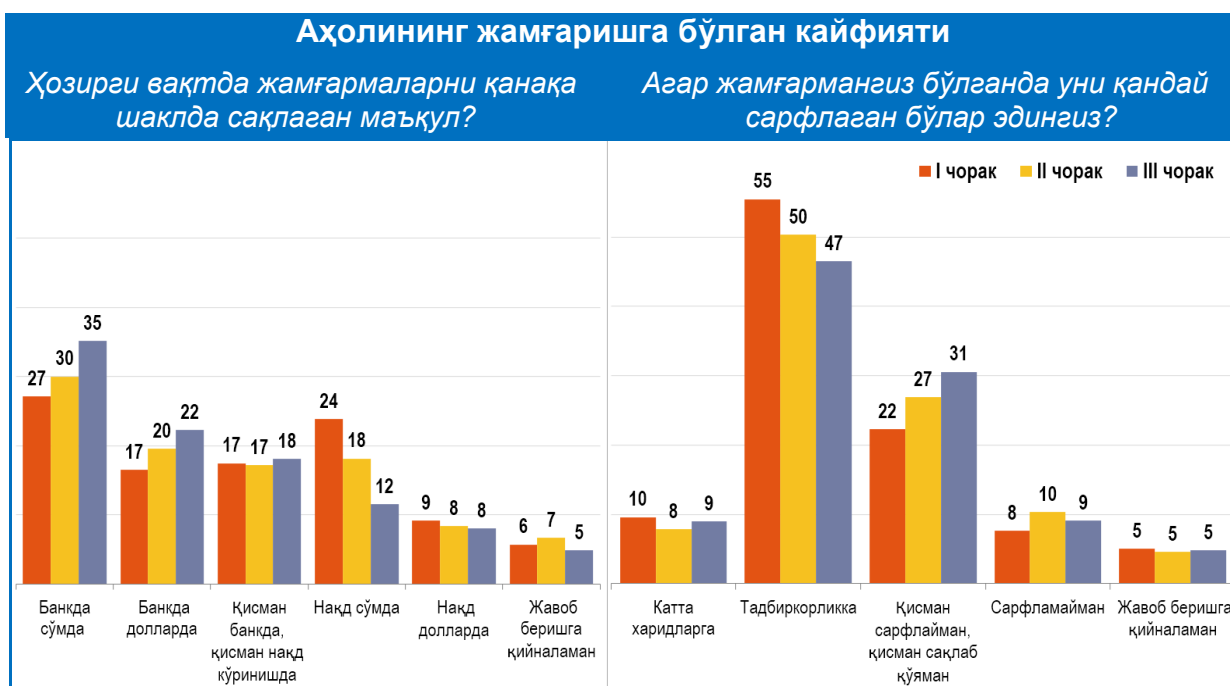


Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Жумладан, юқори инфляцион кутилмалар жамғармаларни истеъмолга сарфлашга ёки жамғарма ўрнини босувчи бошқа юқори ликвидли товарлар харидига йўналтиришга рағбат уйғотиб, шу йўл билан истеъмолга бўлган талабни орттиради. Шунингдек, юқори инфляцион кутилмалар шароитида аҳоли жамғармаларини қадрсизланишдан сақлаш мақсадида уларни хорижий валютага айирбошлаши иқтисодиётнинг долларлашув даражасининг ошишига олиб келади.

Сўров натижаларига кўра, ҳозирги вақтда респондентларнинг ярми ўзларининг жамғармаларини тадбиркорликка йўналтиришга тайёрлигини, бошқа қисми эса жамғармаларини жорий истеъмолга сарфлашини билдирган (2.3.3-расм). Бу билвосита респондентларнинг инфляциянинг келгуси динамикаси борасида иккиланаётганликларини ва иқтисодиётда келгуси нархлар даражаси бўйича ноаниқликлар мавжудлигини кўрсатади.

2.3.3-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бунда жамғармаларнинг тадбиркорлик мақсадида ишлатилиши иқтисодий фаолликка ижобий таъсир кўрсатиб, келгусида ялпи тақлиф ошишига ёрдам беради. Ушбу жараён билан бир вақтда инвестицион талабнинг кенгайиши қисқа муддатли истиқболда инфляция ўсишига олиб келиши мумкин, аммо узоқ муддатли

истиқболда унумдорлик ва ишлаб чиқариш ҳажми ошишига хизмат қилади.

Шу билан бирга, таъкидлаш жоизки, ўз жамғармаларини банкларда сақлашни маъқул кўрувчи респондентлар улуши тобора кўпайиб бормоқда, бу эса банк депозит фоиз ставкалари жозибадорлиги ва аҳолининг банк тизимига ишончи ортиб бораётганини акс эттиради.

Бундан ташқари, инфляцион кутилмалар кредит ва депозит фоиз ставкалари ҳамда кредит хизматлари фойдаланувчиларининг талаби шаклланишига таъсир ўтказиш орқали уларнинг иқтисодиётдаги кредитлашга бўлган кайфиятида ҳам намоён бўлади.

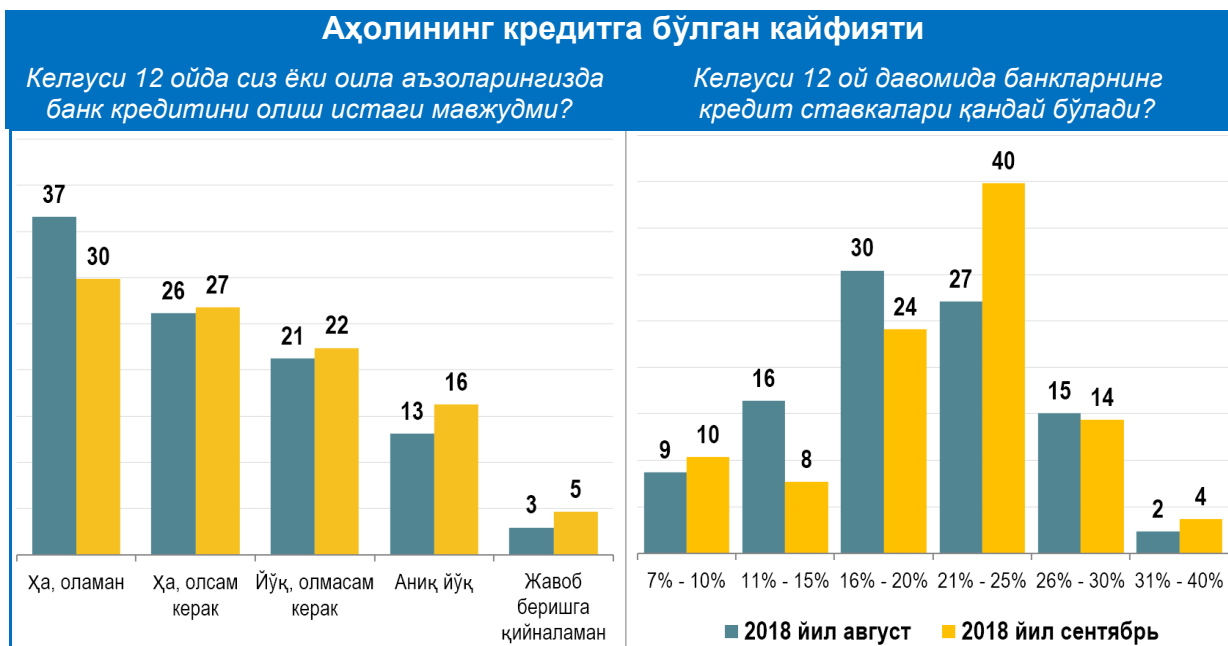
Хусусан, инфляцион кутилмалар ошиши кузатилганда депозитларнинг жозибадорлигини сақлаб қолиш мақсадида уларнинг фоиз ставкалари оширилади ва бу ўз ўрнида кредит ресурслари қимматлашувига ҳамда кредит фоиз ставкаларининг кўтарилишига сабаб бўлади. Кредит фоиз ставкаларининг ўсиши эса аҳоли ва корхоналарнинг келгусида кредит олиш режаларига таъсир қилади. Шунингдек, агар кредит ставкалари ошиши кредитга бўлган талаб пасайишига олиб келмаса, келгусида бу ҳолат иқтисодиётда инфляцион босим ошишига олиб келади.

Сентябрдаги сўровлар натижаларига кўра, кредит ставкалари ошиши бўйича аҳолининг кутилмалари ортиб бормоқда. Хусусан, респондентларнинг учдан икки қисми келгуси 12 ой давомида йиллик кредит фоиз ставкалари 16–25 фоиз даражасида бўлишини кутишмоқда (2.3.4-расм). Шу билан бирга, респондентларнинг ярмидан ошиғи қисқа муддатли истиқболда банк кредитини (асосан автокредит, истеъмол кредити ва ипотека) олиш нияти борлигини таъкидлаб ўтишган. Бу эса аҳолининг кредит ресурсларига бўлган талаби юқори даражадалигини кўрсатади. Бунда аҳолини фаол кредитлаш истеъмол талабини рағбатлантириб, нархлар динамикасига оширувчи таъсир кўрсатади.

Аҳолининг жорий кредит ва жамғарма кайфиятлари кейинги йилда иқтисодий фаоллик ошишини кўрсатмоқда, бу эса инфляцияга талаб нуқтаи назаридан босим сақланиб қолишини англатади. Таъкидлаш жоизки, иқтисодиётда ялпи талаб ва иқтисодий фаоллик

ошиб бораётган пайтда импортни чеклаш сиёсати олиб борилиши келгуси инфляцион босимнинг кескин ошишига олиб келиши мумкин.

2.3.4-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Ўзбекистон иқтисодиётида шаклланган мавжуд инфляцион кутилмалар шароитида келгусида ички нархлар ошишини секинлаштириш учун қатъий пул-кредит шароитларини сақлаб қолиш лозим бўлади. Марказий банк ўрта муддатли истиқболда пул-кредит сиёсатини юритишда ушбу шарт-шароитларни инобатга олади.

#### 2.4. Пул-кредит сиёсатининг инструментларидан фойдаланиш ва унинг трансмиссион механизмлари таҳлили

Инфляцион таргетлаш режимига ўтиш жараёнида самарали пул-кредит сиёсатини амалга ошириш, ўз навбатида, пул-кредит сиёсати инструментлари таъсирчанлигини ошириш муҳим аҳамиятга эга.

Марказий банк пул-кредит сиёсати инструментларидан самарали фойдаланиш ҳамда унинг трансмиссион механизми таъсирчанлигини ошириш орқали иқтисодиётда нархлар барқарорлигини таъминлашга ўз таъсирини ўткази олиши



мумкинлигини инобатга олиб, мазкур масалага алоҳида эътибор қаратади.

2018 йилнинг январь-октябрь ойларида Марказий банк томонидан пул-кредит сиёсатининг замонавий инструментларини жорий этиш, такомиллаштириш ва уларнинг таъсир механизмини мустаҳкамлаш бўйича қатор ишлар амалга оширилди.

Энг асосийси, ўтган даврда зарурий инструментларни такомиллаштириш ва шакллантириш борасида дастлабки кўникмалар шаклланди. Бу, шунингдек, истиқболда амалдаги инструментларни ривожлантириш ва янгиларини жорий этиш йўналишларини белгилаб олиш учун маълум даражадаги қараш ва тасаввурларни шакллантириш имконини берди. Хусусан, Марказий банк томонидан банк тизимидаги ликвидлилиқни таҳлил қилиш ва пул-кредит сиёсатининг билвосита инструментлари орқали самарали бошқаришда янгича қараш ва услублардан фойдаланилди.

2018 йил бошидан банк тизими ликвидлилигини кунлик мониторинг қилиш амалиёти йўлга қўйилди. Пул-кредит кўрсаткичларининг (пул массаси, резерв пуллар, кредитлар ва ҳ.к.) кунлик ўзгаришлари ва уларга таъсир этувчи омилларни таҳлил қилиш ишлари такомиллаштирилди.

Жорий йилнинг ўтган даврида мажбурий резервлар нормативларига икки марта ўзгартириш киритилди, қайта молиялаш ставкаси оширилди ва интервенцияларни амалга оширишда янги тамойилдан фойдаланилди.

Ушбу даврда банк тизими ликвидлилигини тартибга солишда Марказий банкнинг ички валюта бозорига интервенцияларидан фаол фойдаланилди. Лекин орттирилган тажриба турли мавсумий омиллар таъсирида интервенциялар стерилизацион самарадорлиги чекланиши мумкинлигини кўрсатди. Бу, ўз навбатида, кейинги босқичларда бу инструментдан фойдаланиш механизмини қайта кўриб чиқиш ва такомиллаштириш зарурлигини тақозо этади.

#### ***2.4.1. Банк тизими ликвидлилиги ва унга таъсир этувчи омиллар***

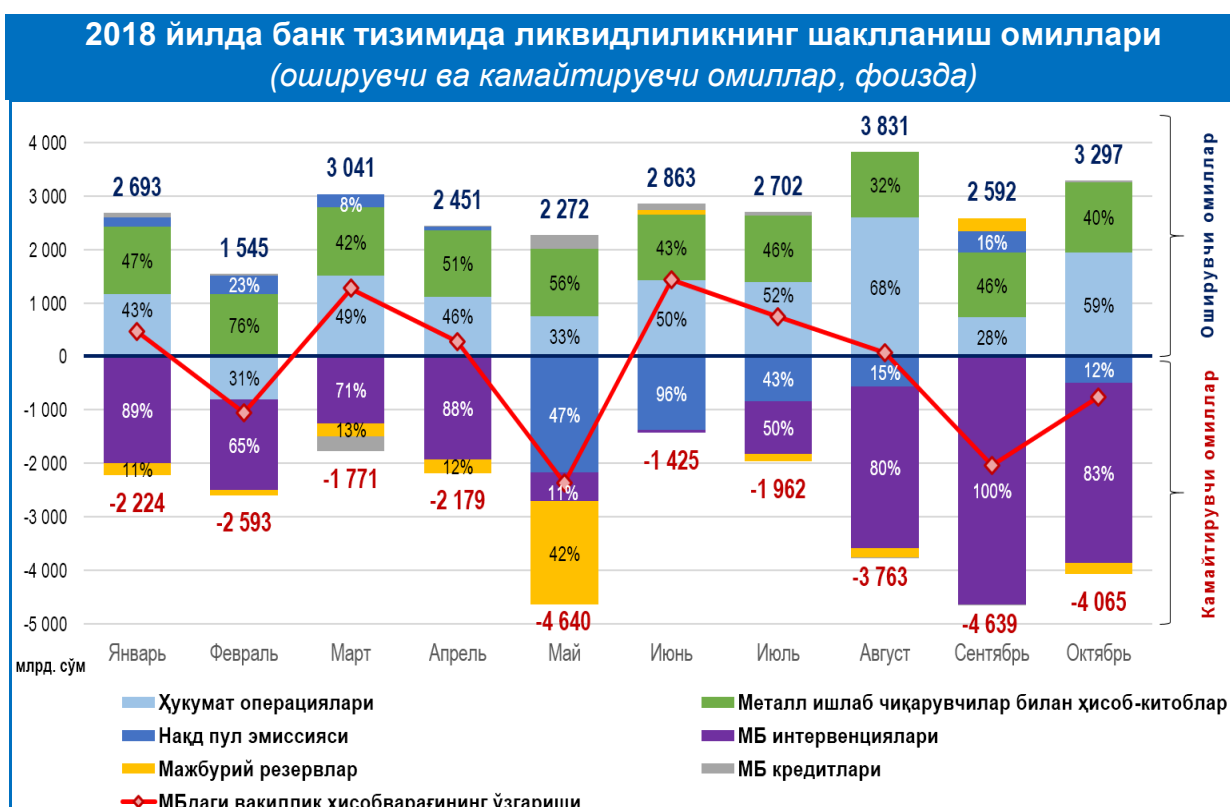
Банк тизимидаги ликвидлилиқ ҳолати ва унинг ўзгариши фоиз ставкалар ҳамда пул-кредит шароитларининг шаклланишида энг муҳим омиллардан бири бўлиб ҳисобланади.



Шу сабабли Марказий банк пул-кредит сиёсатини юритишда, биринчи навбатда, банк тизимидаги ликвидлик ўзгариши ҳамда унинг шаклланишига таъсир этувчи омиллар таҳлил, мониторинг ва прогноз қилиб борилмоқда.

2018 йилнинг январь-октябрь ойларида банк тизимида ликвидлик ҳолати турли омиллар (мавсумий, монетар, ташқи иқтисодий, бюджет харажатлари) таъсирида шаклланиб борди (2.4.1-расм).

2.4.1-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Тижорат банкларининг Марказий банкдаги вакиллик ҳисобварақлари қолдиқлари 2018 йил давомида ўзгарувчан характерга эга бўлиб, йил бошидаги кўрсаткич билан таққослаганда айрим ойлarda 13 фоизгача ошиб, сўнгги ойлarda эса 30 фоизгача пасайди.

2018 йил бошида ликвидликнинг шаклланишида Ҳукумат операциялари, қимматбаҳо металллар ишлаб чиқарувчилар билан ҳисоб-китоблар, Марказий банк кредитлари ва муомаладаги нақд пуллар ҳажмининг ўзгариши ликвидликни шакллантирувчи омиллар сифатида ҳамда Марказий банкнинг ички валюта бозорига интервенциялари, мажбурий захира меъёрлари ўзгартирилиши

ликвидлилиқни тартибга солувчи омиллар сифатида белгилаб олинган эди.

2018 йил 10 ойида банк тизимидаги ликвидлилиқнинг ҳолати мазкур омиллар натижасида шаклланди (2.4.1-расм). Хусусан, Ҳукумат томонидан амалга оширилган **11,8** трлн. сўмлик операциялар, қимматбаҳо металллар ишлаб чиқарувчилари билан **12,4** трлн. сўмлик ҳисоб-китоблар ва Марказий банкнинг **358** млрд. сўмлик қайта молиялаш кредитлари ликвидлилиқни **оширувчи** асосий омиллар бўлди.

Шунингдек, Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги интервенциялари **19,5** трлн. сўмга, мажбурий захиралаш тартиби ўзгартирилиши **2,9** трлн. сўмга ва нақд пул эмиссияси банк тизимида ликвидлилиқни **4,2** трлн. сўмга **камайтирувчи** омиллар бўлди.

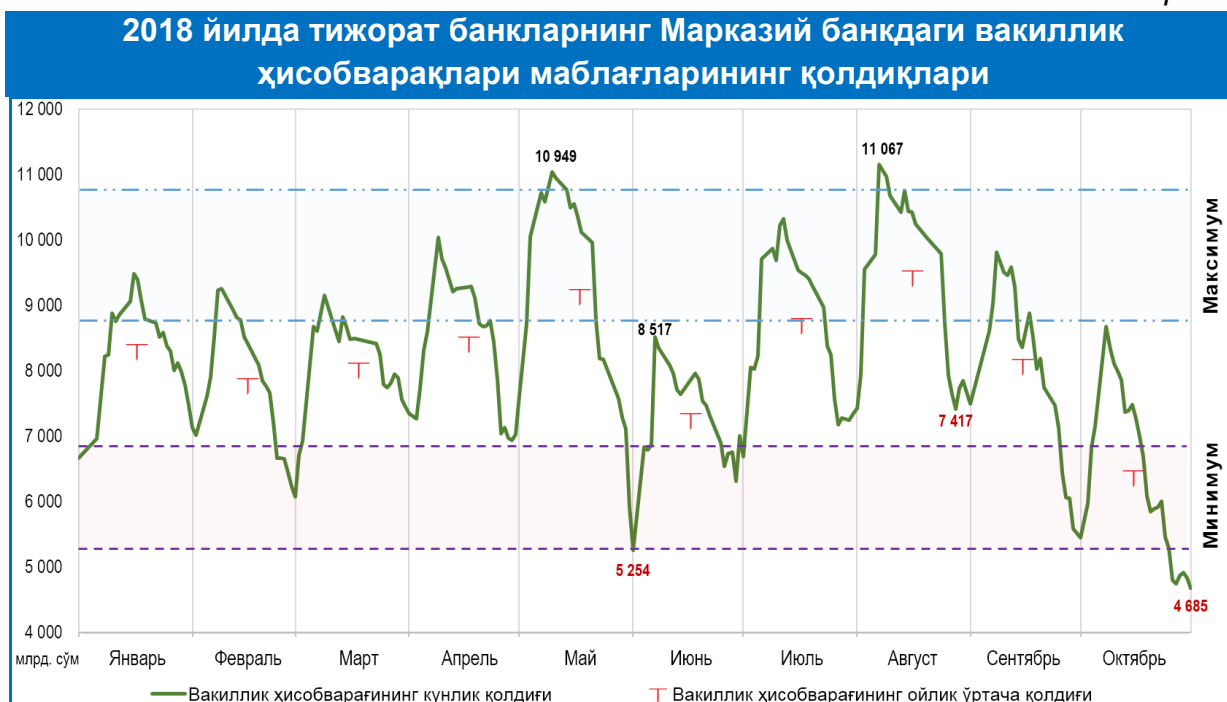
Ушбу даврда Марказий банкнинг ишлаб чиқарувчилардан монетар олтинни сотиб олиши натижасида банк тизими ликвидлилиқига таъсири (жаҳон бозорида олтин нархи ўзгаришини ҳисобга олмаганда) тебранувчан бўлди. Марказий банкнинг ички валюта бозорига интервенциялари ҳажми валютага бўлган талаб ва таклифнинг мавсумий ўзгаришидан келиб чиқиб тебранувчан хусусият касб этди.

2018 йилнинг июнь ойидан мажбурий захиралаш нормативлари ва механизмига ўзгартириш киритилиши Марказий банкнинг ички валюта бозорига интервенцияси кам бўлган ёз ойларида ликвидлилиқнинг кескин ошиб кетиш хавфини камайтирди.

Август-октябрь ойларида эса ташқи иқтисодий шарт-шароитларнинг ўзгариши натижасида ички валюта бозорида хорижий валютага бўлган талабнинг ошиши Марказий банк интервенцияларидан яна қўшимча ликвидлилиқни тартибга солиш мақсадларида фойдаланиш имкониятини оширди ва мос равишда ушбу даврда ликвидлилиқ ҳажмида камайиш кузатилди.

Шунингдек, 2018 йилнинг 10 ойи мобайнида ликвидлилиқнинг кунлик динамикаси ҳам ўзгарувчан характер касб этди. Май ва август ойларининг баъзи кунларида ликвидлилиқ ҳажми 10 ойлик ўртача максимум интервалидан ошиб кетган бўлса, июнь ва октябрь ойларида эса минимум интервалидан ҳам паст даражада шаклланди (2.4.2-расм).

2.4.2-расм



Манба: Марказий банк.

### Ҳукумат операцияларининг ликвидликка таъсири

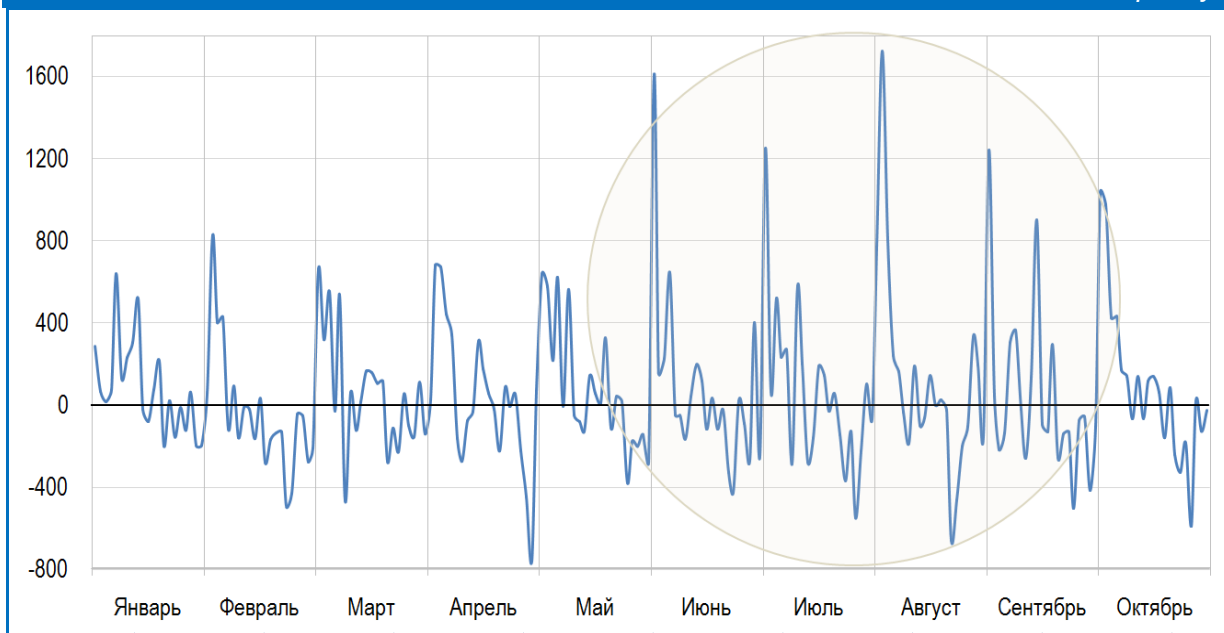
Қайт этиш керакки, жорий йилнинг 10 ойида банк тизими ликвидлиги шаклланишида Ҳукумат операциялари таъсирининг (51–52 фоиз) доимий юқори бўлишига қарамасдан, ушбу операциялар банкларнинг вакиллик ҳисобварақларига таъсир даражаси ой давомида нотекис тақсимланди (2.4.3-расм).

Жумладан, Ҳукумат операцияларининг асосий харажатлари ҳар ойнинг биринчи ҳафтасига тўғри келган. Ойнинг иккинчи ва учинчи ҳафтасида Ҳукумат харажатлари ва даромадлари мутаносиб равишда амалга оширилиши банк тизими ликвидлигига сезиларли таъсир кўрсатмади (2.4.4-расм).

Ўз навбатида, ойнинг иккинчи ярмидан бошлаб Ҳукуматнинг Марказий банкдаги ҳисобварағида иқтисодиётдан солиқ ва бошқа мажбурий йиғимларнинг йиғилиши банк тизими ликвидлигини ўртача 10–15 фоизгача камайтирди. Бунда базавий тармоқ корхоналари ва ташкилотлари томонидан солиқларнинг ой охирида тўланиши тижорат банкларининг Марказий банкдаги вакиллик ҳисобварағидаги маблағлари миқдорининг сезиларли пасайишига ва бу, ўз навбатида, банклараро ресурслар бозоридаги фоиз ставкалари даражасига ҳам таъсир кўрсатмоқда.

2.4.3-расм

**2018 йилда Ҳукуматнинг банк тизими ликвидлигига таъсири динамикаси**  
млрд. сўм



*Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.*

Ушбу ҳолат келгусида Марказий банк томонидан ликвидлиликни тартибга солиш бўйича инструментларни ишлатишда инобатга олиниши лозим бўлган вазият бўлиб ҳисобланади. Бунда ой ичидаги ликвидлиликнинг нотекис тақсимланишига алоҳида аҳамият қаратилади.

*Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги интервенциялари ҳамда қимматбаҳо металллар билан ҳисоб-китобларнинг ликвидлиликка таъсири*

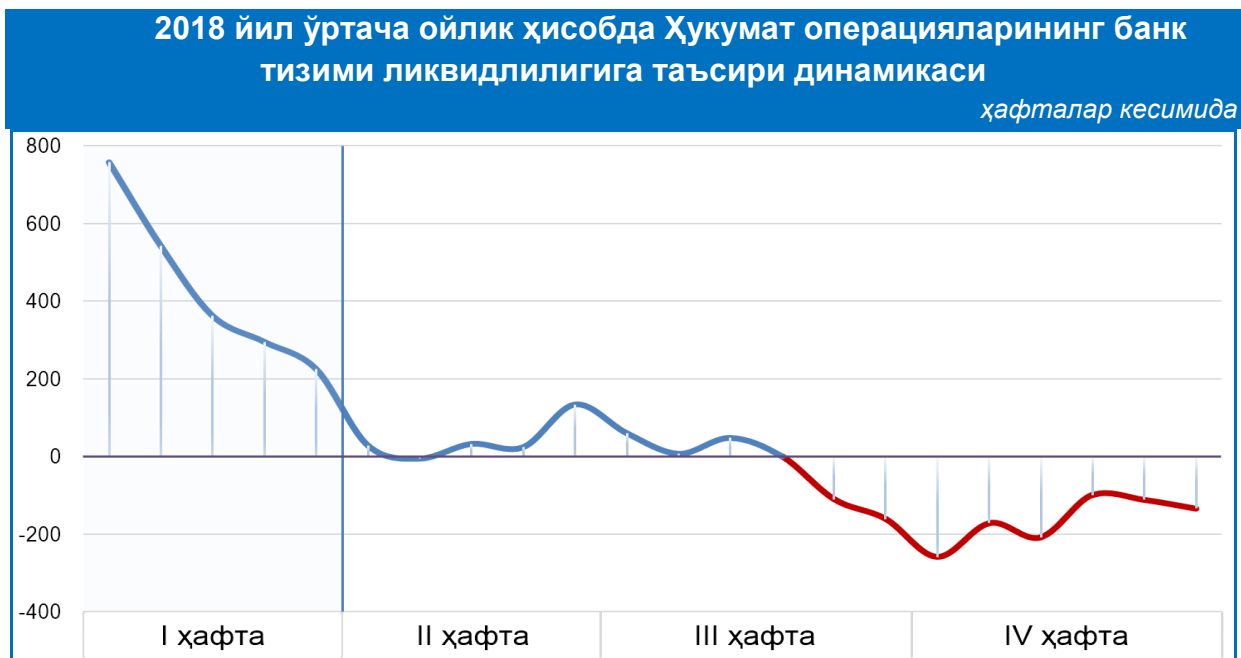
2018 йил бошида Марказий банк ички валюта бозорида интервенцияларни амалга оширишда “олтин-валюта захиралари нейтраллиги” тамойилини эълон қилди. Ушбу стратегияда Марказий банк интервенциялари сўм алмашув курсининг асосий бозор трендига таъсир қилмаслиги, яъни улар нейтрал характерга эга бўлиши билан характерланади.

Интервенцияларнинг яна бир муҳим аҳамияти шундаки, улар Марказий банк томонидан ишлаб чиқарувчилардан монетар олтинни сотиб олиш натижасида банк тизимида пайдо бўлган қўшимча ликвидлиликни стерилизация қилиш имконини беради.

Дастлаб интервенциялар ёрдамида қўшимча ликвидлиликни доимий тарзда стерилизация қилиш мумкинлиги тахмин қилинган

эди. Бироқ амалиётда ички бозорга валюта тушумининг мавсумий омиллари айрим ойларда валюта бозори кўламининг унча катта бўлмаганлиги сабабли бир неча ой давомида интервенциялар стерилизация учун етарли эмаслигини кўрсатди.

2.4.4-расм



*Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.*

Жумладан, май ойида қимматбаҳо металллар билан ҳисоб-китоблар натижасида юзага келган ликвидлиликнинг 42 фоизи интервенция орқали стерилизация қилинган бўлса, июнь ойида эса пул-кредит сиёсатининг мазкур инструментини қўллаш имкони деярли бўлмади (атиғи 4 фоизи).

Бу, ўз навбатида, ички валюта бозорига босим ортган ойларда интервенциялар ҳажмини ошириш алмашув курси кескин тебранишларининг олдини олиш имконини берди. Хусусан, август ойида Марказий банкнинг ички валюта бозорига интервенциялари ҳажми мазкур ойда монетар олтинни сотиб олиш натижасида банк тизимида пайдо бўлган қўшимча ликвидликка нисбатан **2,5** баробарга, сентябрда **3,8** баробарга, октябрь ойида эса **2,6** баробарга кўп бўлди. Бу эса келажакда интервенция стратегиясини валюта тушумларининг даврийлигидан келиб чиққан ҳолда чет эл валютасини сотиш ҳажмини йил давомида ойлар қирқимида тақсимлаш орқали қайта кўриб чиқишни тақозо этади.

### *Мажбурий захира талаби ўзгартирилишининг ликвидлиликка таъсири*

Пул-кредит сиёсати ушбу инструментининг банк тизимида ликвидлиликни тартибга солишдаги имкониятлари кенг бўлиб, узоқ йиллар мобайнида фаол қўлланилмай келинган.

2018 йилнинг ўтган даврида пул-кредит сиёсати бозор инструментларини, яъни фоиз инструментларини ишлатиш орқали молиявий ресурслар қийматига таъсир кўрсатиш тамойили асосида ишлайдиган инструментларни жорий қилиш учун шароит яратиш мақсадида тижорат банкларининг мажбурий резерв талабларига ўзгартиришлар киритилди.

Бунда илғор халқаро тажрибадан келиб чиқиб, банкларнинг узоқ муддатли ресурс базасини кенгайтириш, миллий валютадаги депозитлар жозибадорлигини ошириш ва иқтисодиётдаги долларизация даражасини пасайтириш тамойилларига асосланган.

Мажбурий резервлар нормативларига ўзгартириш киритиш ҳамда депонентлаш тартибини такомиллаштириш 2 босқичда амалга оширилди.

**2018 йил 1 июндан** бошлаб тижорат банкларининг Марказий банкда резерв шакллантириладиган мажбуриятлари нормативларига қуйидаги ўзгартиришлар киритилди:

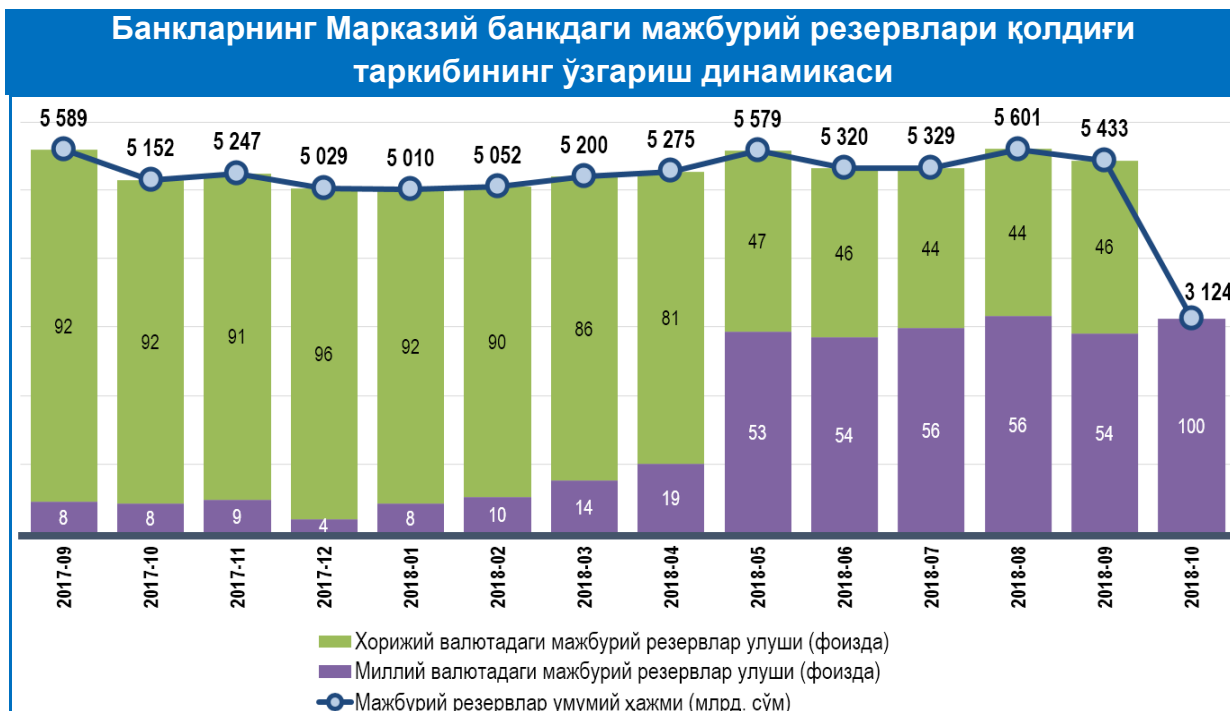
- тижорат банклари томонидан мажбурий резервни шакллантириш жалб қилинган мажбурият ва депозитлар валютасидан келиб чиқиб мос равишда миллий ҳамда хорижий валютада амалга оширилиши белгиланди;

- мажбурий резервга тортиладиган базага жисмоний шахслар депозитлари киритилди;

- мажбурий резервлар миқдorigа нисбатан 0,1 ўртачалаш коэффициентлари ўрнатилди.

Бундан ташқари, депозитларнинг муддатлари бўйича мажбурий резерв нормативлари қайта кўриб чиқилиб, муддатлари 1 йилдан 2 йилгача, 2 йилдан юқори бўлган депозитлар ҳамда бошқа мажбуриятлар учун уларнинг валюта турига қараб нормативлари табақалаштирилди. Натижада йил бошидаги хорижий валютанинг жами мажбурий резервлардаги улуши 96 фоиздан 47 фоизга пасайиб, қўшимча 2 трлн. сўмлик ликвидлилик мажбурий резервга мужассамлантирилди (2.4.5-расм).





Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Мажбурий захиралаш инструментини такомиллаштиришнинг иккинчи босқичида, **2018 йил 1 октябрдан** бошлаб:

- мажбурий резервлар фақат миллий валютада шакллантирилиши жорий қилинди;
- мажбурий резервлар миқдорига нисбатан ўртачалаш коэффициенти ноль қилиб белгиланди;
- юридик ва жисмоний шахсларнинг депозитлари бўйича меъёрлари бирхиллаштирилди;
- юридик шахсларнинг миллий валютадаги депозитлари учун мажбурий захира меъёри пасайтирилди;
- жисмоний шахсларнинг чет эл валютасидаги депозитлари бўйича мажбурий захира меъёрлари оширилди.

Мазкур ўзгаришлар тижорат банкларининг Марказий банкда депозитга ўтказиладиган миллий валютадаги мажбурий резервлар миқдорига сезиларли таъсир кўрсатмаган бўлса-да, миллий валютадаги депозитлар жозибадорлигини оширишга хизмат қилди.

Бундан ташқари, мажбурий захиралаш фақат миллий валютада шакллантирилиши банк тизимидаги ликвидликни самарали бошқаришга имкон бермоқда.

Шунингдек, хорижий валютадаги мажбуриятлар учун мажбурий резервлар нормасининг юқори қилиб ўрнатилиши натижасида иқтисодиётда девальвацион босим вужудга келганда алмашув курсининг ошиши ҳисобига тижорат банклари мажбурий захирага кўпроқ маблағ ўтказишга мажбур бўладилар ва бу, ўз навбатида, девальвацион босим занжирсимон тус олишининг олдини олишга хизмат қилади.

*Қайта молиялаш ставкасининг пул-кредит сиёсати кўрсаткичларига таъсири*

2017 йил ва 2018 йилнинг 10 ойида иқтисодиётда шаклланган макроиқтисодий ҳолат ҳамда инфляция ва инфляцион кутилмаларга таъсир этувчи омиллар бўйича таҳлиллар пул-кредит сиёсатини унинг барча инструмент ва воситаларидан самарали фойдаланган ҳолда доимий равишда қатъийлаштириб боришни тақозо қилди.

Бунда Марказий банк томонидан ички нархлар ўсишига монетар омиллар таъсирини пасайтириш мақсадида пул-кредит сиёсатининг барча билвосита инструментлари (мажбурий захиралаш, қайта молиялаштириш ставкаси, интервенция) кенг ва фаол қўлланилди ва Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси икки марта оширилди.

Марказий банк томонидан 2018 йил учун монетар сиёсатнинг асосий йўналишлари ишлаб чиқилганда асосий савдо ҳамкор давлатларда қулай ташқи иқтисодий шароитларнинг сақланиб қолиши ва макроиқтисодий барқарорликнинг янада мустаҳкамланиб боришини, маъмурий бошқариладиган нарх ва тарифларнинг кескин оширилмаслигини, умумлаштирилган давлат бюджети ижросининг мувозанатлилиги таъминланишини, иқтисодиётни кредитлаш ҳамжларининг бир маромдаги ўсишини ҳисобга олиб инфляция даражасининг **11,5–13,5** фоиз оралиғида бўлиши прогноз қилинган эди. Шунингдек, мазкур ҳужжат ҳамда биринчи ва иккинчи чорак яқунлари бўйича пул-кредит сиёсати шарҳларида инфляция даражасининг белгиланган прогноз кўрсаткичларидан ошиб кетиши ва пул-кредит сиёсати шартларини қатъийлаштириш бўйича рискларнинг мавжудлиги кўрсатиб ўтилган эди.

2018 йилнинг иккинчи ярим йиллигида иқтисодиётдаги жорий ҳолат олдиндан қайд этилган инфляцион хатарлар рўёбга чиқаётганлигидан далолат берди.

Хусусан, ташқи омиллар таъсирида сўм алмашув курси қадрсизлана бошлади. Ҳамкор давлатлар миллий валюталари кескин қадрсизланиши ҳисобига маҳаллий ишлаб чиқарувчилар рақобатбардошлигининг пасайишига миллий иқтисодиётнинг акс жавоби сифатида иқтисодиётда девальвацион босим кучая бошлади.

Ҳисоб-китобларга кўра, алмашув курси ўзгаришининг инфляция даражасига йиғма таъсири етти чоракча давом этади ҳамда унинг энг юқори нуқтаси иккинчи ва тўртинчи чораклар оралиғига тўғри келади.

Иқтисодиётда давлат ресурслари ҳисобидан кредитлаш ҳажмларининг юқори суръатларда ўсиши ҳам иқтисодиётда истеъмол ва инвестицион талабларнинг ошишига олиб келди.

Нархларни либераллаштириш доирасида давлат томонидан тартибга солинадиган нархларнинг кутилган даражадан юқорироқ оширилиши бўйича Ҳукумат позицияси аниқлаша бошлади ҳамда электр энергияси ва табиий газ тарифларининг бозор нархларига мослаштирилиши прогноз қилинди.

Бюджет харажатларининг режалаштирилган кўрсаткичлардан юқори бўлиши ва умумлаштирилган давлат бюджетининг мувозанатли ижросини таминлаш бўйича хатарлар ортиб борди.

2018 йилнинг биринчи ярим йиллиги якунлари бўйича аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари қисқа муддатли инфляцион кутилмаларининг пасайиши билан бир қаторда узоқ муддатли кутилмаларнинг барқарорлашуви қайд этилган бўлса-да, йилнинг иккинчи ярмида ташқи сектордаги ҳолат ва унинг таъсирида ички бозордаги ўзгаришлар натижасида қисқа ва узоқ муддатли кутилмаларнинг ўсиши кузатилди.

Бундай шароитда банк тизимида ортиқча ликвидликнинг вужудга келиши, иқтисодиётдаги фоиз ставкаларининг пасайиши ҳамда “арзон пуллар”нинг пайдо бўлиши ушбу жараёнларга Марказий банк томонидан ўз вақтида муносабат билдириш, яъни пул-кредит сиёсатини қатъийлаштириш зарурлигини тақозо этади.

Марказий банк иқтисодиётдаги жорий ҳолат таҳлили ва прогнозларидан келиб чиқиб пул-кредит сиёсатини

қатъийлаштиришга мажбур бўлди ва, айтиш мумкинки, бу иқтисодий агентлар томонидан кутилаётган энг тўғри қарор эди. **2018 йилнинг 25 сентябридан** Марказий банк қайта молиялаш ставкасини йиллик 14 фоиздан 16 фоизгача оширди.

Қайта молиялаш ставкасининг оширилиши, биринчи навбатда, ушбу инфляцион кутилмалар ва ташқи инфляцион омилларнинг кучайиши билан боғлиқ хатарларни минималлаштиришга қаратилди.

Хусусан, мазкур ўзгариш депозитлар бўйича ижобий реал фоиз ставкаларини таъминлаш орқали сўмдаги жамғармаларнинг жозибадорлигини ҳамда истеъмол ҳажмининг мувозанатли ўсишини қўллаб-қувватлади ва шу орқали банк тизимидан пул ресурслари чиқиб кетиши хатарини пасайтирди.

Банкларда жалб қилинган депозитлар ҳажмининг ўсиши, ўз навбатида, узоқ муддатли ресурс базасининг кенгайишига замин яратади ва мос равишда иқтисодиётни барқарор инвестицион ресурслар билан таъминлашга хизмат қилади.

*Муомаладаги нақд пуллар миқдори ўзгаришининг ликвидлиликка таъсири*

2018 йилда муомаладаги нақд пулга бўлган талабнинг ўзгариши мавсумий омиллар билан изоҳланади.

Мамлакатимизга халқаро пул ўтказмалари ҳажмларининг асосан йилнинг иккинчи ва учинчи чоракларида йил бошига нисбатан кўпроқ бўлиши ва, натижада, аҳоли томонидан тижорат банкларига хорижий валютани сотиш ҳажмларининг ошиши мос равишда нақд пулга бўлган талабнинг ортишига олиб келди.

Аҳоли томонидан чет эл валютасини миллий валютага айирбошлашга бўлган талабнинг ошишини миллий валюта курсининг жорий йил бошидан августга қадар мустаҳкамланиб бориши билан ҳам изоҳлаш мумкин.

Хусусан, 2018 йил май-июнь ойларида қарийб **3,6** трлн. сўм нақд пул муомалага чиқарилди (2.4.6-расм).

2.4.6-расм



Манба: Марказий банк.

2018 йилнинг май ойида мавсумий омиллар таъсирида иқтисодиётда нақд пулларга талаб кескин ошган даврда Марказий банк томонидан эмиссиянинг етарли миқдорда амалга оширилиши кейинги ойларда нуқд пул муомаласи мувозанатлашишига имкон яратди.

2018 йилнинг январь-октябрь ойларида нақд пулнинг банк кассалари орқали ўртача ойлик айланмаси ҳажми **13 трлн. сўмни** ташкил этиб, 2017 йилнинг мос даврига нисбатан (*6,6 трлн. сўм*) **2 баробарга** ошиши кузатилди.

Шунингдек, аҳолининг нақд пулга бўлган талабини тўлиқ қондириш мақсадида банкоматлар ва терминаллар тармоғи кенгайтирилиши ҳисобига пластик карталардан нақд пул ечиб олиш ҳажми кўпайди.

### 2.4.2. Пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми таҳлили

**Фоиз канали.** Иқтисодиётни либераллаштириш ва унда бозор механизмлари таъсирининг ошиб бориши билан бир қаторда фаол

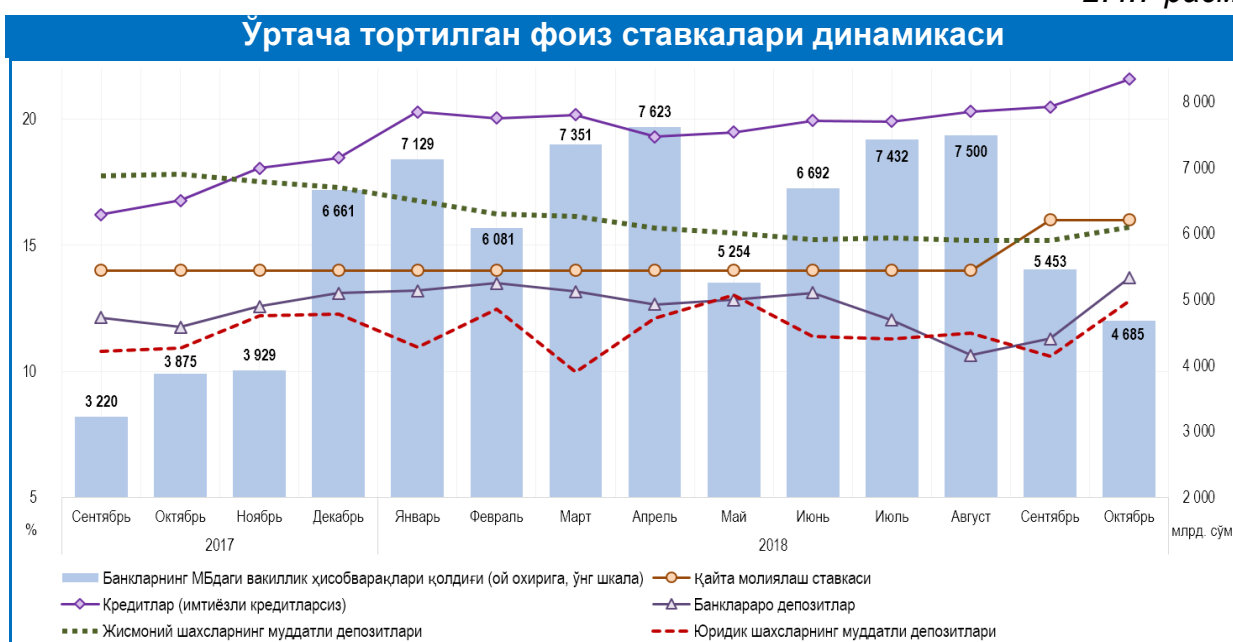
пул-кредит сиёсатининг амалга оширилиши трансмиссион механизм фоиз каналини сезиларли даражада мустақкамлаб борди.

Инфляцион таргетлаш режимида пул-кредит сиёсатининг фоиз канали иқтисодиётга таъсир этувчи асосий канал ҳисобланади. Бунда Марказий банк қайта молиялаш ставкасининг ўзгариши иқтисодиётдаги барча фоиз ставкалари (банклараро пул бозоридаги фоиз ставкалари, депозит ва кредитлар бўйича фоиз ставкалари)га таъсир кўрсатади. Жумладан, қайта молиялаш ставкасининг ўзгариши натижасида, биринчи навбатда, банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларида ўзгариш кузатилади.

Пул бозоридаги фоиз ставкалари таҳлили шуни кўрсатмоқдаки, қайта молиялаш ставкасининг ўзгариши банклараро пул бозоридаги қисқа муддатли ресурслар фоиз ставкаларига тез таъсир кўрсатса, депозит ва кредит фоиз ставкаларига маълум бир муддат кечикиш билан таъсир кўрсатади ва уларнинг ўзгариши узоқ муддат давом этади.

Таъкидлаб ўтиш жоизки, 2018 йилда пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмнинг фоиз каналини кучайтириш, банклараро пул бозорининг шаффофлигини ошириш ва пул бозорини самарали тартибга солиш мақсадида Марказий банк томонидан қисқа муддатли пул ресурсларини жалб қилиш ва жойлаштириш бўйича банклараро пул бозорининг ягона электрон платформаси яратилди.

2.4.7-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.



2018 йил январь-июнь ойларида банклараро пул бозорида фоиз ставкалари Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси, яъни 14 фоизга яқин даражада шаклланди.

Бироқ, 2018 йилнинг биринчи ярим йиллиги охирларига келиб ликвидликнинг ошиб бориши, ўз навбатида, банклараро ресурслар бозорида фоиз ставкаларига таъсир кўрсата бошлади. Натижада банклараро депозит фоиз ставкаларида июль ойидан кескин пасайиш кузатилди. (2.4.7-расм).

Иқтисодиётдаги инфляция хатарлари ва кредитлаш ҳажмининг кескин даражада ошиб кетиши ҳамда фоиз ставкаларининг пасайиб кетишини ҳисобга олиб, Марказий банк пул-кредит сиёсатини қатъийлаштириш мақсадида қайта молиялаш ставкасини 16 фоизгача кўтарди.

#### **Депозитлар бўйича даромадлилик эгри чизиғи шаклланиши**

Иқтисодиётнинг бир маромдаги ўсиши шароитида депозитларнинг муддатлари билан уларнинг фоиз ставкалари ўртасида тўғри боғлиқлик мавжуд бўлади. Яъни, депозитларнинг муддати ошиб бориши билан улар бўйича хатарларнинг кучайиши натижасида фоиз ставкаларининг ҳам ўсиши кузатилади. Бундай ҳолатда иқтисодиётда нормал даромадлилик эгри чизиғи шаклланади.

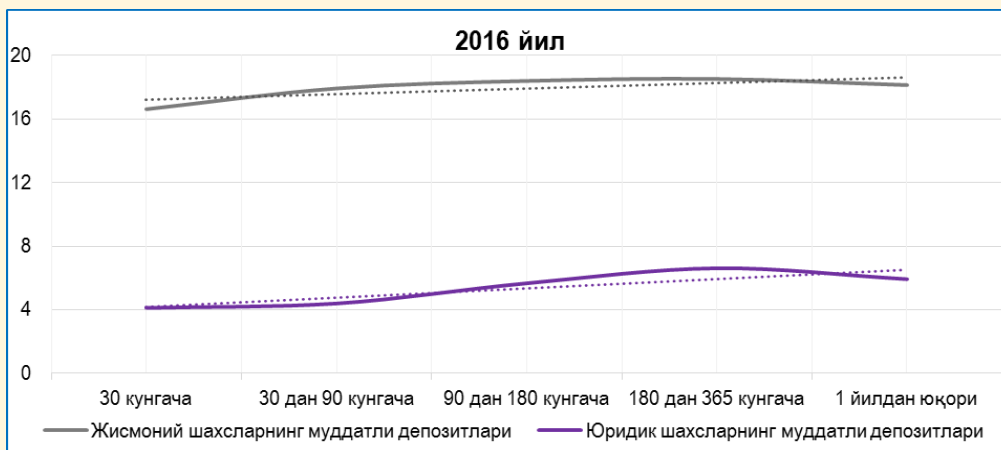
2018 йилда пул-кредит сиёсати инструментларидан фойдаланишнинг фаол фазасига ўтилиши ва уларнинг таъсирчанлиги оширилиши иқтисодиётдаги фоиз ставкаларининг динамикасида ўз аксини топа бошлади. Хусусан, депозитлар муддатлари ва уларнинг даромадлилиги ўртасидаги боғлиқликни ўрганиш бўйича амалга оширилган таҳлиллар натижасида қуйидагилар аниқланди:

- жисмоний шахсларнинг депозитлари муддатлари ва даромадлилиги ўртасида боғлиқлик графиги 2016–2017 йилларда (А ва Б расмлар) нисбатан текис чизиққа эга бўлган бўлса, 2018 йилга келиб (В расм) **эгри чизиқ** аниқ кузатила бошлади;
- 2018 йилда юридик шахсларнинг қисқа муддатли депозитларига қараганда узоқ муддатли депозитлари даромадлилиги эгри чизиғи 2016–2017 йилларга қараганда **яққолроқ ўсувчи динамикани** кўрсатди;
- 2016–2018 йиллар давомида жисмоний ва юридик шахслар депозитлари фоиз ставкалари орасидаги тафовутлар қисқариб бориши кузатилди.

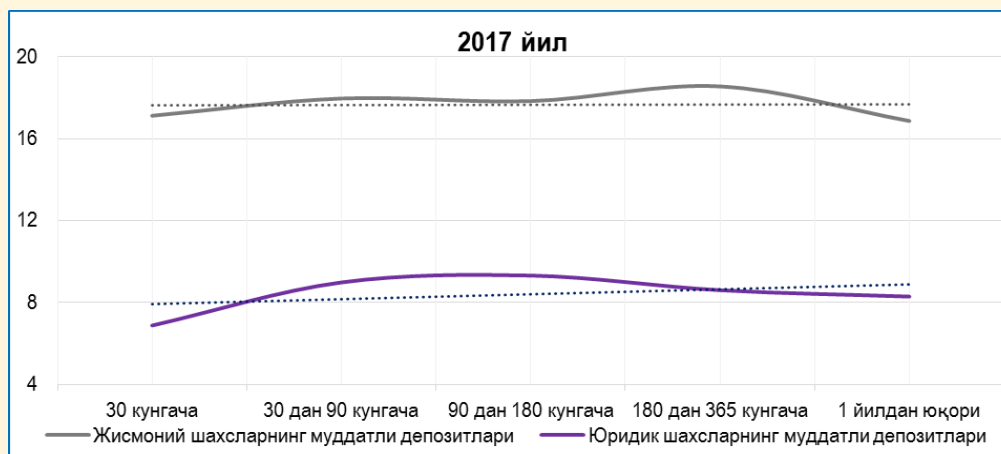
Умуман олганда, 2018 йилда 2016–2017 йилларга қараганда депозитлар даромадлилиги эгри чизиқларининг **ўсувчи тенденцияни** ҳосил қилиши **депозитлар муддатлари билан даромадлилиги ўртасида ижобий боғлиқликнинг шакллана бошлаганини** англатади.

**Депозитлар муддатлари ва даромадлилиги ўртасидаги боғлиқликнинг 2016–2018 йилларда ўзгариши**

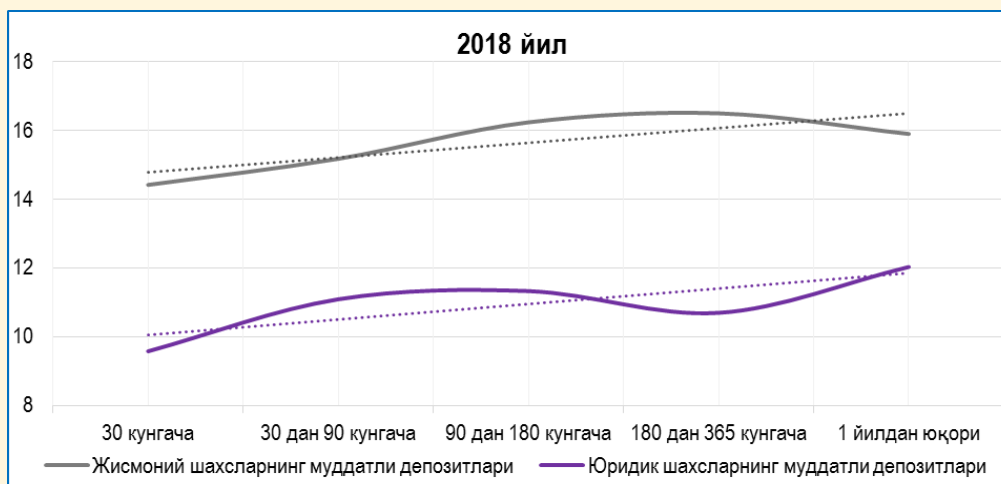
**А расм**



**Б расм**



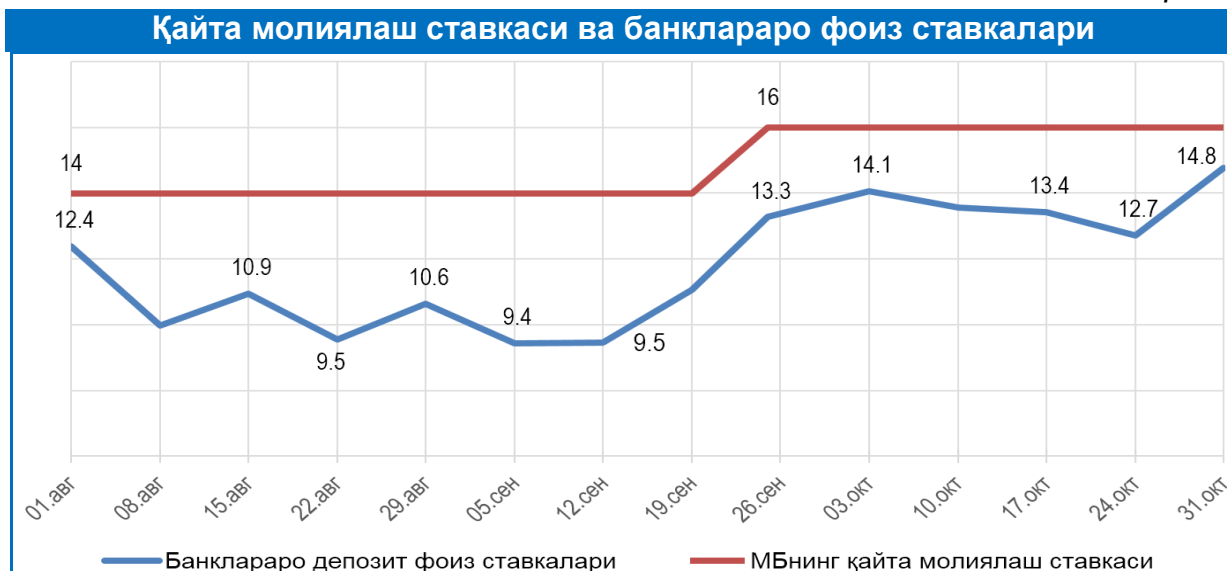
**В расм**



Иқтисодиётда инфляция хатарлар мавжуд бўлган шароитда депозитлар бўйича фоиз ставкалари ҳамда уларнинг муддатлари бўйича ўсувчи эгри чизиқнинг намоён бўла бошлаши иқтисодиётда бозор шароитларининг шаклланаётганлиги, инвестицион фаолликнинг ривожланиши ҳамда аҳоли ва бизнес вакиллари томонидан пул-кредит соҳасидаги ислохотларга тўғри баҳо берилаётганлигидан далолат беради. Шу билан бирга, ўсувчи эгри чизиқ келгусида инфляциянинг юқори кутилиши ва фоиз ставкаларининг баландроқ бўлиши бўйича кутилмаларни акс эттиради.

Марказий банк қайта молиялаш ставкасининг оширилиши ҳамда сентябрь ойида банк тизимидаги ликвидликнинг ўтган сўнги ойларга нисбатан камайиши натижасида банклараро пул бозорида депозит фоиз ставкаларида "жонланиш" кузатилди (2.4.8-расм).

2.4.8-расм



Манба: Марказий банк.

Бу, ўз навбатида, Марказий банк қайта молиялаш ставкасининг банклараро пул бозоридаги фоиз ставкалари динамикасига таъсири нисбатан кучайганлигини англатади. Хусусан, мазкур тенденция сентябрь ойи охиридан бошлаб фоиз ставкаларининг кунлик ўзгаришида яққол намоён бўлди.

Йил давомида банклараро пул бозорида фоиз ставкалари тебранувчан бўлишига қарамасдан, ушбу фоизлар Марказий банк қайта молиялаш ставкаси даражасига яқин даражада шаклланди. Бу эса, ўз навбатида, пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмнинг фоиз канали таъсирчанлиги нисбатан ошганлигидан далолат беради.

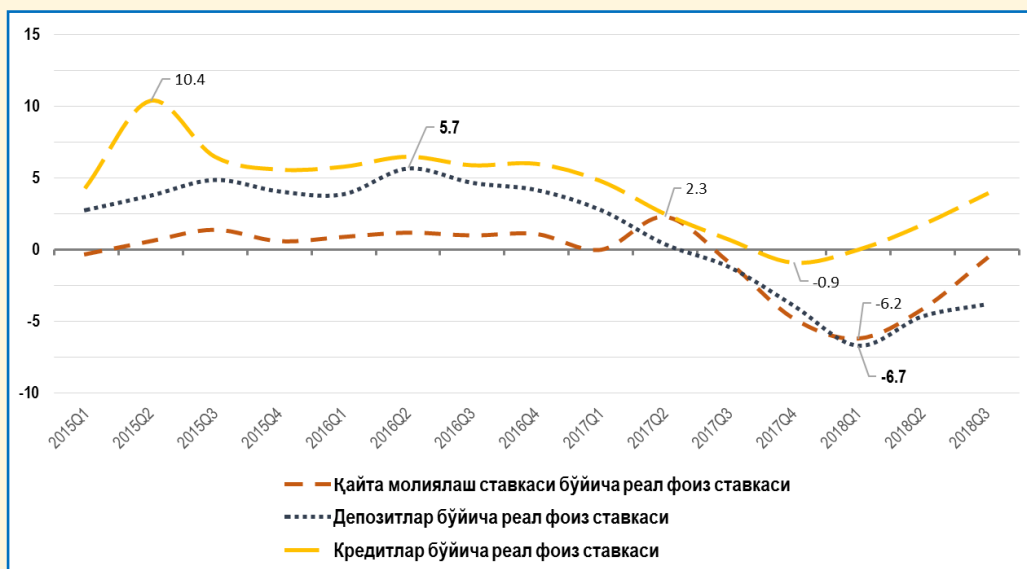
### Реал фоиз ставкалари динамикаси

Қайта молиялаш ставкасининг реал қиймати билан иқтисодиётдаги реал фоиз ставкалари орасида сезиларли даражада боғлиқлик мавжуд. 2017 йилнинг учинчи чорагидан бошлаб ушбу ставкаларнинг манфий даражага пасайиши кузатилди. Ўз навбатида, манфий реал фоиз ставкаси аҳоли ва бизнес вакилларининг жамғариш фаоллигини пасайтирди ва истеъмолни рағбатлантирди.

2018 йилдан бошлаб реал фоиз ставкалари ошиши кузатилиб, номинал фоиз ставкаси ва инфляция ўртасида салбий фарқ қисқарди. Фоиз ставкалари

бўйича ижобий тенденциянинг мавжудлиги фоиз каналининг ривожланаётганлигини кўрсатмоқда.

### Реал фоиз ставкалари динамикаси



Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси оширилиши, энг аввало, банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларига таъсир этди. Банклараро пул бозоридаги фоиз ставкалари ўсиши билан банкларнинг депозит ҳамда кредит фоиз ставкалари ошиб борди.

2018 йилнинг учинчи чораги охирида реал фоиз ставкалари ижобий (мусбат) шакллана бошлади.

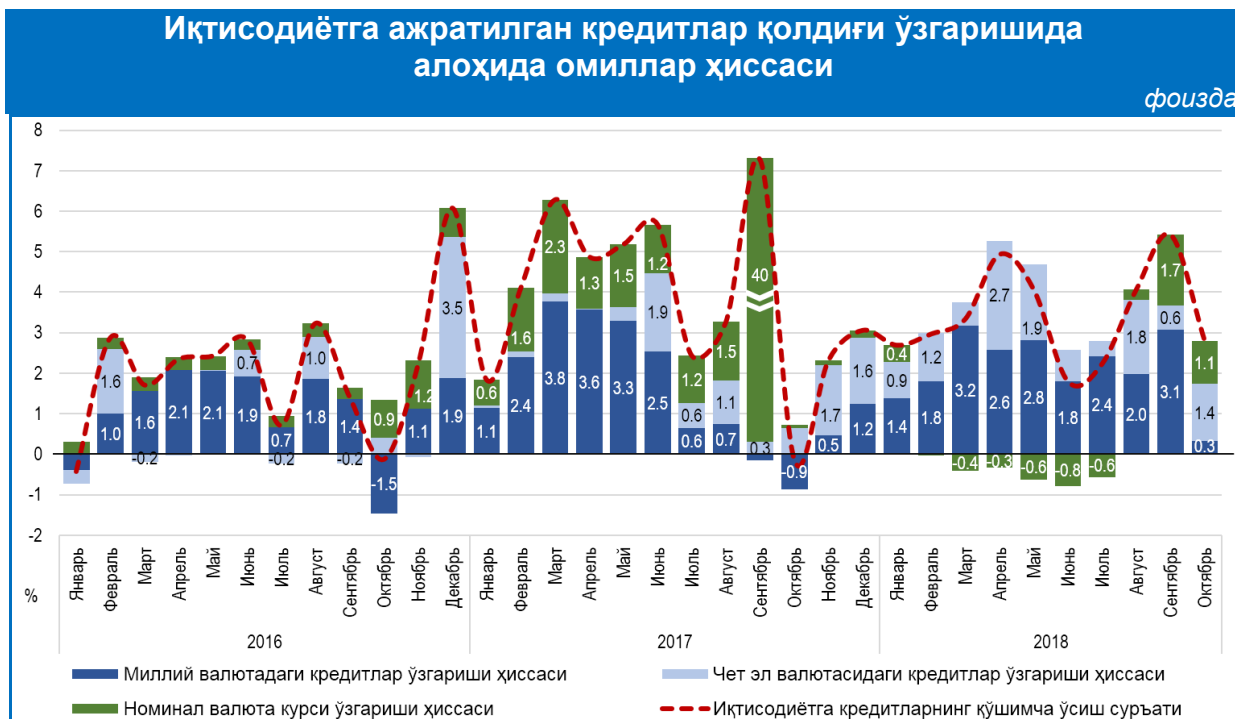
**Кредит канали.** Марказий банк ички нархлар барқарорлиги, банк тизими молиявий мустаҳкамлигини таъминлаш ва узоқ муддатли истиқболда иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлаш мақсадларидан келиб чиқиб тижорат банклари томонидан иқтисодиётга ажратилаётган кредитлар ҳажмини ва самарадорлигини ўрганиб боради. Бу билан пул-кредит сиёсати ва пруденциал назорат инструментларини қўллаш орқали тижорат банкларининг кредитлаш фаоллигига таъсир кўрсатади.

Ўз навбатида, тижорат банклари томонидан иқтисодиётга берилаётган кредитлар ҳажми ялпи талаб ва таклифга таъсир кўрсатиш орқали инфляция даражасининг ўзгаришига сабаб бўлади.

2018 йилда иқтисодиётда бизнес ва инвестицион фаолликнинг ортиши натижасида иқтисодиётга ажратилаётган кредитлар ҳажмининг жадал суръатларда ўсиши кузатилди.

Мазкур даврда миллий валютада ажратилаётган кредитлар ҳажмининг ошиш тенденциясини бир томондан давлат мақсадли дастурлари доирасида давлат маблағлари ҳисобидан имтиёзли кредитлар миқдорининг ошиши, иккинчи томондан тижорат банклари томонидан жисмоний шахсларга ажратилаётган юқори даромадлилик даражасига эга бўлган истеъмол кредитлари ҳажмларининг ўсиши билан изоҳлаш мумкин.

2.4.9-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Жорий йил февраль ойининг иккинчи ярмидан август ойига қадар миллий валюта – сўмнинг АҚШ долларига нисбатан қадри узлуксиз ошиб бориши ҳамда Марказий банкнинг миллий валютадаги активлар даромадлигини оширишга қаратилган фоиз сиёсати юритилиши натижасида хорижий валютада бериладиган кредитларга бўлган талаб ошди. Бу эса ушбу даврда хорижий валютада ажратилган кредитлар ҳажмининг ўзгаришида ўз аксини топди. Эътиборли жиҳати шундаки, мазкур ойлар давомида номинал алмашув курси кредитлар умумий ҳажмини пасайтирувчи омиллардан бири бўлди (2.4.9-расм).

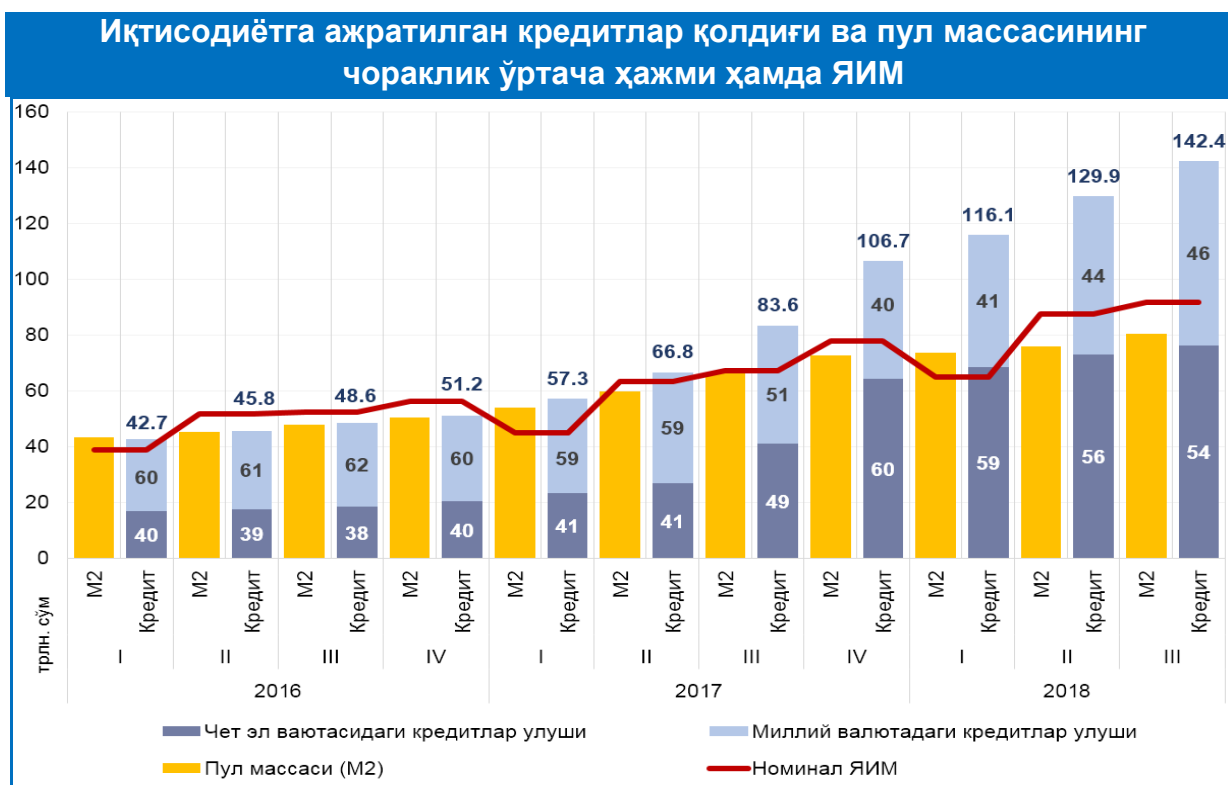
2018 йилнинг III чорагида ўртача хорижий валютадаги кредитлар қолдиғи ўтган йилнинг мос даврига нисбатан (валюта курси ошишини қўшиб ҳисоблаганда) 85 фоизга, миллий валютадаги

кредитлар қолдиғи 56 фоизга ва умумий пул массаси 22 фоизга ошди.

Мазкур даврда жами кредит қўйилмалари қолдиғининг ЯИМдаги улуши ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 2 фоиз бандга ошиб, 61 фоизни ташкил этди.

Бироқ, кредитлар ҳажми ошиши ва пул массаси ўсиши ўртасида кескин тафовутнинг вужудга келиши ҳамда ажратилган кредитларнинг ялпи ички маҳсулот ҳажмидаги улуши юқори суръатда ўзгариши мазкур кредитлар ҳисобига яратилган ички талабнинг бир қисми импорт ҳисобидан қопланаётганлигидан далолат беради (2.4.10-расм).

2.4.10-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2018 йилнинг январь-сентябрь ойларида импорт ҳажми ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 33,3 фоизга ошган бўлса, унинг таркибида машина ва технологиялар улуши мос равишда 39 фоиздан 41 фоизгача ошди.

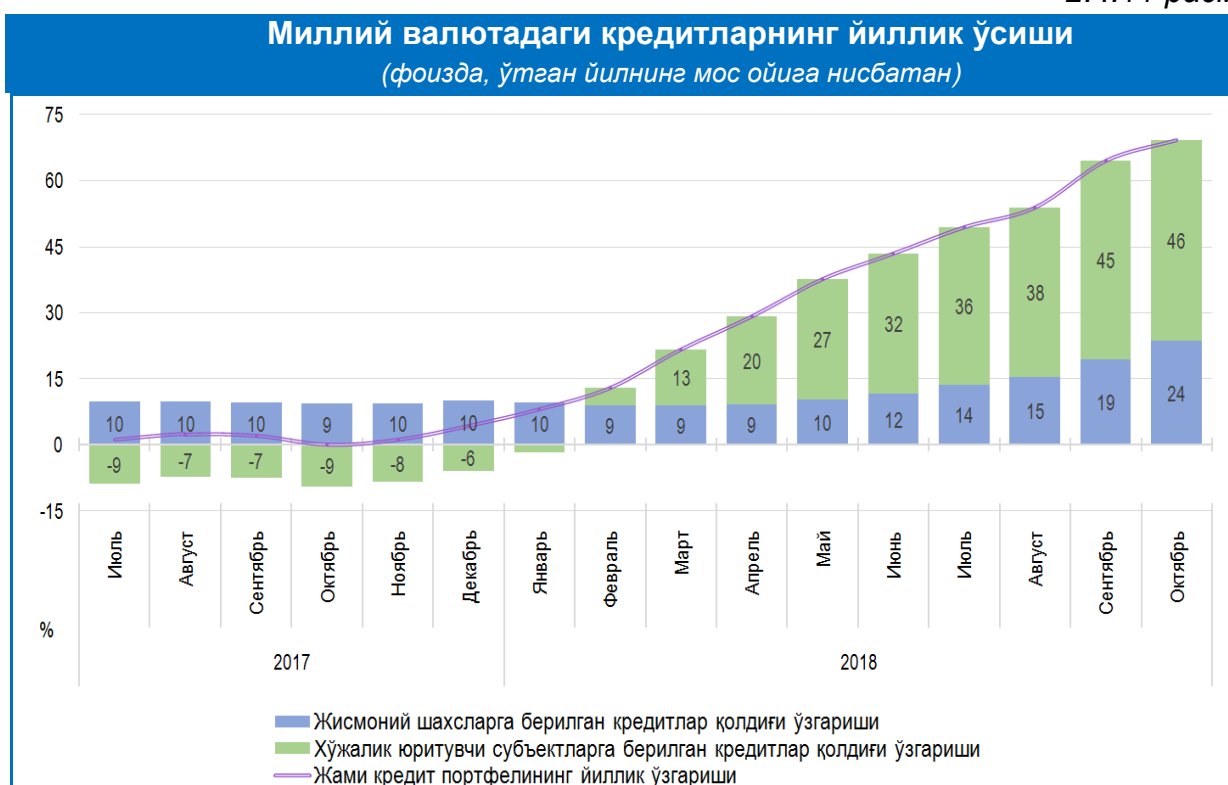
2018 йилда Ҳукумат ҳамда Ўзбекистон Республикаси ривожланиш ва тараққиёт жамғармаси томонидан ажратилаётган имтиёзли кредитлар Марказий банк пул-кредит сиёсатининг



трансмиссион механизми кредит каналидан фаол фойдаланиш имкониятини чеклади.

Хусусан, иқтисодийётга ажратилган жами кредитларнинг 55–60 фоизи марказлашган манбалар ҳисобидан ажратилган кредитлар ҳиссасига тўғри келиб, мазкур кредитлар бўйича фоиз ставкалари бозор ставкаларига нисбатан анча паст, имтиёзли шартларда ажратилган. Бу ҳолат кредит каналининг самарадорлигини сезиларли даражада пасайтирди.

2.4.11-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2018 йилда ажратилган кредитларнинг таркиби бўйича ўсиш суръатлари таҳлили, кредитларнинг ўзгариши асосан юридик шахсларга тўғри келиб, жисмоний шахсларга ажратилган кредитларнинг ўсиш суръатларига нисбатан 2–2,5 бараварга кўпроқ ошган. Шу жумладан, жисмоний шахслар томонидан олинган кредитларда ипотека кредитларининг салмоғи юқори бўлиб, уларнинг аксарият қисми Ҳукумат томонидан молиялаштирилган (2.4.11-расм).

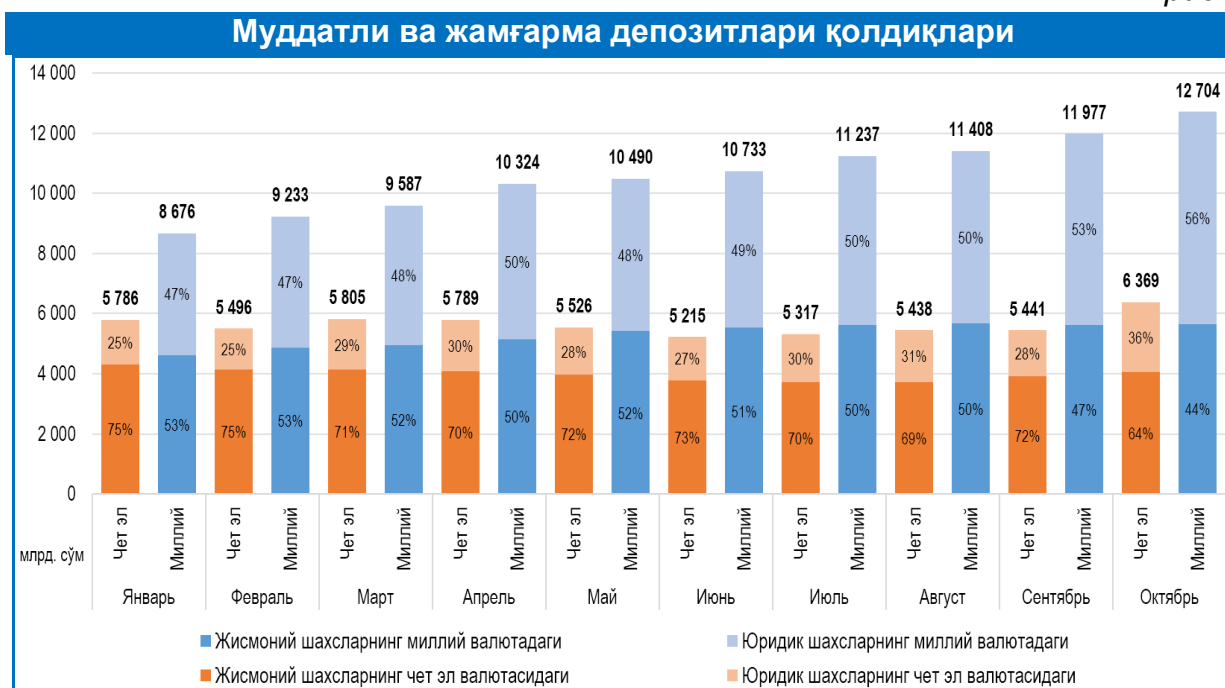
2018 йилда юридик шахслар учун ажратилган кредитларнинг юқори даражада ўсишини давлат корхоналарига берилган марказлашган кредитлар билан изоҳлаш мумкин.

Шунингдек, таҳлиллар иқтисодиётда мавжуд молиявий ресурсларнинг банк тизими орқали қайта тақсимланишида ҳам номутаносибликлар ортиб бораётганлигини кўрсатмоқда. Бу, бир томондан, банк тизими молиявий мустақамлигига хатар туғдирса, иккинчи томондан, узоқ муддатли истиқболда иқтисодий ислоҳотлар самарадорлигига салбий таъсир ўтказиши мумкин.

**Жамғарма канали.** Миллий валюта жозибадорлигини ошириш ва иқтисодиётда долларлашув даражасини пасайтиришга қаратилган пул-кредит сиёсатининг юритилиши трансмиссион механизмнинг жамғарма канали таъсирчанлигини кучайтириб борди.

Хусусан, 2018 йилнинг январь-октябрь ойлари давомида пул массаси таркибида жами миллий валютадаги жамғарма ва муддатли депозитлар қолдиғи 4,5 трлн. сўмга ёки 55 фоизга, хорижий валютадаги жамғарма ва муддатли депозитлар қолдиғи эса 613 млрд. сўмга ёки 11 фоизга ошди (2.4.12-расм).

2.4.12-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бунда жисмоний шахсларнинг миллий валютадаги муддатли ҳамда жамғарма депозитлари қолдиғи 31 фоизга, юридик шахсларники эса 81 фоизга ўсди.

Шуни таъкидлаш жоизки, жисмоний шахсларнинг чет эл валютасидаги депозитлари қолдиғининг камайишини асосан уларнинг жамғарма депозитлари қолдиғининг 448 млрд. сўмга ёки 63 фоизга

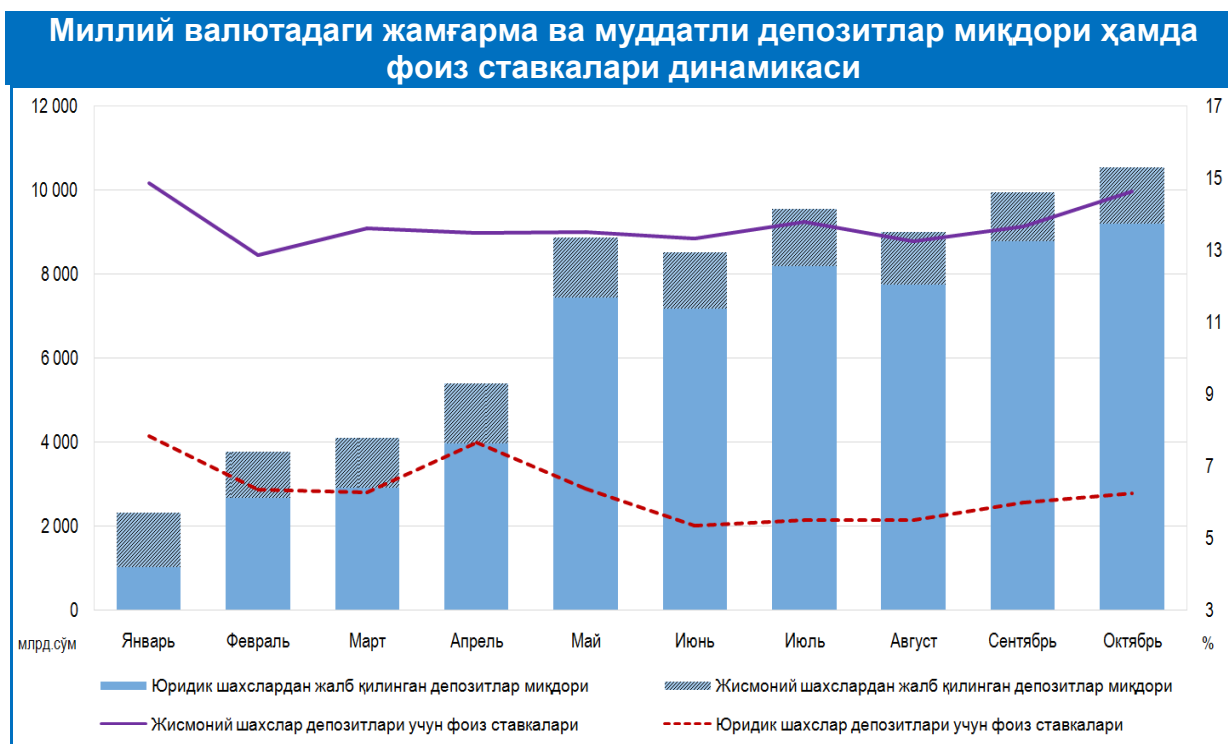
қисқариши билан изоҳлаш мумкин. Шунингдек, 2018 йилнинг 10 ойи якунлари бўйича миллий валютадаги муддатли ва жамғарма депозитларнинг умумий пул массасидаги улуши йил бошига нисбатан 4 фоиз бандга кўпайди.

Жисмоний шахслар учун миллий валютадаги муддатли ҳамда жамғарма депозитларининг жозибadorлиги ортиши, маълум маънода, аҳоли ўзининг хорижий валютадаги омонатларини миллий валютага ўтказишини рағбатлантирди.

Депозитлар таркибида кузатилган ўзгаришларни 2018 йилдаги мажбурий захиралаш тартиби ва нормативларининг такомиллаштирилиши ҳамда қайта молиялаш ставкаси оширилишининг депозитлар фоиз ставкаларига таъсири билан изоҳлаш мумкин.

2018 йилнинг иккинчи чорагида банклар томонидан жалб қилинган муддатли ва жамғарма депозитлар ҳажмининг ўсиш суръатини маълум бир даражада миллий валюта алмашув курси мустаҳкамланиши билан ҳам изоҳлаш мумкин.

2.4.13-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Жорий йилнинг иккинчи ярим йиллиги бошида банк тизимида ликвидлилик даражаси ўсиши билан пул бозорида фоиз ставкаларининг қайта молиялаш ставкасидан узоқлаша бошлаши, шунингдек, миллий валюта курси пасайиши натижасида мазкур

депозитлар ҳажмининг ўсиш суръатлари тўхтади ва ҳатто август ойида июль ойига нисбатан биров пасайиш кузатилди (2.4.13-расм).

Бироқ сентябрь ойида Марказий банк томонидан қайта молиялаш ставкасининг оширилиши ҳамда мажбурий захиралаш бўйича янги нормативларнинг киритилиши миллий валютадаги депозитлар бўйича фоиз ставкалари ўсишига ҳамда аҳолининг жамғаришга бўлган хоҳиши кучайишига туртки бўлди.

Таъкидлаш жоизки, 2018 йилнинг ўтган ўн ойида миллий валютадаги муддатли ва жамғарма депозитлар таркибида юридик шахслар депозитлари улуши ортиб борди. Бунда фоиз ставкалари ҳамда юридик шахсларнинг муддатли депозитлари ҳажми орасида ижобий боғлиқлик (корреляция коэффиценти – 0,7) мавжудлиги кузатилмоқда. Эконометрик таҳлилларга кўра, депозитлар бўйича фоиз ставкасининг 1 фоиз бандга ошиши (бошқа омиллар ўзгармас бўлганда) юридик шахсларнинг муддатли депозитлари ҳажми 100 млрд. сўмга кўпайишига олиб келади.

**Коммуникацион канал.** 2018 йилдан бошлаб Марказий банк пул-кредит сиёсатини юритишда коммуникацион канални ривожлантиришга ҳам алоҳида аҳамият қаратмоқда. Жорий йилнинг дастлабки даврида Марказий банк тузулмаси таркибида Халқаро алоқалар ва коммуникациялар департаменти ташкил этилди.

Коммуникацион сиёсатни юритишда асосий эътибор пул-кредит сиёсати соҳасида қабул қилинаётган қарорларни аҳоли, тадбиркорлик субъектлари ва давлат бошқарув органларига ўз вақтида, оддий ва тушунарли тилда етказиш орқали уларнинг келгусидаги пул-кредит сиёсати шароитлари тўғрисидаги кўникмаларини шакллантиришга қаратилмоқда.

Жорий йилнинг январь-октябрь ойларида Марказий банк томонидан мулоқотнинг самарали воситаларидан фойдаланиш орқали нашрлар сифати ва мунтазамлиги ошириб борилди.

Пул-кредит сиёсатининг мақсадлари бошқа макроиқтисодий сиёсатлар билан узвий боғлиқлиги коммуникацион сиёсатнинг яна бир муҳим каналини ривожлантиришда, яъни Марказий банк томонидан қабул қилинаётган қарорларнинг асл моҳияти ва кутилаётган натижаларини макроиқтисодий комплексга кирувчи бошқа вазирлик ҳамда идораларга самарали етказиш ва тушунтириб боришда муҳим аҳамиятга эга.

## Инфляциян таргетлашга ўтишда коммуникацион сиёсатнинг аҳамияти

Марказий банк фаолияти доимо кенг жамоатчилик ва бизнес вакилларининг диққат марказида бўлганлиги боис, пул-кредит сиёсати соҳасида қабул қилинаётган қарорлар молия бозори иштирокчиларининг фаолияти ва кутилмалари шаклланишига таъсир этувчи асосий омиллардан бири ҳисобланади.

Фаолият очиқлигини таъминлашнинг назарий асосида эса “**рационал кутилмалар назарияси**” тамойиллари ётади. Мазкур назарияга кўра, аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари ўз иқтисодий кутилмалари шаклланишида, биринчи навбатда, **келажакдаги ўзгаришларни инobatга олишлари** эътироф этилади.

Шу нуқтаи назардан, Марказий банк фаолиятининг очиқлиги таъминланиши аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг кутилмалари шаклланишига ижобий таъсир кўрсатади ҳамда улар учун пул-кредит сиёсати йўналишларини олдиндан аниқлаб олиш ва иқтисодий қарорлар қабул қилишда ноаниқликларни камайтириш имконини беради. Бу, ўз навбатида, аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг пул-кредит сиёсатига бўлган ишончини орттириб, ушбу соҳада қабул қилинаётган қарорлар самарадорлигини оширишга ҳам хизмат қилади.

Айни пайтда иқтисодий фаолият иштирокчилари томонидан пул-кредит сиёсати мақсадлари ва чораларини тўғри тушунилиши ва доимий асосда соҳадаги ўзгаришлардан хабардор бўлиниши асимметрик информация ва ноаниқликларнинг олдини олиб, пул-кредит сиёсати трансмиссион канали самарадорлигини оширади.

Инфляциян таргетлаш режимида марказий банклар фаолияти очиқлигини таъминлаш қуйидаги тамойилларни назарда тутлади:

- **мақсадлар очиқлиги** (political transparency), пул-кредит сиёсатининг пировард, операцион ва оралиқ мақсадлари;
- **иқтисодий кўрсаткичлар очиқлиги** (economic transparency), пул-кредит кўрсаткичлари ва статистикаси;
- қарорлар қабул қилиш **жараёнлари очиқлиги** (procedural transparency), қарор қабул қилиш босқичлари, саналари ва органлари;
- **сиёсатни амалга ошириш очиқлиги** (policy transparency), пул-кредит сиёсати мақсадли кўрсаткичларига эришишда қўлланиладиган чора-тадбирлар ва инструментлар;
- **операцион очиқлик** (operational transparency) пул-кредит соҳасидаги ўзгаришлар, трансмиссион канал ҳолати ва самарадорлиги, соҳадаги хато ва камчиликлар тўғрисидаги маълумотларнинг кенг қамровда чоп этиб эълон қилиниши ва бошқалар.

Сўнгги йилларда халқаро тажрибада инфляциян таргетлаш режимининг кенг тарқалишида кўп жиҳатдан ушбу режимнинг мақсадлари ва операцион механизмлари очиқлиги, аҳоли ва бизнес вакиллари томонидан осон қабул қилиниши муҳим аҳамият касб этмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ҳам ўрта ва узоқ муддатли истиқболда инфляциян таргетлашга ўтиш мақсадида коммуникацион сиёсатни ташкил этиш, ривожлантириш ва фаолияти очиқлигини таъминлашга алоҳида эътибор қаратмоқда.

Пул-кредит соҳасидаги ўзгаришларни ва кутилаётган натижаларни кенг жамоатчилик, тадбиркорлик субъектлари ҳамда давлат идораларига етказиш ва тушунтиришда турли хил мулоқот каналларидан фойдаланилмоқда (3-илова).

### **2.4.3. Иқтисодиётда пул таклифи таҳлили**

2018 йил январь-октябрь ойларида умумий пул массаси **10,6** трлн. сўмга ёки **14,5** фоизга ошди. Бунда миллий валютадаги пул массаси **9,8** трлн. сўмга ёки **20,6** фоизга, хорижий валютадаги депозитлар ҳажми эса **811** млрд. сўмга ёки **3,2** фоизга ошди. Пул массасининг ўсиш суръати ўтган йилги кўрсаткичга нисбатан қарийб 25 фоиз бандга паст бўлди.

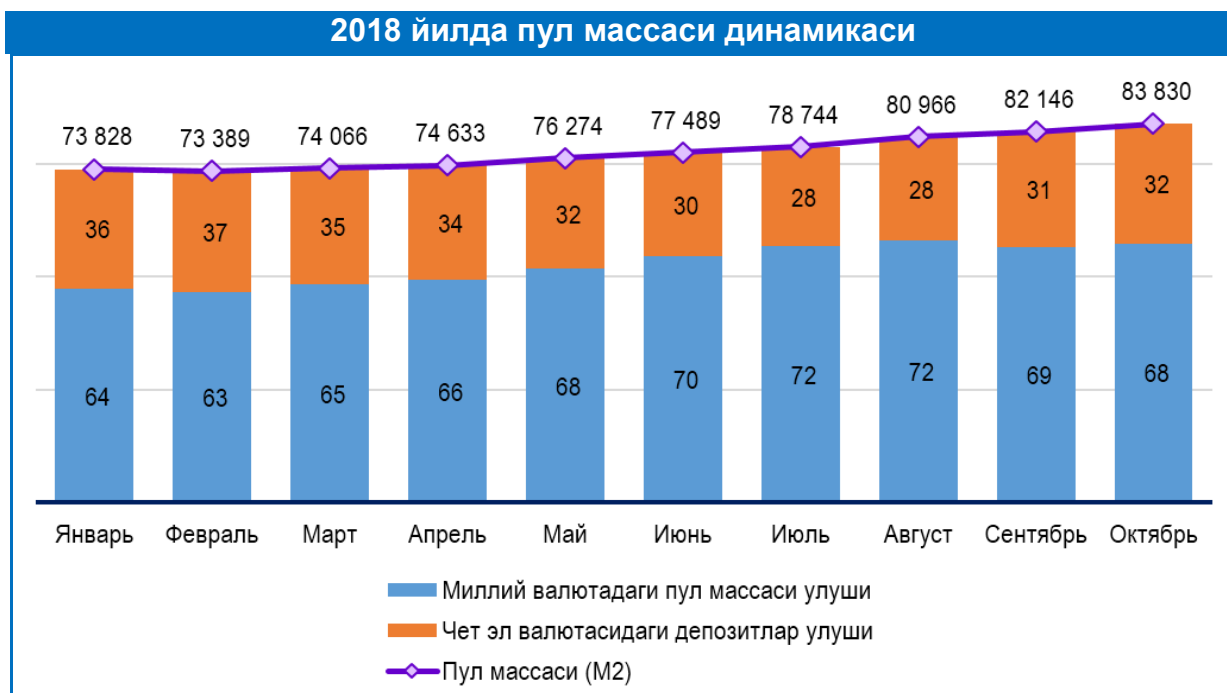
Узоқ йиллар давомида иқтисодиётдаги номутаносибликлар натижасида зарур инвестициялар кечиктириб келинганлиги, мавжуд асосий воситаларни янгилашга бўлган талабнинг ортиб бориши ҳамда инфратузилманинг етарли даражада ривожланмасдан қолганлиги иқтисодиётни эркинлаштириш шароитида импортга бўлган талабни оширди. Бу, ўз навбатида, иқтисодиётга ажратилаётган кредитларнинг аксарият қисми валюта маблағларига айирбошланиб, технологиялар ва машина-ускуналар импортига йўналтирилишига сабаб бўлди.

Хусусан, миллий валютадаги пул массасининг жами пул таклифидаги улуши йил бошида 64 фоизни ташкил этган бўлса, октябрь ойига келиб ушбу кўрсаткич 4 фоизга ошиб, 68 фоизга етди (2.4.14-расм).

Шунингдек, 2018 йилнинг 10 ойи якунлари бўйича миллий ва хорижий валютадаги муддатли ҳамда жамғарма депозитларнинг умумий пул массасидаги улуши йил бошига нисбатан 4 фоиз бандга ошиб, 23 фоизни ташкил этишига қарамасдан иқтисодиётда қисқа муддатли ресурслар улуши юқориликча сақланиб қолмоқда.

Пул-кредит сиёсатининг ўтиш даврида иқтисодиётда узоқ муддатли пулларнинг шакллана бошлаши ижобий баҳоланиб, мазкур тенденция барқарор ўсиб боришини таъминлаш учун келгусида фоиз сиёсати самарадорлигини янада ошириш чораларини кўриш муҳим ҳисобланади.





Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Иқтисодиётда узоқ муддатли пулларнинг шаклланиши қисқа муддатда рўй бермайди. Бунинг учун молия бозорида тижорат банкларидан ташқари бошқа молиявий воситачилик институтларининг ривожланиши ҳам муҳим аҳамият касб этади.

Узоқ муддатли пулларнинг шаклланиши иқтисодиётда монетизация даражасининг ошишига олиб келиб, ўз навбатида пул массаси ва инфляция даражаси орасидаги боғлиқликни пасайтириб, пул нархи ва инфляция орасидаги боғлиқликни оширади.

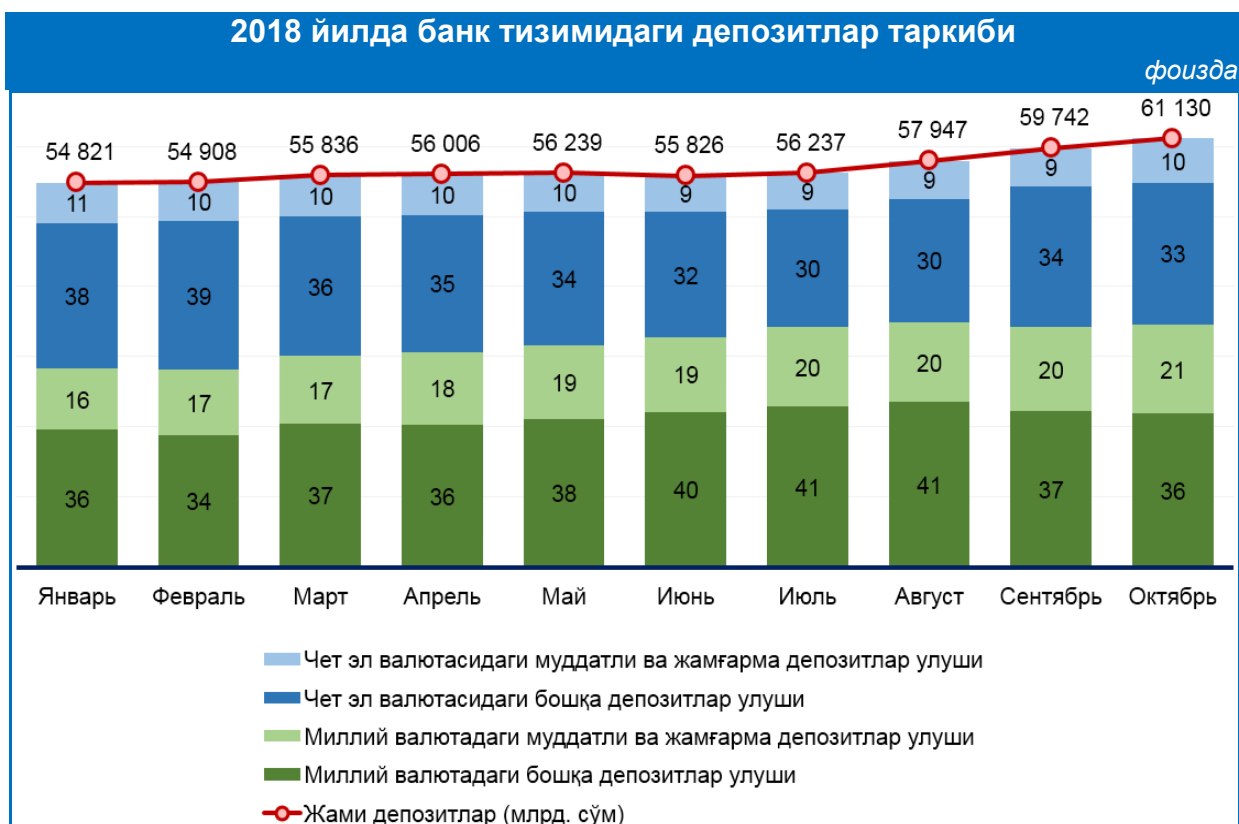
Иқтисодиётда долларлашув даражасини пасайтириш ва миллий валюта жозибдорлигини оширишга қаратилган пул-кредит соҳасидаги тадбирлар маълум даражада ўз самарасини бера бошлади (2.4.15-расм).

Шунингдек, хорижий валютадаги депозитлар ҳажмининг камайиши, бир тарафдан, ички валюта бозоридаги таклифга ижобий таъсир кўрсатади.

Шунингдек, Марказий банк томонидан миллий валютадаги ресурслар нархини ошириш, банкларнинг молиявий барқарорлигини мустаҳкамлаш бўйича амалга оширилаётган чора-тадбирлар натижасида 2018 йилнинг IV чорагида миллий валютадаги муддатли

депозитлар бўйича фоиз ставкалари ва мос равишда уларнинг ҳажми ҳам ошиши кутилмоқда.

2.4.15-расм

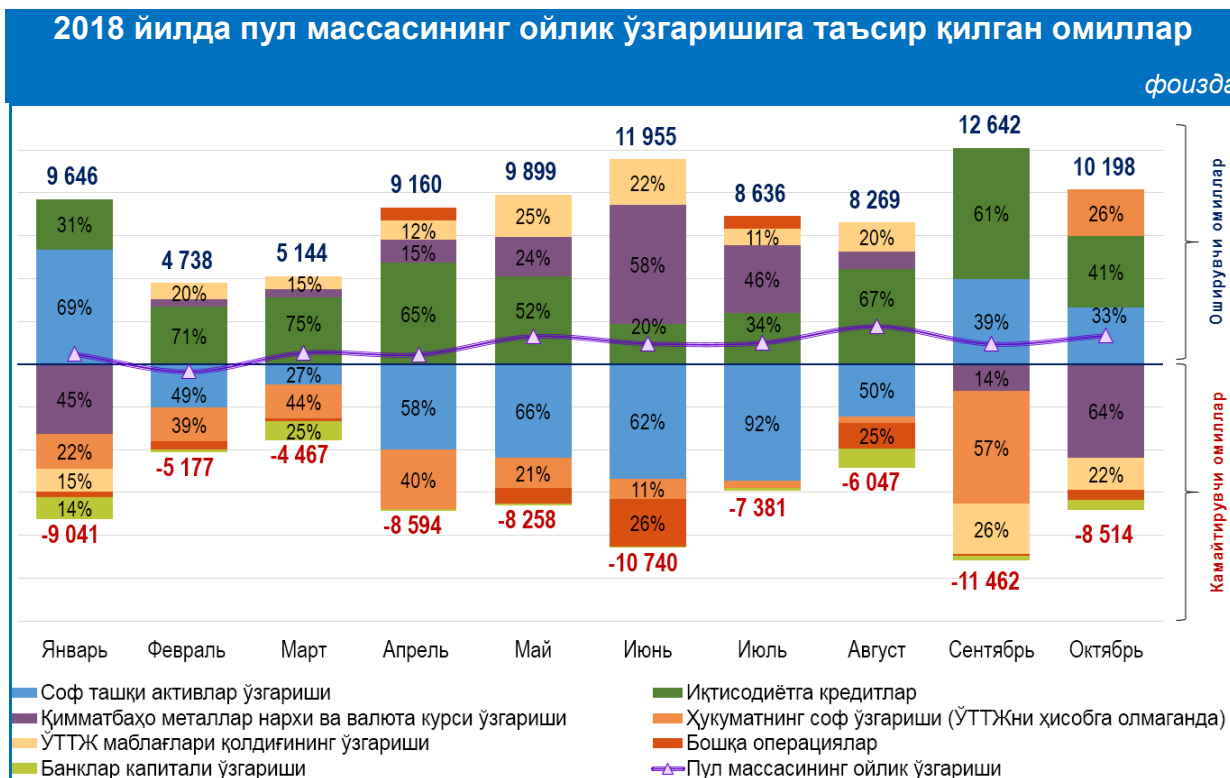


Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2018 йилнинг январь-октябрь ойларида пул таклифи динамикаси таҳлили шуни кўрсатмоқдаки, банклар томонидан иқтисодиётга ажратилган кредитлар ҳажмининг жадал суръатларда ошиши пул массасининг ўсишида ўз аксини топиб, умумий пул массасини оширувчи асосий омил бўлди (2.4.16-расм).

Ўзбекистон Тикланиш ва тараққиёт жамғармасининг (ЎТТЖ) Марказий банкдаги ҳисобварағи қолдиғи ўзгариши февраль-август ойларида пул массасини оширувчи омилларнинг ўртача 20 фоизини ташкил этди.

Шунингдек, февраль-август ойларида соф ташқи активлар миқдорининг ўзгариши пул массасини камайтирувчи омил бўлган. Бунда, асосан, жаҳон бозорида олтин нархи ҳамда миллий валюта курсининг хорижий валютага нисбатан қадри ошиши соф ташқи активларнинг миллий валютадаги қийматига сезиларли таъсир кўрсатди.



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2018 йилнинг январь-октябрь ойларида иқтисодиётга ажратилган кредитлар ҳажмининг юқори суръатларда ошишига қарамадан, умумий пул массасининг юқори суръатда ошмаслиги соф ташқи активлар мутлақ ҳажмининг ошмаганлиги билан изоҳланади.

## 2.5. Валюта бозори ва алмашув курси таҳлили

### 2.5.1. Халқаро валюта бозорларида алмашув курслари ўзгариши таҳлили

Жаҳон иқтисодиёти ва халқаро молия бозорларидаги ҳолат ҳамда нуфузли марказий банклар томонидан олиб борилаётган пул-кредит сиёсатидаги ноаниқликлар ривожланаётган давлатларда самарали солиқ-бюджет ва пул-кредит сиёсатини юритишни мураккаблаштиради.

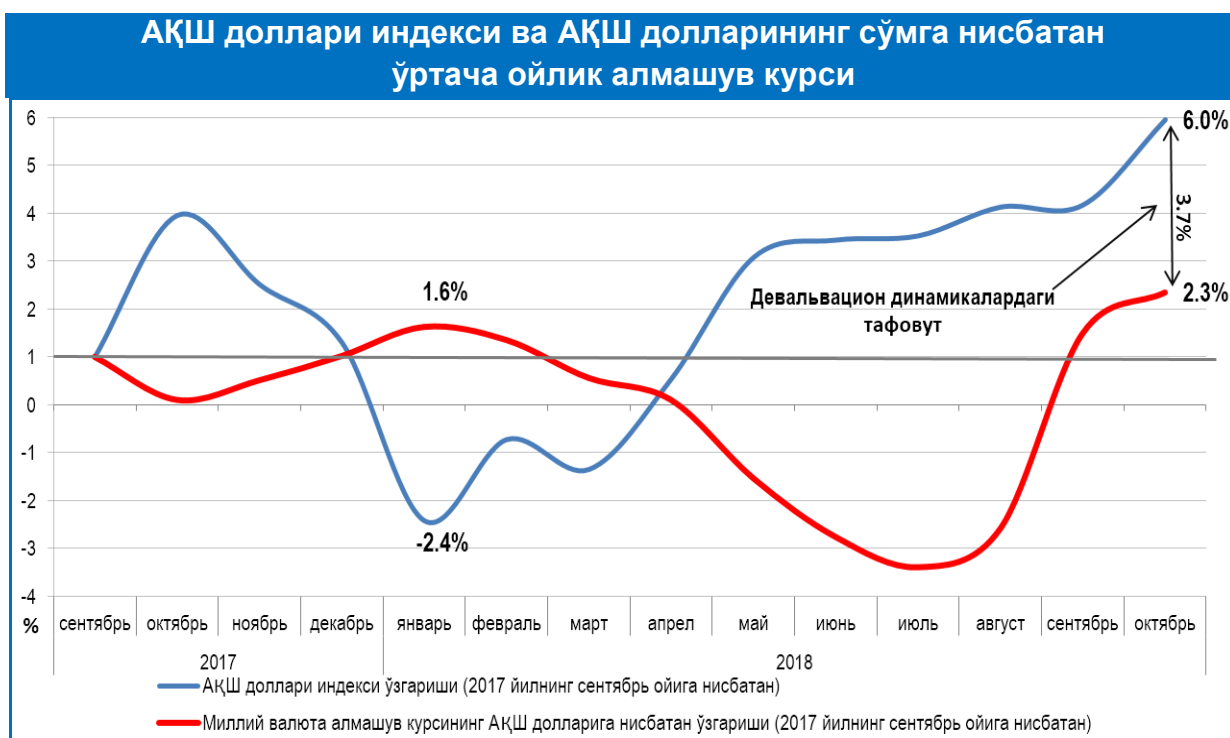
Шунингдек, дунёнинг етакчи импорт ва экспорт қилувчи мамлакатлари ташқи савдо алоқаларидаги кескинликлар ҳамда Россия ва дунёнинг бир қатор нефть экспорт қилувчи давлатларга АҚШ ҳукумати томонидан қўлланилган иқтисодий санкциялар ривожланаётган мамлакатларга халқаро инвестиция оқимларининг

кечкишига ва пировардида улар миллий валюталарининг қадрсизланишига олиб келмоқда.

Жумладан, жорий йил бошидан давом этиб келаётган АҚШ ва Хитой савдо муносабатларининг кескинлашуви ҳамда 2018 йилнинг ўзида АҚШ Федерал резерв тизими томонидан қайта молиялаш ставкасининг уч маротаба оширилиши<sup>3</sup> дунёнинг бошқа марказий банкларини ўз пул-кредит сиёсати йўналишини қайтадан кўриб чиқишга ундамоқда ва бу ушбу марказий банклар томонидан нейтрал аҳамиятдаги пул-кредит сиёсати олиб борилишини қийинлаштирмоқда.

2018 йилнинг 10 ойи якунлари бўйича АҚШ доллар индекси 5,4 фоиз бандга кўтарилди ва аксарият валюталарга нисбатан қадри ошди (2.5.1 -расм).

2.5.1 -расм



Манба: Марказий банк.

Жумладан, долларнинг қиймати Буюк Британия фунтига нисбатан 5,9 фоизга, Хитой юанига нисбатан 7,5 фоизга, Россия рублига нисбатан 16,2 фоизга, Жанубий Африка рандисига нисбатан 19,1 фоизга ва Аргентина песосига нисбатан 96 фоизга ўсди. Буни

<sup>3</sup> Маълумот учун ФРТ жорий йилнинг 22 март, 14 июнь ва 27 сентябрь кунлари қайта молиялаш ставкаси (fed fund rates) 1,5 фоиздан 2,25 фоизгача оширган бўлса, Англия банки 2018 йил 2 августда ставкани 0,75 (0,25 базавий бандга) фоизга кўтарди.

АҚШда инвестицион фаолликнинг тикланиши ва ФРТ томонидан пул-кредит сиёсатининг нормаллаштирилиши ҳисобига жорий йил якунлари бўйича сўнги 10 йил мобайнида кузатилган энг юқори ўсиш кўрсаткичи бўлиши тўғрисидаги кутилмалар билан изоҳлаш мумкин.

Таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, Ўзбекистон молия бозори халқаро молия бозорларига кучли интеграция қилинмаган бўлса-да, ташқи савдо ҳамкор мамлакатлар миллий валюталари курслари орқали доллар индексининг ўзгариши миллий валюта – сўмнинг алмашув курсига маълум муддат кечикиш билан таъсир кўрсатади.

### ***2.5.2. Миллий валюта алмашув курси динамикаси ва унинг трансмиссион хусусияти***

Жорий йилнинг 10 ойида валюта алмашув курси динамикаси иқтисодиётнинг фундаментал факторлари ва ташқи омиллар, жумладан, иқтисодий агентларнинг инфляцион ва девальвацион кутилмалари, тўлов баланси жорий ҳисоблар ҳисобварағининг ҳолати ва хорижий валютадаги кредитларга бўлган талабнинг ошиши таъсирида вужудга келган талаб ва тақлиф ҳолатидан келиб чиққан ҳолда шаклланиб, ўзининг ўртача қийматидан деярли узоқлашмади.

Мазкур даврда дунёнинг аксарият резерв валюталари ҳамда мамлакатимизнинг савдо ҳамкорлари миллий валюталари курслари АҚШ долларига нисбатан қадрсизланишига қарамасдан, миллий валюта алмашув курси олдинги йилларда кузатилган доимий девальвация тенденциясидан фарқли равишда турли хил йўналишдаги динамикага эга бўлди (2.5.2-расм).

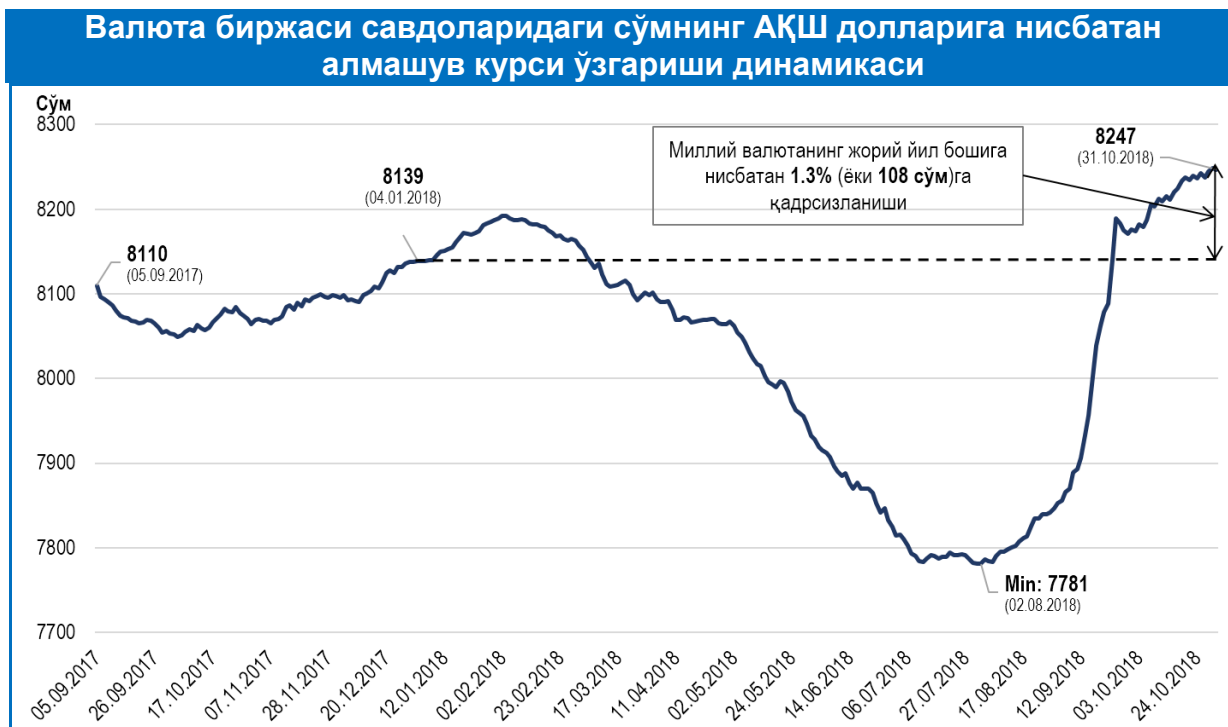
2018 йилнинг январь-июль ойларида валюта курси динамикаси асосан мавсумий омиллар таъсирида шаклланди. Бунда январь ойида экспорт тушумлари ва халқаро пул ўтказмалари ҳажмининг нисбатан кам бўлганлиги шароитида миллий валюта алмашув курси 8139 сўм/доллардан 8247 сўм/долларгача пасайди.

Шу билан бирга, март-июль ойларида экспорт ва халқаро пул ўтказмаларидан валюта тушумларининг ошиши натижасида сўмнинг алмашув курси тескари динамикага эга бўлиб, биринчи август ҳолатига 7781 сўм/долларгача қадри ошди.

Бундан ташқари, чет эл валютасидаги кредитлар ҳажмининг тез суръатларда ўсиши ва долларлашув даражасининг пасайиши ички валюта бозоридаги хорижий валютага бўлган талабнинг қисман

қондирилишига хизмат қилди. Шунингдек, миллий валютадаги муддатли ва жамғарма депозитлар ҳажмининг ошиши ҳам сўм алмашув курсининг шаклланишига таъсир кўрсатди.

2.5.2-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Жорий йилнинг август ойидан бошлаб ташқи омилларнинг алмашув курси динамикасига таъсири кучайди. Ҳисоб-китобларга кўра, асосий савдо ҳамкор давлатлар валюталари курсларининг кескин ўзгариши сўм алмашув курсига **бир ойдан уч ойгача бўлган** муддатдан сўнг ўз таъсирини кўрсатади.

Юқорида келтирилган омиллар таъсирида 2018 йилнинг август ойидан бошлаб сўм алмашув курсининг ички валюта бозоридаги шароитларга жавобан ўзгариши кузатилиб, жорий йилнинг 1 октябръ ва 1 ноябрь ҳолатларига мос равишда 8184 ва 8247 сўм/долларни<sup>4</sup> ташкил этди (йил бошида – 8139 сўм/доллар).

Миллий валютанинг қадрсизланиши ички нархлар шаклланишига маълум даражада таъсир кўрсатади. Марказий банк ҳисоб-китобларига кўра, сўм алмашув курсининг бир фоизга қадрсизланиши йиллик инфляция суръатининг ўртача 0,2 фоиз бандга тезлашишига олиб келади.

<sup>4</sup> 2018 йил 1 октябръ ва 1 ноябрь кунларидаги валюта биржасининг банклараро савдо сессияси яқунлари бўйича.



2018 йилнинг сентябрь ойидан бошлаб Ўзбекистоннинг асосий савдо ҳамкор мамлакатлари молия бозорларидаги ҳолатнинг мўътадиллашувини инобатга олсак, ички омиллар таъсирида жорий йил охиригача сўм алмашув курсининг йил бошидаги даражасига нисбатан кескин ўзгариши кутилмаяпти.

Миллий валюта алмашув курсининг мавсумий омиллар таъсирида шаклланган ортиқча баҳоланиш тенденцияси (currency overvaluation) макроиқтисодий дисбалансни яратади. Жорий ҳисоб-китоблар учун очиқ иқтисодиёт шароитида фоиз ставкаларининг қопланмаган паритети (uncovered interest rate parity, UIP) бузилиши ва фоиз ставкаси тафовутлари ортиши маълум бир муддатдан кейин ички валюта бозорига босимни вужудга келтириши мумкин.

### ***2.5.3. Миллий валютанинг реал алмашув курси динамикаси***

2018 йилдан бошлаб миллий валютамиз реал эффектив алмашув курси энг йирик савдо ҳамкорларимиз бўлган 20 дан ортиқ давлатлар миллий валюталаридан тузилган кўп валютали саватчага нисбатан ўсиш тенденциясини намоён этди. Хусусан, жорий йилнинг март ойи бошидан кузатилган миллий валюта эффектив алмашув курсининг мамлакат савдо ҳамкорлари валюталарига нисбатан реал ўсиши август ойига келиб йил бошига нисбатан 19,2 фоизни, сентябрь ойида эса 14,9 фоизни ташкил қилди.

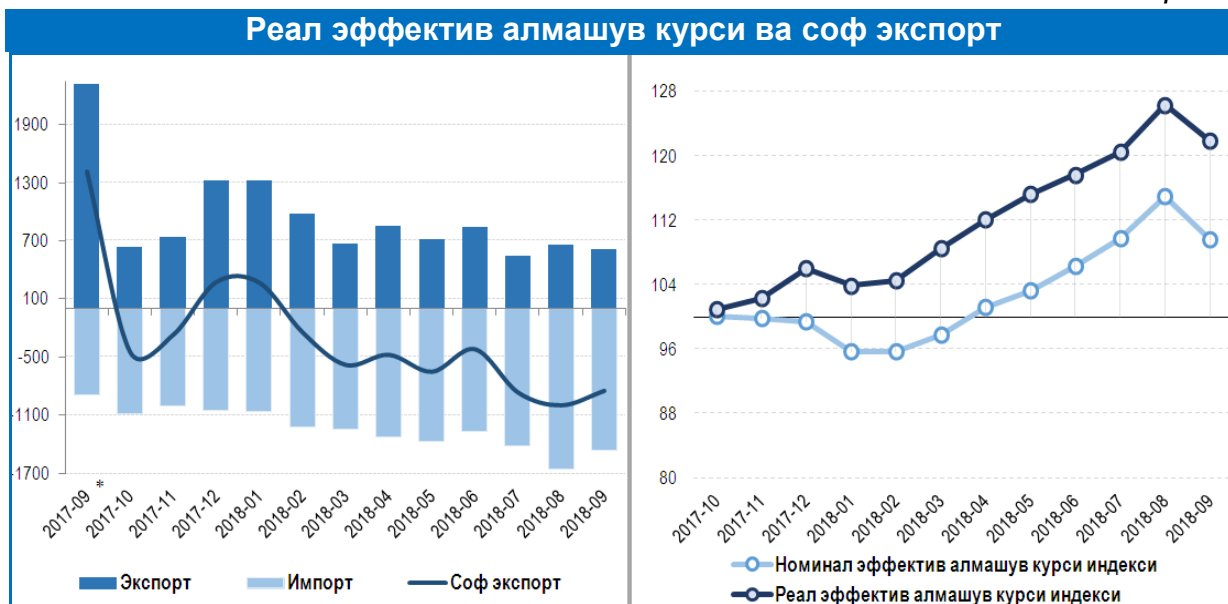
Бунда сўмнинг реал алмашув курси қадрини йил бошидан Хитой юанига нисбатан 12,6 фоизга, Қозоғистон тенгесига нисбатан 14,9 фоизга, Россия рублига нисбатан 20,7 фоизга ва Туркия лирасига нисбатан 45,8 фоизга ошди.

Мамлакатимиздаги юқори инвестицион фаоллик шароитида реал эффектив алмашув курсининг ўсиши маҳаллий маҳсулотларнинг ички ва ташқи бозорлардаги рақобатбардошлигини пасайтириб, импорт ҳажмининг ортиши ва ташқи савдо балансининг манфийлигига маълум даражада таъсир ўтказди (2.5.3-расм).

Жумладан, жорий йилнинг январь ойида ташқи савдо баланси сальдоси ижобий 270 млн. АҚШ долларини ташкил қилган бўлса, август ойи якунларига кўра соф экспорт –996 млн. АҚШ долларигача қисқарди. Импорт ҳажмининг ошишида асосий драйверлар сифатида бир тарафдан инвестицион товарлар (машина, ускуна ва транспорт воситалари) ва иккинчи тарафдан, чегарадош ҳудудлар билан ташқи савдо алоқаларининг либераллашуви натижасида айрим турдаги

озик-овқат, текстиль маҳсулотлари ва кўп йил ишлатишга мўлжалланган маиший товарларнинг кириб келишини келтириш мумкин.

2.5.3-расм



\*2017 йилнинг сентябрь ойи бошидан миллий валюта алмашув курси 4210 сўм 35 тийиндан 8100 сўмга девальвация қилинган.

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

Шунингдек, жисмоний шахслар томонидан амалга ошириладиган халқаро пул ўтказмаларининг асосий қисми тўғри келадиган давлатлар валюталари номинал қийматининг АҚШ долларига ва реал қийматининг сўмга нисбатан қадрсизланиши ушбу давлатлардан мамлакатимизга юбориладиган пул ўтказмалари ҳажмининг камайишига олиб келди.

Январь-сентябрь ойларида кузатилган номинал ва реал алмашув курслари динамикаси четдан импорт қилишни рағбатлантирган ҳолда хорижий валютага қўшимча талабни келтириб чиқарди.

Мамлакатимиз учун валюта алмашув курси ўтказиш даврийлиги йирик савдо ҳамкорларимизга нисбатан 2–4 ойни ташкил қилади. Агар йил бошидан АҚШ долларининг мустаҳкамланаётгани ва апрель ойдан Россия ҳукуматига қарши қўлланилган иқтисодий санкциялар натижасида рублнинг кескин қадрсизланганини инобатга олсак, сентябрь ойда кузатилган сўмнинг девальвацион динамикасини табиий мувозанатлашув жараёни сифатида баҳолаш мумкин.

Ўз навбатида, сўм номинал алмашув курси девальвацион динамикаси ташқи омиллар таъсирини юмшатиб, иқтисодиётимизнинг ўзгарувчан ташқи шароитларга мослашишига ёрдам беради. Хусусан, халқаро пул ўтказмалари ва экспортдан тушадиган тушумларнинг камайиши сабабли юзага келадиган йўқотишлар алмашув курси пасайиши натижасида унинг сўмдаги эквиваленти ошиши ҳисобига маълум даражада қопланади.

Бунда сўм реал алмашув курсининг 2018 йил 9 ойи якунлари бўйича ҳолати ва йил охиригача кутилаётган даражасидан келиб чиқиб хулоса қиладиган бўлсак, сўм номинал алмашув курсининг амалдаги суръатларда қадрсизланиши миллий иқтисодиётни қўллаб-қувватлаш учун етарли бўлмаслиги мумкин.

#### **2.5.4. Ички валюта бозори таҳлили**

2018 йилнинг ўтган даврида мамлакатимиз ички валюта бозорида талаб ва таклиф мувозанатининг шаклланишига мавсумий омиллар, тўлов баланси ҳолати, валюта алмашув курси бўйича кутилмалар, фоиз ставкалари ўртасидаги тафовутлар, АҚШ долларининг ички ва жаҳон молия бозорларидаги конъюнктураси ҳамда бошқа бир марталик омиллар таъсир кўрсатди.

2018 йилнинг 9 ойи давомида хўжалик юритувчи субъектлар томонидан ички валюта бозорида сотиб олинган хорижий валюталар миқдори 7,1 млрд. АҚШ доллари (жами импортнинг 52 фоизи, жами экспортнинг 75 фоизи)ни ташкил этди. Мазкур талабнинг 28 фоизи (2 млрд. АҚШ доллари) Марказий банкнинг ички валюта бозорига интервенциялари ҳисобига қопланди.

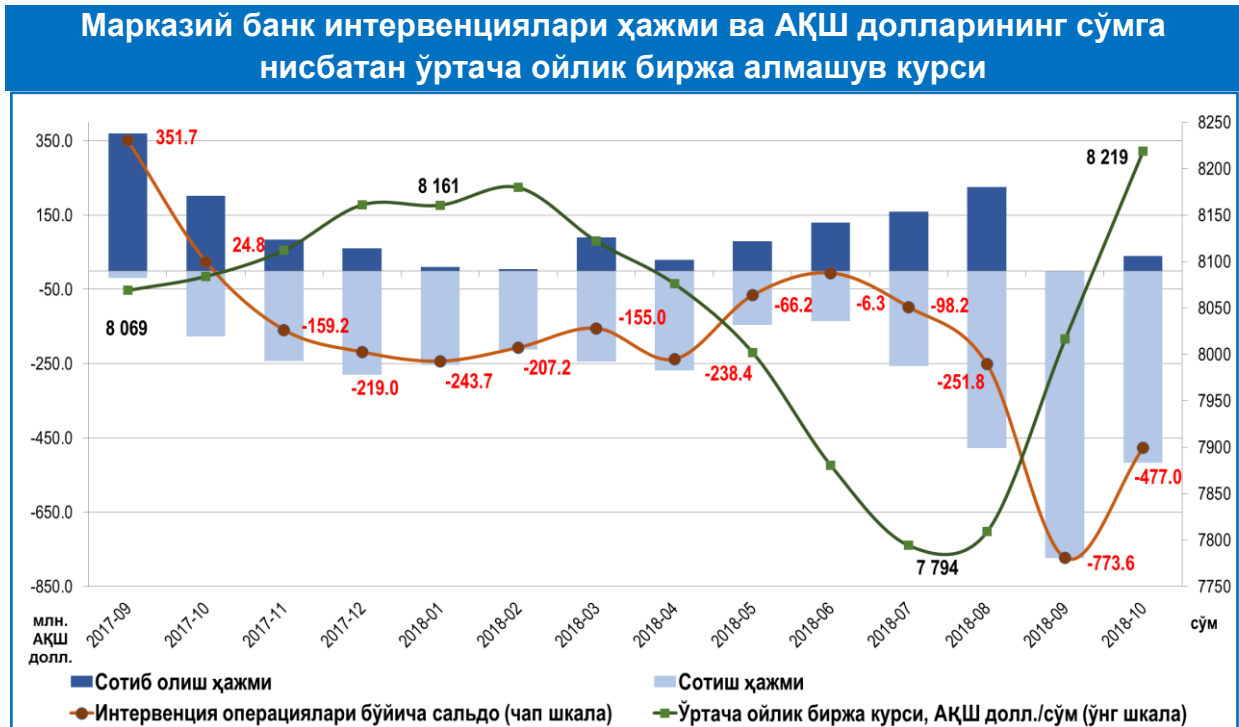
Марказий банк томонидан ички валюта бозорида интервенциялар алмашув курсининг фундаментал трендига таъсир этмаган ҳолда, унинг кескин тебранишлари олдини олиш мақсадида амалга ошириб борилди. Бунда олтин-валюта резервлари ҳажмини ошириш ёки улардан валюта алмашув курсини маълум даражада ушлаб туриш учун фойдаланиш мақсадлари кўзланмади.

Шунингдек, интервенциялар ҳажмида ички валюта бозорига келиб тушадиган хорижий валюта тушумларининг мавсумийлиги таъсирида ойлар орасида ўзгаришлар кузатилди.

Хусусан, 2018 йилнинг биринчи чорагида Марказий банк томонидан ички валюта бозорига 600 млн. АҚШ доллари (мақсадли

сотиш миқдорига яқин кўрсаткич) миқдорида интервенция қилинган бўлса, иккинчи чораги давомида интервенциялар ҳажми биринчи чорақдаги кўрсаткичнинг тенг ярмини ташкил этди.

2.5.4-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Шунингдек, ички валюта бозорида хорижий валютага бўлган талаб ва таклиф орасида катта салбий фарқ вужудга келган сентябрь ва октябрь ойларида эса Марказий банк интервенциялари ҳажмининг ўтган 8 ойдаги ўртача соф интервенциялар ҳажмига (ўртача ойлик 158 млн. АҚШ доллари) нисбатан мос равишда 615 ва 318 млн. АҚШ долларига ошиши кескин тебранишларни юмшатувчи омил бўлди. Натижада октябрь оyi охирига келиб сўм девальвацияси жорий йил бошига нисбатан 1,3 фоизни ташкил қилди (2.5.4-расм).

### III. 2019–2021 ЙИЛЛАРДА МАКРОИҚТИСОДИЙ РИВОЖЛАНИШ СЦЕНАРИЙЛАРИ ВА ПУЛ-КРЕДИТ ШАРОИТЛАРИ

Ўрта муддатли истиқболда пул-кредит соҳасида қарорлар қабул қилишда Марказий банк жорий иқтисодий шарт-шароитлар таҳлили ва макроиқтисодий прогнозларга асосланади. Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозларни ишлаб чиқишда кенг қамровли маълумотлар, эконометрик моделлар ва соҳа экспертларининг хулосаларидан фойдаланилади. Бунда 2019 йилдан бошлаб Марказий банк фаолиятига макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлашнинг замонавий тизими (FPAS) жорий этила бошлайди.

Прогнозларни шакллантиришда макроиқтисодий ривожланишнинг ташқи ва ички омиллари, мамлакатимизда келгусида амалга оширилиши кўзда тутилаётган чоралар инобатга олинади. Ривожланишнинг бугунги босқичида **нархлар динамикаси бўйича хатарлар носимметрик** тарзда юзага келиши ва асосан инфляцияни кучайтириш хусусиятига эга эканлиги пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқишда эҳтиёткорона ёндашувни сақлаб қолишни талаб этмоқда.

Ўз навбатида, Марказий банк пул-кредит сиёсатини юритишда инфляцияни ўрта муддатли истиқболда пасайтириш мақсадларидан келиб чиқади. Чунки пул-кредит сиёсати ички нархларга 1,5–2 йиллик даврий кечикиш (лаг) билан таъсир этади, одатда қисқа муддатли даврдаги инфляцияни пул-кредит инструментлари билан тартибга солиш қийин бўлади.

Шу муносабат билан, пул-кредит сиёсати асосий йўналишлари ва прогнозларини ишлаб чиқишда ривожланишнинг асосий вариантлари билан бир қаторда келгусида рўй бериши мумкин бўлган ходисалар ва хатарларни ўз ичига олган **муқобил (хатарли) варианты** ҳам ишлаб чиқилди. Ушбу сценарийлар бир-биридан иқтисодий ривожланишнинг ички ва ташқи шароитлари қисмида фарқланади.

Ички шароитлар республикамизда амалга оширилаётган ва амалга оширилиши кутилаётган ўзгаришларни ўз ичига олади. Ташқи шароитлар эса экспорт товарлари бозоридаги конъюнктура, асосий савдо ҳамкор давлатлар иқтисодиёти ва валюта курслари ўзгаришлари билан боғлиқ омилларни назарда тутлади.

Иқтисодий ривожланишнинг вариантлар асосида кўриб чиқилиши хатарлар ва кўзда тутилмаган ҳодисалар юзага келган шароитда ҳам пул-кредит сиёсатини юритишда нархлар барқарорлигини таъминлашга қаратилган аниқ таҳлил ва прогнозларга асосланган қарорлар қабул қилиш имконини беради. Бунда қарорлар қабул қилишда асосий эътибор иқтисодиётдаги қисқа муддатли ўзгаришларга эмас, балки **узоқ муддатли тенденциялар ва натижаларга** қаратилади.

### 3.1. Пул-кредит сиёсати юритишнинг ички шароитлари

**Биринчидан, 2019–2021 йилларда пул-кредит сиёсатининг ички шароитлари ва самарадорлиги кўп жиҳатдан солиқ-бюджет сиёсатига боғлиқ бўлади.**

Келгусида солиқ-бюджет соҳасида амалга ошириладиган кенг қамровли ислохотларнинг асосий йўналишлари бюджет тизимини такомиллаштириш, иш ҳақи ва унга тенглаштирилган тўловларни инфляция даражасига қараб индексация қилиш, солиқ маъмуриятчилигини такомиллаштириш, кичик ва йирик корхоналарнинг солиқ юқларидаги фарқни қисқартириш, қўшилган қиймат солиғидан кенгроқ фойдаланиш, солиқ турларини камайтириш, мажбурий тўловларни бирхиллаштириш ва айримларини бекор қилиш орқали иқтисодиётда солиқ юкини мақбуллаштириш каби вазифаларни қамраб олган.

Молия вазирлигининг ҳисоб-китобларига кўра, тақлиф этилаётган ислохотларнинг дастлабки босқичида қуйидаги натижалар кутилмоқда:

- сотишдан тушган тушумдан мажбурий ажратмаларнинг тўлиқ бекор қилиниши натижасида корхоналар ихтиёрида қўшимча **5,2 трлн. сўм** миқдоридаги даромадлар қолади;
- жисмоний шахсларнинг даромад солиғи ва ягона ижтимоий тўловларнинг пасайтирилиши ҳамда суғурта бадалининг бекор қилиниши ҳисобига **аҳоли даромадлари** 2019 йилда қўшимча равишда **6,5 фоизга** ошади;
- юридик шахслар мол-мулк солиғи, фойда солиғи ва кичик бизнес субъектлари ягона солиғининг камайтирилиши натижасида хўжалик юритувчи субъектлар ихтиёрида **2 трлн. сўмлик** қўшимча маблағлар қолади.



Шунингдек, солиқ концепциясида мазкур маблағларнинг бир қисмини солиқ маъмурчилиги такомиллаштирилиши ҳамда аҳоли ва тадбиркорлар солиқ юки енгиллаштирилиши сабабли солиқ тўловчилар сони ва базасининг кенгайиши натижасида бюджетга тушумлар ортиши ҳисобига қоплаш назарда тутилган. Ушбу ўзгаришларнинг амалга оширилиши ўрта муддатли истиқболда (солиқ ислохотларининг дастлабки йилларида) бюджет даромадлари ва харажатлари орасида номутаносибликлар вужудга келиши орқали иқтисодиётдаги пул оқимларининг ўзгариши ҳисобига ялпи ички талаб ва пул-кредит кўрсаткичларига таъсир этади.

Хўжалик юритувчи субъектлар ва аҳоли даромадларининг кўшимча равишда ошиши, ўз навбатида, уларнинг истеъмолини рағбатлантириб, иқтисодиётда кўшимча талабни вужудга келтиради. Бу ўзгаришлар инфляция даражасига қисқа муддатли таъсир кўрсатади.

Шу билан бирга, қўшилган қиймат солиғи (ҚҚС) бўйича ўзгаришлар, яъни кичик корхоналарга нисбатан ҚҚС соддалаштирилган механизмнинг жорий этилиши дастлабки босқичда ушбу корхоналар учун солиқ юкининг ошишига олиб келади. Бу, ўз навбатида, улар томонидан ишлаб чиқарилаётган маҳсулотлар таннархига таъсир этади.

Товар ва хизматлар таннархининг оширилиши таклиф омиллари сифатида кейинчалик инфляция даражасига бир марталик таъсир кўрсатади. Айтилиши мумкин, ўрта муддатда солиқ ислохотлари доирасида ҚҚС тўловчилар базасининг кенгайтирилиши ишлаб чиқаришда кўшимча қийматни яратиш жараёнларида узунроқ занжирларни ҳосил қилиш имконини бериб, иқтисодиётда ижобий ўзгаришларга олиб келади.

Юқорида келтирилган ўзгаришлар ва ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш дастурларини молиялаштириш ҳажмларининг кенгайиши шароитида келгуси икки йилда консолидациялашган бюджет харажатларининг даромадларига нисбатан юқоридагидек бўлиши кутилмоқда. Хусусан, Молия вазирлиги томонидан 2019 йилда давлат бюджети дефицити ялпи ички маҳсулотга (ЯИМ) нисбатан 1,8 фоиз, 2020 йилда эса 0,7 фоиз бўлиши ҳамда 2021 йилга бориб давлат бюджетининг мувозанатли ижро этилиши ҳисобига ЯИМга нисбатан 0,1 фоизлик профицит бўлиши прогноз қилинмоқда.

Бюджет тақчиллигининг ҳажми ва уни молиялаштириш манбалари пул-кредит кўрсаткичларини шакллантирувчи асосий омиллардан бири бўлганлиги сабабли солиқ-бюджет сиёсатининг пул-кредит сиёсати билан ўзаро **мувофиқлигини таъминлаш** ўрта муддатли истиқболда ички нархлар барқарорлигини таъминлашнинг муҳим элементи ҳисобланади.

Бюджет тақчиллигининг юзага келиши **иқтисодиётда қўшимча ликвидлиликни юзага келтириб**, банк тизимида ликвидлиликнинг таркибий профицитини шакллантириши мумкин. Шу нуқтаи назардан, Марказий банк томонидан кўриладиган чораларда юзага келган қўшимча ликвидлиликни тартибга солиш ва унинг таъсирини мувозанатлаштириш масалалари ҳам ўз аксини топади.

Бюджет тақчиллигини қоплашда ноинфляцион манбалардан, жумладан, давлат қарз мажбуриятларини муомалага чиқариш ёки халқаро капитал бозорларидан маблағлар жалб қилиш нисбатан кам инфляцион оқибатларга эга бўлса-да, марказлашган харажатларнинг оширилиши, ялпи талабнинг ўсиши орқали инфляцияга маълум бир босимни юзага келтиради. Шу нуқтаи назардан, давлат бюджети харажатларининг ўсиши келгусида мамлакатда иқтисодий ўсиш салоҳиятини оширишга хизмат қилиши керак.

Мамлакатимизда макроиқтисодий барқарорликни, жумладан, ички нархлар барқарорлигини таъминлаш вазифаси давлат қарзини самарали бошқариш ва бюджетнинг хомашё экспорти тушумларига боғлиқлигини пасайтиришни талаб этади. Келгуси йилдан бошлаб давлат бюджети барқарорлигини таъминлаш мақсадида **"бюджет қоидалари"**<sup>5</sup> ва "йиғма бюджет" ҳамда фискал чекловларни белгилаш назарда тутилмоқда.

Хусусан, 2019 йилдан бошлаб давлат қарзи ҳажмининг ЯИМга нисбатан чегаравий даражасини ва давлат бюджети дефицитининг чекланган миқдорини ЯИМнинг **2 фоизигача** белгилаш бўйича бюджет қоидаларини амалиётга жорий этиш кўзда тутилаётганлиги

<sup>5</sup> **Бюджет қоидалари** – алоҳида бюджет параметрлари учун миқдорий чегараларни ўрнатишни назарда тутати. Бунда давлат қарзи, давлат бюджети дефицити, харажатлар (ЯИМга нисбатан фоизда, ўсиш суръати) ва даромадларлар бўйича аниқ миқдорий чегаралар ўрнатилади. Миқдорий кўрсаткичларга қўшимча равишда бюджетни режалаштиришнинг тегишли амалиётини жорий қилиш, бюджет жараёнини олдиндан айтиш ва унинг шаффофлигини кучайтиришга йўналтирилган бюджет қоидалари орқали алоҳида процессуал меъёрлар ўрнатилиши мумкин. Бунда бюджет даромадлари ва харажатларининг ташқи омилларга боғлиқлик даражасини пасайтириш ва ҳ.к.

макроиқтисодий прогнозлаш ва ўзаро мувофиқликни таъминлашда ноақниқликларни камайтиради.

Бунда давлат бюджетини шакллантиришда мавсумий ва даврий омилларни инobatга олиш муҳим ҳисобланади. Асосий экспорт товарлари бўйича ижобий конъюнктура шаклланган даврда экспортдан келиб тушадиган қўшимча даромадлар бюджет харажатлари ўсишининг олдини олиш имконини беради. Бу, ўз навбатида, бюджет сиёсатининг иқтисодий циклларга қарши йўналишини амалга ошириш, бюджетнинг ички ва ташқи шокларга нисбатан таъсирчанлигини пасайтириш ва узоқ муддатли истиқболда ҳам бюджет барқарорлигини сақлаб қолиш имконини беради.

Умуман олганда, солиқ-бюджет сиёсатининг ислоҳ этилиши, пул-кредит сиёсати билан самарали мувофиқлаштирилиши ва "бюджет қондаси"нинг амалиётга киритилиши Марказий банкка пул-кредит сиёсатини амалга ошириш учун қулай бўлган шарт-шароитларни ҳосил қилади.

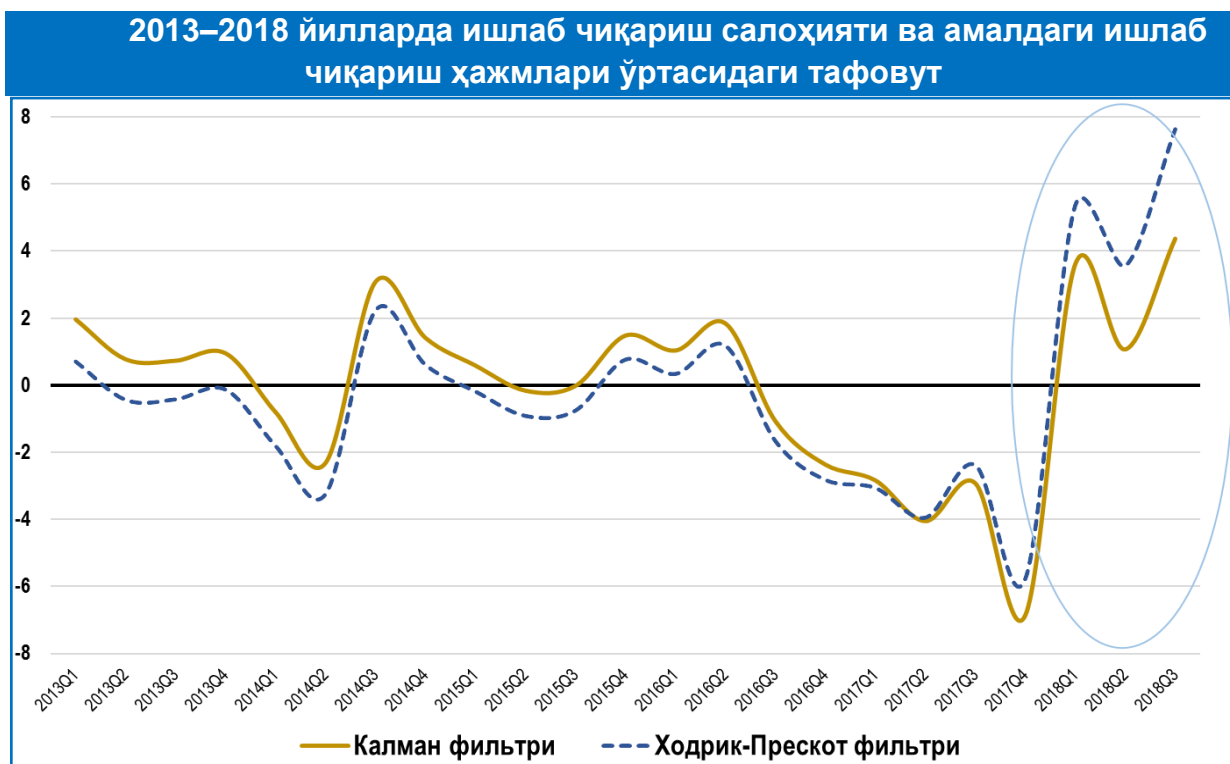
Ўзбекистон иқтисодиётининг ўзига хос хусусиятларини инobatга олган ҳолда "бюджет қондалари"ни амалиётга киритиш маълум бир муддат талаб этади. Бу, ўз навбатида, йиғма бюджет ва бошқа макроиқтисодий кўрсаткичлар бўйича статистик маълумотларнинг сифатига ҳам боғлиқ.

Ўтган йилларда давлат бюджет харажатларининг оширилиши, аҳоли даромадларининг ўсиб бориши ва иқтисодиётда кредитлаш ҳажмларининг сезиларли даражада юқори бўлганлиги келгуси йилларда (асосан 2019 йилда) ишлаб чиқариш амалдаги ҳажми билан салоҳиятли ҳажми ўртасидаги тафовутни ошириб, иқтисодиётда ялпи талаб ҳажмининг таклиф ҳажмига нисбатан юқори бўлган шароитларни юзага келтирмоқда.

Хусусан, 2017–2018 йилларда кредитларнинг ошиши мувозанатли макроиқтисодий шароитларда иқтисодий ўсиш суръатларининг қўшимча тезлашишида ўз аксини топиши керак эди. Лекин, иқтисодиётга ажратилган кредитлар ўсиш суръатининг ялпи ишлаб чиқариш ҳажмининг ўсиш суръатидан **2 баробардан** кўпроқ ошиши, иқтисодиётда қўшимча талаб юзага келишига ва талаб ҳажмларининг амалдаги таклиф ҳажмларидан ошиб кетишига,

пировардида мусбат **ишлаб чиқариш тафовутининг** пайдо бўлишига олиб келмоқда (3.1.1-расм).

3.1.1-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Марказий банк томонидан амалга оширилган таҳлиллар 2018 йилнинг бошидан бошлаб иқтисодиётда ишлаб чиқаришнинг ижобий тафовути пайдо бўлиб, унинг ўсувчи динамикага эга эканлигини кўрсатмоқда. Ишлаб чиқариш фарқининг ижобийлиги ва ўсиб бориши келгуси йилда ҳам ички нархларга босимни юзага келтириши ва асосланмаган талаб ҳажмининг ошиб бориши орқали пул-кредит сиёсатини юритиш шарт-шароитларини қийинлаштиради.

Шунингдек, бюджет харажатлари ва кредитлар ҳисобига шаклланаётган инвестицион ва истеъмол талабининг катта қисми импорт эвазига қондирилиши импорт ҳажмларини кескин оширмоқда. Бу ташқи савдо балансининг манфий сальдо билан ижро этилишига ва миллий валюта курсига нисбатан девальвацион босимнинг юзага келишига сабаб бўлмоқда.

Кредитлаш ҳажмларининг тез суръатларда ошганлиги, ўз навбатида, реал секторнинг қарздорлик юкламасининг ҳам тез суръатларда ошишига олиб келади. **Қарздорлик юкламасининг** юқорилиги келгуси йилларда аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектларнинг молиявий салоҳияти бўйича хатарларни оширади.

### **Иқтисодиётда ялпи талабнинг шаклланиши ва унга таъсир этувчи омиллар**

Иқтисодиётда нархлар шаклланиши асосан ялпи талаб ва таклиф омиллари ўзгариши натижасида юз беради. Нархлар даражасига ялпи талаб ҳажмининг ўзгариши қисқа муддатли даврда таъсир қилса, узоқ муддатли истиқболда ялпи таклиф омиллари, жумладан, иқтисодиётдаги таркибий ўзгаришлар таъсир этади. Қисқа муддатли истиқболда ялпи талаб ҳажмига тез ва самарали таъсир қилишда пул-кредит сиёсатининг имкониятлари катта ҳисобланади.

Шу нуқтаи назардан, ялпи талаб ҳажмини таҳлил қилиш, унга таъсир этувчи омилларни ўрганиш ва унинг кейинги даврлар учун прогноз кўрсаткичларини аниқлаш пул-кредит сиёсати учун муҳимдир.

Иқтисодиётда ялпи талабнинг шаклланишига асосан:

- давлат харажатлари;
- уй хўжаликлари даромади;
- иқтисодиётга ажратилаётган кредитлар;
- импорт ва экспорт ўртасидаги фарқ каби омиллар таъсир кўрсатади.

Ўзбекистон шароитида ялпи истеъмол талаби номинал ЯИМнинг ўртача 70 фоизини ташкил этмоқда. 2019–2021 йиллар ЯИМ номинал ҳажми ўртача йилига 25 фоиз атрофида ўсишини инobatга олсак, ялпи талаб ошиши ҳисобига инфляцион босим сақланиб қолади.

Шу сабабли, охириги ўн йилликдаги талаб томонидан инфляцияга таъсир қилувчи омиллар – давлат харажатларининг ошиши, иқтисодиётга ажратилаётган кредитлар ҳажми ҳамда чет элдан пул ўтказмаларининг эконометрик таҳлили натижалари шуни кўрсатмоқдаки, йилнинг муайян чорагида Ҳукумат томонидан қилинган харажатларнинг бир фоиз бандга ўсиши икки ва уч чоракдан кейин инфляциянинг мос равишда 0,07 ва 0,09 фоиз бандга ўсишига олиб келади. Иқтисодиётнинг реал секторига ажратилаётган кредитлар эса 2 чоракдан сўнг ички нархларнинг ўртача 0,08 фоиз бандга ошишига сабаб бўлади. Шунингдек, таҳлил натижаларига кўра, чет элдан пул ўтказмалари қабул қилиб олинган чоракдан кейин уч чорак давомида инфляцион босимнинг ошишига ҳисса қўшади.

Товар ва кредит бозорларидаги фаоллик ҳаддан зиёд ошиб кетишининг дастлабки аломатлари пайдо бўлганида пул-кредит сиёсати томонидан ўз вақтида чоралар кўрилиши инфляцион хатарларнинг кучайиши, қарздорлик юкининг кескин ошиб кетиши ва банк тизими нобарқарорлигининг олдини олишда жуда муҳим саналади.

Инфляция даражасининг нисбатан юқори ва узоқ муддатли молиявий ресурслар танқис бўлган шароитда юқори даражадаги қарздорлик юкмасининг сақланиб қолиши корхоналар молиявий ҳолати ёмонлашуви орқали бир томондан мувозанатли иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатса, иккинчи томондан тижорат банклари кредитларнинг қайтиши бўйича ҳам хатарларни юзага келтиради.

Умуман олганда, юқоридаги омиллар сўнгги йилларда иқтисодиётимизда ялпи талабни рағбатлантирувчи етарли шароитлар шаклланганлиги, иқтисодий ривожланишнинг келгуси даврида эса ялпи таклиф ҳажмларини ошириш билан боғлиқ таркибий ислоҳотларнинг амалга оширилиши лозимлигини англатади.

**Иккинчидан, ўрта муддатли истиқболда пул-кредит сиёсати таркибий ислоҳотлар амалга оширилиши шароитида олиб борилади ҳамда уларнинг кўлами ва самарадорлиги қўйилган мақсадларга эришишга таъсир кўрсатади.**

Узоқ муддатли даврда иқтисодиётнинг мувозанатли ўсиши талаб омилларига эмас, балки асосан ялпи **таклиф омилларига** боғлиқ бўлади. Шу нуқтаи назардан, **ишлаб чиқариш омиллари самарадорлигини ошириш**, мамлакатда рақобат ва бизнес муҳитини ривожлантириш ҳамда иқтисодиётнинг асосий тармоқларини ислоҳ қилиш борасидаги таркибий ислоҳотлар узоқ муддатли иқтисодий ўсишни таъминлашнинг асоси ҳисобланади.

Келгуси даврда амалга ошириладиган пул-кредит сиёсатининг самарадорлиги таркибий ислоҳотлар билан чамбарчас боғлиқ. Бунда ички пул-кредит шароитларининг қулай бўлиши иқтисодиётдаги таркибий ўзгаришларнинг сифати ва натижадорлиги билан баҳоланади.

Иқтисодий ўсиш суръатларининг ички таклиф омиллари ҳисобидан таъминланиши минимал инфляцион оқибатларга эга бўлади. Бундай шароитда ялпи ички талабнинг ошиши пул-кредит сиёсти томонидан кескин ёки қатъий чоралар кўрилишини талаб этмайди. Чунки бундай иқтисодий ўсиш меҳнат унумдорлиги ва ишлаб чиқариш омиллари самарадорлигининг ошиши ҳисобига таъминланади.

Бугунги кунда иқтисодиётимизнинг ўзига хос хусусиятларидан бири аҳоли даромадларининг бир текис тақсимланмаганлиги бўлиб, инфляция даражасини пул-кредит сиёсати инструментлари билан пасайтириш имкониятларини чеклайди. Бунда аҳолининг катта қисми ўртача ва ундан паст даромад оладиганлар ҳиссасига тўғри келганлиги сабабли уларнинг истеъмоли таркибида биринчи даражали озиқ-овқат маҳсулотларининг улуши катта.



Мазкур маҳсулотларга бўлган талабнинг нархлар ўзгаришига боғлиқлик даражаси бошқа товарларга нисбатан паст бўлади. Ушбу товарлар нархлари ўзгариши кўпроқ таклиф омиллари билан боғлиқ бўлади (ишлаб чиқарувлар ўртасидаги рақобат, мавсумийлик ва қишлоқ хўжалигидаги ҳосилдорлик даражаси ва бошқалар).

Моҳиятан пул-кредит сиёсати талабни бошқаришда самарали бўлиб, таркибий омилларга боғлиқ бўлган ишлаб чиқариш унумдорлигига бевосита таъсир кўрсата олмайди. Унумдорликнинг секин ўсиши корхоналарнинг харажатларини оширади, чунки улар ишчи кучи ва асосий воситаларга бўлган солиштирма харажатларнинг тезроқ ошишига дуч келади. Йўқотилган фойда ҳажмини тўлдириш учун корхоналар ўз маҳсулотларининг нархларини оширишга мажбур бўлади, бу эса инфляцияга оширувчи босимни юзага келтиради.

Унумдорликни ошириш учун биринчи навбатда иқтисодиётда рақобат муҳитини яратиш ва ривожлантириш талаб этилади. Бунга иқтисодиётда давлат иштирокини камайтириш, хусусий секторни ривожлантириш, монополияни ва айрим корхоналарнинг бозордаги имтиёзли мавқеини бартараф этиш, шунингдек, тадбиркорлик фаолиятини олиб боришдаги тўсиқларни олиб ташлаш орқали эришиш мумкин.

Юқори рақобат шароитларида корхоналар харажатларни камайтиришга интилади ва янги технологияларни жорий қилиш йўли билан унумдорликни оширади. Бозорларнинг монополлаштирилиши эса аксинча технологик турғунликни келтириб чиқаради ва маҳсулот таннархини пасайтиришга ҳеч қандай рағбат яратмайди. Натижада, биринчидан, истеъмолчилар кўпроқ сарф-харажат қилишга ва самарасиз монопол ишлаб чиқарувчиларни қўллаб туришга мажбур бўлади, иккинчидан, маҳаллий товарларнинг хориж товарларига нисбатан рақобатбардошлиги пасайиб боради.

Шу нуқтаи назардан, унумдорликни оширишда иқтисодиётнинг кўпгина соҳалари асосини ташкил этувчи **давлат корхоналарини ислоҳ қилиш** муҳим аҳамиятга эга. Ушбу корхоналарнинг кўпи йирик иш берувчи ва солиқ тўловчи ҳисобланишига қарамасдан, уларнинг айримлари зарар кўриб ишлайдиган ва самарасиз корхоналардир. Уларнинг давлат томонидан мунтазам қўллаб-қувватлаб турилиши, уларда тартибга солиш ва назорат қилиш ваколатларининг

мавжудлиги ҳамда ушбу корхоналарнинг асосий товар бозорларида монополь ўринда бўлиши уларни ишлаб чиқариш самарадорлигини оширишга ва бошқаришга бўлган рағбатдан маҳрум қилади. Қолаверса, давлат корхоналарининг бозордаги устунлиги ҳамда кредит ресурслари ва хомашёга имтиёзли ҳуқуқи рақобат муҳитини ёмонлаштиради, хусусий секторнинг кредит олиш имкониятини сусайтиради ҳамда унинг ривожланишига тўсқинлик қилади.

Ўрта муддатли истиқболда давлат корхоналари ислохотларини асосий тармоқ корхоналари, жумладан, энергетика, нефть-газ саноати, кимё саноати, ҳаво йўллари, темир йўллари, донни қайта ишлаш ва пахта саноати каби соҳаларда амалга ошириш режалаштирилмоқда. Ушбу ислохотлар доирасида корпоратив бошқарувнинг замонавий тизимини татбиқ этиш, назорат функцияларини ихтисослашган давлат идораларига ўтказиш, шунингдек, рақобатни чекловчи тартибга солувчи қоидаларни бекор қилиш каби чоралар амалга оширилади.

Иқтисодиётдаги инфляция жараёнларга **энергетика соҳаси** ислохотлари сезиларли таъсир кўрсатади, чунки улар истеъмолчилар харид қиладиган товар ва хизматларга (коммунал хизматлар, электр тармоғи ва ёқилғи) ҳам, ишлаб чиқарувчиларнинг харажатларига ҳам таъсир кўрсатади.

Мамлакатимизда энергоресурсларнинг жорий ички нархлари унинг мавжуд харажатларни қоплаш даражасидан паст, бу эса иқтисодиётнинг талабини тўлақонли қондиришга йўл қўймайди, истеъмолчилар учун энергия самарадорлигини оширишга бўлган рағбатни йўқотади ҳамда иқтисодий агентларга ушбу ресурслар захираси чекланганлиги ҳақида сигналлар бермайди. Ҳукумат томонидан энергоресурсларнинг ички нархларини бир неча йил давомида босқичма-босқич ошириш режалаштирилмоқда.

Агар тартибга солинадиган нархлар эркинлашувидан кейин коммунал хизматлар кўрсатувчи ва ёқилғи-энергетика маҳсулотлари ишлаб чиқарувчи корхоналарда ишлаб чиқариш самарадорлиги ошиши кузатилмаса, ишлаб чиқаришнинг самарасизлигини қоплаш учун мазкур корхоналар хизматлари тарифлари ва маҳсулотлари нархларининг муттасил ошиб бориши хавфи яна пайдо бўлади. Шунинг учун давлат корхоналарининг таркибий жиҳатдан ислох қилиниши ва нархлар либераллашуви иқтисодиётнинг энергетика

соҳасида давлат бошқарувидан воз кечилиши, энергия ва ёқилғи-энергетика ишлаб чиқариш ҳамда тақсимлашда рақобатли бозор яратилиши билан чамбарчас боғлиқ.

Таркибий ўзгаришлар ва салбий силжишлар айниқса ҳозирги пайтда маълум бир маънода давлат назорати остида бўлган **қишлоқ хўжалиги тармоғида** сезилмоқда. Ушбу соҳада шаклланган маъмурий бошқарув тажрибасига кўра фермерлар ва ишлаб чиқарувчиларга маълум бир экинларни етиштириш талабининг қўйилиши “мажбурий” экинларнинг кўпроқ фойда келтириши ва катта қўшимча қиймат яратиши мумкин бўлган бошқа экинлар ўрнига экилишига сабаб бўлмоқда. Бу эса келгуси йилларда мавжуд ер ва меҳнат ресурсларининг самарасиз тақсимланишига, соҳага бозор муносабатларининг секин жорий этилишига ва қишлоқ хўжалиги унумдорлигининг паст бўлишига олиб келади. Натижада аҳоли истеъмол саватида катта улушга эга бўлган қишлоқ хўжалиги маҳсулотлари нархларининг ўсишига сабаб бўлиши мумкин.

Келгуси йилларда гўшт маҳсулотлари нархининг кескин ўсиши хавфини камайтириш мақсадида ҳозирги кунда деярли уй хўжаликларига боғлиқ бўлган бўрдоқи чорвачилик салоҳиятини мустаҳкамлаш талаб қилинади. Фермер хўжаликлари ва агросаноат кластерларини юқори маҳсулдорликка эга зотдор чорва турларини етиштириш асосида ривожлантириш ички бозорда гўшт маҳсулотлари таклифини барқарорлаштиришга ёрдам беради.

Иқтисодиётнинг очиклигини ошириш доирасида ҳаракатлар кетма-кет эмаслиги, экспорт ва импортга бўлган чекловлар ўрнатилишининг очик ва тушунарли қоидалари йўқлиги инвесторлар кайфиятида салбий акс этиши, бозор иштирокчиларининг кутилмалари ёмонлашувига олиб келиши ва ислохотларнинг орқага кетиши хавфини кучайтириши мумкин.

Олдинги йилларнинг тажрибаси кўрсатганидек, “тақиқлаш сиёсати” рақобат муҳити ёмонлашишига ва ички нархларнинг асоссиз ўсишига олиб келади. Ўзбекистоннинг денгиз савдо йўлларида йироқлиги товарларни ташиш транспорт харажатлари юқорилигига сабаб бўлмоқда, бу эса ички бозорлардаги истеъмол нархларида акс этади.

Шунинг учун, божхона божларини пасайтириш йўли билан савдо тўсиқларини камайтириш, ташқи савдо операцияларида бюрократия, тадбиркорларнинг экспорт ва импортга бўлган ҳуқуқлари асимметриясини бартараф этиш, жумладан, айрим корхоналарга экспорт ва импортга алоҳида ҳуқуқ тақдим қилиш амалиётини тўхтатиш бўйича чоралар кўрилиши керак.

Пул-кредит сиёсатини самарали юритишнинг яна бир муҳим ички шароити мамлакатимизда тўлақонли фаолият юритадиган **молия бозори**, хусусан, қимматли қоғозлар бозори мавжуд бўлишидир. Молия бозорининг ривожланиши ва самарали фаолияти Марказий банкка пул-кредит инструментларини бозор механизмлари асосида ишлатишга замин яратади. Бу борада Молия вазирлиги томонидан давлат қимматли қоғозлари муомала чиқарилиши ҳам молия бозорини ривожлантиришда дастлабки туртки бўлади.

Юқорида қайд этилган таркибий муаммоларнинг барчаси ресурсларнинг чекланганлиги ва камайиб бориши шароитида мамлакатимизда мавжуд ресурслардан самарали фойдаланиш, ишлаб чиқариш жараёнлари энергия истеъмолини оптималлаштириш, энергия тежамкор технологияларни амалиётга жорий этиш борасида ислохотларга боғлиқ бўлади.

Бу, ўз навбатида, ўрта ва узоқ муддатли истиқболда иқтисодиётни ривожлантиришнинг ресурсларни тежашга асосланган **моделини** ишлаб чиқишни талаб этади. Ушбу модель ресурсларнинг кам самарали тармоқлардан рақобатбардош тармоқларга ўтиши билан боғлиқ таркибий ўзгаришларни қамраб олишни тақозо этади.

### **3.2. Пул-кредит сиёсати юритишнинг ташқи шароитлари**

Пул-кредит сиёсати юритишнинг ташқи шароитлари асосий савдо ҳамкор давлатлардаги иқтисодий ўсиш суръатлари, инфляция кўрсаткичлари ва валюталар курслари, савдо шароитлари ва тариф сиёсатларини, шунингдек, жаҳон иқтисодиётининг ривожланиши ҳамда етакчи марказий банкларнинг пул-кредит сиёсати йўналишларини ўз ичига олади.

Мамлакатимиз томонидан экспорт қилинадиган асосий хомашё товарлари (олтин, газ, пахта) нархларининг пасайиши, ўз навбатида, мамлакатимиз валюта тушумига, давлат бюджети даромадларига, сўмнинг алмашув курси динамикасига ва девальвацион кутилмаларга

салбий таъсир кўрсатиб, ташқи савдо балансининг манфий қолдиғини юзага келтиради.

Савдо балансининг манфий қолдиғи ташқи қарзлар жалб қилинишининг ортиши ҳамда халқаро пул ўтказмалари орқали келиб тушадиган маблағлар эвазига қопланади. Нуфузли халқаро ташкилотлар томонидан Ўзбекистон суверен рейтинги баҳоланиши мамлакат билан боғлиқ хатарларни муқобиллаштириш орқали иқтисодиётнинг инвестицион жозибадорлигини оширишга ва мамлакатга кириб келаётган ўрта ва узоқ муддатли инвестициялар ҳамда кредит каналлари кенгайишига хизмат қилади.

Бу, ўз навбатида, мамлакатга хорижий капитал оқимларининг кўпайиши ва уларнинг нархи пасайиши натижасида иқтисодиётдаги ялпи талабга бўлган инфляцион босим кучайишига ҳамда ташқи қарз ортиб боришига олиб келиши мумкин. Бироқ ушбу ресурсларнинг **мақсадли ва самарали ўзлаштирилиши келгусида иқтисодий ўсишни жадаллаштиришга ёрдам беради.**

Ўз навбатида, мазкур ҳолатнинг ички валюта бозоридаги талаб ва таклиф даражасига ҳамда миллий валюта алмашув курсига таъсирини баҳолаш қийин бўлади. Чунки халқаро молия муассасаларидан жалб қилинаётган кредитлар, инвестициялар ва ташқи қарзлар бўйича валюта оқимлари ва уларнинг ички валюта бозорида ишлатилиш муддатлари ҳамда ички валюта бозорида хорижий валютага бўлган талабнинг шаклланиши даврларидаги номутаносибликлар алмашув курсининг турли йўналишда тебранишларига олиб келиши мумкин.

2019 йилда ташқи иқтисодий шарт-шароитлар жорий йилдагидек миллий иқтисодиёт учун ноқулай даражада сақланиб қолиши кутилмоқда. Юқори ноаниқликка эга бўлган ташқи шароитларда Марказий банк иқтисодий вазиятнинг ривожланиш вариантларида ўрта муддатли истиқболда ташқи шароитларга нисбатан **нейтрал** ёки **консерватив** йўналишни қўллайди.

Халқаро валюта фондининг жорий йил октябрь ойида эълон қилган энг сўнгги прогнозларига кўра, 2019 йилда жаҳон иқтисодиётининг ўсиш суръати 2018 йил даражасида (3,7 фоиз) сақланиб қолиши, шу жумладан, Ўзбекистоннинг асосий савдо ҳамкорлари ҳисобланган давлатлар қаторига кирувчи Хитойда

иқтисодий ўсиш суръати 6,6 фоиздан 6,2 фоизгача, Қозоғистонда 3,7 фоиздан 3,1 фоизгача ва Туркияда 3,5 фоиздан 0,4 фоизгача пасайиши, Россияда эса иқтисодий ҳолат жорий йилдаги (1,7–1,8 фоиз) даражада сақланиб қолиши кутилмоқда.

2019 йилда мамлакатимиз экспортининг ўсишига юқоридаги омиллар таъсирида ташқи талабнинг сушт шаклланиши билан бир қаторда жаҳон бозорларида ноқулай нархлар конъюнктурасининг сақланиб туриши ҳам салбий таъсир ўтказиши мумкин.

Хусусан, жаҳон банкининг жорий йил октябрь ойида эълон қилган ҳисоботида кўра келгуси йилда республикамизнинг асосий экспорт товарлари қаторига кирувчи олтин, рух метали ва пахта толаси нархларининг пасайиши, бошқа хомашё маҳсулотлари нархининг эса деярли 2018 йил даражасида ўзгаришсиз қолиши прогноз қилинмоқда.

Шу билан бирга, жаҳон миқёсида сақланиб турган геосиёсий зиддиятлар ва молиявий бозорлардаги вазиятларнинг кескин ўзгариши билан боғлиқ хатарлар келгуси йилда мамлакатимиз учун ташқи иқтисодий шарт-шароитларнинг янада ёмонлашишига олиб келиши мумкин.

Жумладан, Россия Федерацияси учун ташқи иқтисодий шароитларнинг мураккаблашиши ушбу давлатда иқтисодий ўсишнинг секинлашишига ва рубль курсининг сезиларли даражада қадрсизланишига ҳамда давлатлар ўртасидаги “савдо урушлари”нинг кучайиши асосий хомашё маҳсулотлари (асосан рангли металлар) нархларининг пасайишига олиб келиши мумкинлиги қайд этилмоқда.

Бундан ташқари, 2019 йилда АҚШ Федерал резерв тизими томонидан фоиз ставкасининг 3,5 фоизгача оширилиши прогноз қилинмоқда ҳамда ушбу омил Туркия, Россия ва республикамизнинг бошқа асосий савдо ҳамкор давлатларидаги иқтисодий ҳолатга салбий таъсир кўрсатиши мумкин. Мазкур давлатларда иқтисодий ўсишнинг пасайиши мамлакат экспортига ташқи талабнинг камайишига ҳамда пул ўтказмалари ҳажмининг қисқаришига олиб келиши мумкин.

Таъкидлаш жоизки, валюта курсининг эркин шаклланиши миллий иқтисодиётимизнинг **ташқи шароитлар таъсирига мослашувида** муҳим омил ҳисобланади. Ташқи конъюнктура



Ўзгарган шароитда сўм курсининг тезкорлик билан акс жавоби, яъни қадрининг тушиши ёки ошиши мамлакатимиз тўлов балансининг мослашишини (мувофиқлашиб олишини) таъминлайди ва ишлаб чиқариш жараёнларининг ташқи таъсирларга нисбатан мустақамлигини оширади. Бунда ноқулай ташқи шароитлар юзага келганда миллий валюта курсининг қадрсизланиши импортни қисқартириш борасида табиий рағбатни шакллантириш билан бир қаторда ички ишлаб чиқариш рақобатбардошлигини оширади.

Шу билан бирга, мамлакатимизда ишлаб чиқарилаётган тайёр маҳсулотлар экспорти таркибининг салмоқли қисми технологиялар, бутловчи қисмлар ва хомашё импортига асосланганлиги (баҳолашларга кўра **30–35 фоиз атрофида**) мамлакат экспортининг ҳам ташқи омиллар ва курс ўзгаришларига сезувчанлигини оширади.

Ташқи бозорларда хомашё нархининг ошиши, валюта курслари динамикаси ва инфляция даражасининг ўзгариши мамлакатимиз экспортёрлари томонидан ишлаб чиқарилаётган товарлар нархига ва корхоналарнинг даромадлилигига сезиларли таъсир қилади. Миллий валюта курси қадрсизланишининг экспортни рағбатлантиришдаги таъсири ҳам экспорт таркибидаги импортнинг қимматлашуви ҳисобига камайиб боради.

### ***3.2.1. 2019 йил ва ўрта муддатли истиқболда валюта алмашув курси ўзгариши ва унинг инфляцион жараёнларга таъсири***

Марказий банк томонидан ички валюта бозоридаги кутилмаларни аниқлаш бўйича ўтказилган сўровномалар таҳлили жорий йилнинг учинчи чорагида биринчи ярим йилликка нисбатан жисмоний ва юридик шахсларнинг сўмнинг АҚШ долларига нисбатан алмашув курси бўйича девальвацион кутилмалари ошганлигини кўрсатмоқда. Аҳоли ва бизнес субъектлари 2018 йил якунига қадар миллий валюта алмашув курси йил бошига нисбатан қадрсизланишини кутишмоқда.

Йирик савдо ҳамкорларимиз миллий валюталари динамикасида кузатилган ўзгаришларни инобатга олиб, иқтисодий агентларнинг кутилмаларидаги ушбу ўзгаришни нормал паритетлашув жараёни сифатида баҳолаш мумкин. Бу, ўз навбатида, жисмоний ва юридик шахсларнинг узоқ йиллардан бери шаклланиб келган сўм алмашув курси бўйича фақатгина девальвацион кутилмаларининг барҳам

топаётгани ва иқтисодий ўзгаришларга мослашув жараёни даврийлигининг қисқараётганини англатади.

Миллий валюта **реал эффектив алмашув курси** ва тўлов балансининг жорий ҳолатидан келиб чиқиб, ташқи савдо ҳамкор мамлакатларимизда мавжуд шароитлар ўзгармаган ҳолатда ўрта муддатли истиқболда, хусусан, 2019 йилда миллий валюта алмашув курси 2018 йилги суръатларда тебраниши кутилмоқда.

Ўрта муддатли истиқболда ички валюта бозоридаги хорижий валютанинг талаб ва таклифи йил давомида мавсумийлик хусусиятини сақлаб қолади. Бундай шароитда Марказий банк интервенциялари мавсумийликни инобатга олган ҳолда амалга ошириб борилади.

Шунингдек, ўрта муддатли истиқболда алмашув курсига нисбатан ташқи ва ички шароитлар таъсирида девальвацион босимнинг сақланиб қолиши ва иқтисодиётда долларлашув ҳажмининг ортиши Марказий банкнинг самарали пул-кредит сиёсати юртишини чегаралаши ва бунинг натижасида бир қатор муаммоларни келтириб чиқариши мумкин.

Шу сабабли келгусида ички валюта бозоридаги турли хил спекулятив омилларнинг миллий валюта алмашув курси динамикасига таъсирини камайтириш мақсадида Марказий банк иқтисодиётда долларлашув ҳажмини камайтириш ва сўм алмашув курсининг эркин бозор шароитида талаб ва таклиф доирасида шаклланишини сақлаб қолиш бўйича зарурий чора-тадбирлар кўришни давом эттириб, миллий валютадаги активларнинг жозибадорлигини сақлаб қолиш масаласига ҳам алоҳида эътибор қаратади. Шунингдек, ўрта муддатли истиқболда ички нархлар ва алмашув курси орасидаги боғлиқликни пасайтириш бўйича Ҳукуматга таклифлар киритиб борилади.

### **3.3. Макроиқтисодий ривожланиш сценарийлари**

Иқтисодий ривожланиш омиллари ўзгариши ва уларнинг иқтисодиётимизга таъсири бевосита Марказий банкнинг таъсир доирасидан ташқарида бўлганлиги боис, ушбу омиллар мажмуаси пул-кредит сиёсати юртишнинг шарт-шароитлари этиб белгилаб олинади. Мазкур шарт-шароитларни инобатга олиб, ички нархлар барқарорлигини таъминлаш ва инфляцион таргетлашга ўтишга тайёргарлик кўриш вазифаларидан келиб чиққан ҳолда

макроиқтисодий ривожланишнинг иккита сценарийси – **асосий** ва **хатарли (муқобил)** сценарийлари ишлаб чиқилди.

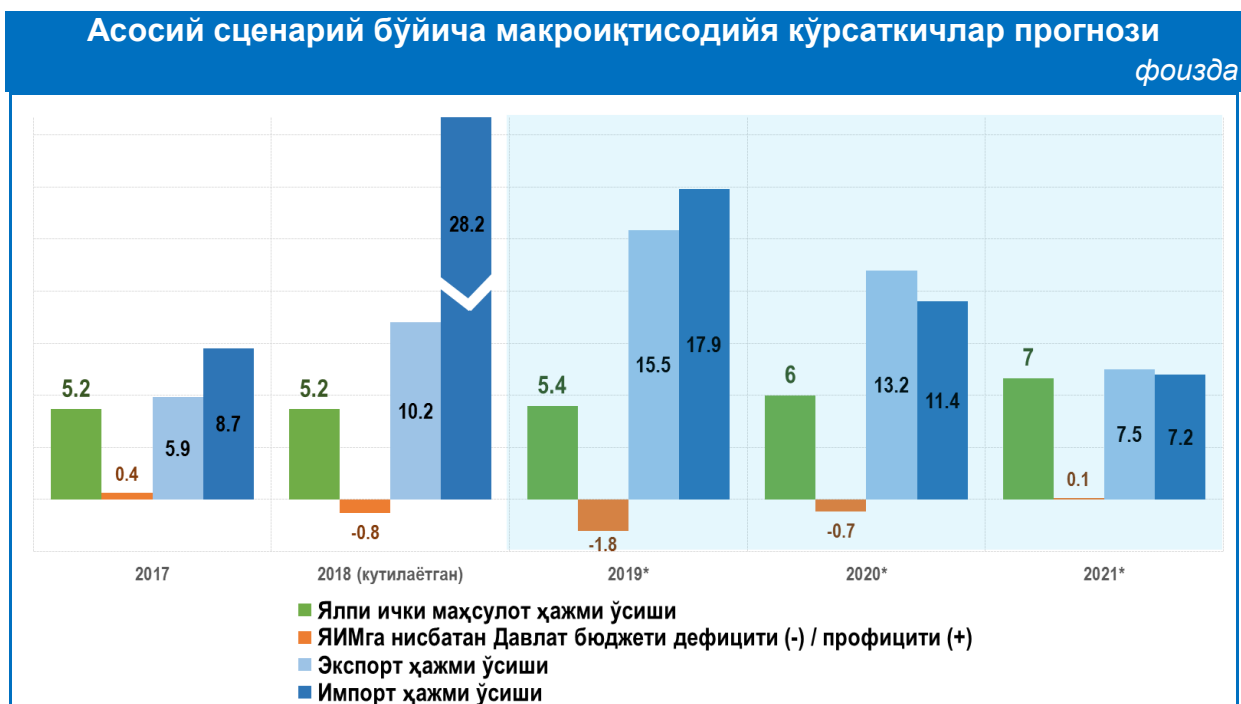
### 3.3.1. Асосий сценарий

Асосий сценарий бугунги кунда мамлакатимизда шаклланган иқтисодий вазият ва ташқи сектордаги ҳолатнинг шу тарзда давом этиши ёки сезиларли даражада ўзгармаслиги шарти билан пул-кредит сиёсати йўналишларини ўз ичига олади.

Юқоридаги омилларнинг турли даражадаги таъсирига қарамасдан, банк тизимида барқарорликнинг сақланиб қолиши, пул-кредит ва солиқ-бюджет сиёсатларининг узвий давомийлиги ва келгусидаги шароитларни олдиндан баҳолаш мумкинлиги, валюта курси ва ташқи савдонинг эркинлаштирилиши ҳисобига иқтисодиётнинг ташқи шароитларга мослашиб бориши, ўз навбатида, мамлакатимизда иқтисодий муҳит яхшиланишига, истеъмол ва инвестицион талаб мақбуллашишига ва иқтисодий ривожланишга замин яратади.

Асосий сценарий бўйича ялпи ички маҳсулот ҳажмининг 2018 ва 2019 йиллар якуни бўйича реал ҳисобда мос равишда **5,2 ва 5,4 фоизга** ўсиши тахмин қилинмоқда. 2020–2021 йилларда эса иқтисодий ўсиш суръатларининг нисбатан тезлашиши прогноз қилинмоқда (3.3.1-расм).

3.3.1-расм



Манба: Молия вазирлиги ва Иқтисодиёт вазирлиги.

Шунингдек, ушбу сценарийга кўра, ташқи савдо баланси сальдоси 2019 йилда 2018 йилги кўрсаткичга нисбатан ЯИМнинг –1,5 фоизгача қисқариши кутилмоқда.

2019 йилда асосий капиталга йўналтириладиган инвестициялар ҳажмининг янада ошиши, халқаро пул ўтказмалари орқали валюта тушумларининг ўсиши ҳамда энг кам иш ҳақи, бюджет ташкилотлари ходимлари иш ҳақлари, нафақалар ва бошқа ижтимоий тўловлар миқдорининг инфляция даражасидан кам бўлмаган суръатда оширилиши ҳисобига иқтисодиётда инвестициявий ва истеъмол талабининг 2018 йилдагидек юқори даражада шаклланиши кутилмоқда. Бундай шароитда **истеъмол талаби** динамикаси инфляцияга оширувчи босим кўрсатади. Талаб инфляциясини чегаралаш учун мамлакат аҳолисининг жамғариш фаоллигини ошириш, айниқса, узоқ муддатли жамғармаларга инвестицияларини рағбатлантириш керак бўлади.

Шу билан бирга, 2019 йилнинг биринчи ярим йиллигида инвестицион талабнинг ошишига жорий йилда катта ҳажмда ажратилган **кредитлар** ҳам таъсир кўрсатади. Иқтисодиётда фаол истеъмол ва инвестицион талаб мавжудлиги шароитида **импортни чекламаслик** муҳимдир, чунки у ички таклиф етишмовчилигини тўлдиришга ёрдам беради ва нархлар ўсишининг олдини олади. Алмашув курсининг тўлов баланси ҳолатига қараб ўзгариб туриши эса унинг “автоматик стабилизатор” функциясини бажариш учун имконият яратади.

2019 йилда инфляциянинг яна бир муҳим омили **солиқ ислохотлари** бўлади. Кутилаётган солиқ ислохоти натижасида, бир томондан, кичик бизнес субъектларида янги жорий қилинадиган ҚҚС ҳисобига улар маҳсулотлари нархларининг ошишига (барча кичик бизнес субъектлари тўлиқ қамраб олинган шароитда) олиб келиб, пировардида инфляцияга қўшимча босим яратса, иккинчи томондан йирик ишлаб чиқарувчилар учун солиқ юкининг пасайтирилиши солиқ тўловчиларда қўшимча маблағлар пайдо бўлишига ва бунинг натижасида ялпи талабнинг янада рағбатлантирилиши ҳисобига инфляцион характерга эга бўлиши мумкин.

Бироқ Марказий банк ҚҚС тўловчилар базаси кенгайишидан ҳамда янги акциз солиқлари жорий қилинишидан сезиларли даражада инфляцион хавфларни кўрмаяпти. Бу солиқ маъмурчилигининг самарадорлиги ва ушбу солиқ билан қамраб олиш даражасига бевосита боғлиқ. Бундан ташқари, бизнес-субъектлари бўшаган маблағларининг катта қисми бизнесни кенгайтиришга йўналтирилиб, таклифнинг кўпайишига олиб келиши муҳим ҳисобланади.

Юқорида таъкидланганидек, кейинги йилда давлат бюджети дефицитининг ЯИМга нисбатан 1,8 фоиз даражасида прогноз қилиниши пул-кредит шароитларларининг иқтисодиётда юзага келадиган қўшимча ликвидлилик даражаси остида шаклланишини аниқлатади. Бунда Марказий банк томонидан иқтисодиётда юзага келадиган қўшимча ликвидлиликнинг нархлар даражасига таъсири олдини олиш мақсадида **пул-кредит операцияларининг стерилизацион мақсадлардаги мажмуаси** қўлланилади.

2019 йилнинг дастлабки ойларида 2018 йил ноябрь ойида **тартибга солинадиган нархлар эркинлаштирилиши** доирасида энергоресурсларнинг нархлари ошиши ҳисобига юқори инфляцион босим вужудга келади. Тартибга солинадиган нархлар индексацияси келгуси даврларда ишлаб чиқарилаётган товарлар бўйича харажатларнинг ошиши кўринишидаги иккиламчи таъсирга эга бўлади.

Ушбу харажатларнинг бир қисми чакана нархларга ўтказилади. Электр энергияси, табиий газ ва бензин нархлари ошишидан, шунингдек, иш ҳақининг индексациясидан келиб чиққан иккиламчи таъсирлар таҳлили 4-иловада батафсил келтирилган.

Маъмурий тартибга солинадиган нархлар индексацияси иқтисодиётдаги инфляцион кутилмаларнинг узоқ муддат давомида юқори даражада сақланиб туришига олиб келиши мумкин. Инфляцион кутилмаларни барқарорлаштириш учун жамоатчилик билан очиқ ва доимий мулоқот ўрнатиш муҳим ҳисобланади.

Жумладан, олиб борилаётган нархлар эркинлашувининг мақсадлари, усуллари, муддатлари ва натижалари тўғрисида батафсил тушунча бериб бориш ҳамда ўрта муддатли истиқболда

тартибга солинадиган нархларнинг оширилиши режа графигининг олдиндан эълон қилиниши аҳолининг инфляцион кутилмалари шаклланишига ижобий таъсир кўрсатади.

Умуман олганда, 2019 йилнинг бошидан **инфляцион жараёнлар** ҳам талаб, ҳам таклиф омиллари таъсирида шаклланади. 2018 йил давомидаги фаол кредитлаш ўзини талаб томонидан нархларга бўлган босим сифатида намоён этади, 2018 йил ноябрдаги энергия ресурслари нархлари индексацияси эса умумий нархлар даражасига таклиф тарафдан ўз таъсирини кўрсатади. Бунинг натижасида 2019 йилнинг биринчи чораги давомида йиллик инфляция даражаси 2019 йил давомидаги **энг юқори даражасига чиқиши мумкин**.

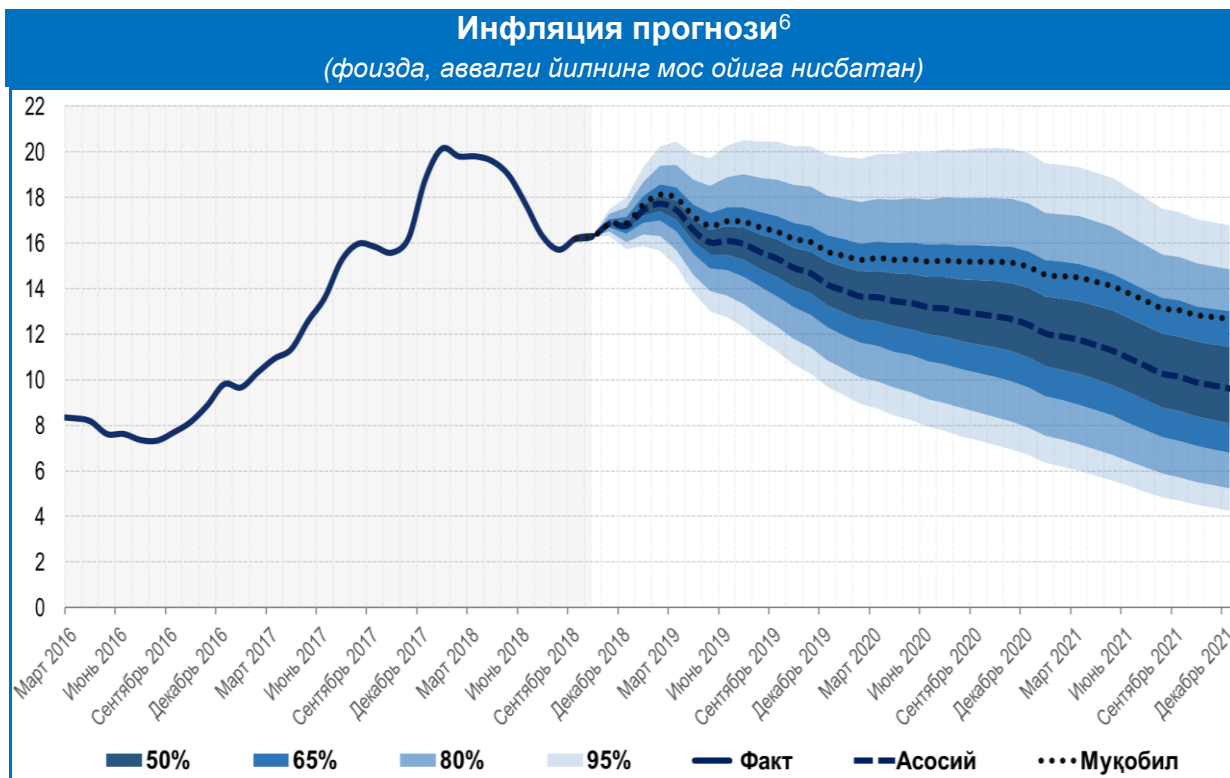
Нархлар ўсиши ушбу муддатдаги тезлашишдан сўнг йил охирига қадар секинлашиб боради. Бироқ 2019 йилнинг июнига белгиланган электр энергияси ва табиий газ нархларининг навбатдаги оширилиши ушбу даврдаги мева-сабзавот маҳсулотларининг янги ҳосили етилиши бошланиши натижасида инфляциянинг мавсумий пасайишини тўхтатиб туради, бу эса йиллик инфляция даражасига ҳам таъсир кўрсатади.

Асосий сценарийда 2019 йилнинг иккинчи ярим йиллигида тартибга солинадиган энергия ресурслари нархлари **қайта оширилмаслигини, кредитлаш суръати иқтисодиёт ўсиши суръатига мос бўлишини ва ташқи савдода белгиланган меъёрлар** ижроси назарда тутилмоқда.

**Қайд этилган шарт-шароитлар таъминланиши натижасида 2019 йил якунига инфляциянинг прогноз даражаси 13,5-15,5 фоизни ташкил этиши прогноз қилинмоқда (3.3.2-расм).**

2020–2021 йилларда таркибий ислохотлардан кўзланган натижалар тобора кўриниб бориши билан иқтисодиётдаги чекловлар камайиб боради, бу ўз ўрнида нархларга таклиф томонидан келадиган босимнинг пасайиб боришига имкон яратади. Бу, биринчи навбатда, давлат корхоналари ислохоти ва иқтисодиётнинг барча жабҳаларида рақобат муҳити кучайиши билан боғлиқ.





Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Юқорида қайд этилган шароитларнинг таъминланиши ҳамда ташқи муҳитнинг барқарорлиги 2020 йил охирига йиллик инфляция даражасининг 10–12 фоиз оралиғида бўлишига шароит яратади.

Қулай ишбилармонлик муҳитини шакллантириш, ишлаб чиқариш инфратузилмаларини такомиллаштириш ва ички бозорларнинг рақобатбардошлигини ошириш орқали миллий иқтисодиётнинг сифатли институционал ривожланишига эътибор қаратиш иқтисодий ўсишнинг барқарорлашувига ва 2021 йилда инфляция даражасини бир хонали рақамга туширишга хизмат қилади.

Асосий сценарий бўйича 2019 йил ва ўрта муддатли истиқболда пул-кредит сиёсати бир маромдаги қатъий тарзда юритилиб, пул-кредит шароитлари босқичма-босқич юзага келган вазиятлар асосида ўзгартириб борилади. Бунда ликвидлиликнинг жалб қилиш ва тақдим

<sup>6</sup> Ишонч интервали (*инг. confidence bands*) прогноз кўрсаткичлари билан боғлиқ бўлган ноаниқликни кўрсатади. Бунда энг катта диапазон энг оч рангли диапазон ҳисобланиб, инфляция ушбу ораликда бўлиши эҳтимоли 95 фоизни ташкил этади. Аксинча, инфляция энг тўқ рангли диапазон оралиғида бўлиши эҳтимоли 50 фоизни ташкил этади.

этиш инструментларидан банк тизими ликвидлилиги мақбул даражасини таъминлаш мақсадида фойдаланилади.

Тартибга солинадиган нархларнинг оширилиши ва ҚҚС қамрови кенгайишидан ҳосил бўладиган иккиламчи таъсирларни қисқартириш ҳамда талаб томонидан босимни сусайтириш масаласи **имтиёзли кредитлаш сиёсати чекланишини**, кредитлар бўйича имтиёзлар фоиз компенсациялари шаклида берилишини, пул-кредит чоралари ва макропруденциал инструментларни самарали қўллашни тақозо этади. Кредит сиёсати қатъийлаштирилишининг иқтисодий фаолиққа бўлган пасайтирувчи таъсири иқтисодиётда солиқ юки қисқариши ва рақобат муҳити яхшиланиши ҳисобига минималлаштирилади.

Келгуси йилларда қатъий пул-кредит шароитлари доирасида кредитларнинг ўсишини тартибга солишда пул-кредит инструментлари орқали пулнинг нархига таъсир қилиш ҳамда нархга асосланмаган тартибга солиш механизмларидан фойдаланиб борилади. Бунда Марказий банк томонидан кредитлаш жараёнларига таъсир этишнинг асосий инструментлари бўлган **фоиз сиёсати ва пруденциал назорат чоралари** қатъийлаштириб борилади.

2019 йилдан бошлаб Марказий банкнинг асосий фоиз ставкаси ва фоиз коридорининг амалиётга жорий этилиши фоиз сиёсати таъсирчанлигини оширишга хизмат қилади. Асосий сценарийда фоиз ставкасини ўзгартириш инфляциянинг прогноз кўрсаткичларидан келиб чиқиб амалга оширилади. Ушбу сценарийда банк тизимида ликвидлиқнинг кескин дефицити юзага келиши кўзда тутилмаяпти.

Пул-кредит операцияларини амалга оширишда асосий эътибор банк тизимидаги ликвидлиқ даражасини банклараро пул бозоридаги реал фоиз ставкаларининг **мусбат бўлишини** таъминлайдиган даражада ушлаб туришга қаратилади.

Ривожланаётган давлатларда реал фоиз ставкаларининг мувозанатлашган даражаси **2–2,5 фоиз бандни** ташкил этади. Мамлакатимизда инфляцион таргетлашга ўтиш даврида инфляцион кутилмалар ва инфляция даражасини пасайтириш учун реал фоиз ставкаларининг нисбатан юқори бўлиши муҳим аҳамиятга эга.

### Банк тизими учун ликвидлиликнинг мақбул даражаси

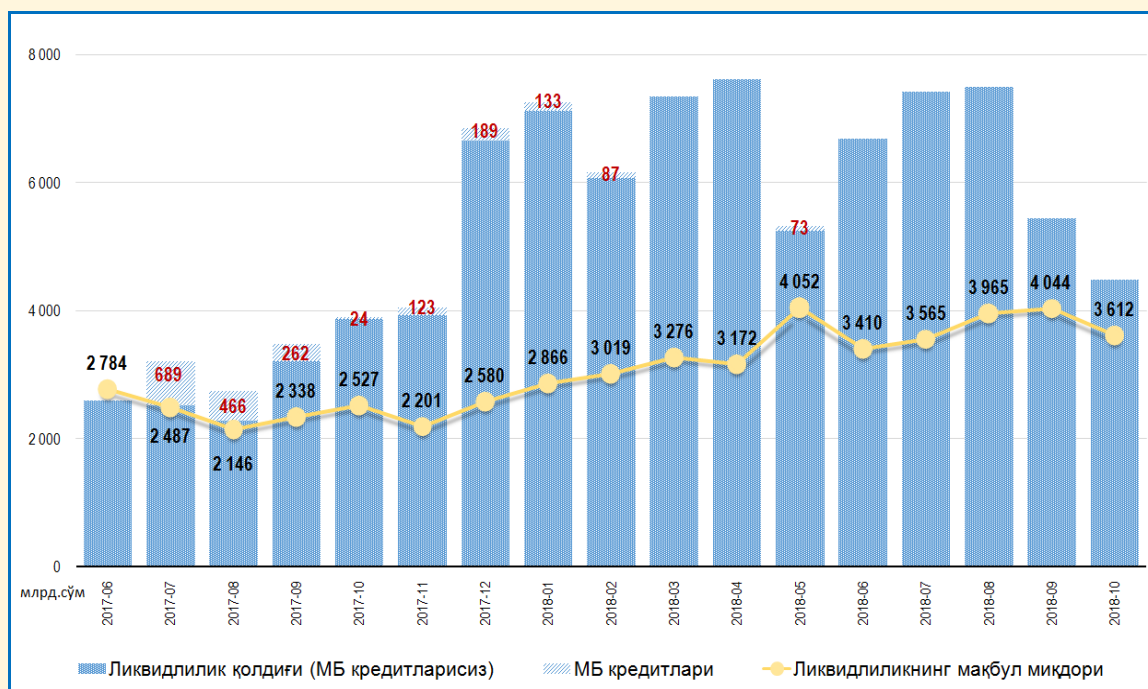
Банк тизими ликвидлигининг фақатгина автоном омиллар ҳисобига шаклланиши инобатга олинганда кейинги йилларда катта эҳтимоллик билан таркибий профицит бўлиши кутилмоқда.

Ўтган даврлар тажрибасига таянган ҳолда шуни таъкидлаш жоизки, банк тизимида ликвидлилик миқдори 4–4,5 трлн. сўмдан паст бўлиши кўплаб тижорат банклари томонидан Марказий банк кредитларига бўлган талабнинг пайдо бўлишига олиб келган. Банк тизимида ликвидлилик қолдиғининг ушбу миқдордан кам бўлиши ликвидлилик дефицити юзага келиши мумкинлигини англатади.

Бундан ташқари, ликвидлилик мақбул даражасини тижорат банкларининг Марказий банкдаги вакиллик ҳисобварақлари қолдиқлари, Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси ҳамда банклараро пул бозорида жалб қилинган ресурс учун харажатлар миқдорларини моделлаштириш орқали аниқлаш бўйича ўтказилган таҳлиллар 2019 йилда банк тизими учун мақбул бўлган ликвидлилик миқдори 3,5–4,5 трлн. сўм атрофида бўлиши мумкинлигини кўрсатди. Лекин бу кўрсаткич пул бозорининг ривожланиб бориши билан ўзгариб туриши мумкин.

Таҳлил натижаларига кўра, 2017 йилнинг июнь-июль ойларида банк тизимида таркибий дефицит кузатилиб, банклар томонидан Марказий банкнинг кредитларига бўлган талаб пайдо бўлган. Кейинги даврларда банк тизимида таркибий профицит шаклланиши кузатилиб, пул-кредит сиёсати шароитларини энгиллаштирди.

### Банк тизимида ликвидлилик миқдори ва унинг мақбул даражаси



Шунингдек, таҳлиллар кейинги йилларда Марказий банк қайта молиялаш ставкасини ўзгартириш орқали банк тизими ликвидлилигига сезиларли даражада таъсир кўрсатиш мумкинлигини кўрсатмоқда. Тижорат банкларнинг ликвидлилик миқдори унинг мақбул даражасидан юқори бўлиши Марказий банк учун стерилизация операцияларини амалга оширишга ишора бўлади. Аксинча, ликвидлилик миқдори унинг мақбул даражасидан паст бўлиши банк тизимида дефицит мавжудлигини англатади.

Марказий банк кейинги йилларда банк тизимидаги ликвидлилик миқдорини амалдаги **фоиз ставкаларига мос даражада** ушлаб туриш орқали инфляцияга монетар омилларнинг таъсирини пасайтириб боради. Шунингдек, банк тизимида ликвидлилик ҳолати, мамлакатнинг инфляция даражаси ҳамда пул-кредит шароитларидан келиб чиққан ҳолда Марказий банк қайта молиялаш ставкасини ўзгартириб боради.

Бу, ўз навбатида, миллий валютадаги депозитлар жозибадорлигини ошириб, аҳоли ва бизнес субъектларининг жамғаришга бўлган мойиллигини кучайтиради, қарз олишга бўлган мойилликни эса мўътадиллаштиради. Шунингдек, ижобий реал фоиз ставкалари ички истеъмол талаби динамикасининг бир маромда шаклланишига хизмат қилиш орқали унинг нархлар даражасига таъсири камайишига олиб келади.

Инфляцион таргетлашни жорий этиш даврида Марказий банкнинг операцион мақсадли кўрсаткичи **пул бозоридаги фоиз ставкалари** ҳисобланиб, пул-кредит операцияларини ўтказишда пул бозоридаги фоиз ставкалари даражасининг Марказий банк асосий фоиз инструменти даражасида шаклланиши учун зарурий шарт-шароитлар яратиб боради.

Бунда пул-кредит кўрсаткичларининг инфляция даражасига таъсири давомийлиги **1 чоракдан 7 чораккача** давом этишини инобатга олиб, фоиз ставкаларини ўзгартиришда инфляциянинг кейинги даврлар учун прогноз кўрсаткичларига таянилади.

Асосий сценарий бўйича 2019 йилда пул-кредит сиёсатининг оралиқ мақсади инфляциянинг **13,5–15,5 фоизлик** прогноз кўрсаткичлари ҳисобланади. Айнан инфляциянинг прогноз кўрсаткичлари инфляцион кутилмаларнинг шаклланишида таъсир этувчи асосий индикатор вазифасини бажаради.

Инфляцион таргетлаш режимига ўтиш босқичида Марказий банк **пул-кредит агрегатлари** бўйича аниқ эришиладиган параметрларни белгиламайди, балки уларнинг келгусидаги динамикаси прогноз

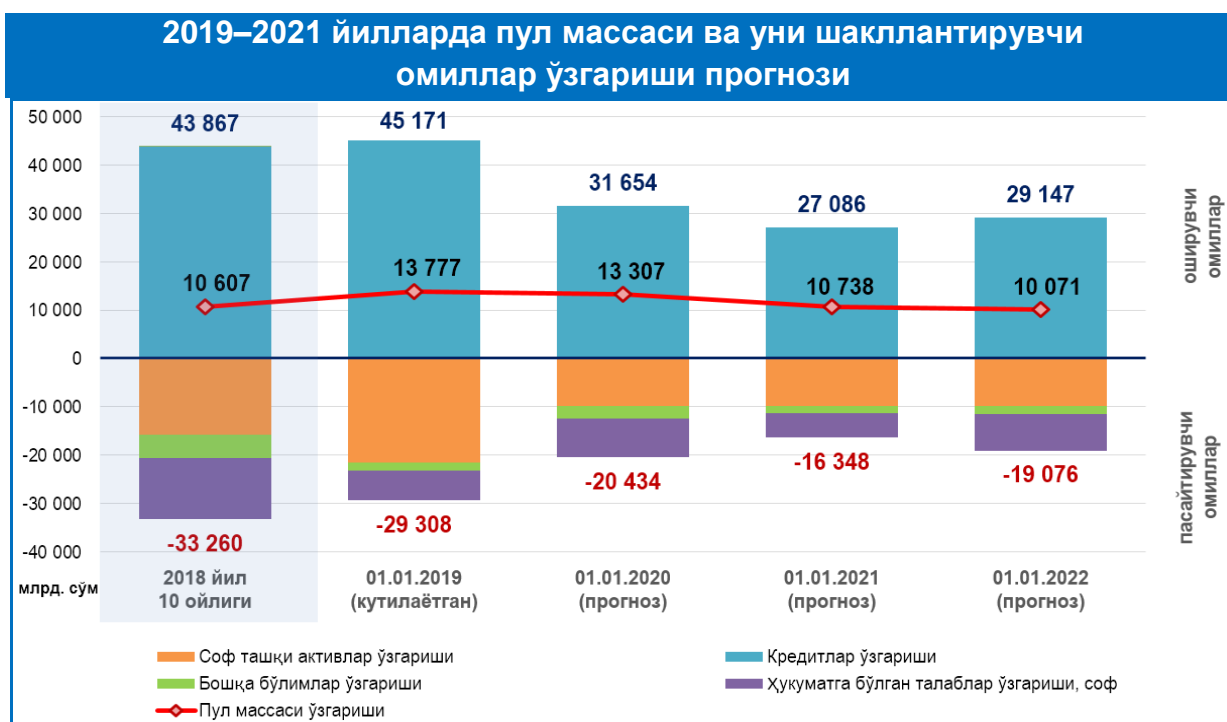
қилинади. Шу нуқтаи назардан қуйида келтирилган кўрсаткичлар дастурий прогноз кўрсаткичлар бўлиб, уларга эришиш пул-кредит сиёсатининг мақсади ҳисобланмайди (3.3.3-расм).

2019–2021 йилларда пул массаси ўсиш суръатлари умумий динамикасининг пасайиши кутилмоқда. Бунда пул массасининг келгуси йиллардаги ўсиши молия бозорида воситачилик ролининг ривожланишига боғлиқ.

Хусусан, давлат қимматли қоғозлар иккиламчи бозорининг ривожланиб бориши ва иқтисодиётдаги таркибий ислохотларнинг амалга оширилиши пул массасининг ошишига қўшимча туртки бўлади. Бу ялпи ички маҳсулот таркибида пул массаси улушининг ортишига ҳам олиб келиб, иқтисодиётда қўшимча инфляцион босимни яратмайди.

Келгуси йилларда иқтисодиётга ажратиладиган кредитлар пул массасини оширувчи асосий омил бўлади. Хусусан, 2018 йил январь-октябрь ойларида банклар томонидан жами кредитлар ҳажми **40 фоизга ошган** бўлса, 2019 йилда кредитларнинг **25 фоизга**, 2020 йилда **15 фоизга** ва 2021 йилда **14 фоизга** ўсиши прогноз қилинмоқда. Бунда кредитларнинг ажратилиш амалиёти банкларнинг имкониятларидан келиб чиқиб энг самарали йўналишларга берилиши кўзда тутилган.

3.3.3-расм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.



Банк тизимида соф ташқи активларнинг пасайиб бориши пул массасини камайтирувчи муҳим омиллардан бўлади. Бунда тўлов балансида жорий ҳисоблар балансининг дефицити ҳисобига банк тизими соф ташқи активлари ҳажмининг 2019–2021 йиллар давомида камайиб бориши кутилмоқда.

Бундан ташқари, соф Ҳукуматга бўлган талаблар суммасининг камайиб бориши пул массасини камайтирувчи омиллардан бўлади. Жумладан, тижорат банкларининг Ҳукумат олдидаги мажбуриятлари ошиб бориши ҳисобига кейинги йилларда пул массасининг ўртача 7 трлн. сўмга қўшимча ўсиши кутилмоқда. Шунингдек, инфляциянинг белгиланган прогнозига эришиш ва инфляция даражасининг пасайиб боришини таъминлаш вазифаси давлат дастурлари доирасида иқтисодиётга имтиёзли кредитлар ажратиш амалиётини тубдан такомиллаштиришни кун тартибидаги долзарб масалалардан бири сифатида кўриб чиқишни тақозо этади.

Таъкидлаш жоизки, 2017–2018 йилларда амалга оширилган фаол даражадаги кредитлаш амалиёти иқтисодиётда қарздорлик юкининг маълум даражада ошишига олиб келди (2010–2016 йилларга нисбатан **2 баробарга**).

Кейинги 2019–2021 йилларда иқтисодиётнинг нисбатан тез суръатларда ўтган йилларда шаклланган қарздорликка хизмат қилиши қарздорларнинг молиявий ҳолатлари бўйича хатарларни вужудга келтириши мумкин, бу, айниқса, давлат корхоналарини ислоҳ этиш даврида ушбу корхоналарда қарзларга хизмат қилиш бўйича муаммоларнинг юзага келишига сабаб бўлиши мумкин.

Шунингдек, асосий тармоқ корхоналарининг Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси олдидаги 2017 йилда валюта либерализациясидан сўнг реструктуризация қилинган кредитларига хизмат қилиш муддатлари ҳам айнан 2019–2021 йилларга тўғри келади.

**Кредитлар ажратиш борасида шаклланган вазият ва молиявий барқарорликни таъминлаш вазифалари иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарига кредит ажратиш сиёсатида кўлланилаётган услубларни қайта кўриб чиқиш ва ажратилган кредитларнинг самарадорлигини таҳлил қилишни талаб этади.** Бунда ривожлантириш дастурлари доирасидаги лойиҳалар бўйича ажратилган кредитларнинг самардорлиги,



мақсадли ишлатилганлиги ва ушбу лойиҳаларда маҳсулот ишлаб чиқариш жараёнларининг йўлга қўйилганлиги юзасидан таҳлилий ўрганишлар ўтказиш муҳим аҳамият касб этади.

Умуман олганда, иқтисодий ривожланишнинг ички шароитларида келтирилган таркибий ўзгаришлар самарали амалга оширилган ҳамда бошқа барча шароитлар асосий сценарий бўйича шаклланган тақдирда Марказий банк томонидан 2021 йилга келиб пул-кредит сиёсатининг асосий мақсадли кўрсаткичи – инфляция даражасининг ўрта муддатли давр учун таргети эълон қилинади.

Юқоридаги ташқи, таркибий ва солиқ-бюджет соҳасидаги омиллар бўйича хатарлар юзага келиб, прогноз кўрсаткичлар асосий сценарийда кўзда тутилган даражада бўлмаган ҳолатларида Марказий банк хатарли сценарийда белгиланган чораларни қўллайди.

### **3.3.2. Хатарли (муқобил) сценарий**

Хатарли сценарийда макроиқтисодий вазиятнинг ўзгариши кутилганидек бўлмаган шароитда иқтисодиётда ташқи, таркибий ва солиқ-бюджет сиёсати билан боғлиқ хатарлар намоён бўлиши натижасида инфляциянинг сезиларли даражада ўсиши билан иқтисодиётда инфляцион жараёнлар янада кучайиши эҳтимоллари инобатга олинди.

Хатарлар	Бирламчи таъсир	Иккиламчи таъсир	Чоралар
Россия ва асосий ҳамкор давлатларда иқтисодий ҳолат кутилгандан кўра ёмонлашади	- халқаро пул ўтказмалари ҳажмини қисқартиради; - экспорт тушумларини камайтиради;	- валюта бозорида таклиф камаяди; - миллий валюта курсига девальвацион босим вужудга келади; - миллий валютадаги депозитлар камаяди; - инфляцион босим кучаяди.	- Ҳукумат билан биргаликда ички валюта бозоридаги кескин тебранишларни юмшатиш чоралари кўрилади; - пул-кредит шароитлари янада катъийлаштирилади; - пул-кредит сиёсати инструментларидан фойдаланиш даврийлиги ва ҳажмларини ошириш орқали банк тизимидаги ликвидлилик миқдори камайтирилади ва миллий валютадаги депозитлар жозибadorлиги оширилади.

<p><u>Асосий экспорт товарлари нархлари пасайиши</u></p>	<p>- экспортдан валюта тушумлари пасаяди; - девальвацион босим вужудга келади.</p>	<p>- экспортёр корхоналар молиявий қийинчиликларга дуч келишади; - кредитларни қайтариш бўйича хатарлар кучаяди; - ички инвестициялар ҳажми камаяди.</p>	<p>- валюта алмашув курсининг автоматик стабилизатор функциясини бажаришига имкон берилади; - қарорлар қабул қилишда реал эффектив курс динамикасига асосий эътибор қаратилади; - иқтисодиётнинг айрим тармоқларида юзага келган муаммоларни банк тизимида ўтказмаслик учун пруденциал талаблар кучайтирилади.</p>
<p><u>АҚШ доллар индексининг ошиши</u></p>	<p>- асосий савдо ҳамкор давлатлар миллий валюталари курслари қадрини пасайтиради.</p>	<p>- халқаро пул ўтказмалари ҳажмини қисқартиради; - девальвацион кутилмаларни кучайтиради.</p>	<p>- коммуникацион каналдан кенг фойдаланилган ҳолда аҳоли ва бизнес вакилларига миллий валюта алмашув курси ўзгаришининг фундаментал факторлари батафсил тушунтириб борилади; - ички валюта бозоридаги кескин тебранишларнинг олди олинади; - миллий валютадаги активлар жозибдорлигини оширишга қаратилган сиёсат юритилади.</p>
<p><u>Етакчи марказий банклар томонидан пул-кредит сиёсатининг қатъийлаштириб борилиши</u></p>	<p>- инвестицияларнинг ривожланаётган мамлакатлардан ривожланган мамлакатларга чиқиб кетишига олиб келади; -асосий савдо ҳамкор мамлакатларда иқтисодий ўсишнинг пасайишига ва инфляциянинг ошишига олиб келади.</p>	<p>- асосий савдо ҳамкор мамлакатларда экспорт товарларимизга бўлган талабни пасайтиради; - асосий савдо ҳамкор мамлакатлардан тўғридан тўғри инвестицияларни камайтиради; - мазкур давлатлардан импорт қилишни рағбатлантириб, тўлов баланси жорий ҳисобварағига босим ўтказилади.</p>	<p>- Халқаро молия муассасаларидан узоқ муддатли инвестицияларни жалб қилиш, инвестицион муҳитни яхшилаш ва иқтисодий ўсишнинг ички имкониятларига таянишга эътибор қаратиш бўйича Ҳукуматга тегишли таклифлар киритиб борилади; - инвестициялар ва ички валюта бозордаги ўзгаришларнинг нархлар барқарорлигига таъсири ўрганиб борилади, зарур ҳолларда пул-кредит инструментларидан фаол фойдаланилади.</p>

Бунда ўрта муддатли истиқболда асосий савдо ҳамкор давлатларимиздаги иқтисодий ҳолатнинг сезиларли даражада ёмонлашуви, асосий экспорт маҳсулотларининг жаҳон бозоридаги нархлари пасайиши, иқтисодиётни эркинлаштириш бўйича ислохотларнинг секинлашиши ёки кутилган натижага эришилмаслик, иқтисодиётни марказлашган манбалар ҳисобидан имтиёзли кредитлаш ҳажмларининг кенгайиши, давлат бюджети тақчиллигининг белгиланган меъёрлардан ошиб кетиши кўзда тутилади.

Турли кутилмаган омиллар таъсирида (нефть нархининг кутилганидан ҳам сезиларли даражада пасайиб кетиши, санкцияларнинг кучайтирилиши ва бошқалар) Россия рубли ва Қозоғистон тенгесининг кескин қадрсизланиши натижасида хориждан юборилаётган пул ўтказмалари ҳажмининг ҳамда қимматбаҳо ва рангли металллар, бошқа асосий экспорт маҳсулотлари нархининг кескин пасайиши натижасида экспорт ҳажмининг сезиларли даражада камайиб кетиши кузатилиши мумкин.

Ташқи иқтисодий шароитларнинг ёмонлашуви биринчи навбатда мамлакатнинг ташқи савдо балансида ўз аксини топади ва хориждан пул ўтказмалари ҳажмини қисқартиради. Бундай шароитда миллий валюта алмашув курси қадрсизланиб, бу импорт қилинадиган товар ва хомашё нархлари орқали ички нархлар ошишига олиб келади.

Шунингдек, асосий савдо ҳамкорларимизнинг айна вақтда мамлакатимизга кириб келаётган тўғридан-тўғри инвестициялардаги улуши ҳам юқорилигини инобатга олсак, уларда макроиқтисодий ҳолатнинг нобарқарорлашуви инвестициялар канали орқали алмашув курсига қўшимча таъсир кўрсатади. Бундай шароитда аҳоли ва бизнес субъектларининг инфляцион кутилмалари юқори бўлади ҳамда жорий инфляция юқори даражада сақланиб қолади.

Ташқи шароитларнинг ёмонлашуви олиб борилаётган таркибий ислохотларни секинлаштириб, уларнинг самарадорлигини пасайтиради ва кутилаётган натижаларни ортга суради. Хусусан, давлат корхоналарини ислоҳ қилиш ва бошқариладиган нархларни эркинлаштириш бўйича кўзланган мақсадларга ўз вақтида эришилмайди.

Асосий тармоқлардаги давлат тасарруфидаги монопол корхоналар хусусийлаштирилиши ортга сурилади, ички бозорда рақобат пайдо бўлмайди ва ички нархлар ўсишда давом этади. Шунингдек, солиқ маъмуриятчилигида камчиликлар сақланиб қолаётган шароитда кичик корхоналарга нисбатан солиқ юкининг оширилиши ва товарлар импортига нисбатан маъмурий чекловларнинг кучайтирилиши натижасида “яширин иқтисодиёт” ҳажми янада кенгайиши мумкин.

Хатарли сценарий ўрта муддатли истиқболда об-ҳаво шароитларининг ноқулай келиши ҳисобига қишлоқ хўжалиги

маҳсулотлари етиштириш ҳажмлари ва уларнинг ички бозорга таклифи камайишини кўзда тутди.

Ушбу хатарларнинг бир қисми ёки ҳаммаси юзага келган шароитда инфляция асосий сценарийга нисбатан сезиларли даражада юқори бўлади. Ўз навбатида, 2019 йилда инфляция даражасининг **17–18 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда.

Бундай ҳолатда Марказий банк асосий сценарийга нисбатан **янада қатъийроқ пул-кредит** сиёсатини юритади ва қатъий шароитларни асосий сценарийга нисбатан узоқроқ давргача сақлаб қолади. Инфляцион жараёнларни жиловлаш мақсадида кескин чоралар мажмуи ишлаб чиқилади. Бунда Марказий банк **асосан фоиз сиёсатининг ликвидликни жалб этиш** инструментларидан фойдаланади.

Банк тизимидаги ликвидликнинг имкон қадар паст даражасини сақлаб қолишга эътибор қаратилиб, банклараро пул бозоридаги фоиз ставкалари жорий инфляция кўрсаткичларидан ижобий даражада бўлишига ва улар ўртасида фарқнинг мусбат бўлишига эришиш вазифаси Марказий банкнинг операцион мақсади сифатида қаралади.

Ушбу сценарийда асосий фоиз ставкасининг ўзгартирилиши кескин тус олиши мумкин. Бунда миллий валютадаги активларнинг жозибдорлигини ошириш, инфляцион жараёнларни юмшатиш ва девальвацион босимни пасайтириш мақсадида Марказий банкнинг асосий фоиз ставкаси даражаси **ошириш томонга кўриб чиқилади**. Бунда аҳоли ва тадбиркорларнинг миллий валютага бўлган ишончи ҳамда миллий валютада жамғаришга бўлган мойилликни босқичма-босқич ошириш ва олдиндан аниқлай олиш мумкин бўлган шароит яратиш мақсадида пул-кредит сиёсатининг янги инструментлари жорий этилади.

Ушбу сценарийга кўра, кредитлаш ҳажмлари ўсишининг 2018 йилдаги каби **юқори даражада** (банклар кредит портфели йиллик ўртача **30-40 фоизга** ўсиши) давом этиши иқтисодиётдаги пул оқимларининг номутаносиблигига сабаб бўлиб, инфляция суръатларининг тезлашиши, валюта курсига девальвацион босимнинг кучайиши каби салбий оқибатларга олиб келиши мумкин.

Шунингдек, иқтисодиётда қарздорлик юкининг ортиб бориши натижасида кейинги даврларда уларни қайтариш билан боғлиқ молиявий муаммолар кескин тус олиши мумкин. Бундай шароитда Марказий банк банклар учун **кредитлашга бўлган талабларни оширади ва пруденциал талаблар кучайтирилади**. Акс ҳолда ушбу ажратилган кредитлар иқтисодиётда истеъмол талабини қўшимча оширишга ёки хорижий валютанинг мамлакатдан чиқиб кетишига сабаб бўлиши мумкин.

Хатарли сценарийда ташқи савдо сальдоси асосий сценарийдан юқориқ ҳажмда бўлиши прогноз қилинмоқда. Бунда 2019–2021 йилларда импорт кўрсаткичлари базавий сценарийга нисбатан **20–25 фоизгача** кўпроқ бўлиши тахмин қилинмоқда.

Валюта бозорида алмашув курсининг кескин тебранишлари кузатилган шароитларда курс ҳамда бозордаги талаб ва таклиф даражасини барқарорлаштириш мақсадида Марказий банкнинг ички валюта бозорига **интервенцияларидан** фойдаланилади. Бунда валюта курсининг фундаментал трендига таъсир этмаган ҳолда бозорда шаклланган талаб даражасидан келиб чиқиб интервенциялар сиёсати мувофиқлаштириб борилади.

Иккала сценарийда ҳам молиялаштириш шартларини белгилашда эҳтиёткорона ёндашувдан фойдаланилади. Инфляция даражаси, инфляцион кутилмалар ва инфляцион босим даражасини инобатга олиб пул-кредит шароитлари қайта кўриб чиқилиши мумкин.

Марказий банк юқорида келтирилган сценарийларда кўзда тутилмаган, лекин инфляция динамикасига таъсир этиши мумкин бўлган **бошқа хатарлар** юзага келишини инкор этмайди. Бу борада пул-кредит сиёсати томонидан кўриладиган жавоб чоралари тўплами ушбу хатарларнинг инфляцион жараёнлар ва кутилмаларга таъсири кўлами ҳамда давомийлиги асосида ишлаб чиқилади.

Марказий банк макроиқтисодий ҳолат ва шароитлар ўзгариб бориши давомида ўз прогнозларини янгилаб ва такомиллаштириб боради. Шунингдек, пул-кредит соҳасидаги ҳар бир ўзгариш тегишли пресс-релизлар ва пул-кредит шарҳлари орқали кенг жамоатчиликка етказиб борилади.

#### **IV. 2019–2021 ЙИЛЛАРДА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ ИНСТРУМЕНТЛАРИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ ВА УЛАРНИ ҚЎЛЛАШ ШАРОИТЛАРИ**

2019–2021 йилларда пул-кредит сиёсати инструментларидан фойдаланиш ва уларни ривожлантиришда асосий эътибор пул-кредит сиёсатининг операцион ва оралиқ мақсадларига эришишга ҳамда банк тизимидаги ликвидликни самарали тартибга солишга қаратилади. Бунда Марказий банк пул-кредит сиёсатининг фоиз инструментларидан молиявий активларнинг нархига таъсир кўрсатиш мақсадида фойдаланиб, иқтисодиётдаги реал фоиз ставкаларининг ижобий даражада шаклланиши учун зарурий шарт-шароитлар яратиб боради.

##### **4.1. 2019–2021 йилларда пул-кредит сиёсати инструментларини такомиллаштириш**

Марказий банк 2019–2021 йилларда банк тизимидаги ликвидлик ҳажмини мақбул даражада ушлаб туриш, ликвидликнинг таркибий профицити ёки дефицитига йўл қўймасликка қаратилган позициясини сақлаб қолади. Хусусан, ўтган даврларда банк тизимидаги автоном омиллар<sup>7</sup> ҳисобига шаклланган ликвидлик динамикаси кескин ўсиш суръатларини кўрсатмоқда (4.1.1-расм).

Келгуси йилларда давлат бюджетининг дефицит билан ижро этилиши ва монетар олтинни сотиб олиш билан боғлиқ операцияларнинг сақланиб қолиши банк тизимидаги ликвидликни оширувчи омиллар ҳисобланади. Бу эса банк тизимидаги ликвидликни тартибга солишда Марказий банкнинг стерилизация операцияларини мунтазам равишда ўтказиб боришни тақозо этади. Бунда стерилизация операциялари қисқа муддатли депозит аукционларини ўтказиш орқали амалга оширилади.

---

<sup>7</sup> Автоном омиллар – Марказий банкнинг ликвидликни бошқариш билан боғлиқ бўлмаган операцияларини инобатга олмаганда ликвидликни шакллантирувчи омиллар (Ҳукумат операциялари, муомаладаги нақд пул ҳажмининг ўзгариши ва бошқа омиллар).





*Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.*

Шунингдек, зарур ҳолларда вақти-вақти билан тижорат банкларидан узоқ муддатли депозитлар жалб қилиш бўйича ёки Марказий банкнинг облигацияларини жойлаштириш бўйича аукционлар ҳам ўтказилиши мумкин.

2019–2021 йилларда Марказий банк томонидан пул-кредит сиёсати инструментларини янада такомиллаштиришда юзага келадиган янги макроиқтисодий шароитлар инobatга олинади.

Бунда қўйилган вазифани ҳал қилишда пул-кредит сиёсати инструментларининг ўзига хос устунлик ёки камчилик томонлари бўлиши мумкин. Аслида пул-кредит сиёсатининг барча инструментларининг якуний мақсади бир хил бўлишига қарамасдан, уларнинг ишлаш механизмлари ва таъсир кучи турли хил бўлади. Шу сабабли муайян даврда аниқ вазифани бажаришда бир ёки бир нечта инструментлар мажмуидан фойдаланилади.

Пул-кредит сиёсатининг амалдаги мавжуд инструментлар (интервенция, қайта молиялаш ставкаси, мажбурий захиралаш, Марказий банк кредитлари) етарли эмаслиги, уларнинг самарадорлиги пастлиги ҳамда банк тизимидаги ликвидликка ўз вақтида таъсир кўрсатиш имкониятлари чекланганлиги уларни қўллаш стратегияси ва услубларини қайта кўриб чиқишни тақозо этмоқда.

Келгуси йилларда ҳам Марказий банк томонидан стерилизация операцияларини амалга оширишда интервенциялар стратегияси такомиллаштирилиб борилади.

Пул-кредит сиёсатининг мажбурий захиралаш инструменти бўйича 2018 йилда амалга оширилган қатор ўзгаришлар ушбу инструментни халқаро стандартларга яқинлаштирди. Зарур ҳолларда, пул-кредит шароитларидан келиб чиқиб, мажбурий резерв нормативларига янги ўзгартиришлар киритиб борилиши мумкин.

Бундан ташқари, Марказий банк томонидан тижорат банкларига ликвидлилик тақдим этиш учун хорижий валютани гаровга олган ҳолда ажратиладиган кредит ва тижорат банклари билан валютада своп операциялари **аукцион савдоларини** ўтказиш йўлга қўйилади.

Марказий банк пул-кредит сиёсатининг амалдаги мавжуд инструментларини ривожлантириш билан бир қаторда янги инструментларни жорий этишга асосий эътибор қаратади.

Инфляцион таргетлаш режимига ўтишда фоиз каналининг муҳимлиги, мамлакатимизда пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми самарали ишламаётганлиги ҳамда етарли даражада ривожланмаганлигини инobatга олиб, банк тизимидаги ликвидликка самарали таъсир кўрсатишда Марказий банк томонидан янги фоизли инструментлар жорий қилинади.

### Ликвидлиликни бошқариш бўйича фоизли инструментлар

Операция турлари	Мақсад	Шакли	Муддати	Амалга оширилиши
Асосий операциялар	Ликвидлилик ҳажмини бошқариш	Депозит аукционлари, своп, репо аукционлар	2 ҳафта/ 1 ой	Ҳар ҳафта/ заруратга қараб
Доимий операциялар	Фоиз коридорининг қуйи ва юқори чегарасини белгилаш	Овернайт кредитлари, валюта своплари, депозитлар (аукцион орқали)	1 кундан 6 кунгача (ёки 1 ҳафта)	Хар куни/ заруратга қараб
Узоқроқ муддатли операциялар	Ўрта муддатда ликвидлиликни бошқариш	Облигациялар, кредитлар	1, 3, 6 ойлик, йиллик	Заруратга қараб

Таъкидлаб ўтиш жоизки, бугунги кундаги Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси банк тизими ликвидлигини бошқариш

нуқтаи назаридан фақатгина ликвидлиликни тақдим этиш мақсадида қўлланилиб келинмоқда. Шунга кўра, амалдаги қайта молиялаш ставкаси илғор хорижий давлатлар марказий банкларида кенг фойдаланиб келинаётган асосий ставка инструменти функцияларини бажара олмаяпти.

Молия вазирлиги томонидан давлат қимматли қоғозларининг муомалага чиқарилиши Марказий банк учун ликвидлиликни тартибга солишда тижорат банклари билан репо операциялари амалга оширилиши, пул-кредит сиёсатининг очиқ бозор операциялари жорий этилишига асос бўлади.

Дастлабки босқичда банк тизимидаги ортиқча ликвидлиликни жалб қилиш мақсадида Марказий банк **икки ҳафталик ва бир ойлик депозит аукционларини** амалга оширишни бошлайди.

“Ўрта муддатли истиқболда пул-кредит сиёсатини ривожлантириш ва амалга ошириш концепцияси”га асосан 2019 йилнинг охирида Марказий банк томонидан “асосий ставка” билан биргаликда фоиз коридори амалиётга жорий қилиниши кўзда тутилмоқда. Ушбу индикаторларнинг амалиётда қўлланилиши пул-кредит сиёсатининг фоиз инструментларини такомиллаштиришга асос бўлиб хизмат қилади.

### Даромадлилик эгри чизиғини шакллантириш истиқболлари

Давлат қимматли қоғозларининг узоқ йиллардан бери муомалада мавжуд эмаслиги Ўзбекистон Республикаси Марказий банки учун асосий ставка даражасини аниқлашнинг бошланғич босқичида бирмунча қийинчиликларни вужудга келтириши мумкин. Давлат қимматли қоғозларининг муомалага чиқарилиши улар бўйича даромадлилик эгри чизиғи шаклланишига хизмат қилади. Давлат қимматли қоғозларининг даромадлилиги эгри чизиғи эса Марказий банкнинг пул бозоридаги операциялари бўйича параметрларни аниқлашда мўлжал вазифасини ўташи мумкин. Шунингдек, мазкур эгри чизиқ қисқа муддатли фоиз ставкалари даражасини прогноз қилиш имконини беради.

Назарий жиҳатдан давлат қимматли қоғозларининг даромадлилик эгри чизиғи тўлиқ шаклланиши иқтисодиётнинг келажакдаги ҳолатига баҳо бериш учун хизмат қилади. Бунда давлат қимматли қоғозларининг даромадлилик эгри чизиғи ўсувчи бўлиши инфляция хатарлар мавжудлигини ҳамда фоиз ставкаларининг кўтирилиши кутилаётганлигидан дарак бериб боради. Мазкур эгри чизиқнинг пасаювчи бўлиши эса иқтисодиётнинг рецессияга яқинлашиб бораётганлигини англатади.

Халқаро амалиётда давлат қимматли қоғозлари бўйича даромадлилик эгри чизиғининг шаклланиши қисқа муддатда содир бўлмайди ва бу узоқ давом

этадиган жараён ҳисобланади. Яқин келажакда фақат қисқа муддатли облигацияларнинг муомалага чиқарилиши режалаштирилаётганлигини инобатга олсак, Ўзбекистон шароитида давлат қимматли қоғозларининг даромадлилик эгри чизиғи пайдо бўлиши бир неча йилларни талаб қилиши мумкин.

Бунинг учун энг аввало солиқ-бюджет сиёсати ва бюджет амалиётлари тўлиқ бозор механизмларидан келиб чиқиб амалга оширилиши зарур. Бунда Ҳукуматнинг I ва II даражали харажатлари (ижтимоий соҳаларга харажатлар, иш ҳақи, нафақа, пенсия ва бошқалар) йиғилган солиқ ва мажбурий тўловлар ҳисобидан, иқтисодиётга қилинадиган харажатлар эса бевосита молия бозорларидан жалб қилинган узоқ муддатли маблағлар ҳисобидан амалга оширилиши зарур. Шу билан бирга, давлат бюджетининг даромадлари ва харажатларининг мувофиқлигини таъминлаш мақсадида бюджет қондасининг киритилиши давлат қимматли қоғозларини муомалага чиқариш орқали иқтисодиётдан бозор фоиз ставкаларида ресурс жалб қилинишига имкон яратади.

Шунингдек, ушбу жараёнда иқтисодиётда узоқ муддатли пулларнинг пайдо бўлиши ҳамда инвесторларнинг Ўзбекистон иқтисодиётига, хусусан, узоқ муддатли давлат қимматли қоғозларига инвестициялар киритишга тайёр бўлишлари муҳим аҳамият касб этади.

#### **4.2. Пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми самарадорлигини ошириш**

2019–2021 йилларда пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми самарадорлигини ошириш Марказий банкнинг энг асосий мақсадларидан бири бўлади.

Инфляцион таргетлаш режимига ўтишда фоиз каналининг муҳимлигини инобатга олган ҳолда Марказий банк трансмиссион механизмнинг мазкур каналини ривожлантиришга асосий эътибор қаратади.

Таҳлилий баҳолашларга кўра, кейинги йиллардаги банк тизими ликвидлигида таркибий профицит юзага келиши кутилаётганлигини инобатга олган ҳолда Марказий банк ортиқча ликвидликни стерилизация қилишда пул-кредит сиёсатининг фоиз инструментларидан фаол фойдаланади.

Мамлакатимизда банклараро пул бозоридаги пул оқимлари таҳлили ва ўзига хос хусусиятлари мазкур бозорда амалга оширилаётган операцияларнинг аксарият қисми 1–2 ҳафта (1 ойгача) оралиғига тўғри келаётганлигини кўрсатмоқда. Шу боис Марказий банк томонидан икки ҳафталик/ойлик депозит аукционлари амалиёти жорий қилинади.

Марказий банк томонидан тижорат банклари билан депозит аукционларининг амалга оширилиши трансмиссион механизм фоиз каналини жадаллаштириш бўйича дастлабки қадам бўлади.

Ҳафталик депозит аукционлари учун энг юқори фоиз Марказий банкнинг асосий ставкаси миқдориди белгиланади ҳамда савдолар ушбу ставка билан бошланади. Ўзбекистонда асосий ставка инструментининг амалиётга татбиқ этилишига қадар Марказий банкнинг амалдаги қайта молиялаш ставкаси депозит аукционлари учун максимал фоиз ставкаси сифатида хизмат қилади.

Депозит аукциони савдоларида “юқоридан пастга” тамойили асосида аниқланган энг паст фоиз ставкаси бозордаги бўш турган ресурснинг ҳақиқий баҳосини белгилаб беради. Депозит аукционларининг муомалага киритилиши Марказий банкнинг оралиқ мақсади бўлган банклараро пул бозоридаги депозитлар бўйича фоизларни қайта молиялаштириш ставкасига яқинлаштиришга ёрдам беради. Мазкур депозит аукционлари, энг аввало, банк тизимидаги ликвидликни самарали бошқаришда асосий инструмент бўлади.

Депозит аукциони операциялари доимий тарзда амалга оширилиб борилиши билан паст фоизли депозитлар Марказий банк томонидан жалб қилиб борилади. Ўз навбатида, ресурсларнинг паст фоизга депозитлар жойлаштирувчи банклардан жалб қилиниши банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларини босқичма-босқич кўтариб боради. Натижада банклараро пул бозоридаги фоиз ставкалари Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкасига яқинлаштирилади.

Бироқ банк тизимида таркибий дефицит ҳолатлари кузатилганда Марказий банк томонидан 1–2 ҳафталик тескари репо, своп ва кредитлар (хорижий валютани гаровга олган ҳолда) аукционлари ўтказилади. Ушбу аукцион операциялари бўйича фоиз ставкалари Марказий банк қайта молиялаш ставкасидан бошланиб, “пастдан юқорига” тамойили асосида аниқланади. Банк тизимида ликвидликни тақдим этиш бўйича операциялар банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларига таъсир кўрсатиб, уларни асосий ставкага яқинлаштиришга имкон яратади.

Марказий банк фоиз коридорини ўрнатиш мақсадида бир кундан олти кунгача операцияларни (депозит, репо, своп операциялари)

доимий тарзда амалга ошириб боради. Марказий банк томонидан кунлик ликвидлик тақдим этишда овернайт ҳамда кунлик валюта своп операциялари, ликвидлик олишда эса кунлик депозит операцияларидан фойдаланилади.

Марказий банкнинг кунлик депозит операциялари бўйича фоиз ставкаси фоиз коридорининг қуйи чегарасини, овернайт кредитлари ёки валюта своп операциялари бўйича фоиз ставкаси эса унинг юқори чегарасини белгилаб беради.

Фоиз коридорининг қуйи ва юқори чегаралари Марказий банкнинг оралиқ ставкасига<sup>8</sup> нисбатан бир хил тафовутда, яъни симметрик тарзда ўрнатилади. Қуйи ва юқори чегаралар ҳамда асосий фоиз ставкаси орасидаги симметрик тафовут миқдори аукцион операциялари бўйича аниқланган фоиз ставкаларидан келиб чиққан ҳолда белгиланади.

2019 йилнинг иккинчи ярмидан бошлаб пул-кредит сиёсати фоиз канали ишлаши фаоллашиб боради. Асосий ставка инструментини амалиётга татбиқ этиш учун зарур бўлган шароитларнинг етарли бўлишини ҳисобга олган ҳолда Марказий банк 2019 йилнинг IV чорагида мазкур инструментни муомалага киритади.

Марказий банк томонидан дастлабки амалиётга киритиладиган асосий ставка миқдори ўша даврдаги пул-кредит сиёсати шароитлари, инфляция даражаси ҳамда ҳафталик аукцион савдоларида аниқланган оралиқ фоиз ставкасидан келиб чиқиб ўрнатилади.

Келгуси йилларда кредитлаш сиёсатининг қатъийлаштириб борилиши пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмининг кредит канали орқали иқтисодиётга таъсир кўрсата бошлайди. Бунда иқтисодиётда рентабеллиги паст бўлган лойиҳаларга кредитлар ажратиш амалиётига батамом чек қўйиш бўйича чоралар кўрилиши ва уларнинг самарадорлиги юқори бўлган йўналишларга ажратилишига алоҳида эътибор қаратилади.

---

<sup>8</sup> Оралиқ ставка – асосий ставка муомалага киритилгунга қадар фоиз коридорининг қуйи ва юқори чегараси ўртасида бўлган қайта молиялаш ставкасидан фарқланадиган операцион ставка.



## ИЛОВАЛАР

1-илова

### Ўзбекистон Республикаси Марказий банки операциялари бўйича фоиз ставкалари

Операция мақсади	Инструмент тури	Операциялари тури	Муддати	Фоиз ставкаси
Ликвидлилик бериш операциялари	Доимий тусдаги операциялар	Таъминотсиз кредитлар	90 кунгача	МБ қайта молиялаш ставкаси + 3 фоиз банд
		Своп операциялари (форвард-курсни ҳисоблаш учун сўмдаги фоиз ставка)	90 кунгача	МБ қайта молиялаш ставкаси + чет эл валютаси фоиз ставкаси + 2,5 фоиз банд
		Гаров асосида бериладиган қайта молиялаш кредитлари (ўзгармас фоиз ставкасида)	8 кундан 90 кунгача	МБ қайта молиялаш ставкаси + 2,5 фоиз банд
	7 кунгача		МБ қайта молиялаш ставкаси + 2 фоиз банд	
	Очиқ бозор операциялари (минимал фоиз ставкалари)	Гаров асосида бериладиган қайта молиялаш кредитлари бўйича аукционлар	1 ой	МБ қайта молиялаш ставкаси + 1 фоиз банд
			2 ҳафта	МБ қайта молиялаш ставкаси
Ликвидлилик жалб қилиш операциялари	Очиқ бозор операциялари (максимал фоиз ставкалари)	Депозит операциялари бўйича аукционлар	2 ҳафта	МБ қайта молиялаш ставкаси
			1 ой	МБ қайта молиялаш ставкаси + 1 фоиз банд
	Доимий тусдаги операциялар	Депозит операциялари	7 кунгача	МБ қайта молиялаш ставкаси - 2 фоиз банд
	Очиқ бозор операциялари (максимал фоиз ставкалари)	Марказий банк облигациялари бўйича аукционлар	1 йилгача	МБ қайта молиялаш ставкаси

2-илова

## **2019 йилда Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини кўриб чиқиш бўйича Бошқарув йиғилиши графиги**

2019 йилда қайта молиялаш ставкасини кўриб чиқиш юзасидан Марказий банк Бошқарувининг йиғилиши қуйидаги график асосида ўтказилади:

26 январь;

20 апрель;

20 июль;

19 октябрь.

Марказий банк бошқаруви йиғилиши бўйича қабул қилинган якуний қарори пресс-релиз шаклида Марказий банкнинг расмий сайтида ўша куни соат 15.30 да эълон қилиб борилади.

3-илова

## Ўзбекистон Марказий банкининг пул-кредит сиёсати бўйича мулоқот каналлари

<i>Мулоқот канали</i>	<i>Даврийлиги</i>	<i>Тақдим этиладиган маълумот</i>
<b>Доимий мулоқот каналлари</b>		
Бошқарув йиғилиши қарорлари бўйича Пресс-релизлар	Бошқарув йиғилишидан сўнг	Қабул қилинган қарорлар бўйича асослар ва тушунтиришлар
Иқтисодиётда нархлар динамикаси бўйича таҳлиллар	Ойлик/чораклик	Ички нархлар ўзгариши хусусиятлари ва омиллари таҳлили
Марказий банк Бошқарувининг очиқ йиғилишлари	Режа-график асосида	Пул-кредит сиёсатидаги ва банк тизимидаги ўзгаришлар бўйича оммавий ахборот воситаларига ва улар орқали кенг жамоатчиликка маълумотлар бериш
Инфляцион кутилмалар бўйича ҳисобот	Чораклик	Аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг кутилмаларини ўрганиш бўйича сўров натижалари
Пул-кредит сиёсати шарҳи	Чораклик	Пул-кредит сиёсати соҳасида амалга оширилган ишлар ва кузатилган ўзгаришлар таҳлили
Реал сектор корхоналари таҳлили	Чораклик	Иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарининг иқтисодий ҳолати, келажакдаги ўзгаришлар бўйича сўров натижалари
Статистик бюллетень	Чораклик	Пул-кредит ва банк тизими кўрсаткичлари статистикаси
Пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишлари	Йиллик	Пул-кредит сиёсатининг ўрта муддатли истиқболдаги мақсад ва вазифалари
Йиллик ҳисобот	Йиллик	Пул-кредит соҳаси ва банк тизимида амалга оширилган чора тадбирлар натижалари
<b>Бошқа мулоқот каналлари</b>		
Оммавий ахборот воситаларига интервьюлар, брифинглар ва кўрсатувлар	Заруратга қараб	Қабул қилинган қарорлар бўйича тушунтириш, соҳадаги ўзгаришлар ҳақида маълумотлар ва расмий мулоҳазалар
Учрашув ва семинарлар	Заруратга қараб	
Илмий журналларда мақолалар	Заруратга қараб	Пул-кредит сиёсати соҳасида амалга оширилган илмий изланишлар натижалари
Пресс-релиз ва расмий шарҳлар	Заруратга қараб	Макроиқтисодий соҳада рўй бераётган ўзгаришлар бўйича расмий мулоҳазалар ва тушунтиришлар

4-илова

## Ишлаб чиқариш харажатлари ва якуний маҳсулотлар матрицаси таҳлили

Ҳисоб-китобларга кўра, ёқилғи-энергетика ресурслари тарифлари ўсишининг истеъмол нархлари индексига (ИНИ) тўғридан-тўғри таъсири жорий йил охирига 1,1 фоизни ташкил қилади. Бироқ иккинчи босқичда тарифлар ўзгариши ишлаб чиқариш таннархининг ортиши орқали бошқа истеъмол товарлари ва хизматлари нархлари ўзгаришига олиб келади.

Марказий банк томонидан иқтисодиётда электр энергияси, газ ва бензин тарифлари ўзгаришининг тармоқлардаги ишлаб чиқарувчи корхоналар маҳсулотлари таннархига ва бозор нархларига таъсирини аниқлаш мақсадида ишлаб чиқариш харажатлари ва якуний маҳсулот матрицасидан<sup>9</sup> фойдаланган ҳолда таҳлиллар ўтказилди.

Бунда қуйидаги шартлар ўзгармас деб олинди: ишлаб чиқарилган маҳсулотлар тури ва сифати ўзгармайди, ишлаб чиқариш хомашёлари орасида ўриндошлик хусусияти мавжуд эмас ва ишлаб чиқарувчилар ўз фойдаларини сақлаб қолиш мақсадида таннарх ошишига мос равишда якуний маҳсулот бозор баҳосини оширадilar. Ушбу шартларни инобатга олган ҳолда такрорлаш<sup>10</sup> усулидан фойдаланилди.

Таҳлилда иқтисодиётнинг асосий 46 тармоғи бўйича ҳисобланган маълумотлар, тармоқлараро оралиқ харажатлар, ойлик иш ҳақи ва бошқа даромад омилларининг номинал миқдорларидан фойдаланилган<sup>11</sup>.

Бунда ҳар бир тармоқ бўйича ялпи маҳсулот суммаси 100 фоизга тенглаштирилди ва унинг таннархида бошқа тармоқлар маҳсулоти улушлари топилди. Жумладан, нефть маҳсулотларини қайта ишлаш тармоғи харажатларининг 33,6 фоизи тоғ-кон ва фойдали қазилмаларни қазиб олиш тармоғи маҳсулотларидан ташкил топган.

<sup>9</sup>2015 йил учун Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида тайёрланган.

<sup>10</sup>Леонтъевнинг инверсия методикасидан фарқли бу усулда тарифлар ошишининг тармоқларга узатилиш таъсири такрорлаш орқали аниқлаб борилади.

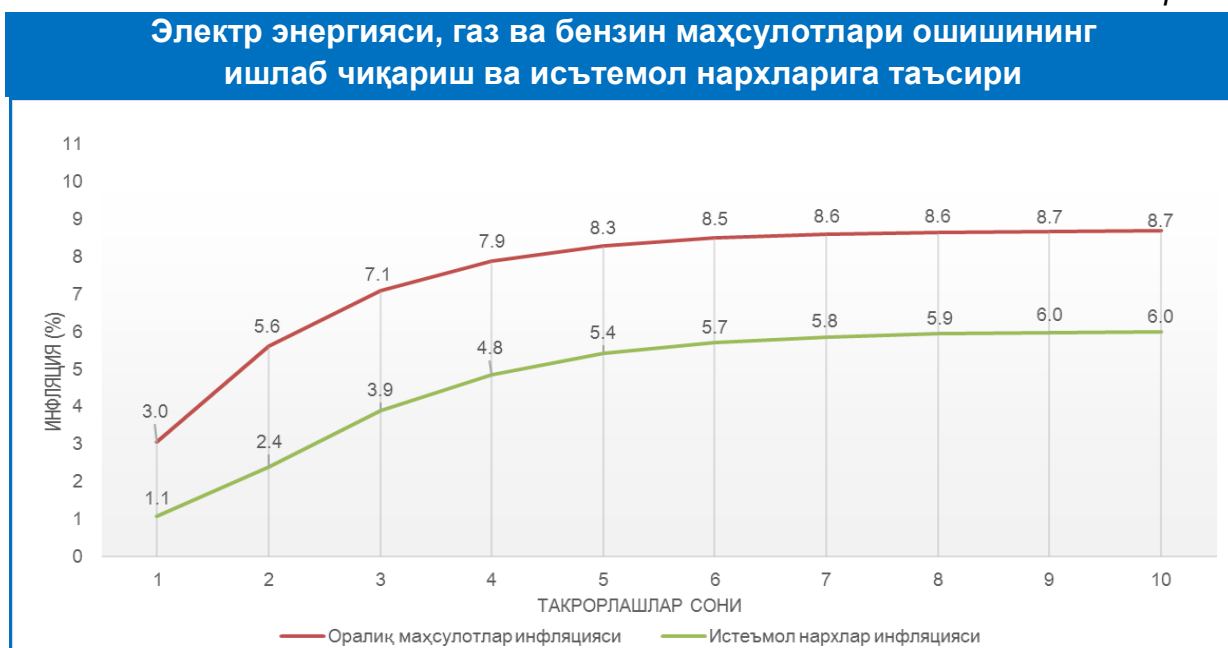
<sup>11</sup> Ушбу таҳлил натижалари бўйича тўлиқ ҳисоб-китоблар сўровномага мувофиқ тақдим этилиши мумкин.

## Ёқилғи-энергетика ресурслари нархлари ошиши таъсири

Такрорлаш усулининг биринчи босқичида электр энергияси, газ ва бензин маҳсулотлари тарифлари 2018 йил ноябрь ойида ва 2019 йил биринчи ярим йиллигида мос равишда 62,4, 124,3 ва 15,8 фоизга оширилишининг тармоқлардаги ишлаб чиқариш таннархига таъсири ўрганилди. Бунда турли тармоқлар томонидан электр энергияси, газ ва бензин харажатлари улуши 1,374, 1,793 ва 1,158 коэффициентга<sup>12</sup> кўпайтирилди (тегишли тармоқларнинг<sup>13</sup> маҳсулотидан фойдаланувчи тузилмалар харажати 37,4, 79,3 ва 15,8 фоизга ошади).

Биринчи такрорлашда мазкур тарифларнинг оширилиши умумий ишлаб чиқариш таннархини 3,0 фоиз оширган бўлса, истеъмол нархлари 1,1 фоизга ортишига олиб келди. Жумладан, қоғоз маҳсулотлари ишлаб чиқариш, кимёвий маҳсулотлар ҳамда тоғ-кон ва фойдали қазилмаларни қазिश тармоқларининг таннарх харажатлари мос равишда 4,9, 8,5 ва 9,1 фоизга ошиши кузатилди.

1-расм



Иккинчи такрорлаш босқичида тарифлар ўзгариши таъсирида харажатларини қоплаш ва рентабелликни сақлаш мақсадида хар бир

<sup>12</sup>Газ маҳсулотларини ишлаб чиқариш тоғ-кон ишлари тузилмаси умумий маҳсулотининг 64 фоизини ҳамда электр энергиясини етказиб бериш электр энергия, газ ва ҳавони кондициялаш тузилмасининг 60 фоиз маҳсулотини ташкил қилган деб фараз қилинди.

<sup>13</sup>Электр энергия, газ ва ҳавони кондициялаш, тоғ-кон ишлари, сув таъминоти, канализация ва маиший чиқинди йиғиш хизмати ва бошқалар.

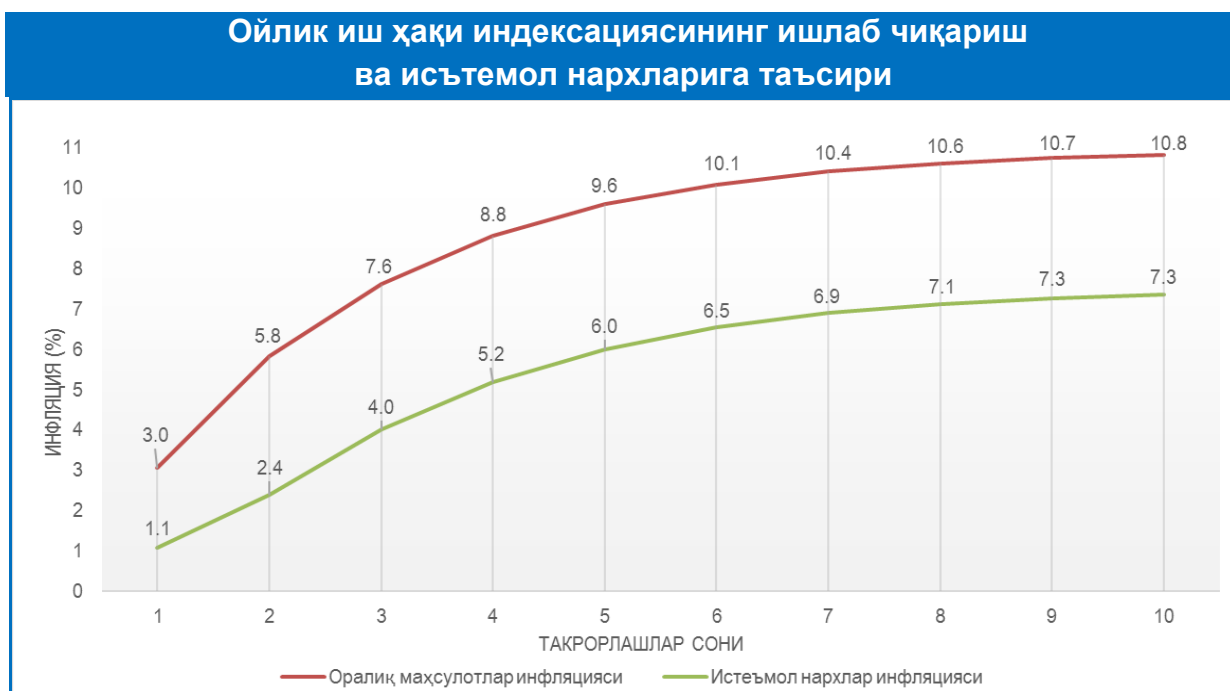
корхона ўз харажатларини мувофиқлаштириши ҳисобга олинди ва юқорида санаб ўтилган тармоқлар устунлари мос равишда 1,049, 1,085 ва 1,091 фоизларга кўпайтирилди. Натижада, умумий ишлаб чиқариш ва истеъмол нархлари мос равишда 5,6 ва 2,4 фоизларга ортди.

Учинчи босқичда ёқилғи-энергия маҳсулотлари тарифлари ўзгариш таъсири барча тармоқларга узатилиши кузатилиб, ишлаб чиқаришдаги умумий нархлар ўсиши 7,1 фоизни ташкил қилди. Ушбу такрорлаш методикаси 10-босқичгача давом эттирилди ва бунда тарифлар ўзгаришининг таъсири 7-босқичдан кейин минималлашди (1-расм).

### Ойлик иш ҳақиларнинг ўтган даврдаги инфляцияга мос равишда оширилишининг келгусидаги инфляцияга таъсири

Ёқилғи-энергетика ресурслари ошиши билан бир қаторда ойлик иш ҳақининг индексациялашнинг инфляцияга таъсирини ўрганилди. Бунда индексациялаш даражаси йиллик 15 фоиз миқдорда белгиланди. Таҳлил натижасига кўра индексациялаш ишлаб чиқариш таннархи ва истеъмол нархларига мос равишда кўшимча 2,1 ва 1,3 фоиз инфляцияни вужудга келтиради (2-расм).

2-расм





Ушбу ҳисоб-китоблар 2015 йилнинг ишлаб чиқариш харажатлари ва якуний маҳсулотлар матричасига асослангани инобатга олинса, унинг аниқлилик даражаси иқтисодиётда ўтган давр мобайнида кузатилган бир қанча омиллар ўзгаришига боғлиқ.

Биринчидан, 2015 йил импорт маҳсулотларининг маълум бир тармоқ умумий ишлаб чиқариш ҳажмидаги улуши жорий йилга нисбатан фарқ қилиши мумкин.

Агар импорт улуши кам баҳоланаётган бўлса, бу ёқилғи-энергетика маҳсулотлари нархлари ошишининг иқтисодиётда таннархга таъсир даражаси кўп баҳоланаётганини билдиради.

Иккинчидан, ишлаб чиқариш нархлари индекси ўзгаришининг истеъмол нархларига узатилиш даврийлиги тармоқлараро бир неча ойлар талаб қилиши мумкин. Бунга асосий сабаб сифатида бир қанча тармоқларда монопол бўлган давлат корхона ва ташкилотларининг харажатлар ортишига ўз вақтида мослашиб, даромад устамасини ошириш имкониятининг чекланганлигини келтириш мумкин.

Учинчидан, ёқилғи-энергетика тарифларининг ортиши натижасида вужудга келадиган қўшимча инфляцион босим