



Ўзбекистон Республикаси
Марказий банки

2024 йил II чорак

**ПУЛ-КРЕДИТ
СИЁСАТИ
ШАРҲИ**

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки

Пул-кредит сиёсатини амалга оширишда асосий эътибор – иқтисодиётда нархлар барқарорлигини таъминлаш ва инфляция даражасининг 5 фоизлик ўрта муддатли таргетига эришишга қаратилмоқда

5%



МУНДАРИЖА

РЕЗЮМЕ	3
I. ЎРТА МУДДАТЛИ МАКРОИҚТИСОДИЙ ПРОГНОЗЛАР	5
1.1. Макроиқтисодий прогнозлар	5
1.2. Ташқи иқтисодий шароитларнинг шаклланиш истиқболлари	10
1.3. Пул-кредит шароитлари ва пул-кредит сиёсати истиқболи	14
1.4. Инфляция прогнози ва инфляцион кутилмалар	18
1.5. Макроиқтисодий ривожланишдаги ноаниқликлар ва хатарлар.....	22
1-ҳавола. Суверен облигациялар даромадлиги динамикаси ва уларга таъсир этувчи омиллар.....	24
2-ҳавола. Етакчи марказий банкларнинг пул-кредит сиёсати чоралари фарқланиши ва бунинг жаҳон иқтисодиётига таъсири	26
3-ҳавола. Инфляцион кутилмалар, сезилган ва жорий инфляция орасидаги боғлиқлик таҳлили.....	29
II. ЖОРИЙ МАКРОИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР	31
2.1. Ички иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб омиллари	31
2.2. Инфляция динамикаси	35
2.3. Пул-кредит шароитлари	38
4-ҳавола. Асосий ставка ўзгаришининг депозит ва кредит фоиз ставкаларига ўтишини баҳолаш.....	43
5-ҳавола. Фискал шоклар динамик таъсирининг эмпирик таҳлили	46
6-ҳавола. Хизматлар инфляциясида кузатилаётган тенденциялар	49
7-ҳавола. Энергия ресурслари нархлари оширилишининг аҳоли инфляцион кутилмаларига таъсири	51
Илова. Ўзбекистон экспортига ташқи талаб таъсири таҳлили.....	53

РЕЗЮМЕ

Марказий банк бошқаруви 2024 йил 25 июлдаги йиғилишида асосий ставкани 0,5 фоиз бандга пасайтириб, йиллик 13,5 фоиз даражасида белгилади.

Базавий инфляциянинг пасайиши ва инфляцион кутилмалар динамикаси энергия тарифлари оширилишининг инфляцияга иккиламчи таъсири кутилганидан паст бўлаётганлигини кўрсатиб, йил якунида инфляция прогноз коридорининг қуйи чегараларида шаклланиши бўйича ишончни оширмоқда.

Нисбатан қатъий пул-кредит шароитлари ишлаб чиқаришнинг ижобий тафовутини қисқариб боришига ва талаб томондан инфляцион босимнинг пасайишига хизмат қилмоқда.

Июнь ойида умумий инфляция йиллик 10,6 фоиз даражасида шаклланиб, инфляциянинг барқарор компонентлари ва мева-сабзавотлар нархларида сезиларли пасайиш кузатилди. Ташқи бозорлардаги нархлар динамикаси ҳам импорт инфляциясига пасайтирувчи таъсир кўрсатишда давом этмоқда.

Шунингдек, озиқ-овқат товарлари инфляциясининг пасайиши ҳамда алмашув курси барқарорлиги аҳолининг инфляцион кутилмаларига ижобий таъсир кўрсатиб, июнь ойида сезиларли пасайишига олиб келди. Бу эса, кутилмалар томонидан инфляцияга босимларни пасайиб боришига шароит яратади.

Базавий инфляциянинг пасаювчи динамикаси давом этиб, июнда 5,9 фоизга тенг бўлди ва йил бошидан 2,6 фоиз бандга пасайди. Бу инфляциянинг келгусида ҳам пасаювчи трендининг давом этишига ишора бермоқда.

Жорий йилдаги базавий инфляция тенденцияси ва инфляцион омиллар таъсирининг кутилганидан пастроқ бўлиши ҳисобига инфляция прогнози пасайиш томонга қайта кўриб чиқилди. Йил якунида умумий инфляциянинг 9 фоиз атрофида шаклланиши ва 2025 йил охирида 5 фоизлик таргет даражасига яқинлашиши кутилмоқда.

2024 йилнинг II чорагида иқтисодий ўсиш тезлашишда давом этиб, I ярим йилликда иқтисодиёт реал ҳисобда 6,4 фоизга ўсди. Саноат, қурилиш ва хизматлар соҳаларидаги юқори фаоллик иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватламоқда.

Юқори инвестицион фаоллик, хусусан, тўғридан-тўғри хорижий ва хусусий капитал қўйилмалари ялпи инвестицион талабни оширишда муҳим омиллардан бўлмоқда.

Тадбиркорларнинг иқтисодий фаоллиги ва ишбилармонлик кайфияти бўйича индексларда сўнгги икки ойда нисбатан пасайиш кузатилган бўлсада, ижобий натижалар сақланиб қолмоқда.

Йилнинг II ярмида ҳам юқори инвестицион ва ишлаб чиқариш фаоллигининг сақланиб қолиши фонида йил якуни бўйича реал ЯИМ ўсиши прогнози 5,7-6,2 фоизгача оширилди.

Аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари харажатларидаги таркибий ўзгаришлар таъсирида ялпи истеъмол талабининг маълум маънода мақбуллашиши прогноз қилинмоқда.

Иқтисодиётда нисбатан қатъий пул-кредит шароитларининг сақланиб қолаётганлиги ялпи талаб ва таклиф ўртасидаги мувозанатни таъминлашга хизмат қилади. Натижада, бугунги кунда шаклланган 0,5-0,6 фоизлик ЯИМ ижобий тафовутининг йил якунига қадар ёпилиши ва инфляцияга оширувчи таъсири пасайиши кутилмоқда.

Асосий савдо ҳамкорлардаги юқори иқтисодий ўсиш суръатлари ҳамда жаҳон нархларининг қулай конъюнктураси шароитида экспорт тушумлари ва пул ўтказмалари ҳажмларининг дастлабки прогнозларга нисбатан юқори суръатларда ўсиши тахмин қилинмоқда.

Жорий йилнинг II чорагида иқтисодиётга турли каналлар орқали валюта оқимининг сезиларли ошиши кузатилиб, сўм алмашув курсининг барқарорлашишига ижобий таъсир кўрсатди.

Банк тизими умумий ликвидлиги, жамғармалар ва кредитлар ҳажми динамикаси нисбатан қатъий пул-кредит шароитлари сақланиб қолаётганлигини кўрсатмоқда. Бу, ўз навбатида, сўмда жамғариш жозибдорлигини ошириб, аҳоли омонатларида юқори ўсиш суръатларини таъминлаб боради.

Шу билан бирга, йил якунига қадар инфляцион кутилмаларнинг жорий динамикаси давом этиши бўйича айрим ноаниқликлар ҳамда хизматлар базавий инфляцияси юқорилиги билан боғлиқ инфляцияни оширувчи хатарлар ҳам сақланиб қолмоқда.

Марказий банк инфляциянинг 5 фоизлик таргетига эришишга қаратилган нисбатан қатъий пул-кредит сиёсатини амалга оширишда давом этади.

I. ЎРТА МУДДАТЛИ МАКРОИҚТИСОДИЙ ПРОГНОЗЛАР

1.1. Макроиқтисодий прогнозлар

2024 йилнинг I ярим йиллиги якунлари бўйича иқтисодиётдаги ялпи талаб ва таклиф, янгиланган ички ва ташқи макроиқтисодий кўрсаткичлар ва кутилмаларни инобатга олган ҳолда Марказий банк томонидан ўрта муддатли иқтисодий ўсиш прогнозлари ошиш томонга кўриб чиқилди.

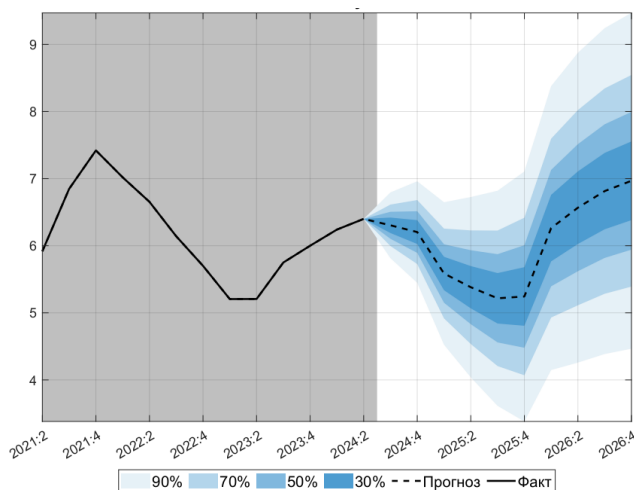
Янгиланган прогнозларга кўра, 2024 йилда иқтисодий ўсиш 5,7-6,2 фоиз атрофида (апрелдаги прогнозларга нисбатан 0,5 фоиз бандга юқори) бўлиши кутилмоқда (1.1.1-расм).

Иқтисодий ўсиш прогнози ошишига I ярим йилликда шаклланган ички ва ташқи иқтисодий фаолликнинг юқори бўлгани, инвестициялар оқими ошиб бораётгани, инфляциянинг барқарор компонентларида пасаявчи тенденциясининг давом этиши фонида аҳоли реал даромадларининг ошиб бориши асосий омиллардан бўлди.

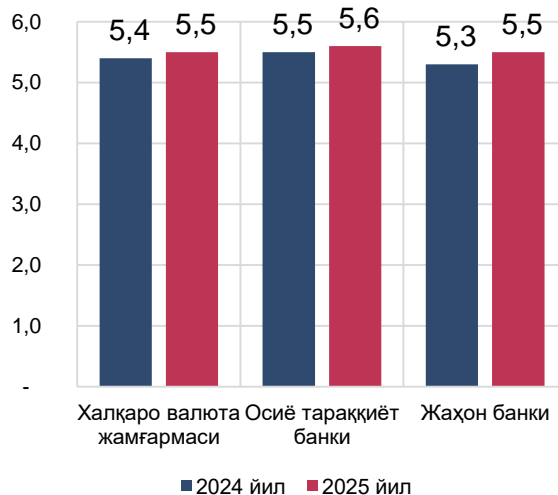
Бунда, уй хўжалиklarининг истеъмол талаби ҳисобига якуний истеъмол харажатлари ўсишини сақланиб қолиши ва 2024 йилда 5-6 фоиз атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда.

Иқтисодиёт ва молия вазирлиги фискал мақсадлардан келиб чиқиб, консолидациялашган бюджет тақчиллигининг ЯИМга нисбати жорий йилда 4 фоиздан, 2025 йилдан бошлаб 3 фоиздан ошмаслигини прогноз қилмоқда.

1.1.1-расм. ЯИМ ўсиши прогнози, фоизда



1.1.2-расм. Халқаро молия ташкилотларининг Ўзбекистон ЯИМи ўсиши бўйича прогнози, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

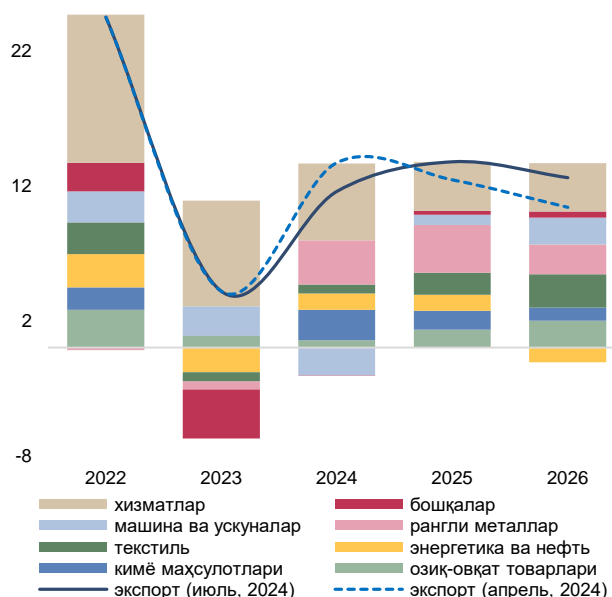
Фискал харажатларнинг оптималлашиши фонида давлат истеъмол харажатлари реал ўсиши олдинги йил кўрсаткичлари доирасида бўлиши кутилмоқда.

Асосий капиталга йўналтирилган хусусий инвестицияларнинг юқори ўсиши жорий йилнинг II ярим йиллигида ҳам сақланиб қолади.

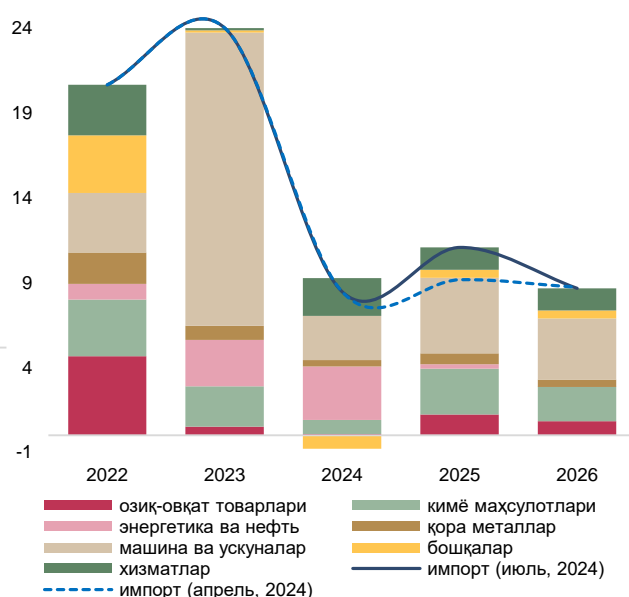
2024 йил якуни бўйича иқтисодий ўсиш кутилмалари ошиши халқаро молия институтларининг янгиланган ҳисоб-китобларида ҳам эътироф этилган. Хусусан, Халқаро Валюта Жамғармаси (ХВЖ) ва Жаҳон банки томонидан янгиланган прогнозларга кўра, 2024 йилда Ўзбекистон иқтисодиётининг ўсиши мос равишда 5,4 ва 5,3 фоизни ташкил этиши прогноз қилинмоқда¹ (1.1.2-расм). Бунда, мамлакатимиз учун иқтисодий ўсиш кўрсаткичини ХВЖ апрель ойидаги прогнозларига нисбатан 0,2 фоиз бандга оширган бўлса, Жаҳон банки ўзгаришсиз қолдирган.

Геосиёсий вазиятдаги ноаниқликларнинг давом этиши ва жорий йилнинг II ярмида етакчи марказий банклар томонидан пул-кредит шароитларининг қутилаётган юмшатилиши натижасида олтинга бўлган талаб юқориликча сақланиб қолади ва жорий нархнинг юқори даражада шаклланишига хизмат қилади. Бу, ўз навбатида, экспорт ҳажми ўсиши II ярим йилликда ҳам барқарор давом этиши бўйича эҳтимолларни оширади.

1.1.3-расм. Олтинсиз экспорт ўсиш суръатлари, фоизда



1.1.4-расм. Импорт ўсиш суръатлари, фоизда



Манба: Статистика агентлиги, Марказий банк ҳисоб-китоблари.

¹ ХВЖ ходимларининг жорий йилнинг май ойидаги 2024 йил IV модда бўйича миссияси баёноти ҳамда Жаҳон банкнинг июнь ойидаги “Глобал иқтисодий истиқболлар” ҳисоботи.

Уран ва мис бўйича жаҳон нархининг ўтган йилга нисбатан сезиларли юқори шаклланаётганлиги ушбу товарлар экспорти ўсишини қўллаб-қувватлайди. Шунингдек, жаҳонда пахта ҳосилдорлиги бўйича юқори кутилмалар нархнинг пасайишига олиб келиши ва текстиль маҳсулотлари экспорти бўйича тушумларга салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

Шу билан бирга, ҳамкор давлатларда иқтисодий ўсиш прогнозларининг оширилиши мамлакатимиз экспорт товарларига ташқи талабни кучайтиради.

Юқоридаги омиллар ҳисобига жами экспорт ўсиши 9-12 фоизни, олтинсиз экспорт ўсиши эса 11-13 фоизни ташкил этиши прогноз қилинмоқда (1.1.3-расм).

Глобал инфляция даражасининг пасайиб бориши, ташқи вазиятнинг бирмунча нормаллашуви, Хитойда ишлаб чиқарувчилар нархлари дефляцияси ҳамда алмашув курсининг нисбатан барқарор шаклланиши импорт нархларига қўшимча босимлар вужудга келмаслиги бўйича эҳтимолларни оширмоқда.

Жорий тенденцияларни ҳисобга олган ҳолда импорт ўсиши аввалги прогнозлар даражасида йил якуни бўйича 10-12 фоиз даражасида шаклланиши кутилмоқда (1.1.4-расм).

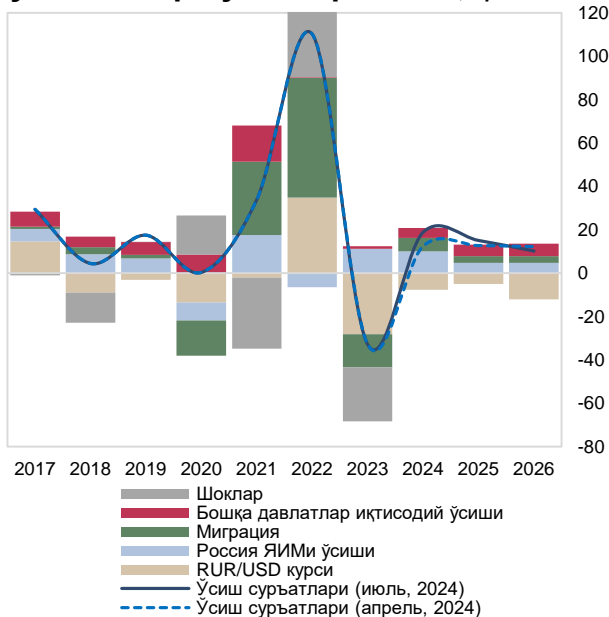
Фискал консолидация ва кредит ўсишининг мувозанатлашуви шароитида импортга бўлган босим камайиши мумкин.

Энергетика, нефть, ва хизматлар импортида ўсиш суръатлари давом этса, юқори база эффекти туфайли машина ва ускуналар импорти ўсиши нисбатан барқарорлашиши кутилмоқда.

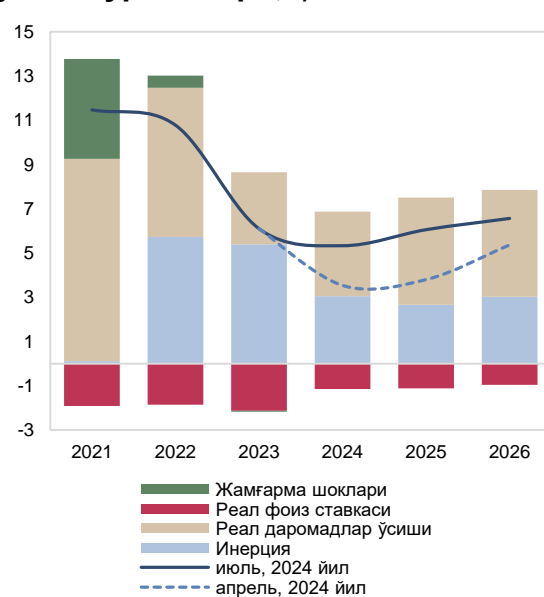
Аҳоли даромадлари ўсишининг муҳим омилларидан бўлган пул ўтказмалари I ярим йилликда ўтган йилга нисбатан 25,2 фоизга ўсиб, апрель ойидаги прогнозлардан сезиларли даражада юқори шаклланди. Ушбу тенденцияларни ҳисобга олиб, аввалги прогнозлар ошиш томонга қайта кўриб чиқилди.

Бунда, II ярим йилликда ҳам меҳнат муҳожирларини қабул қилувчи давлатлар алмашув курсларининг барқарор шаклланиши ва ушбу давлатларда юқори иқтисодий фаоллик натижасида меҳнат ресурсларига талабнинг ортиб бориши, иш ҳақининг ўсиши бўйича кутилмалар фонида пул ўтказмаларини 2024 йил охиригача 20-25 фоиз атрофида ўсиши прогноз қилинмоқда (1.1.5-расм).

1.1.5-расм. Трансчегаравий пул ўтказмалари ўсиш прогнози, фоизда



1.1.6-расм. Реал шахсий истеъмол ўсиш суръатлари, фоизда



Манба: Статагентлик, Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Шу билан бирга, инфляциянинг кутилаётган динамикаси ва аҳоли даромадларининг ошиши бўйича кутилмаларни ҳисобга олиб, аҳолининг реал даромадлари ўсиши апрель ойидаги прогнозларга нисбатан бироз юқори бўлиши ва мос равишда шахсий истеъмол харажатлари маълум даражада кўпайиши кутилмоқда (1.1.6-расм).

1.1.1-жадвал. Асосий макроиқтисодий кўрсаткичлар

(қавсда апрель ойидаги прогнозлар)

фоизда

Кўрсаткичлар	Амалдаги		Прогноз		
	2022	2023	2024	2025	2026
Инфляция (йиллик, йил якунига)	12,3	8,8	9 (9-11)	5-6 (5-6)	5 (5)
Инфляция (ўртача йиллик)	11,4	10	9-9,5 (9-11)	7-9 (7-9)	5-6 (5-6)
Базавий инфляция (йиллик, йил якунига)	13,8	8,5	6-7 (7-8)	5-6 (4,5-5,5)	4,5-5,5 (4,5-5,5)
Реал ЯИМ ўсиши	5,7	6,0	5,7-6,2 (5,2-5,7)	5-6 (5-6)	5,5-6,5 (5,5-6,5)
Яқуний истеъмол харажатлари реал ўсиши	9,2	5,1	5-6 (4-5)	4,5-5,5 (4,5-5,5)	5-6 (5-6)
- уй хўжаликлари	11,4	6,1	5-6 (4-5)	5-6 (5-6)	5,5-6,5 (5-6)
- давлат	1,3	1,4	1,5-2 (1,5-2)	1-2 (1-2)	2-3 (2-3)
Фискал тақчиллик (ЯИМга нисбатан)	4,1	5,5	4 (4)	3 (3)	3 (3)
Экспорт ўсиши	18,4	23,8	9-12 (9-12)	8-10 (8-10)	8-10 (8-10)
Экспорт (олтинсиз) ўсиши	21,6	4,2	11-13 (12-14)	10-12 (10-12)	12-14 (12-14)
Импорт ўсиши	20,3	24,0	10-12 (10-12)	9-10 (9-10)	8-10 (8-10)
Пул ўтказмалари ҳажми ўсиши	2,1 б.	-32,9	20-25 (8-10)	10-12 (11-13)	10-12 (10-12)
Кредит қўйилмалари қолдиғи ўсиши	21,4	23,3	15-17 (15-17)	14-17 (14-17)	12-15 (12-15)

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

1.2. Ташқи иқтисодий шароитларнинг шаклланиш истиқболлари

Етакчи марказий банклар томонидан олиб борилаётган қатъий пул-кредит сиёсати натижасида глобал инфляция босқичма-босқич пасайишда давом этиши билан бир қаторда иқтисодий ўсиш кўрсаткичларида барқарорлик кузатилмоқда.

Шу билан бирга, жаҳон миқёсида хизматлар инфляциясининг юқори сақланиб қолиши ҳамда геосиёсий кескинликлар давом этиши фойиз ставкаларини юмшатиш кечиктирилишига сабаб бўлмоқда.

Халқаро Валюта Жамғармасининг (ХВЖ) жаҳон иқтисодий ўсиши бўйича июль ойидаги прогнозлари, аввалгисига нисбатан деярли ўзгаришсиз, 2024 йилда 3,2 фоиз ва 2025 йилда 3,3 фоиз даражасида сақлаб қолинди (1.2.1-расм). Ривожланаётган иқтисодиётлар учун прогнозлар 0,1 фоиз бандга оширилиб, 2024-2025 йилларда бирдек 4,3 фоиздан ўсиши прогноз қилинган. Прогнозлар, асосан Хитойда жорий йил I чорақда экспорт ҳажми юқори бўлгани ҳисобига яхшиланди.

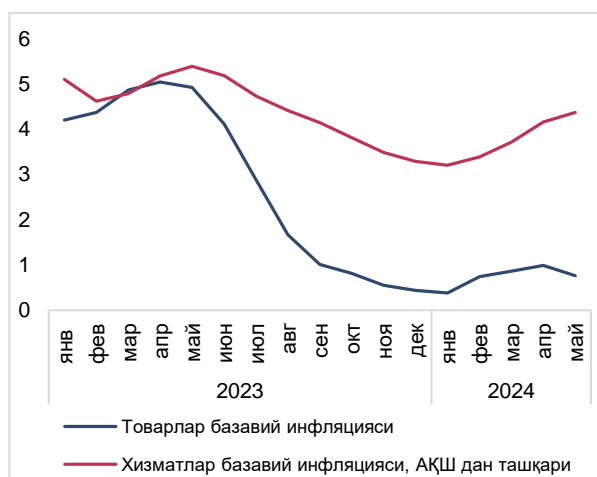
Жаҳонда, айниқса ривожланаётган мамлакатларда, товар ва хизматлар савдоси ҳажми ошишда давом этиб, 2024 йилда 4,2 фоизга ўсиши кутилмоқда (*ўтган йилги ўсишдан 2 баробар юқори*).

Хусусан, йил бошида Хитойдан бошқа мамлакатларга амалга оширилган савдо ҳажми сезиларли ошиши ва минтақалардаги геоиқтисодий вазият ҳисобига жаҳон контейнер ташиш индекси йил бошига нисбатан 2,2 баробарга ошди.

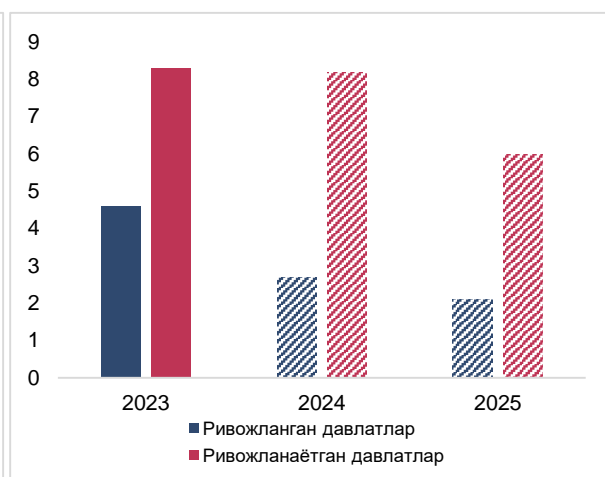
Сўнги икки йилда фоиз ставкаларининг ошиши жаҳон иқтисодиёти учун етарлича қатъийликни яратмоқда.

Шу билан бирга, келгусида инфляцион жараёнлар шаклланиши бўйича юқори ноаниқликлар сақланиб қолмоқда. Бу эса, ўз навбатида, етакчи марказий банклар пул-кредит сиёсатларини юмшатишга эҳтиёткорлик билан ёндашишларига олиб келмоқда. Ушбу ноаниқликлар, биринчи навбатда, юқори сақланиб қолаётган хизматлар инфляцияси билан ҳам изоҳланмоқда.

ХВЖ прогнозларига кўра, глобал инфляция секинлашишда давом этади (1.2.2-расм). Хусусан, ривожланган мамлакатларда секинлашиш сезиларли бўлиб, 2024 йилда 2,7 фоиз ва 2025 йилда 2,1 фоизгача пасайиши кутилмоқда. Ривожланаётган мамлакатларда эса инфляция пасайиш суръатлари биров секин кечади.

1.2.1-расм. Жаҳон инфляцияси, йиллик ўсиш суръати,² фоизда

1.2.2-расм. Жаҳон инфляцияси прогнози, йиллик кўрсаткич, фоизда



Манба: Жаҳон иқтисодий истиқболи, ХВЖ, Июль, 2024

Келгусида нархларга босим яратиши мумкин бўлган хатарлар сифатида кучли меҳнат бозори ва иш ҳақи ўсишини юқори суръатларда давом этиши, глобал савдо тўсиқларининг кўпайиши ва мамлакатлар ўртасидаги савдо оқимларининг заифлашиши қайд этилган. Натижада, халқаро таъминот занжирлари бўйлаб импорт харажатлари ошиши мумкин.

Инфляциянинг пасайиши фонида II чорақда глобал молиявий шароитлар юмшай бошлади. Хусусан, йирик ривожланган иқтисодиётларнинг³ ўртача тортилган фоиз ставкаси 6 базис пунктга камайиб, йиллик 4,7 фоизни ташкил этди. 2024 йилнинг иккинчи ярмида етакчи марказий банклар томонидан инфляция пасайиб бориши билан фоиз ставкаларини пасайтириш давом этиши кутилмоқда.

АҚШда фоиз ставкасининг навбатдаги эҳтимолий пасайиши жорий йилнинг ёз фаслидан куз ойларига кўчирилди. Июнда Европа Марказий банки фоиз ставкаларини йиллик 4 фоиздан 3,75 фоизгача пасайтирди.

ФЗТнинг юмшатиш сигнали ҳамда ЕМБ томонидан фоиз ставка пасайтирилиши фонида ташқи бозорларда молиялаштириш харажатларини кўрсатувчи SOFR ва EURIBOR 3 ойлик форвард ставкалари пасая бошлади.

Шу билан бирга, июль ойидан етакчи мамлакатларнинг 10 йиллик суверен облигациялари бўйича даромадлиликнинг пасайиши кузатилди. Бу, ўз навбатида, глобал молиявий шароитлар юмшай бошлаганидан далолат беради.

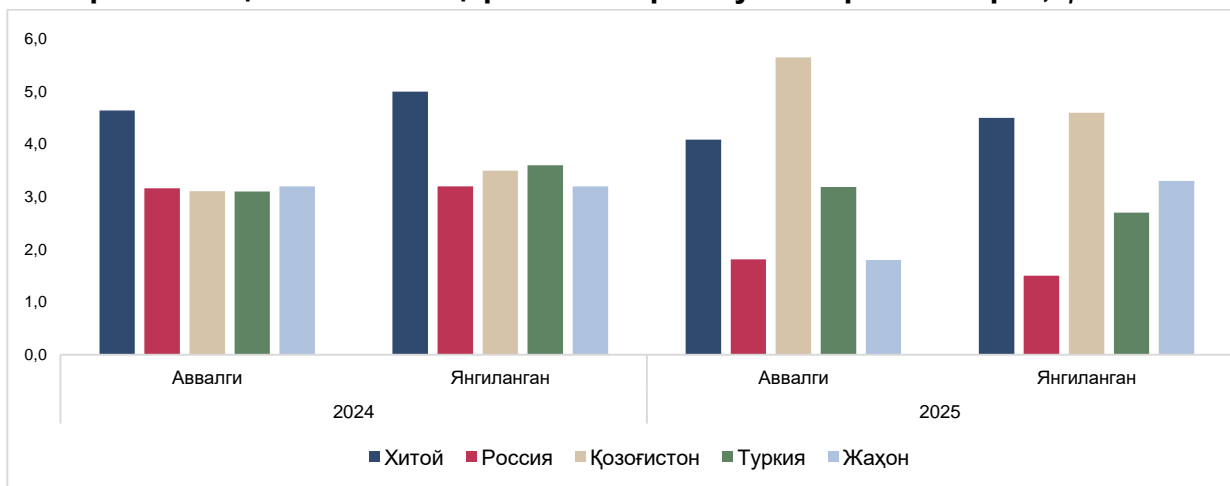
² 3 ойлик ўртача инфляция кўринишида

³ ХВЖ томонидан катта еттилик давлатлари классификацияси.

Хитойда саноат ишлаб чиқариши ва экспорт ҳажмларини тикланиши билан бир қаторда импорт ўсишининг секинлашуви, ички талаб заифлигига ишора бермоқда. Ички талабни қўллаб-қувватлаш мақсадида Хитой марказий банки июль ойида фоиз ставкаларини 10 базис пунктга пасайтириши орқали пул-кредит сиёсатини юмшатди⁴. Бу ўз навбатида, йил якунига 5 фоизлик иқтисодий ўсишга эришиш учун хизмат қилиши кутилмоқда.

Россияда ишбилармонлик фаоллигининг юқори ўсиши давом этмоқда. Саноатнинг ишлаб чиқариш тармоқлари, шунингдек, қурилиш, улгуржи ва чакана савдолар ҳажмлари жадал суръатларда ўсиб бормоқда.

1.2.3-расм. Жаҳон ишлаб чиқаришининг реал ўсиш прогнозлари*, фоизда



*Аввалги – 2024 йил апрелдаги прогноз, янгиланган – 2024 йил июлдаги прогноз.

Манба: Жаҳон иқтисодий истиқболи, ХВЖ, Июль, 2024.

Шу билан бирга, ташқи савдо операциялари бўйича ҳисоб-китоб жараёнининг мураккаблашиши ҳамда савдо чекловларининг кучайиши фонида июнь ойида импортнинг пасайиши кузатилди. Россияда реал ЯИМ ўсиши прогнози жорий йилда 3,2 фоиз даражасида сақланиб, 2025 йил учун 1,5 фоизгача пасайтирилди.

Қозоғистон иқтисодиётининг йиллик ўсиши жорий йилнинг биринчи ярми якунларига кўра, 3,3 фоизгача тезлашди. ХВЖ 2024 йил учун иқтисодий ўсиш прогнозларини пул-кредит шароитларини юмшатилиши ва истеъмолчилар талабига фискал рағбатлантиришнинг таъсирини ҳисобга олган ҳолда йиллик 3,5 фоизгача оширди. Шу билан бирга, Қозоғистон ташқи савдосида импортнинг пасайиши қайд этилиб, бу ички талаб заифлиги билан изоҳланмоқда.

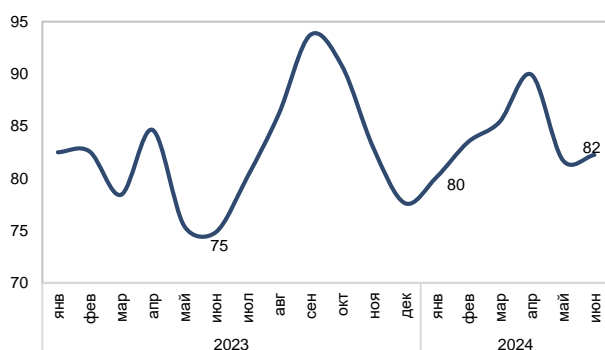
⁴ 1 йиллик асосий кредит ставкаси 3,45% дан 3,35% гача, ипотека кредитлари нархига таъсир қилувчи 5 йиллик фоиз ставкаси эса 3,85% дан 3,75% гача пасайтирилди. Манба: Хитой марказий банки.

Жорий йилда **Туркиянинг** иқтисодий ўсиши прогнози аввалгисига нисбатан оширилди (1.2.3-расм). Бунга, саноат ишлаб чиқариши ва хизмат кўрсатиш соҳаларидаги ўсиш асосий омиллардан этиб белгиланди. Пул-кредит шароитларининг қатъийлашишига қарамасдан ушбу соҳалардаги фаоллик инфляция даражасининг ҳаддан ташқари юқорилиги фонида юз бермоқда. Келажакда, қатъий пул-кредит сиёсати таъсирларининг намоён бўлиши оқибатида иқтисодий ўсишнинг мўътадил пасайиши кутилмоқда.

АҚШ энергетика ахборот маъмурияти прогнозларига кўра, йилнинг иккинчи ярмида нефть нархи ОПЕКнинг июнь ойидаги ишлаб чиқаришни қисман камайтириш тўғрисидаги қарори ва жаҳон бозорида нефть таклифининг камайиши фонида бир баррель учун 89 долларгача кўтарилади (1.2.4-расм).

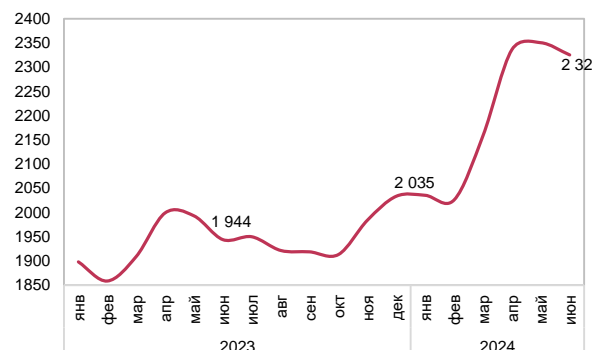
Олтин нархи турли омиллар, жумладан, геосиёсий хавфларнинг ортиши, ФЗТнинг ставкани пасайтириши бўйича кутилмалар ва марказий банклар томонидан талабнинг ортиши таъсирида ўсишда давом этмоқда.

1.2.4-расм. Brent маркали нефть нархи, АҚШ доллари / баррель



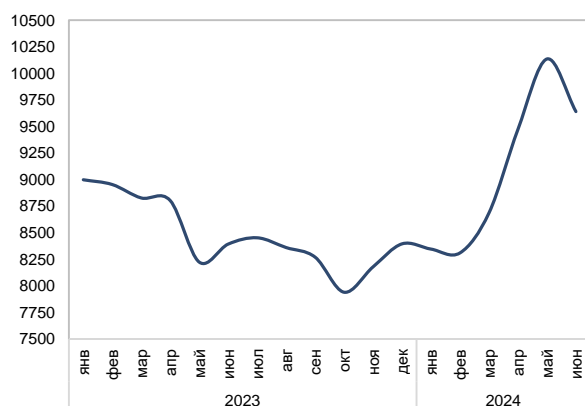
Манба: [statista.com](https://www.statista.com).

1.2.5-расм. Олтин нархи, АҚШ доллари / трой унцияси



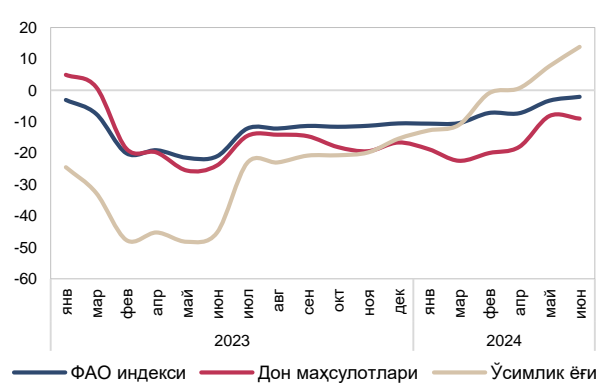
Манба: www.lbma.org.

1.2.6-расм. Мис нархи, АҚШ доллари / тонна



Манба: markets.businessinsider.com.

1.2.7-расм. FAO нархлар индекси динамикаси, фоизда



Манба: БМТнинг Озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилоти ([fao.org](https://www.fao.org))e4.

Мис нархи кўп жиҳатдан талаб ва таклиф омилларига боғлиқ. Ҳозирда жаҳон кўчмас мулк ва қурилиш секторида жами миснинг қарийб 30 фоизини истеъмол қилувчи Хитой ушбу омилларга сезиларли таъсир кўрсатмоқда. Шу сабабли, Хитойнинг қурилиш соҳаси ва кўчмас мулк бозори тикланиши даражаси келгуси чорақларда миснинг қийматини ҳал қилувчи омил бўлиб қолади.

ФАО индекси динамикасига кўра жаҳон озиқ-овқат нархлари 2023 йилги сезиларли пасайишдан сўнг 2024 йилда йиллик ўсиши тикланди (1.2.7-расм). Бунда, дон ва ўсимлик ёғлари нархлари ўсиши асосий оширувчи омиллардан бўлиб қолмоқда.

АҚШ қишлоқ хўжалиги вазирлигининг июль ойидаги ҳисоботида кўра⁵, 2024-2025 йилги мавсумда дунёда мойли экинлар ҳосили, хусусан, кунгабоқар ҳосилдорлигининг пасайиши туфайли бироз қисқарган. Ушбу қисқаришга Россия ва Украинада мавсум бошида кузатилган иссиқ ва қуруқ об-ҳаво натижасида ҳосилдорлик кутилмалари ёмонлашиши сабаб бўлди.

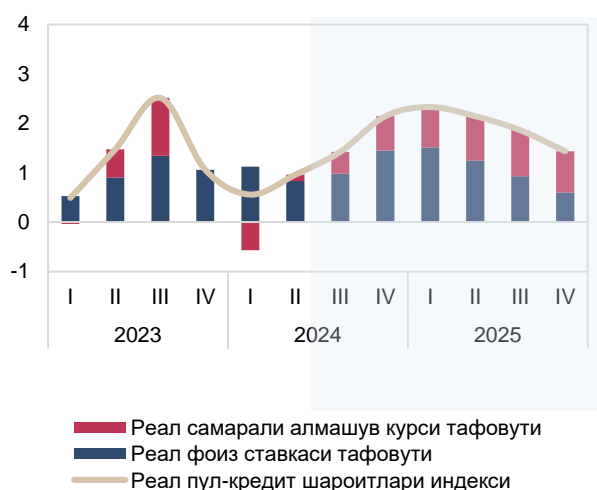
⁵ Жаҳон қишлоқ хўжалигига талаб ва таклиф ўлчовлари ҳисоботи, АҚШ Қишлоқ хўжалиги департаменти, июль 2024.

1.3. Пул-кредит шароитлари ва пул-кредит сиёсати истиқболи

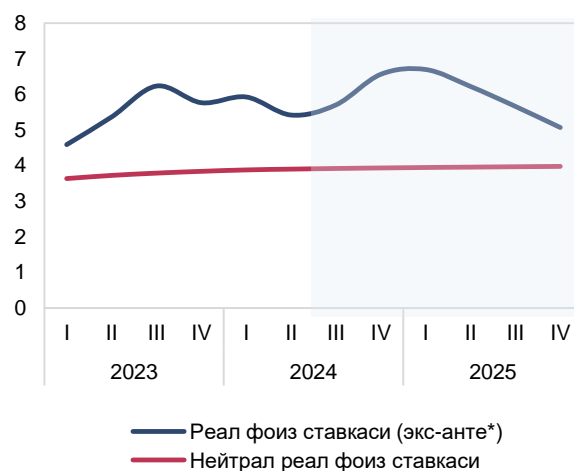
Марказий банк иқтисодиётда нисбатан қатъий пул-кредит шароитларини инфляция даражаси ўзининг 5 фоизлик таргетиғача пасайиб, кескин ўсиши бўйича хатарлар бартараф этилгунча сақлаб қолади.

Хусусан, иқтисодиётда ижобий реал фоиз ставкаларини таъминлаш орқали реал пул-кредит шароитлари индекси қийматининг инфляцияни пасайтириш учун етарли даражада шаклланишини таъминлаш чоралари кўрилади (1.3.1-расм).

1.3.1-расм. Реал пул-кредит шароитлари индекси



1.3.2-расм. Реал фоиз ставкаси, йиллик фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

*Жорий даврдан 6 ой кейинги рационал инфляцион кутилмалар асосида ҳисобланган.

Сўнгги чоракларда умумий инфляция даражасининг йиллик 8 фоизгача пасайиб боришига қарамасдан асосий ставка 14 фоиз даражасида ўзгаришсиз сақлаб келинаётган эди. Бунга асосий сабаб сифатида тартибга солинадиган нархларнинг эркинлаштирилиши бўйича кутилмалар бўлган.

Қатъий пул-кредит шароитларининг таъминланиши ва тарифлар оширилиши таъсирида умумий инфляциянинг ўсиши кутилганидан пастроқ бўлиб, бу иқтисодиёт субъектлари инфляцион кутилмаларининг бирмунча мувозанатли шаклланишида ўз аксини топди.

Асосий ставканинг июль ойида 0,5 фоиз бандга пасайтирилиши инфляциянинг пасайиб боришига бўлган ишонч ва олдинги ойларда юқори сақлаб келинган асосий ставка даражасининг нормаллашуви

ҳисобланиб, пул-кредит шароитлари қатъийлик даражасига сезиларли таъсир кўрсатмайди.

Ўрта муддатли макроиқтисодий ривожланишнинг янгиланган прогнози иқтисодиётда нархлар барқарорлигини таъминлаш ва инфляцияни 5 фоизгача пасайтириш мақсадида 2025 йилнинг II ярмига қадар пул-кредит шароитларини нисбатан қатъий даражада сақлаб қолиниши зарурлигини тақозо этмоқда (1.3.2-расм).

Бунда, асосий ставкани инфляциянинг пасайишига мос равишда пасайтиришда эҳтиёткорона ёндашув сақлаб қолинади ва инфляциянинг барқарор пасайиб бориши бўйича ишончнинг ортиши пасайтириш бўйича қарор қабул қилиш учун асос бўлади. Ташқи иқтисодий жараёнларнинг мураккаблиги асосий ставканинг келгуси эҳтимолий динамикаси бўйича бир тўхтамга келишни қийинлаштириб, инфляцияни ошириши мумкин бўлган ички ва ташқи омилларни чуқур ўрганишни талаб қилмоқда.

Иқтисодиётда инфляцион жараёнлар билан боғлиқ туб бурилиш юзага келган ва хатарлар ортиб борадиган шароитда Марказий банк нафақат асосий ставкани ўзгаришсиз сақлаб қолиш, балки уни ошириш томонга кўриб чиқиш имкониятларини ҳам инкор этмайди.

Реал пул-кредит шароитларини ифодаловчи иккинчи кўрсаткич реал самарали алмашув курси (РСАК) бўлиб, валюта оқимлари бўйича жорий ижобий тенденцияларнинг сақланиб қолиши шароитида РСАКнинг маълум даражада мустаҳкамланиб бориши ва пул-кредит шароитларини қатъийлаштирувчи таъсирга эга бўлиши прогноз қилинмоқда.

Умуман олганда, иқтисодиётда нисбатан қатъий пул-кредит шароитларининг ўрта муддатли истиқболда ҳам таъминланиши истеъмол талабини жиловлаши ва миллий валютадаги депозитлар жозибдорлигини ошириши орқали инфляциянинг прогнозлар доирасида шаклланиши ва таргетгача пасайиши учун зарур шарт-шароитларни яратади.

Асосий ставканинг жорий пасайтирилиши маълум муддат кечикиш билан (*одатда, 2-4 чорак*) иқтисодиётдаги бошқа фоиз ставкаларига ҳам пасайтирувчи таъсир кўрсатади. Бунда, инфляция даражасининг пасайиб бориши билан реал фоиз ставкаларига сезиларли таъсир кўрсатмаган ҳолда номинал фоиз ставкаларининг келгусида пасайиши

ҳам кредитлар ва депозитлар фоиз ставкаларида келгуси йилларда барқарор пасаяувчи динамика кузатилишига олиб келади.

Келгуси чоракларда ҳам банк тизими умумий ликвидлигида таркибий профицитнинг сақланиб қолиши, пул бозори фаоллигининг ортиб бориши ва унда РЕПО бозори улушининг ошиши, депозитларда юқори ўсиш суръатларининг сақланиб қолиши ва кредитлаш жараёнларининг мувозанатлашиб бориши кутилмоқда.

Мазкур кутилмалар, нисбатан қатъий пул-кредит шароитларининг самараси бўлиб, иқтисодиётда ялпи истеъмол талабининг мувозанатли шаклланишини таъминлаш орқали инфляцияга монетар омиллар таъсирини пасайтириб боришга хизмат қилади.

1.4. Инфляция прогнози ва инфляцион кутилмалар

2024 йилнинг янгиланган макроиқтисодий прогнозларига кўра, иқтисодиётдаги талаб омиллари барқарорлашуви ва инфляцион босимлар камайиши давом этиши билан йил якунида инфляция даражаси дастлабки прогнозларнинг қуйи чегарасига яқин шаклланиши кутилмоқда.

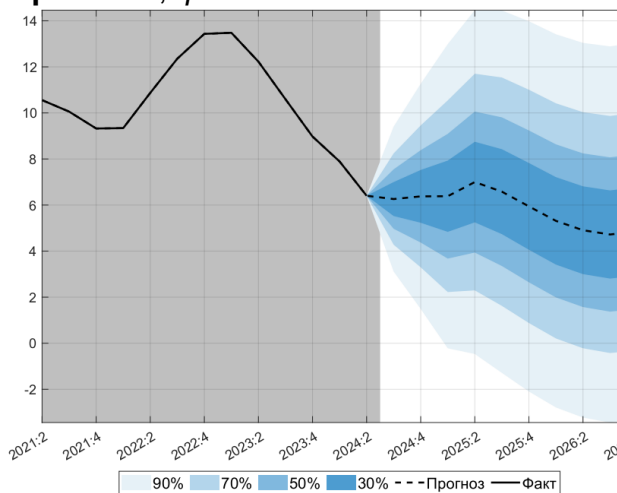
Жорий йил якунида базавий инфляция 6-7 фоиз, умумий инфляция эса 9 фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда. Прогнознинг пасайишига базавий инфляцияни аввалги прогноздан пастроқ баҳоланиши ҳамда мева-сабзавотлар нархларининг пасайиши бўйича кутилмалар асосий ҳисса қўшди.

Инфляция прогнозларини пасайиш томонга қайта кўриб чиқилгани келгуси чоракларда истеъмол фаоллигининг барқарорлашиши ҳисобига талаб инфляциясининг оширувчи босимлари камайиши, шунингдек, ички ва ташқи тақлиф омилларининг яхшиланиши фонида тақлиф хатарлари камайиши кутилаётгани билан изоҳланади.

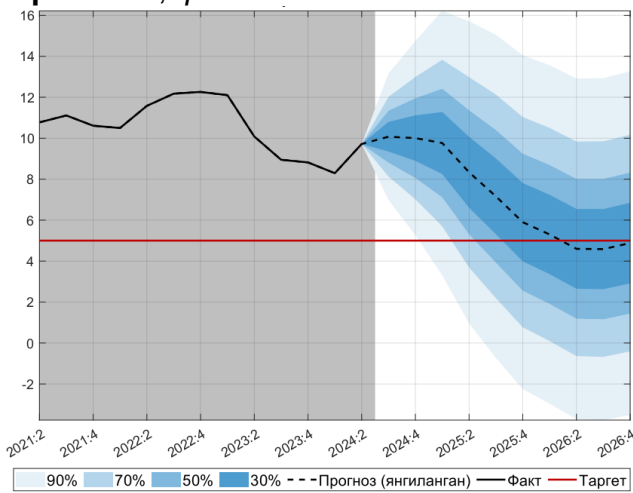
Жумладан, йил якунига қадар базавий инфляциянинг секинлашишига озиқ-овқатлар нархлари барқарорлашиши ҳамда ташқи шароитлар нисбатан яхшиланиши туфайли импорт инфляциясининг таъсири камайиши кутилмоқда.

Шу билан бирга, 2025-2026 йиллар учун базавий инфляция прогнозида сезиларли ўзгариш бўлмади. Реал маржинал харажатлар базавий инфляцияни пасайтирувчи таъсирга эга бўлса-да, апрелдаги прогноздан бироз юқори шаклланмоқда.

1.4.1-расм. Базавий инфляция прогнози, фоизда

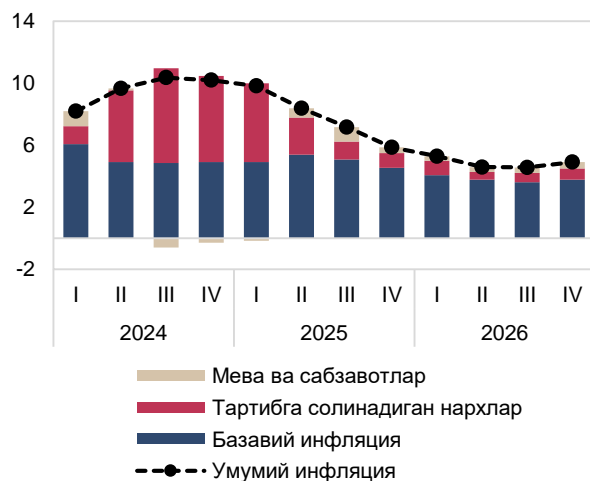


1.4.2-расм. Умумий инфляция прогнози, фоизда

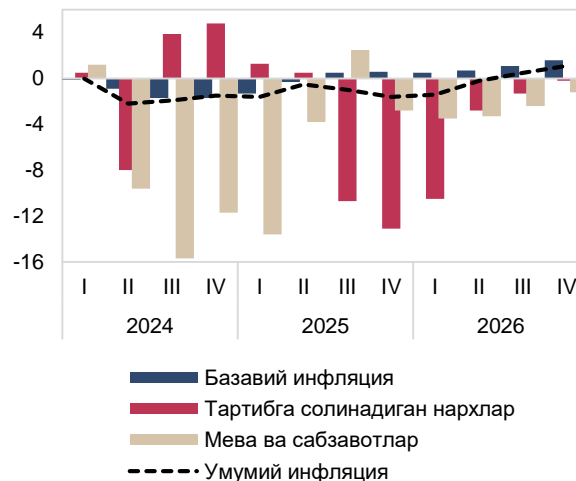


Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

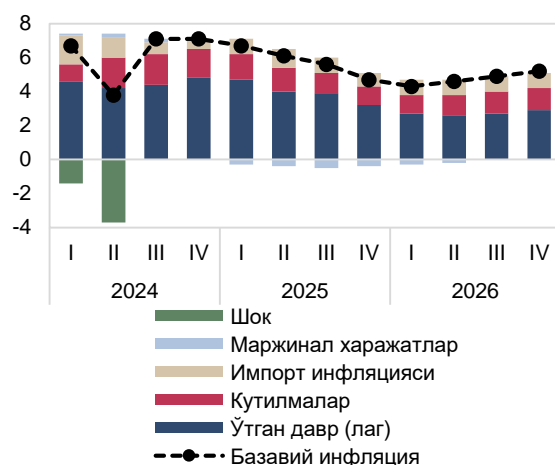
1.4.3-расм. Умумий инфляция прогнози медианаси декомпозицияси, фоизда



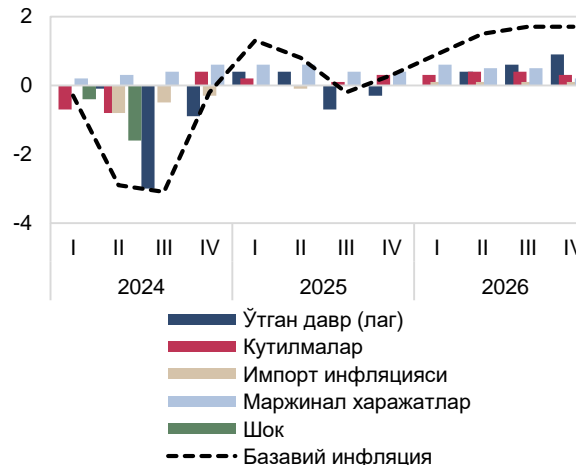
1.4.4-расм. Апрельдаги прогнозлар билан фарқи, фоизда



1.4.5-расм. Базавий инфляция прогнози медианаси декомпозицияси, фоизда



1.4.6-расм. Апрельдаги прогнозлар билан фарқи, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Прогнозларга кўра, иқтисодий ўсишнинг ижобий тафовутининг пасайиш динамикаси келгуси чорақларда ҳам давом этиб, йил якунига қадар нейтрал даражасига қайтиши фонида истеъмол фаоллигининг барқарорлашиши ҳамда ялпи талаб томонидан ички нархларга босимнинг камайиб бориши кутилмоқда.

Жорий йилнинг II чорагида кузатилган иш ҳақиларнинг реал ўсиш суръатлари мақбуллашиши келгусида ялпи истеъмол фаоллигининг таклиф омилларига мос равишда мувозанатлашишига ҳамда нархларга оширувчи босимларни камайиб боришига шароит яратади (1.4.7-расм).

Энергия тарифларининг эркинлаштирилганлиги ҳисобига уй ҳўжаликлари истеъмол харажатларида таркибий ўзгаришлар бўлиши

кутилмоқда. Бунда, аҳолининг айрим харажат йўналишларида ялпи истеъмол харажатларининг мақбуллашиши энергия нархлари оширилишининг иккиламчи таъсирларини маълум даражада мувозанатлаштиришга хизмат қилади.

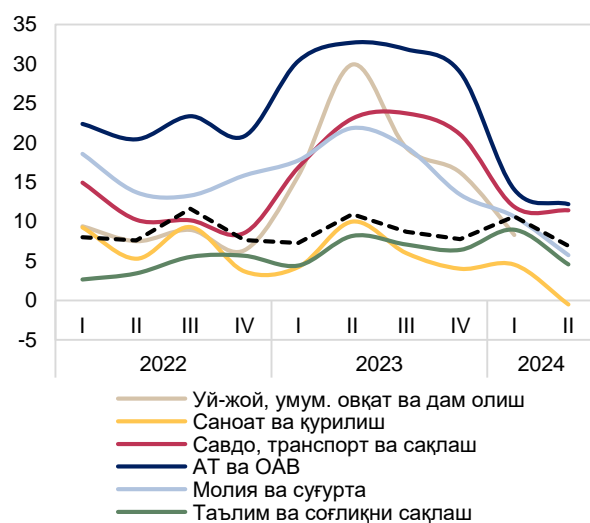
Ички ва ташқи шароитларнинг барқарорлашиши фонида таклиф омиллари яхшиланмоқда. Биринчи ярим йилликда қайд этилган озиқ-овқат товарлари импорт нархлари пасайиши келгуси чоракларда ҳам озиқ-овқат нархларини барқарорлашишига хизмат қилади (1.4.8-расм).

Шунингдек, 2024 йилнинг қиш-баҳор мавсуми аввалги йилгидан қулайроқ келгани, май-июнь ойларида мева-сабзавотлар нархининг сезиларли пасайганида ҳам намоён бўлди. Йил якунига қадар мавсумий тебранишларни ҳисобга олмаганда ушбу гуруҳ нархлари ҳам умумий инфляцияга пасайтирувчи таъсирга эга бўлади.

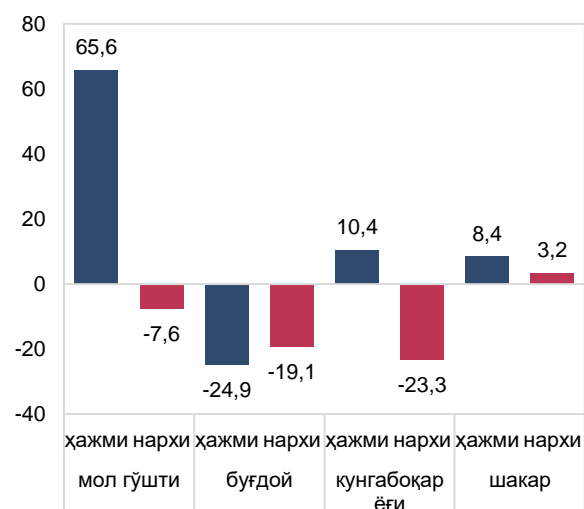
Ташқи таклиф омиллари бўйича айрим хатарлар сақланиб қолмоқда. Хусусан, жаҳон бозорида ўсимлик ёғлари ва гўшт нархининг кўтарилиб бораётгани ва мазкур тенденциялар келгуси чоракларда ҳам давом этиши бўйича кутилмалар мавжуд.

Шу билан бирга, хизматлар базавий инфляциясида ўсувчи динамика кузатилгани ва тартибга солинадиган нархларнинг иккиламчи таъсирлари кечикиб намоён бўлиш эҳтимоли сақланиб қолмоқда.

1.4.7-расм. Ўртача иш ҳақиларнинг реал ўсиши динамикаси, фоизда



1.4.8-расм. Асосий турдаги озиқ-овқат товарлари импорт ҳажми ва нархлари ўзгариши



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

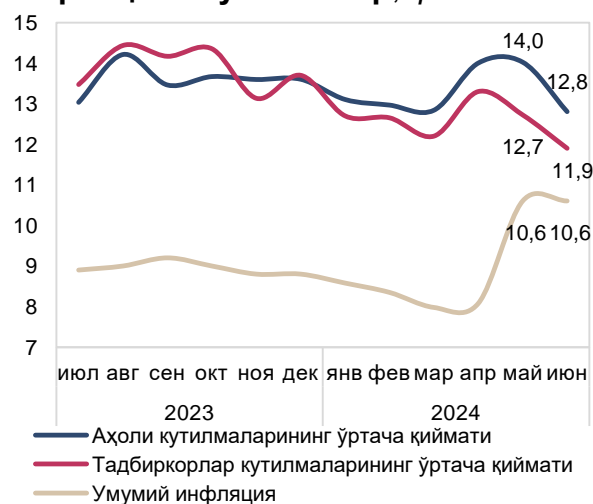
Инфляция кутилмалар динамикаси

2024 йилнинг II чорагида аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляция кутилмаларида ўзгарувчан тенденциялар кузатилди.

Бунда, аҳолининг келгуси 12 ой учун инфляция кутилмалари энергия ресурсларининг янги тарифлари эълон қилиниши билан апрель ойида 14 фоизгача кўтарилишидан сўнг, июнь ойига келиб 12,8 фоизгача пасайди. Тадбиркорлик субъектларининг инфляция кутилмалари эса апрель ойидаги 13,3 фоиздан июнь ойида 11,9 фоизгача пасайди (1.4.9-расм).

Аҳолининг келгусида нархлар бўйича кутилмалари пасайишига, асосан, озиқ-овқат товарлари ва мева-сабзавотларнинг нархлари ҳамда сўмнинг алмашув курси барқарорлашуви асосий таъсир кўрсатган (1.4.10-расм).

1.4.9-расм. Келгуси 12 ойлик инфляция кутилмалар, фоизда



1.4.10-расм. Инфляция кутилмаларининг омиллари респондентларнинг улуши, фоизда

	2023						2024					
	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декань	январь	февраль	март	апрель	май	июнь
Коммунал хизматларнинг қимматлашиши	32	27	34	36	38	37	39	39	42	55	57	54
Ёқилғи ва энергия нархининг қимматлашиши	36	43	45	49	43	47	49	54	50	47	49	47
Валюта курсининг ўзгариши	59	70	65	59	58	60	55	56	61	55	49	41
Монополия ва нархларнинг сунъий оширилиши	31	33	32	31	31	31	32	30	35	29	30	28
Транспорт харажатларининг ошиши	21	22	23	29	26	29	29	33	29	28	28	28
Иш ҳақи ва нафақаларнинг ошиши	32	36	30	24	38	33	32	28	29	23	24	26
Асосий озиқ-овқатларнинг қимматлашиши	24	23	26	25	24	24	24	22	26	25	22	21

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

1.5. Макроиқтисодий ривожланишдаги ноаниқликлар ва хатарлар

Ташқи хатар ва ноаниқликлар

Жаҳон иқтисодиётида хизматлар инфляциясининг нисбатан юқори сақланиб қолаётгани натижасида глобал инфляция пасайишининг секинлашиши бўйича хатарлар мавжуд бўлиб, етакчи марказий банклар томонидан фоиз ставкаларининг узоқроқ муддат юқори даражаларда сақлаб қолинишига сабаб бўлиши мумкин. Бу, ўз навбатида, ташқи қарз жалб қилишни қийинлаштириши ва унга хизмат кўрсатиш харажатларини ошиши орқали фискал ва молиявий хатарларни юзага келтириши мумкин.

Геосиёсий зиддиятларнинг давом этиши глобал савдо ва етказиб бериш занжирларида муаммолар юзага келиши бўйича хатарларни ҳам сақланиб қолишига хизмат қилмоқда. Хусусан, контейнерда ташиш нархларининг ошиши⁶, импорт нархларига бўлган босимлар келгусида ҳам сақланиб қолишига босим кўрсатади.

Юқори ноаниқликлар туфайли жаҳон хомашё бозорларида нархлар даражасининг тез ўзгарувчан динамикада шаклланиши ва асосий савдо ҳамкорлардаги иқтисодий фаолликнинг эҳтимолий секинлашиши мамлакат экспорт тушумларига салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

Ички хатар ва ноаниқликлар

Иқтисодиётда кузатилаётган юқори инвестицион фаолликнинг ва фискал харажатлар ошиш суръатининг давом этиши келгусида инвестицион талабни ҳамда аҳоли даромадларини ошириши орқали нархларга қўшимча босим яратиши мумкин.

Шу билан бирга, пул ўтказмалари динамикасидаги ўсувчи тенденциялар ҳам аҳолининг реал даромадлари барқарор ўсиши бўйича кутилмаларни оширмоқда. Даромадларнинг ошиб бориши иқтисодий ўсишни рағбатлантирувчи асосий омиллардан бўлсада, бу фаоллик қўшимча истеъмол талабини ошириши орқали инфляцион босимни кучайтириши мумкин.

Бугунги кунда хизматлар базавий инфляциясининг товарлар гуруҳига нисбатан юқори шаклланаётгани иқтисодиётда инфляцияни

⁶ Drewry жаҳон контейнер ташуви композит индекси (Drewry World Container Index) жорий йил май-июнь ойларида 2 баробарга юқорилаб, бир контейнер учун 2,7 минг АҚШ долларидан 5,8 минг АҚШ долларигача ошди.

оширувчи таклиф омиллари билан бир қаторда, талаб омиллари ҳам тўлиқ жиловланмаганлигини кўрсатмоқда. Бу, юқоридаги омиллар билан бирга, келгусида умумий инфляциянинг пасаяувчи динамикасини таъминлашга қаратилган чораларни кучайтиришни тақозо этади.

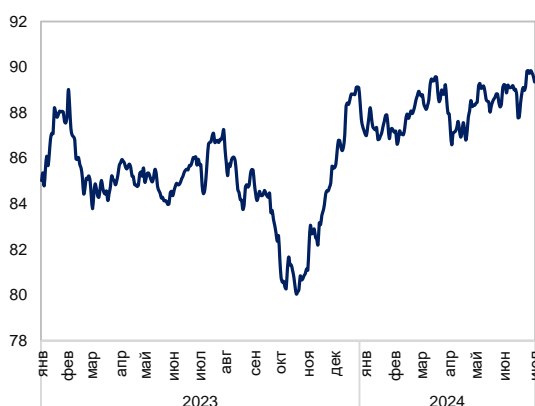
2024 йил 1 августдан автомобилларга газ тўлдириш компрессор шохобчаларида метан чакана нархи учун белгиланган юқори нарх чегараси (3750 сўм) бўйича чеклов муддатининг тугаши кутилмоқда. Ушбу чегаранинг ошириб қайта ўрнатилиши ёки эркинлаштирилиши натижасида юқори талаб туфайли нархи ошиши келгусида транспорт ва етказиб бериш харажатларига сезиларли босим яратиб, ташиш хизматлари нархларига оширувчи таъсирга эга бўлиши мумкин.

Мазкур омил ва хатарларнинг инфляцияга таъсирини камайтиришда пул-кредит ва фискал сиёсатларини қатъий даражада юритилишини таъминлаш, шу билан бирга, ташқи савдони эркинлаштириш ва диверсификациялаш ҳамда қиш-баҳор мавсуми учун захиралар яратиш муҳим аҳамият касб этади.

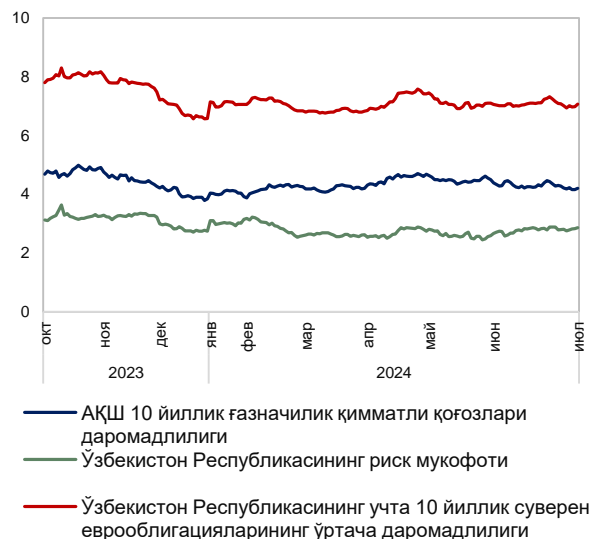
Суверен облигациялар даромадлиги динамикаси ва уларга таъсир этувчи омиллар

Дунёда юқори фоиз ставкалари фонида мамлакатлар облигациялари бўйича даромадлилик юқори даражада шаклланмоқда. Бу эса глобал молиявий шароитларнинг қатъийлиги давом этаётганидан далолат беради.

1-расм. Ривожланаётган бозорлар облигациялари ўзгарувчанлиги (EMBIV) кўрсаткичи, фоизда



2-расм. АҚШ ғазначилик қимматли қоғозлари ва Ўзбекистон суверен еврооблигациялари бўйича даромадлилик, риск мукофоти, фоизда



Манба: Bloomberg.com

Манба: investing.com, Bloomberg.com

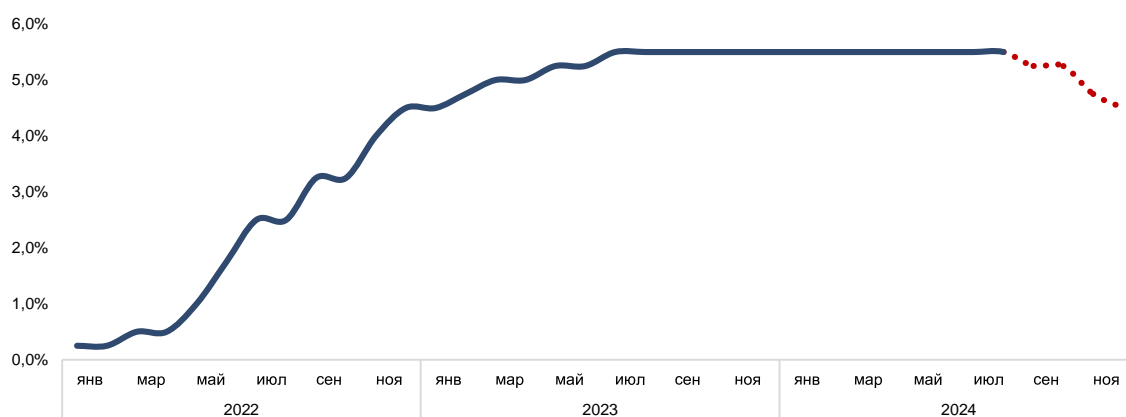
JP Morganнинг EMBIV⁷ кўрсаткичи маълумотларига кўра (1-расм), Яқин Шарқ минтақасида геосиёсий кескинликнинг кучайиши, шунингдек, ФЗТ узоқ вақт давомида фоиз ставкаларини юқори даражада ўзгаришсиз сақлаб туриши ҳисобига ўтган йилнинг октябрь ойидан ривожланаётган мамлакатлар облигациялари даромадлиги бўйича тебранувчанлик сезиларли ошди. Ушбу индекс динамикаси инвесторлар томонидан ривожланаётган мамлакатларда ноаниқлик даражаси юқори баҳоланаётганлигини кўрсатади.

Юқори шаклланаётган хатар мукофотлари билан бир қаторда фоиз ставкалари юқорилиги ривожланаётган давлатлар учун ташқи қарз жалб қилишни қийинлаштиради.

Йил бошидан Ўзбекистоннинг 10 йиллик суверен еврооблигациялари⁸ бўйича даромадлилик (7 фоиз) ва мамлакат хатар мукофоти⁹ (2,9 фоиз) ўзгаришсиз шаклланмоқда (2-расм). Бу, нисбатан барқарор алмашув курси ва етарли олтин-валюта захиралари ҳисобига инвесторларнинг мамлакат макроиқтисодий барқарорлигига бўлган ишончидан далолат беради.

АҚШ инфляциясининг сўнгги ойлардаги секинлашиши (2,6 фоиз)¹⁰ ҳисобига бозорларда Федерал Захира Тизимининг пул-кредит сиёсатини юмшата бошлаши борасидаги оптимистик қарашлар ошди (3-расм). Натижада, муомалада бўлган облигациялар нархининг ошиши ва даромадлигининг пасайиши кузатилмоқда.

3-расм. ФЗТ ставкаси ва унинг кутилаётган даражалари, фоизда



Манба: Молия бозори иштирокчилари кутилмалари

⁷ EMBIV (Emerging Market Bond Volatility) – EMBI индексига киритилган ривожланаётган бозорлар облигацияларининг ўзгарувчанлиги кўрсаткичи (Ўзбекистон бу рўйхатга киритилмаган) бўлиб, облигациялар даромадлиги ўзгариши даражасини ўлчайди ва инвесторларни ушбу мамлакатлар облигациялари билан боғлиқ хатарлар тўғрисида хабардор қилади.

⁸ Суверен еврооблигациялар – бу давлат ҳукумати томонидан чиқарилган ва эмитент учун чет эл валютасида бўлган облигациялар бўлиб, халқаро андеррайтерлар синдикати ёрдамида хорижий инвесторлар орасида жойлаштирилади. Бундай облигациялар ташқи молиялаштириш манбаи ҳисобланади.

⁹ Хатар мукофоти Ўзбекистоннинг 10 йиллик суверен еврооблигациялар даромадлиги ва АҚШ ғазначилигининг 10 йиллик қимматли қоғозлари даромадлиги ўртасидаги тафовут сифатида ўлчанади. Мамлакатнинг хатар мукофотини белгиловчи омилларга: макроиқтисодий кўрсаткичлар, мамлакатнинг сиёсий бошқарув тизими, иқтисодиётда коррупция даражаси, ҳуқуқий тизим ва геосиёсий хатарлар киради.

¹⁰ АҚШ шахсий истеъмол харажатлари (PCE) дефлятори, 2024 йил май ойи маълумотлари. Манба: www.bea.gov

Етакчи марказий банкларнинг пул-кредит сиёсати чоралари фарқланиши ва бунинг жаҳон иқтисодиётига таъсири

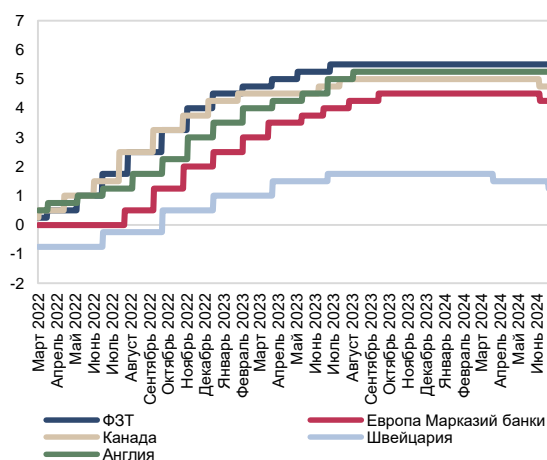
Жаҳон миқёсида пул-кредит шароитлари шаклланишига, асосан, ривожланган давлатлар (АҚШ, Европа Иттифоқи ва бошқалар) пул-кредит шароитлари таъсир кўрсатади. Ўз навбатида, глобал пул-кредит шароитлари бошқа иқтисодиётларга бевосита ва билвосита таъсир ўтказиши мумкин. Ушбу таъсир даражаси мамлакатнинг жаҳон иқтисодиётига интеграциялашуви кўлами билан боғлиқ бўлади.

2022 йилда етакчи хорижий марказий банклар томонидан глобал инфляцион жараёнларнинг сезиларли тезлашишига жавобан пул-кредит шароитларини қатъийлаштириш сиёсати олиб борилди ва бу жараён 2023 йил II ярмигача давом этди.

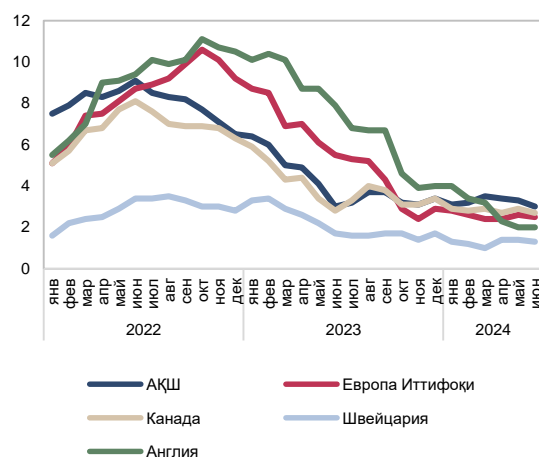
Ҳозирги даврга келиб, кўплаб ривожланган давлатларда инфляциянинг пасайиб бориши ва ички иқтисодий шароитларнинг мувозанатлашуви пул-кредит шароитларини юмшатиш циклига ўтиш имконини бермоқда.

Хусусан, 2024 йилнинг I чорагида етакчи хорижий марказий банклар қатъий пул-кредит шароитларини сақлаб турган бўлса, II чорак якунига келиб, улар пул-кредит шароитларини юмшатиш томонга қайта кўриб чиқишни бошлади.

1-расм. Ф3Т ва ривожланган давлатлар асосий ставкалари динамикаси, фоизда



2-расм. Ривожланган давлатларда инфляция динамикаси, фоизда



Манба: tradingeconomics.com

Жумладан, июнь ойида Европа Марказий банки ва Канада Марказий банки асосий ставкаларини 0,25 фоиз бандга пасайтириш бўйича қарор қабул қилди. Бундан аввалроқ март ойида Швейцария марказий банки асосий ставкасини 0,25 фоиз бандга ва июнь ойида яна 0,25 фоиз бандга пасайтириб, 1,25 фоиз этиб белгилади (1-расм).

Шу билан бирга, Федерал Захира Тизими (Ф3Т) пул-кредит шароитларини юмшатишга шошилмаяпти. Ф3Т буни иқтисодиётда ялпи талабнинг фаоллиги ҳисобига юзага келаётган юқори иқтисодий ўсиш ҳамда инфляцион жараёнларнинг пасаювчи трендга ўтишига ишонч ҳосил қилиш зарурлиги билан изоҳлаган.

Инфляцияни жилowlаниши ва пасайиб бориши билан Европа Иттифоқи ва бошқа ривожланган давлатларда иқтисодий ўсиш кўрсаткичлари АҚШга нисбатан

анча паст шаклланмоқда. Бу, ўз навбатида, уларда пул-кредит шароитларини юмшатиш ва шу орқали иқтисодийни қўллаб-қувватлаш имкониятини яратмоқда.

АҚШ ва Европа давлатларида фоиз ставкалари бўйича қарорларнинг фарқланиши улардаги инфляцион жараёнларнинг характериға ҳам боғлиқ. АҚШда асосан талаб инфляцияси юзага келган бўлса, Европада энергия ресурслари нархлари ва таклиф омиллари инфляцияға босим яратган. Бу, ўз навбатида, иқтисодий фаоллик кўрсаткичларида ҳам ўз аксини топиб, АҚШда Еврохудудға нисбатан сезиларли юқори иқтисодий ўсиш суръатлари кузатилмоқда.

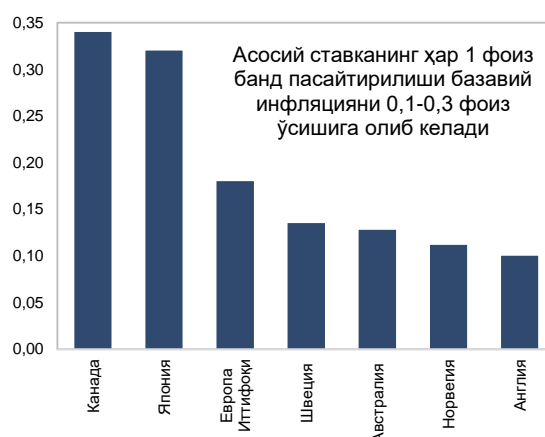
ФЗТ қатъий пул-кредит шароитларини сақлаб қолаётган вазиятда бошқа ривожланган давлатлар пул-кредит шароитлари юмшатилиши натижасида асосий ставкалар ўртасидаги тафовут ортиб бориши ва узоқ давом этиши жаҳон молия тизими барқарорлиғига салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

Фоиз ставкалари тафовути, биринчи навбатда, валюта курси канали орқали иқтисодийта таъсир кўрсатиб, АҚШ долларининг бошқа валюталарға нисбатан қадри ошишиға (*давлатлар валюталарининг қадрсизланишиға*) олиб келади. Шу билан бирға, бошқа давлатлар валюта курсининг қадрсизланиши, ўз навбатида, импорт нархларининг ошиши орқали ушбу мамлакатларда инфляцияға босим яратиши мумкин (*3-4-расмлар*).

3-расм. ФЗТ ва ривожланган давлатлар асосий ставкалари ўртасидаги фарқнинг валюта курсига таъсири, фоизда



4-расм. Ривожланган давлатлар асосий ставкалари пасайтирилишининг базавий инфляцияға таъсири, фоизда

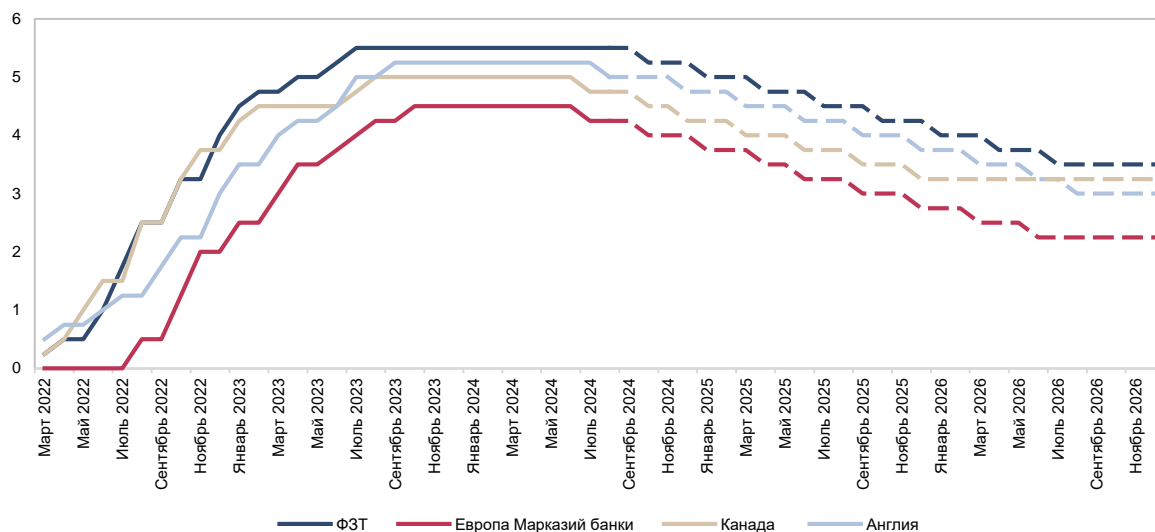


Манба: Goldman Sachs ҳисоб-китоблари

Бундан ташқари, фоиз ставкаларидаги сезиларли тафовут шаклланиши хорижий инвесторларни ўз капиталларини юқори фоиз ставкали бозорларға (*масалан, АҚШға*) олиб чиқиб кетишға ундайди. Доллар курсининг ошиши шароитида дунёнинг кўплаб ривожланаётган давлатларида жалб қилинган ташқи қарз маблағларига хизмат кўрсатиш билан боғлиқ муаммолар юзага келиши мумкин.

Жорий йил якуниға қадар бозор иштирокчилари томонидан ФЗТ 2 маротаба (*сентябрь, декабрь*), ЕМБ ҳам қўшимча 2 маротаба (*сентябрь, декабрь*) ўз фоиз ставкаларини пасайтириши кутилмоқда (*5-расм*).

5-расм. ФЗТ ва ривожланган давлатлар асосий ставкалари ўзгариши прогнози, фоизда



Манба: Goldman Sachs ҳисоб-китоблари

Қайд этиш лозимки, дунёдаги геосиёсий кескинлик, сунъий интеллект имкониятларининг амалиётда кенг қўлланилиши ва давлатлар фискал харажатларининг (айниқса мудофаа ва яшил иқтисодиётни ривожлантиришга) ортиши фонида етакчи марказий банклар асосий ставкаларини пандемиядан олдинги даражагача тушириш мақбул эмас деб ҳисоблашмоқда ва иқтисодиётлардаги нейтрал фоиз ставкалари даражасини ошганини таъкидламоқда.

Етакчи марказий банклар томонидан фоиз ставкаларининг пасайтирилиши жаҳон иқтисодий ўсишини тезлаштиради ва қарз маблағларини жалб қилиш шароитларини осонлаштиради.

Инфляцион кутилмалар, сезилган ва жорий инфляция орасидаги боғлиқлик таҳлили

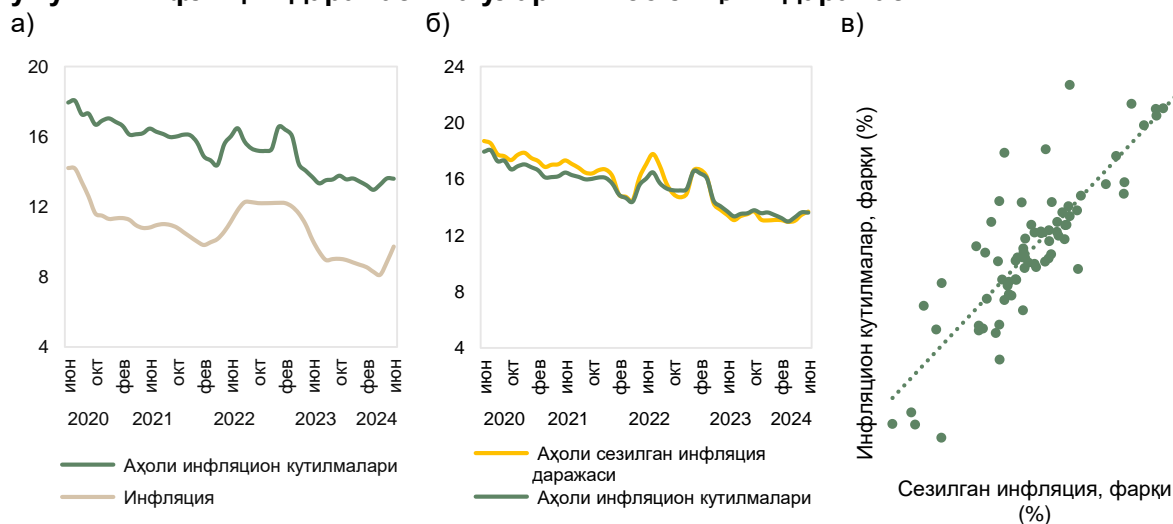
Инфляция даражаси шаклланишида иқтисодий субъектларнинг инфляцион кутилмалари асосий омиллардан бири ҳисобланиб, уй хўжалиқларининг истеъмол ва жамғариш, шунингдек, тадбиркорларнинг нарх сиёсати, инвестиция ва иш ҳақи бўйича қарорлар қабул қилишида муҳим аҳамиятга эга.

Инфляцион кутилмаларнинг икки хил: **рационал** (*forward-looking*) ва **адаптив** (*backward-looking*) турлари мавжуд. Иқтисодий субъектлар нархлар бўйича кутилмаларини мавжуд барча маълумотлардан фойдаланган ҳолда шакллантирса кутилмалар рационал ҳисобланади. Аксинча, кутилмалар асосан нархларнинг ўтган даврдаги ўзгариши асосида шаклланса адаптив кутилмалар дейилади.

Халқаро тажрибага кўра, иқтисодиёт субъектлари томонидан сезилган инфляция даражаси, инфляцион кутилмалар ва инфляция даражаси орасидаги боғлиқликни аниқлаш бўйича эмпирик таҳлиллар ушбу кўрсаткичлар орасида ижобий боғлиқлик мавжудлигини кўрсатган ҳамда инфляцион кутилмаларнинг инфляция кўрсаткичи ва сезилган инфляция даражаси билан боғлиқлиги юқори даражада бўлиши кутилмалар адаптивлиги бўйича хулоса қилишга асос бўлган.

Статистик таҳлиллар натижалари мамлакатимиз мисолида ҳам аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг нархлар ўзгариши бўйича кутилмалари ва умумий инфляция кўрсаткичи орасида ижобий боғлиқлик борлигини кўрсатмоқда (1-расм).

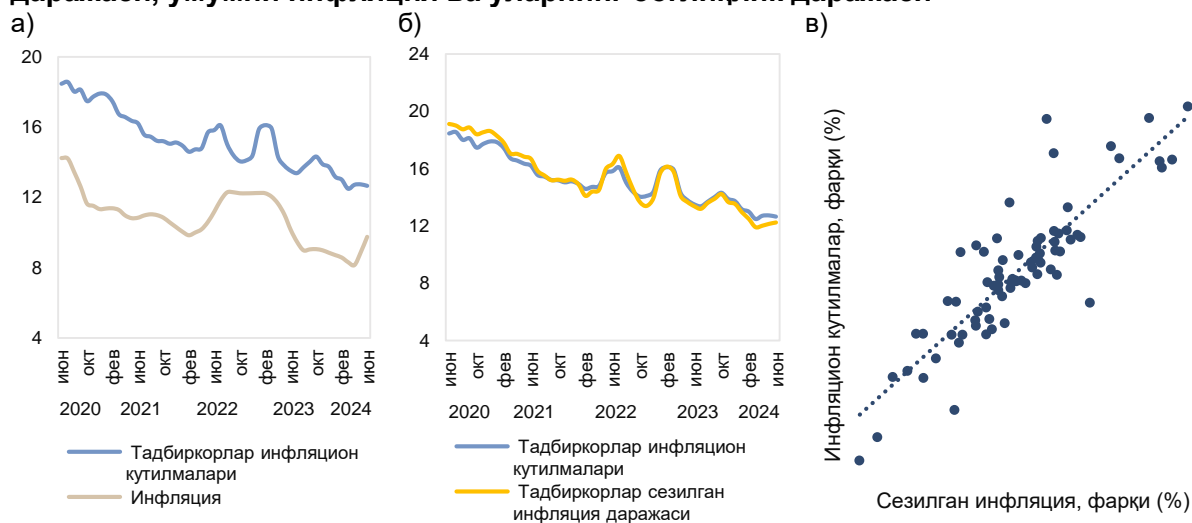
1-расм. Аҳолининг инфляцион кутилмалари, сезилган инфляция даражаси, умумий инфляция даражаси ва уларнинг боғлиқлик даражаси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Ҳисоб-китобларга кўра, аҳоли ва тадбиркорларнинг келгуси 12 ойлик инфляцион кутилмалари ҳамда ўтган 12 ойда сезилган инфляция даражалари ўртасидаги корреляция коэффицентлари, мос равишда 0,86 ва 0,87га тенг бўлди. Ушбу юқори боғлиқлик, Ўзбекистонда уй хўжалиқлари ҳамда тадбиркорлик субъектларининг келгусида нархлар бўйича кутилмалари адаптив эканлигини англатади. Яъни, аҳоли ҳамда бизнес субъектлари келгусида нархлар ўзгариши бўйича кутилмаларини шакллантиришда жорий нархлар даражасига асосланаётганини кўрсатади.

2-расм. Тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари, сезилган инфляция даражаси, умумий инфляция ва уларнинг боғлиқлик даражаси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Хусусан, мамлакатимизда инфляцион кутилмалар умумий инфляция даражаси ёки унинг мақсадли кўрсаткичларидан сезиларли даражада юқори шаклланишини ҳам кутилмаларнинг адаптивлиги билан изоҳлаш мумкин.

Таъкидлаш жоизки, инфляциянинг мақсадли (*target*) кўрсаткичига эришишда марказий банклар томонидан иқтисодий субъектларнинг инфляцион кутилмаларини жиловлаш муҳим аҳамият касб этади. Бунда, кутилмаларни жиловлаш деганда Марказий банклар инфляция прогнозлари, келгусида кутилаётган инфляцион хатарлар ва уларнинг таъсирини бартараф этиш юзасидан пул-кредит сиёсати чоралари тўғрисида батафсил маълумот бериш орқали кутилмалар шаклланишига таъсир кўрсатиши тушунилади. Ушбу таъсир самарали бўлишида кутилмалар юқорида қайд этилган маълумотларни ҳисобга олган ҳолда рационал шаклланиши талаб этилади.

Аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмаларини жиловлашда, Марказий банк ҳамда ҳукумат томонидан иқтисодиётда нархлар барқарорлигини таъминлаш юзасидан чора-тадбирлар изчил амалга оширилиши, шаффофлашиши ва қарорлар ўрта муддатли истиқболга қаратилиши ҳамда улар бўйича тегишли маълумотларнинг ўз вақтида бозор иштирокчиларига етказиб борилиши аҳоли ҳамда тадбиркорларда рационал кутилмалар шаклланишига тўртки беради.

II. ЖОРИЙ МАКРОИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР

2.1. Ички иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб омиллари

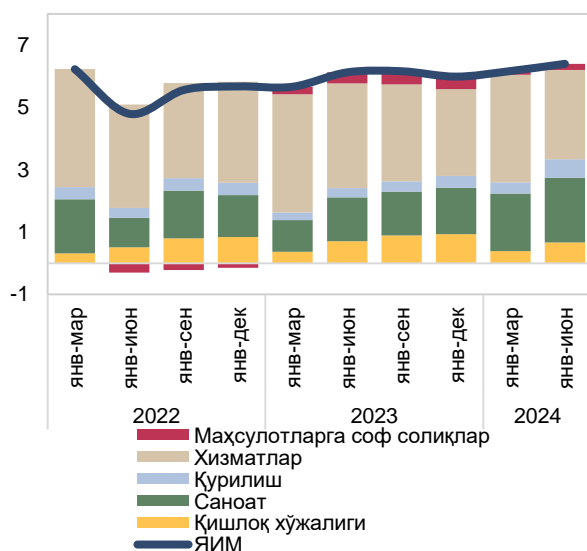
2024 йилнинг I ярим йиллиги якунларига кўра, иқтисодий ўсиш суръатлари тезлашиб, асосан, ишлаб чиқариш ва инвестиция фаоллиги ҳисобига қўллаб-қувватланди. Пул ўтказмалари ҳажмининг сезиларли ошиши уй хўжаликлари даромадларининг ошишига ва барқарор истеъмол талабини шаклланишига хизмат қилди.

Шу билан бирга, ушбу даврда бюджет даромадлари тушуми ўсиш суръатининг тезлашиши ва давлат харажатлари ўсишининг секинлашиши кузатилди. Ташқи савдо динамикасининг мувозанатлашуви давом этиб, валюта курсига ижобий таъсир кўрсатди.

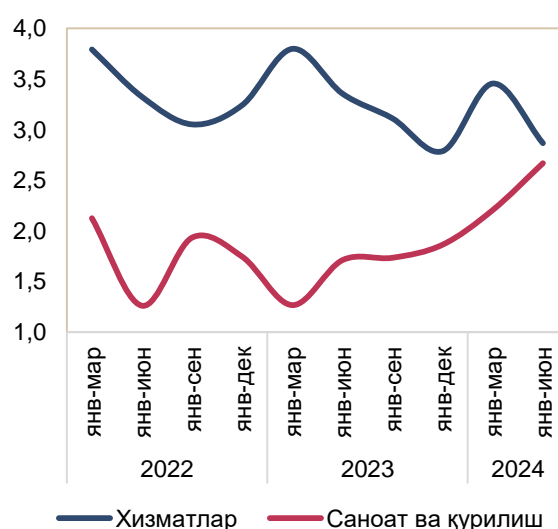
Иқтисодий ўсиш. 2024 йилнинг II чорагида иқтисодиётнинг жадаллашуви давом этиб, биринчи ярим йилликда ялпи ички маҳсулотнинг реал ўсиши ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 6,4 фоизни ташкил этди (2.1.1-расм).

Таклиф томонидан ўсишнинг асосий омиллари сифатида саноат, қурилиш ва хизматлар соҳаси бўлди. Бунда, сўнгги йилларда кузатилган хизматлар соҳасининг салмоқли ҳиссаси саноат ва қурилишдаги юқори ўсиш фониди босқичма-босқич камая бошлаган (2.1.2-расм).

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



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



Манба: Статистика агентлиги

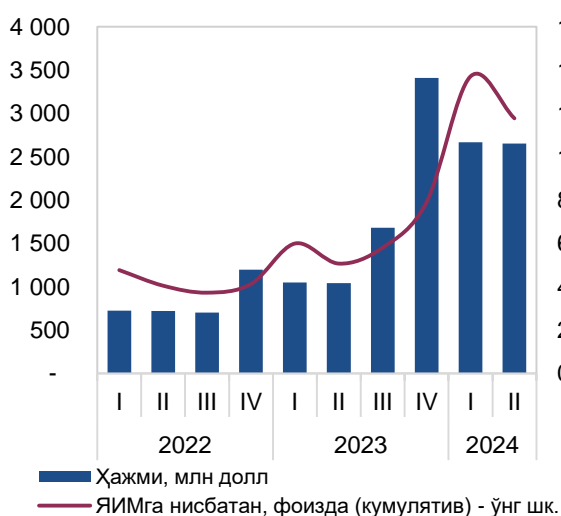
Биринчи ярим йиллик якунига кўра, саноат ва қурилиш тармоқлари ўсиши ўтган йилнинг мос даврига нисбатан тезлашиб, ялпи ички маҳсулот ўсишидан сезиларли даражада юқори бўлди. Хусусан, реал ўсиш даражаси қурилишда 10,1 фоизни, саноатда эса 7,8 фоизни ташкил этди. Бунга автомобилсозлик, тўқимачилик ва металлургия саноати катта ҳисса қўшди.

Ялпи талабни қўллаб-қувватловчи инвестицион фаоллик, асосан, тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ва кафолатланмаган хорижий кредитлар ҳисобидан давом этмоқда (*реал ўсиш – 66,3 фоиз*). Инвестицияларнинг асосий қисми ишлаб чиқариш саноатига йўналтирилмоқда. Шу билан бирга, жорий даврда тоғ-кон саноатига инвестициялар ҳам сезиларли ошди (*2.1.3-расм*).

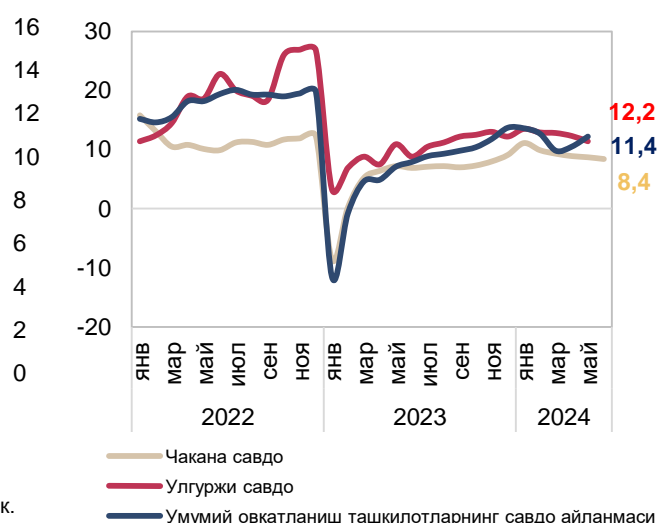
Қурилишнинг юқори ўсиш суръатларига қарамасдан, ушбу соҳага инвестициялар, жумладан, уй-жой қурилишига йўналтирилган маблағлар улуши бироз камайди. Бундан ташқари, ушбу секторда иш ҳақининг ўсиши секинлашиб, мамлакатдаги ўртача иш ҳақи ўсиш суръатларидан пастроқ шаклланди.

Истеъмол фаоллиги барқарор равишда юқорилигича қолмоқда. Чакана савдо товар айланмаси (*8,4 фоиз*), умумий овқатланиш (*11,4 фоиз*) ва туризм хизматлари импорти (*61,9 фоиз*) юқори ўсишда давом этмоқда (*2.1.4-расм*). Пул ўтказмалари динамикаси ва фискал рағбатлантиришлар келгусида истеъмол фаоллигини қўллаб-қувватловчи омиллардан бўлиши мумкин.

2.1.3-расм. Тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар динамикаси



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



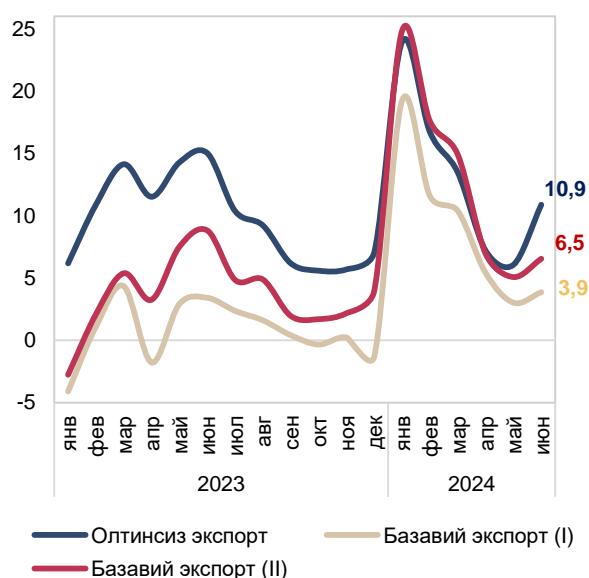
Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари

Биринчи ярим йилликда жами экспорт ҳажмининг ўсиш суръати йиллик 5,5 фоизни, олтин экспортини ҳисобга олмаганда 10,9 фоизни ташкил этди. Базавий экспорт асосий савдо ҳамкорларда юқори ўсиш суръатлари, қулай глобал нархлар шароити (*уран ва мис*) ва хизматларга (*туризм ва ахборот технологиялари*) бўлган талаб билан қўллаб-қувватланмоқда. Айрим тоифадаги товарлар, хусусан, тўқимачилик маҳсулотлари, рангли металллар (*рух*), қора металллар, машина ва ускуналар компонентларида пасайиш кузатилмоқда (2.1.5-расм).

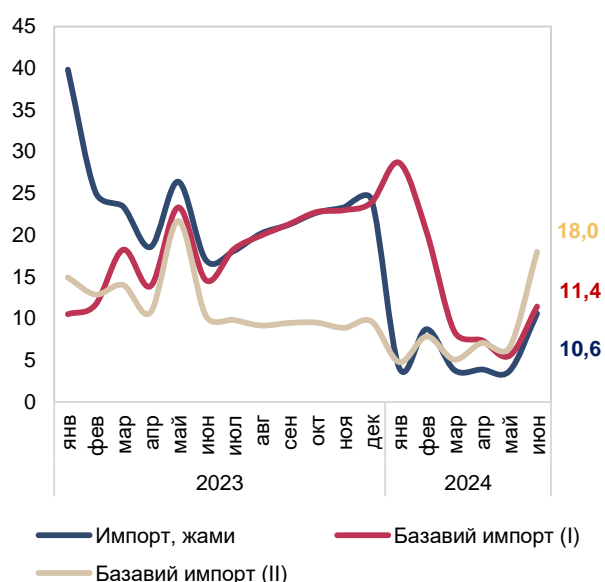
Июнь ойида импорт ҳажми ўсиши динамикаси тезлашиб, I ярим йилликда 10,6 фоизни ташкил этди. Энергия ресурслари ва хизматлар импорти умумий ўсиш суръатларига салмоқли ҳисса қўшди (2.1.6-расм).

Жорий йилнинг январь-июнь ойларида пул ўтказмаларининг умумий оқими 6,5 млрд. долларни ташкил этиб, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 25 фоизга ошди. Пул ўтказмаларининг сезиларли ўсишини чет элдаги меҳнат мухожирлари учун анъанавий бўлган мамлакатлар валюталарининг нисбатан барқарорлиги, иш ҳақининг ошиши, аксарият қабул қилувчи мамлакатларда юқори иқтисодий фаоллик ва ишчи кучига барқарор талаб билан изоҳлаш мумкин.

2.1.5-расм. Экспорт ўсиши суръатлари, фоизда



2.1.6-расм. Импорт ўсиши суръатлари, фоизда



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари

Изоҳ: Базавий экспорт (I) – Олтин ва хизматларсиз экспорт ҳажми

Базавий экспорт (II) – Олтин ва сафарларсиз экспорт ҳажми

Базавий импорт (I) – бир марталик импорт товарларсиз (самолёт ва автобус)

Базавий импорт (II) – машина ва ускуналарсиз импорт

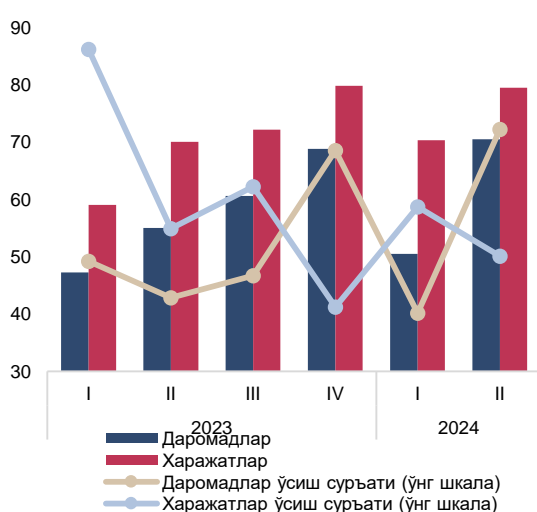
Дастлабки маълумотларга кўра, биринчи ярим йилликда давлат бюджети тақчиллиги 29 трлн. сўмга тенг бўлди. Биринчи ярим йилликда даромадлар ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 18,3 фоизга ошиб 121 трлн. сўмни ташкил этган бўлса, харажатлари қарийб 150 трлн. сўмга етган (16,0 фоизлик ўсиш). Бунда, харажатлар динамикаси бюджет тақчиллигини мўътадил даражада сақлаб қолиш учун зарур бўлган кўрсаткичдан юқориликка қолмоқда (2.1.7-расм).

Молиявий шароитларнинг юмшаши бўйича бозор иштирокчилари кутилмалари фонида II чорақда бюджетни молиялаштириш ички манбалардан қисман ташқи манбаларга ўтиши кузатилди. Май ойида 1,55 млрд. доллар миқдорида еврооблигациялар жойлаштирилди.

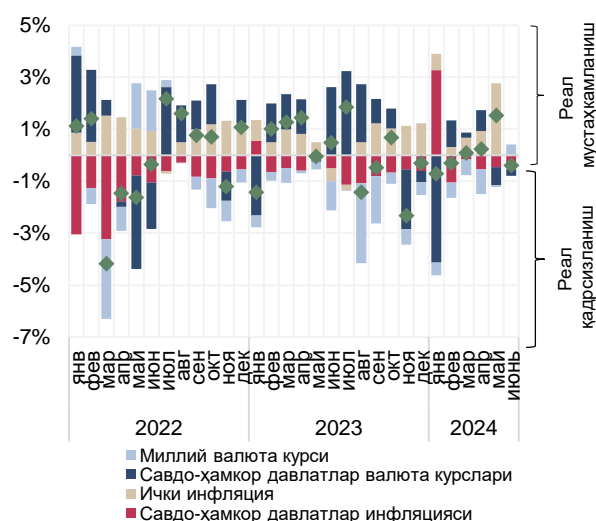
Ташқи савдонинг жорий динамикаси, инвестициялар оқими, шунингдек, жалб қилинган қарз инструментлари таъсирида алмашув курси II чорақда 0,5 фоизга мустаҳкамланган бўлса, йил бошидан 1,8 фоизга қадрсизланди.

Жорий йил бошидан реал самарали алмашув курси индекси (РСАК) 0,5 фоизга мустаҳкамланди. Умуман олганда, жорий чорақда РСАК нисбатан барқарор шаклланди ва энергия нархларининг ошиши фонида асосий савдо ҳамкорларга нисбатан ички нархларнинг юқорироқ ўсишига қарамадан номинал алмашув курси фарқлари динамикаси билан қисман қопланди (2.1.8-расм).

2.1.7-расм. Давлат бюджети параметрлари ЯИМга нисбатан, фоизда



2.1.8-расм. Реал самарали алмашув курси декомпозицияси, ф.б.



Манба: Иқтисодиёт ва молия вазирлиги, Марказий банк ҳисоб-китоблари

2.2. Инфляция динамикаси

2024 йилнинг I чорагида умумий инфляция пасайишда давом этган бўлсада, II чорақда айрим товар ва хизматларнинг қўшилган қиймат солиғига тортилиши ҳамда тартибга солинадиган нархларнинг бир марталик оширилиши ҳисобига тезлашди.

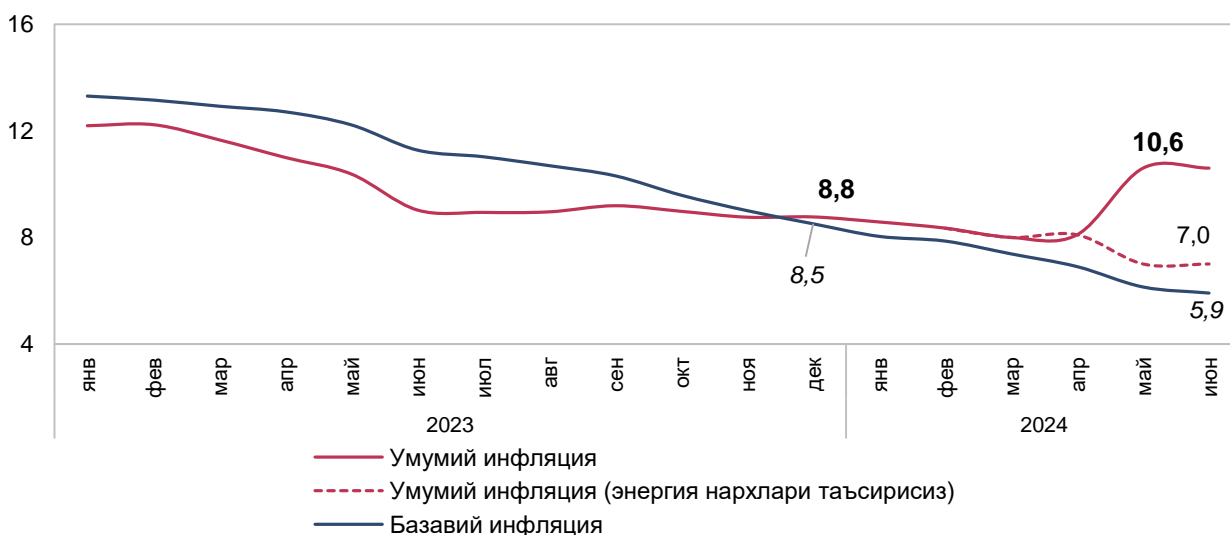
Шу билан бирга, ушбу даврда нисбатан қатъий пул-кредит шароитлари сақлаб қолингани базавий инфляциянинг йил бошидаги пасаяувчи тенденцияси давом этишига хизмат қилди.

2024 йилнинг II чорагида умумий инфляция даражаси ўсувчи трендга ўтди ва чорақ давомида 2,6 фоиз бандга ошиб, июнь ойида 10,6 фоизни ташкил этди (2.2.1-расм).

Бу ўсиш, асосан, аҳоли учун энергия ресурслари нархлари оширилиши эвазига шаклланди. Ушбу нархлар таъсирисиз умумий инфляция йиллик 7 фоиз доирасида шаклланди.

Қишлоқ хўжалигида кузатилган юқори ҳосилдорлик истеъмол бозорида таклифни кескин ошириб, мева ва сабзавотлар нархларининг арзонлашишига сабаб бўлди. Натижада мева ва сабзавотлар инфляцияси чорақ охирида йиллик 1,1 фоизгача секинлашди (2.2.2-расм).

2.2.1-расм. Йиллик умумий инфляция ва базавий инфляция ўзгариш динамикаси, фоизда



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари

Базавий инфляция даражаси II чорақда ҳам пасаяувчи динамикада шаклланиб, 1,5 фоиз бандга пасайди ва йиллик 5,9 фоизни ташкил этди. Базавий инфляция пасайиши озиқ-овқат нархлари ҳисобига

шаклланиб, ноозиқ-овқат ва хизматлар инфляциясида бироз ўсиш кузатилди.

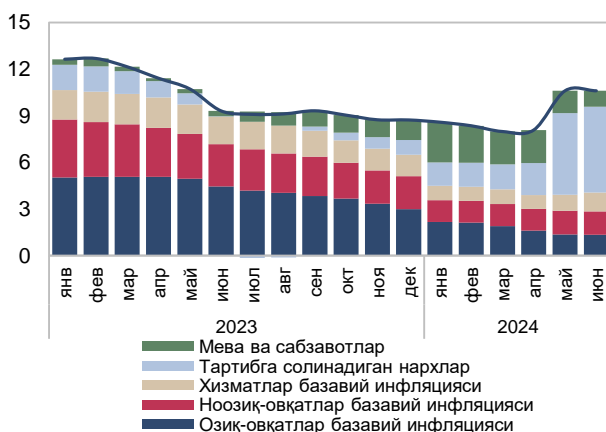
Шу ўринда, базавий товар ва хизматлар инфляциясининг секинлашишини монетар омилларнинг таъсири камайиб бораётганлиги билан изоҳланиши мумкин. Шунингдек, жаҳон бозори ҳамда ташқи инфляциянинг барқарорлашаётгани ички нархларга импорт инфляциясининг таъсирлари юмшаб бораётганлигини кўрсатади.

Озиқ-овқат маҳсулотларининг базавий инфляцияси йил бошидан сезиларли пасайиб, йиллик 4,2 фоизни ташкил этди (2.2.3-расм). Бунга дон маҳсулотлари ва тухум нархининг сезиларли арзонлашгани асосий ҳисса қўшди. Шунингдек, гўшт, сут ва шакар маҳсулотлари нархлари ўсишида ҳам секинлашиш кузатилди.

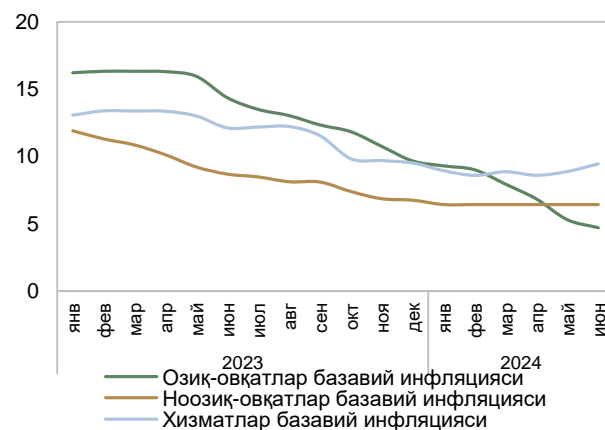
Ноозиқ-овқат маҳсулотларининг базавий инфляцияси II чорақда бироз ўсишни қайд этиб, йиллик 6,3 фоизга тенг бўлди. Ёнилғи нархлари қимматлашиши ва апрель ойидан дори воситаларига қўшилган қиймат солиғининг киритилиши ушбу гуруҳ инфляциясига оширувчи таъсир кўрсатган бўлса, кийим-кечак, қурилиш моллари ва маиший товарлар нархларининг ўзгариши пасайтирувчи таъсирга эга бўлди.

Хизматлар базавий инфляцияси динамикасида ҳам ўсиш кузатилиб, июнь ойида йиллик 9,3 фоизга тенг бўлди. Бунга тиббий хизматлар ва таълим хизматлари нархларининг ошгани таъсир кўрсатди. Аҳоли томонидан ушбу хизмат турларига нисбатан шаклланган юқори талаб нархларга оширувчи босим яратмоқда.

2.2.2-расм. Умумий инфляция декомпозицияси, фоиз бандда

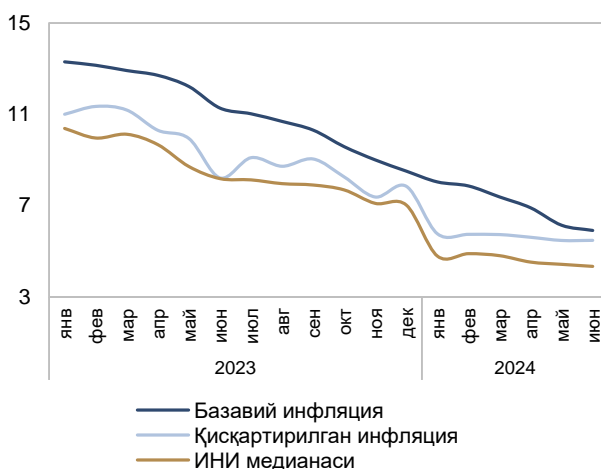


2.2.3-расм. Базавий инфляция гуруҳлари инфляцияси ўзгариши, фоизда

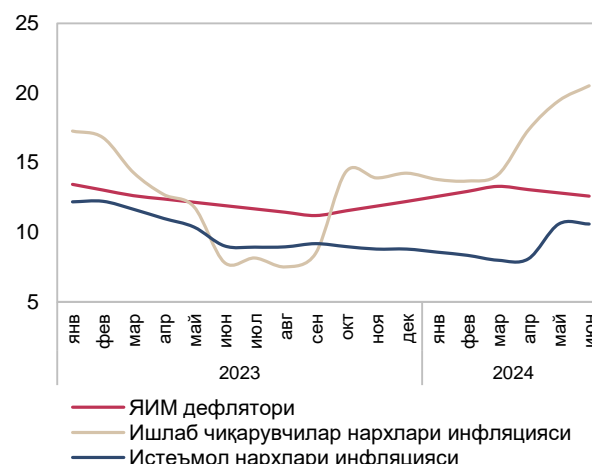


Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

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



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



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

Базавий инфляциянинг пасайиш тенденцияси унинг муқобил кўрсаткичларида ҳам кузатилмоқда. Хусусан, қисқартирилган инфляция ва ИНИ медианаси кўрсаткичлари ҳам йил бошидан пасайиш траекториясида шаклланди (2.2.4-расм).

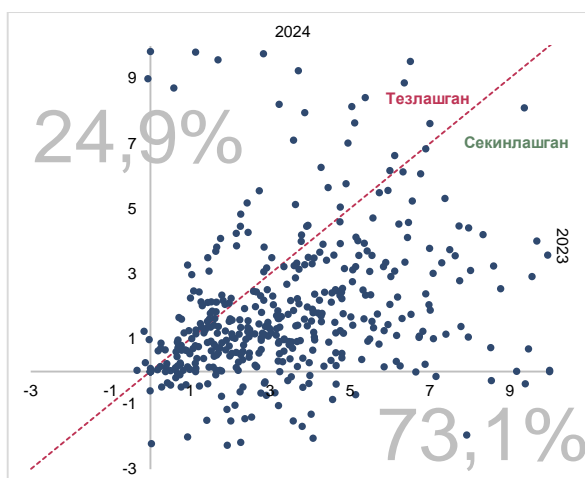
ЯИМ дефлятори I чорақдаги 13,3 фоиз даражасидан 0,7 фоиз бандга пасайиб, 12,6 фоизни ташкил этган бўлса (2.2.5-расм), ишлаб чиқарувчилар нархлари инфляцияси эса, аксинча, металлургия, энергия ресурслари ишлаб чиқариш ва коммунал хизмат кўрсатиш соҳалари нархлари ошиши ҳисобига март ойига нисбатан 6,4 ф.б.га ошиб, июнда 20,5 фоизгача тезлашди (I чорақда 14,1 фоиз).

2024 йилнинг I ярим йиллигида умумий нарх ўзгариши ўтган йилнинг мос даврида қайд этилган ўзгаришига нисбатан пастроқ шакланган товар ва хизматлар улуши истеъмол саватининг 73,1 фоизига тенг бўлди (2.2.6-расм).

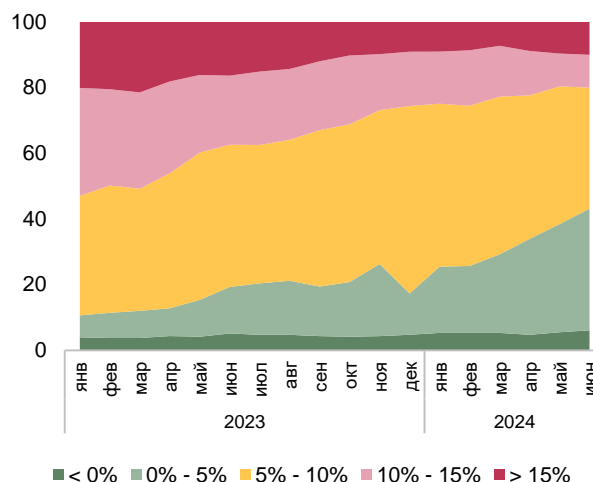
Истеъмол саватида йиллик нарх ўзгаришлари 5 фоиздан паст шакланган товар ва хизматлар улуши ортиб бормоқда. Хусусан, июнь ойида бундай товар ва хизматлар улуши жамига нисбатан 43,1 фоизни ташкил қилди (2.2.7-расм).

Сўнги ойлардаги иқтисодиётда юз берган инфляцион жараёнларга асосланиб, тартибга солинадиган нархларнинг вақтинчалик таъсирларини ҳисобга олмаганда, умумий инфляция тренди пасаювчи тенденцияда давом этаётганини таъкидлаш мумкин.

2.2.6-расм. Истеъмол саватидаги товар ва хизматларнинг январь-июнь ойларидаги инфляциясининг солиштирма ўзгариши, фоизда



2.2.7-расм. ИНИ саватидаги товар ва хизматлар йиллик инфляциясининг фоиз оралиқларида тақсимланиши, фоизда



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида

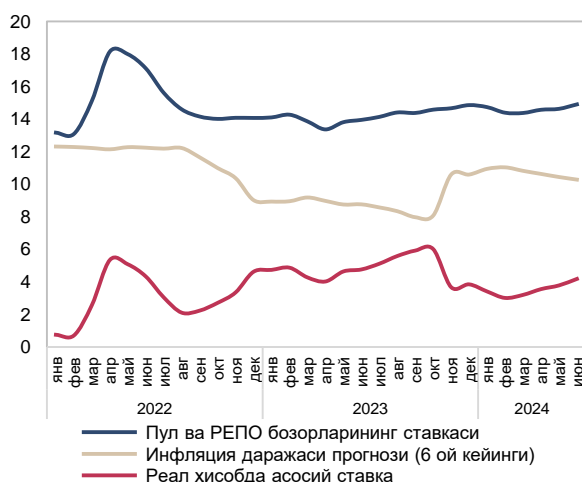
Шу билан бирга, инфляциянинг ушбу ижобий тенденциясини сақлаб қолиш ва 5 фоизлик таргет кўрсаткичигача пасайтириш учун иқтисодиётдаги пул-кредит шароитлари прогноз даврининг асосий қисмида нисбатан қатъий даражада сақланиши муҳим аҳамият касб этади.

2.3. Пул-кредит шароитлари

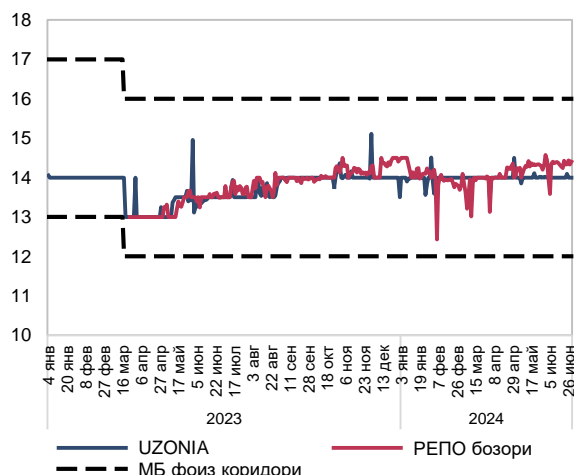
Йил якунига қадар инфляциянинг пасайиб бориши прогнози фонида июнь ойида Марказий банк асосий ставкаси реал ҳисобда (6 ой кейинги инфляция асосида ҳисоблаганда) 3,4 фоизга ва банклараро пул бозорлари ўртача реал фоиз ставкаси 4,2 фоизга тенг бўлди. Пул бозори реал фоиз ставкаларининг ошиши номинал фоизлардаги кичик ўсиш ва инфляциянинг пасаювчи прогнозига боғлиқ бўлди (2.3.1-расм).

Ушбу даврда пул бозоридаги депозит операциялари асосида ҳисобланадиган UZONIA бенчмарк ставкаси кичик тебранишлар билан асосий ставкага яқин даражада шаклланди. Банклар ўртасидаги овернайт РЕПО амалиётлари бўйича ўртача фоиз ставкалари ҳам асосий ставкага яқин бўлиб, сўнгги 2 ойда UZONIAдан бироз юқори бўлди (2.3.2-расм).

2.3.1-расм. Пул ва РЕПО бозорлари фоиз ставкаси, фоизда



2.3.2-расм. UZONIA ва овернайт РЕПО фоиз ставкалари, фоизда

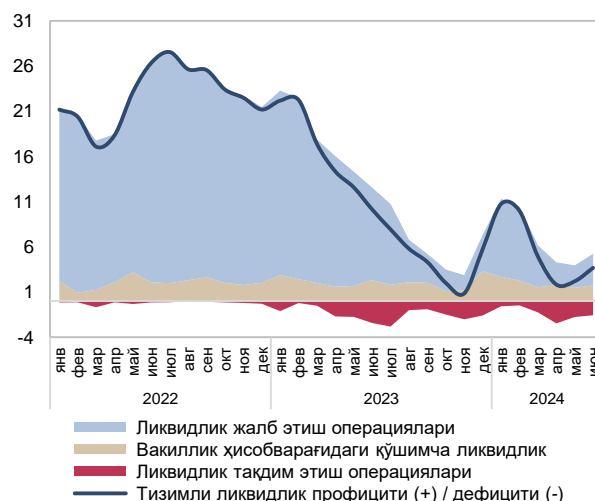


Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

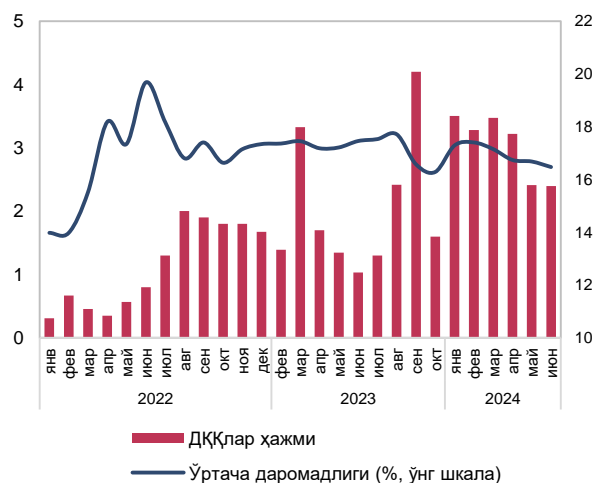
Пул бозорларида шаклланаётган фоиз ставкалари нисбатан қатъий пул-кредит шароитларини таъминлаш учун етарли бўлмоқда. Бунда, қатъийлик даражасини кўрсатувчи яна бир омил банк тизими умумий ликвидлиги ҳолати бўлиб, йил бошидаги ўсишдан сўнг II чорақда таркибий ликвидлик профицитининг нормаллашуви кузатилди (2.3.3-расм). Апрельда сезиларли қисқарган ликвидлик ҳажмида май-июнь ойларида ҳукумат харажатларининг ошиши ҳисобига ўсиш кузатилди.

Давлат қимматли қоғозлари даромадлигида чорақ давомида пасайиш кузатилиб, бу, банклар томонидан талабнинг мавжудлиги шароитида эмиссия ҳажмининг қисқариши билан изоҳланади.

2.3.3-расм. Банк тизимидаги умумий ликвидлик ҳолати, трлн. сўм



2.3.4-расм. Давлат қимматли қоғозлари, трлн. сўм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

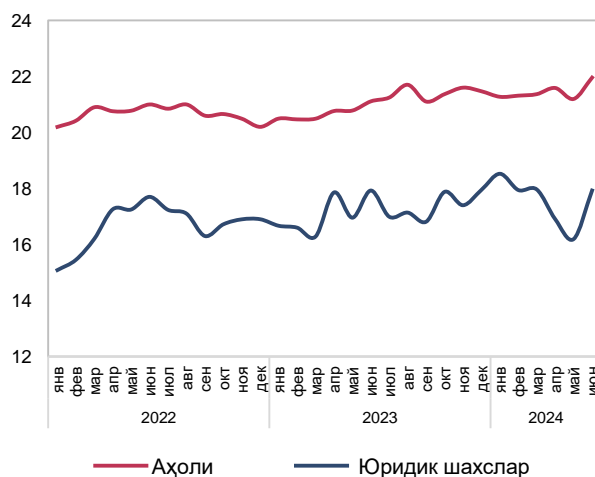
Бунда, муддат тузилмасида ҳам айрим ўзгаришлар кузатилиб, кўпроқ қисқа муддатли давлат қимматли қоғозлари муомалага чиқарилди (2.3.4-расм).

Депозитлар ва кредитлар фоиз ставкалари динамикалари турлича кўринишга эга бўлди. Аҳолининг миллий валютадаги омонатлари фоиз ставкаларида кичик ўсиш кузатилган бўлса, юридик шахслар депозитлари бўйича апрель-май ойларида сезиларли пасайган фоизлар июнь ойида олдинги чорак даражасигача тикланди (2.3.5-расм).

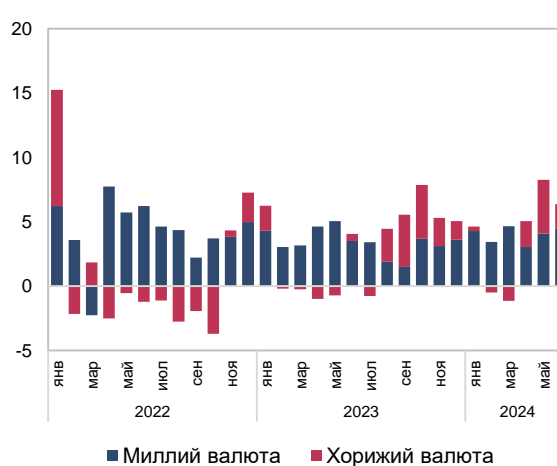
Инфляцион кутилмаларнинг пасайиши ва миллий валюта алмашув курсининг барқарорлиги шароитида сўмдаги омонатлар жозибдорлиги ортиб бормоқда (2.3.6-расм). Бугунги кунда аҳоли омонатларининг қарийб 80 фоизи миллий валютада бўлиб, уларда юқори ўсиш кўрсаткичлари кузатилмоқда. Йил бошидан аҳолининг сўмдаги депозитлари 14,7 фоизга, шундан, муддатли депозитлар 26,4 фоизга кўпайди.

Омонатлар таркибида муддатли омонатлар улушининг ортиб бораётганлиги (1 июль ҳолатига – 58 фоиз) банклар учун барқарор ички ресурс базаси шаклланаётганлигини кўрсатади. Сўнгги 4 йилда аҳолининг сўмдаги муддатли депозитлари 5,2 баробарга кўпайиб, аҳоли даромадларининг юқори ўсиши ва инфляциянинг пасайиши шароитида ушбу тенденциянинг ўрта муддатда ҳам давом этиши кутилмоқда.

2.3.5-расм. Миллий валютадаги муддатли депозитлар фоиз ставкалари, фоизда

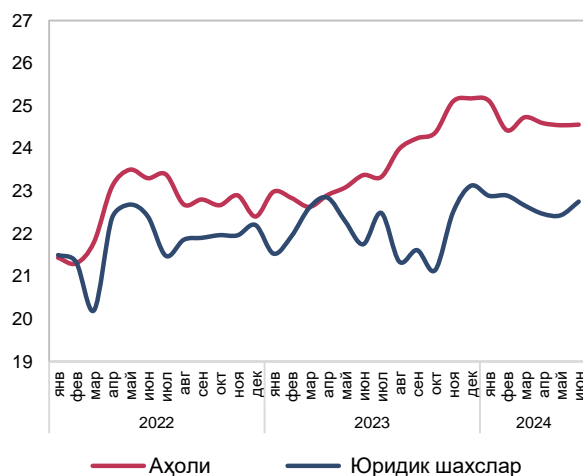


2.3.6-расм. Аҳоли муддатли депозитлар қолдиғи ўзгариши, ойлик, фоизда

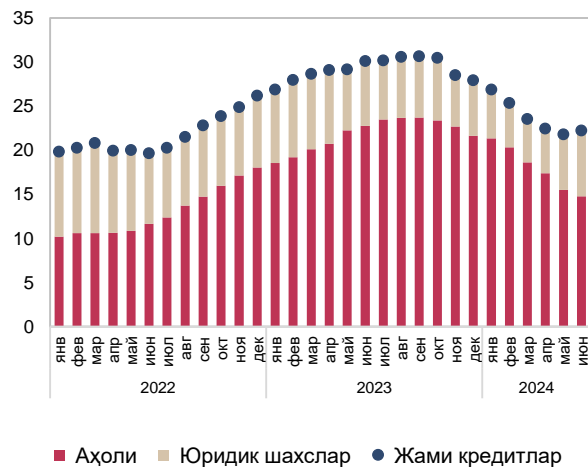


Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

2.3.7-расм. Миллий валютадаги кредитлар фоиз ставкалари, фоизда



2.3.8-расм. Миллий валютадаги кредитлар қолдиғи ўсиши декомпозицияси, йиллик, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Кредитлар бўйича ўртача фоиз ставкаларида йил бошига нисбатан кичик пасайиш кузатилиб, иқтисодиёт субъектлари томонидан кредитларга бўлган талабнинг маълум маънода мувозанатлашувини ифода этади. Ўртача тортилган фоиз ставкалари июнда аҳоли кредитлари бўйича 24,6 фоизга ва юридик шахслар бўйича 22,7 фоизга тенг бўлди (2.3.7-расм).

Йил бошидан банклар томонидан қарийб 127 трлн. сўмлик кредитлар ажратилган бўлиб, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 9,5 фоизга кўпайган. Аҳолига ажратилган кредитлар ҳажми ўтган йил даражасида бўлиб, сўндирилган кредитларнинг юқори ўсиши чакана кредитлар қолдиғи ўсиш суръатининг мувозанатлашишига хизмат қилмоқда.

Хусусан, аҳоли кредитлари қолдиғининг йиллик ўсиши ўтган йилнинг II чорагида 55 фоизни ташкил қилган бўлса, жорий йил июнь ойи якуни бўйича 30 фоизгача пасайди (2.3.8-расм). Мазкур мувозанатлашув ўтган йилдаги юқори база эффекти, жорий этилган ва маълум даражада қатъийлаштирилган макропруденциал меъёрлар ҳамда аҳоли томонидан кредитларга бўлган талабнинг нормаллашуви билан изоҳланади.

Аҳолининг банклардаги омонатларида сақланиб қолаётган юқори ўсиш суръатлари (йиллик ўртача 1,5 баробар), кредитларга бўлган талабининг мувозанатлашуви ва пул массаси ўсиш суръатлари каби миқдорий кўрсаткичлар динамикаси иқтисодиётда нисбатан қатъий пул-кредит шароитлари шаклланаётганлигини кўрсатмоқда (2.3.9-расм).

2.3.9-расм. Пул-кредит шароитларини ифодаловчи кўрсаткичлар

Кўрсаткичлар (Қатъийлик даражаси)	2023												2024					
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн
Асосий ставка (реал даражада)																		
Пул бозори фоиз ставкаси (реал даражада)																		
РЕПО бозори фоиз ставкаси (реал даражада)																		
Самарали ликвидлик позициясини ўзгариши (йиллик, %)																		
ДҚҚ ўртача даромадлиги (реал даражада)																		
Аҳолининг муддатли депозитларини ўсиши (йиллик, %)																		
Аҳолининг кредит қарздорлигини ўсиши (йиллик, %)																		
Аҳолининг инфляцион кутилмалари																		
Тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари																		
Пул массаси ўсиши (йиллик, %)																		
Реал самарали алмашув курси																		

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

2023 йилнинг II ярмидан инфляция даражасининг сезиларли пасайишига қарамасдан энергия тарифлари ўзгартирилиши бўйича кутилмалар ҳисобига Марказий банк асосий ставкаси йиллик 14 фоиз даражасида ўзгаришсиз сақлаб қолинган эди. Унинг таъсирида пул ва РЕПО бозорларида ҳам қатъий пул-кредит шароитлари шаклланиб келди.

Май ойида инфляция даражасининг вақтинчалик омиллар таъсирида ошиши реал ижобий фоиз ставкаларининг мувозанатлашишига ва пул-кредит шароитларининг нисбатан қатъий фазага ўтишига хизмат қилди.

Марказий банк асосий ставкасининг июль ойидаги бошқарув йиғилишида 13,5 фоизгача пасайтирилишини энергия тарифлари оширилишининг иккиламчи таъсирлари кутилганидан паст бўлганлиги шароитида реал фоиз ставкаларига сезиларли таъсир кўрсатмаган ҳолда номинал фоиз ставкаларини тўғрилаш сифатида баҳолайди.

Бунда, Марказий банк инфляцияни йил якунида янгиланган прогнозгача (9 фоиз) пасайтириш ва ўрта муддатли истиқболда 5 фоизлик таргетига эришишга қаратилган нисбатан қатъий пул-кредит сиёсатини амалга оширишда давом этади. Фоиз ставкалари бўйича келгуси қарорлар инфляция динамикаси ва прогнози, инфляцион кутилмалар ҳамда макроиқтисодий кўрсаткичлар бўйича янгиланган маълумотлар асосида қабул қилиб борилади.

Асосий ставка ўзгаришининг депозит ва кредит фоиз ставкаларига ўтишини баҳолаш

Пул-кредит сиёсати бўйича қарорларни ялпи талаб ва у орқали инфляция даражасига таъсир кўрсатишида фоиз каналининг самарали ишлаши муҳим ўрин тутди. Асосий ставканинг ўзгариши депозит ва кредит фоиз ставкаларига кўчиши натижасида иқтисодий агентларнинг истеъмол ва жамғариш бўйича қарорларига таъсир кўрсатиши орқали ялпи талаб ва унинг натижасида нархлар даражасида ўз аксини топади.

Пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми Марказий банк асосий ставка бўйича қарорларига ўзгартириш киритишидан бошланади. Асосий ставка ўзгаришининг бевосита пул бозори фоиз ставкалари ва билвосита тижорат банклари томонидан белгиланадиган кредит ва депозит ставкаларига таъсирини баҳолаб бориш асосий ставкани ўзгартириш бўйича қарорларни тўғри белгилашда муҳим аҳамият касб этади.

Фоиз каналининг ўтказувчанлик даражасини ўрганиш мақсадида чакана фоиз ставкалари шаклланишида иштирок этадиган омиллар танлаб олинди, улар динамик панель маълумотлар модели орқали таҳлил қилинди.

Тижорат банклари томонидан чакана фоиз ставкаларини белгилашда ҳал қилувчи омиллар сифатида макроиқтисодий ва тижорат банкларининг ўзига хос хусусиятларини белгиловчи қуйидаги омиллар танлаб олинди: банклараро пул бозори фоиз ставкаси (i_M), реал ЯИМнинг доимий (Y_P) ва циклик компонентлари (Y_T), йиллик инфляция даражаси (π), фоиз ставкасининг стандарт четланиш коэффициенти (σ), банк тизимида концентрациялашув даражаси - Ҳерфиндал-Хиршман индекси (HHI), жами активлар ҳажми (x_{assets}), юқори ликвидли активларнинг жами активлар ҳажмига нисбати ($x_{liquidity}$), капитал монандлиги коэффициенти ($x_{capital}$), депозитларнинг облигациялар ва депозитлар йиғиндисига нисбати ($x_{deposit}$), узоқ муддатли кредитларнинг жами кредитлар ҳажмига нисбати (x_{credit}), муаммоли кредитларнинг жами кредитларга нисбати (cr_k), операцион харажатларнинг жами активларга нисбати (e_k).

Ҳар бир тижорат банкининг кредит ва депозит ($i = \{L, D\}$) фоиз ставкалари учун модель тенгламалари қуйидаги кўринишда ифодаланади:

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

Бунда: $k = 1, \dots, N = 23$, (k – банклар), $t = 1, \dots, T = 60$ (t – давр).

\bar{Z} вектор қисқа ва ўрта муддатда чакана фоиз ставкаларига таъсир этувчи стационар ўзгарувчиларни ўз ичига олади: $\bar{Z} = (x_k, HHI, \Delta \ln y^P, \Delta \ln y^T, \pi, \sigma, cr_k, e_k)$.

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

Моделнинг ушбу спецификациясида β_{i0} ва $(\beta_{i0}(1 + \alpha_{i1} + \kappa_{i1}) + \beta_{i1} + \gamma_i)$ асосий ставка ва чакана фоиз ставкалари ўртасидаги мос равишда дастлабки ва бир даврдан сўнгги ўтиш коэффициентларини ифодалайди. $(-\gamma_i/\alpha_i)$ эса узоқ муддатли ўтиш параметрини кўрсатади. (1) тенглама ўзаро таъсир самарасини эътиборга олган ҳолда қуйидагича кенгайтирилди:

$$\Delta i_{ik,t} = \mu_{Lk} + \sum_{j=1}^2 \kappa_{ij} \Delta i_{Lk,t-j} + \Delta i_{it}k + \sum_{j=0}^2 \left(\beta_{ij} + \sum_{m=1}^5 \beta_{imj}^* X_{m,k,t-1} \right) \Delta i_{Mt-j} + \sum_{m=1}^5 \lambda_{im} X_{m,k,t-1}$$

$$+ \left(\alpha_i + \sum_{m=1}^5 \alpha_{im}^* X_{m,k,t-1} \right) i_{ik,t-1} + \left(\gamma_i + \sum_{m=1}^5 \gamma_{im}^* X_{m,k,t-1} \right) i_{Mt-1} + \sum_{j=0}^2 \phi_{ij} \bar{Z}_{t-j} + \varepsilon_{ik,t} \quad (2)$$

Бунда барча банкларга хос кўрсаткичлар, $x_{m,k,t-1}$, қуйидаги тартибда ўзгартирилди:

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

Депозит ставкаларига таъсири. Таҳлил натижаларига кўра, депозит фоиз ставкасига нисбатан жорий ўтиш коэффициенти 0,13 дан 0,16 гача, икки ойлик йиғма ўтиш коэффициенти танланган моделларда 0,27 дан 0,31 гача бўлиши баҳоланди. Яъни, Марказий банк асосий ставкани 1 фоиз бандга ўзгартиргандан бошлаб, депозит фоиз ставкаси бир ва икки ойлик муддатда мос равишда (0,13- 0,16) ва (0,27 - 0,31) фоиз бандга ўзгаришига олиб келади.

Асосий ставка бир фоиз бандга ўзгариши 2-моделга кўра узоқ муддатда депозит ставкаларининг жами 0,51 фоиз бандга ўзгаришига олиб келади, бу параметр бошқа модель спецификациялари бўйича 0,42 ва 0,56 оралиғида шаклланди. Яъни, асосий ставканинг 1 фоиз бандга ўзгариши депозит ставкаларига потенциал таъсир доираси 0,56 фоиз бандни ташкил қилади.

Асосий ставка ўзгаришининг депозит ставкаларига умумий таъсири асосан (жами таъсирнинг 85 фоизи) дастлабки чорақда юзага чиқади. Андревс-Лу модель ва моментни танлаш меъзонларига кўра 2-модель натижалари бошқа моделларга нисбатан статистик нуқтаи назардан афзалроқ деб топилди.

2-жадвал. Асосий ставка ўзгаришининг депозит ставкаларига ўртача ўтиш коэффициенти

Фоиз ставкаси канали	Модель 1	Модель 2	Модель 3
Бир ойлик ўтиш	0,14	0,16	0,13
Икки ойлик ўтиш	0,31	0,27	0,28
Бир чорақлик ўтиш	0,36	0,46	0,45
Узоқ муддатли ўтиш	0,42	0,51	0,56

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Кредит ставкаларига таъсири. Асосий ставканинг кредит ставкаларига қандай таъсир қилишини таҳлил қилиш учун тўрт хил модель спецификациясидан фойдаланилди. Жорий ўтиш коэффициенти 0,07 ва 0,09 оралиғида бўлиб, асосий ставканинг 1 фоиз бандга ўзгариши натижасида кредитлар фоиз ставкасининг дастлабки бир ойлик ўзгариш доирасини кўрсатади. Мазкур ўзгартириш кредит ставкасининг дастлабки икки ойда (0,12 - 0,21) фоиз бандга ўзгаришига олиб келади.

Демак, асосий ставка ўзгариши кредит ставкаларига иккинчи ойдан сезиларли таъсир кўрсата бошлайди. Асосий ставканинг 1 фоиз бандга ўзгариши 4-моделга кўра узоқ муддатда кредит ставкаларининг 0,2 фоиз бандга ўзгаришига олиб келади. Асосий ставка ўзгаришининг кредит ставкасига жами таъсирининг 73 фоизидан ортиғи I чорақда юзага чиқади. Андревс-Лу модель ва моментни танлаш меъзонларидан фойдаланган ҳолда 4-модель бошқа моделларга нисбатан афзалроқ эканлиги аниқланди.

3-жадвал. Асосий ставка ўзгаришининг кредит ставкаларига ўртача ўтиш коэффициенти

Фоиз ставкаси канали	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Бир ойлик ўтиш	0,09	0,07	0,08	0,08
Икки ойлик ўтиш	0,21	0,17	0,19	0,12
Бир чораклик ўтиш	0,18	0,15	0,16	0,14
Узоқ муддатли ўтиш	0,15	0,13	0,11	0,20

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Асосий ставка бўйича қарорларнинг кредит фоиз ставкаларига таъсири 2019-2023 йиллар маълумотлари асосида ўрганилган бўлиб, ушбу даврда имтиёзли ва директив кредитлар улушининг ҳамда чакана кредитларга бўлган талабнинг юқори бўлганлиги ҳисобига фоиз ставкалари ўзгаришига нисбатан таъсирчанлик паст бўлган.

Келгусида банкларнинг хусусийлаштирилиши, имтиёзли кредитларнинг қисқариши ва фоиз ставкалари бозор муносабатлари асосида шаклланувчи кредитлар ҳажмининг ошиб бориши ҳисобига асосий ставка ўзгаришининг кредит ставкаларига таъсири кучайиши кутилмоқда.

Фискал шоклар динамик таъсирининг эмпирик таҳлили

Иқтисодиётда кузатиладиган фискал тузатишлар ривожланаётган мамлакатлардан мураккаб танловларни амалга оширишни талаб қилади. Масалан, юқори фискал тақчиллик шароитида макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш учун давлат харажатларини қисқартириш ва (*ёки*) солиқларни ошириш, ўз навбатида, иқтисодий ўсишни сусайтириши мумкин.

Шунингдек, қисқа муддатда давлат харажатларининг кўпайиши ялпи талабни ошириш орқали иқтисодий фаолликни рағбатлантиради. Бироқ, ўрта муддатли даврда харажатлар ўсишини юқори бўлиши уларни молиялаштиришда давлат қарзи ошиб боришига, кўшимча манбаларнинг жалб этилишига ёки фоиз ставкалари кўтарилиши орқали корхоналар ва истеъмолчилар учун қарз олиш ва инвестиция жалб қилишни қимматлашишига ва натижада хусусий секторни қисқаришига ҳамда иқтисодий ўсишни секинлашишига олиб келиши мумкин.

Шу билан бирга, давлат харажатларининг ошиши талабнинг кўтарилиши орқали нархларга оширувчи босим яратиб, аҳоли реал харид қобилиятини пасайишига сабаб бўлади.

Ўзбекистонда сўнги даврларда кузатилган рағбатлантирувчи фискал сиёсат бюджет тақчиллигининг доимий ва сезиларли ошишига олиб келди. Мазкур юқори тақчиллик иқтисодиётнинг молиявий ҳолатига потенциал босимни шакллантириб, давлат харажатлари ва даромадлари ўртасидаги сезиларли номутаносибликни кўрсатади. Бу, ўз навбатида, бюджетда кузатилаётган юқори тақчиллик шароитида фискал шокларнинг макроиқтисодий кўрсаткичларга таъсирларини ўрганиш ва мультипликаторларни баҳолашнинг долзарблигини оширади.

Фискал мультипликатор дискрецион фискал сиёсатнинг ЯИМга қисқа муддатли таъсирини ўлчаб, маълум бир давр давомида бюджет харажатлари ёки бюджет даромадлари ҳажмининг ўзгариши ЯИМ ҳажмига қандай таъсир қилишини кўрсатади. Яъни, бюджет харажат (*ёки солиқ даромад*)ларининг 1 сўмга ошиши ЯИМни неча сўмга ошириши (*ёки камайтириши*)ни ифода этади.

Таdqикотларда одатда ўрганилаётган давр қамровидан келиб чиқиб куйидаги икки хил мультипликатор кўрсаткичларидан фойдаланилади: қисқа муддатли таъсир мультипликатори ва жами таъсир мультипликатори.

Ўзбекистонда фискал шокларнинг иқтисодий фаоллик ва инфляцияга таъсирининг йўналиши, интенсивлиги ва давомийлигини ҳамда фискал мультипликаторларни баҳолашда структуравий вектор авторегрессия модели (SVAR) ва Челак ёндашуви (*The Bucket Approach*)дан фойдаланилди.

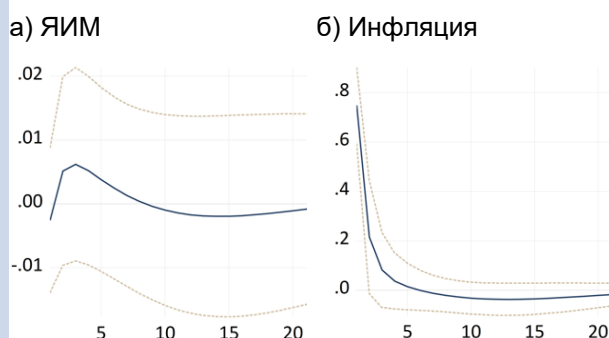
Давлат харажатлари шоки. Таҳлил натижаларига кўра, фискал харажатлар қисқа муддатли даврда, ЯИМ ўсишига сезиларли ижобий таъсир қилади. Бунда, фискал харажатлар шокларининг иқтисодий ўсишга ижобий таъсири учинчи чорақда ўзининг максимумига етиб, иккинчи йил якунигача сақланиб қолади, сўнгра вақт ўтиши билан ўрта муддатли оралиқда ушбу таъсир йўқолиб боради (*1-а-расм*).

Фискал харажатларнинг ўсиши қисқа муддатли оралиқда инфляцияни сезиларли кўтарилишига олиб келади (*1-б-расм*). Давлат харажатларининг инфляцияга оширувчи таъсири I чорақда сезиларли даражада юқори бўлиб, ушбу таъсир бир ярим йилгача сақланиб қолади.

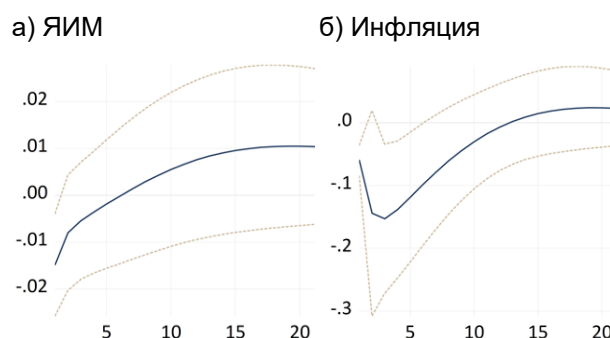
Солиқ даромадлари шоки. Дастлабки чорақларда солиқ даромадлари шоки иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатади. Буни солиқ йиғимлари ўсиши шароитида иқтисодий фаоллик ва истеъмолнинг сусайиши билан изоҳлаш мумкин. Солиқ даромадлари шокининг салбий таъсири икки йилгача сақланиб қолади (*2-а-расм*). Солиқларнинг кўтарилиши бизнесга инвестициялар ва

истеъмомол учун мавжуд маблағларнинг хусусий сектордан давлат секторига ўтиши орқали хусусий секторнинг ривожланишини чеклаши ва истеъмомли камайтириши ҳамда бу ўз навбатида, қисқа ва ўрта муддатли оралиқда иқтисодий ўсишга салбий таъсир қилиши мумкин. Бу ҳолат, айниқса иқтисодиётда давлат улуши юқори бўлган мамлакатларда яққол кузатилади.

1-расм. Давлат харажатлари шокига нисбатан импульс жавоби



2-расм. Солиқ даромадлари шокига нисбатан импульс жавоби



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Дастлабки йилларда солиқ даромадлари шоки инфляцияни пасайтирувчи таъсирга эга бўлади. Ушбу таъсир ўрта муддатли оралиқда ҳам сақланиб қолиб, узоқ муддатли даврда таъсир даражаси йўқолиб боради (2-б-расм).

1-жадвал. Ўзбекистонда фискал мультипликаторлар қиймати

Йиғма мультипликатор номи	Баҳолаш натижалари				
	SVAR			Челак ёндашуви	
	1 йил	2 йил	3 йил	Мин.	Макс.
Давлат харажатлари	0,64	0,29	0,14	0,44	0,66
Солиқ даромадлари	-0,42	-0,32	-0,06		

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

SVAR модели асосида олинган натижаларга кўра, биринчи йил учун харажатлар йиғма мультипликатори 0,64 га тенглиги ҳисобланди (1-жадвал). Иккинчи ва учинчи йил мультипликаторлари мос равишда 0,29 ва 0,14 ни ташкил қилади. Бу, давлат харажатларининг 1 сўмлик ўсиши биринчи йилда ЯИМ ҳажми ўсишига 0,64, икки ва уч йил давомида мос равишда 0,29 ва 0,14 сўмлик ҳисса қўшишини англатади.

Дастлабки йилда солиқ даромадлари йиғма мультипликатори -0,42 ни ташкил қилади. Вақт ўтиши билан солиқ даромадлари мультипликаторининг таъсири камайиб боради ва иккинчи йил мультипликатор -0,32 га тенг бўлади. Солиқ мультипликатори бюджет солиқ даромадларининг бир сўмга ўсиши биринчи йилда ЯИМни 0,42 сўмга, иккинчи йилда 0,32 сўмга пасайишини билдиради.

Шунингдек, Челак ёндашувидан фойдаланган ҳолда биринчи йил фискал мультипликаторлар қийматларининг диапазонлари ҳисоблаб чиқилди. Натижалар Ўзбекистонда фискал мультипликаторлар 0,44 - 0,66 оралиғида шаклланишини кўрсатмоқда.

Мультипликаторларни ҳисоблашга боғлиқ бўлган эмпирик тадқиқотлар хулосаларидан келиб чиқиб, мультипликаторларни уч гуруҳга ажратиш мумкин. Булар паст (0,1-0,3), ўрта (0,4-0,6) ва юқори (0,7-1,0) тоифалар. Ушбу хулосага асосланганда, Ўзбекистон ўртача мультипликаторли давлатлар сирасига киради.

Мультипликаторларнинг баландроқ бўлиши мамлакат учун фискал рағбатлантиришларнинг самарали ишлашни англатади. Шу сабабли фискал сиёсатни юритишда мультипликаторларни оширувчи ёки туширувчи омилларни эътиборга олиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Ўзбекистон каби ривожланаётган ва кам даромадли давлатларда:

- ижобий ишлаб чиқариш тафовутининг таклиф томондан чекланганлиги¹¹ ҳамда фоиз ставкалари ўртасида тафовутнинг юқорилиги¹² мультипликаторларни пасайишига олиб келса;

- истеъмолчилар ва бизнеснинг молиявий хизматлардан фойдаланиш имкониятининг чекланганлиги¹³, пул-кредит сиёсати таъсирчанлик даражасини нисбатан пастлиги, автоматик барқарорлаштиригичларнинг кичиклиги ҳамда давлат қарзининг паст даражадалиги мультипликаторларни баландроқ бўлишига сабаб бўлади.

¹¹ Бу ижобий ишлаб чиқариш тафовути ўзининг максимумига етган шароитда қўшимча фискал стимулларнинг берилиши ишлаб чиқариш ҳажми янада ўсишига олиб келмаслиги билан изоҳланади.

¹² Фоиз ставкалари, яъни кредит ва депозитлар ўртасидаги сезиларли тафовут катталиги кўпинча иқтисодиётда сезиладиган риск даражаси юқорилиги ҳамда кредитлашнинг қимматлигини акс эттиради. Бу инвестиция ва истеъмолни чеклайди. Натижада, ҳукумат фискал рағбатлов орқали иқтисодий фаолликни оширишга ҳаракат қилсада, юқори фоиз спредлари сабабли бизнес ёки истеъмолчилар фискал стимулга реакция билдирмасликлари мумкин.

¹³ Молия бозорлари етарлича ривожланмаган иқтисодиётларда жисмоний шахслар ва корхоналарнинг кредит олиш имконияти чекланган бўлади. Қўшимча молиявий манбаларга эҳтиёж ошган шароитда қарз олиш имкониятининг чекланганлиги фискал стимуллар орқали юзага келган қўшимча даромадларнинг жамғармага эмас, балки тўғридан-тўғри истеъмолга йўналтирилишига олиб келади.

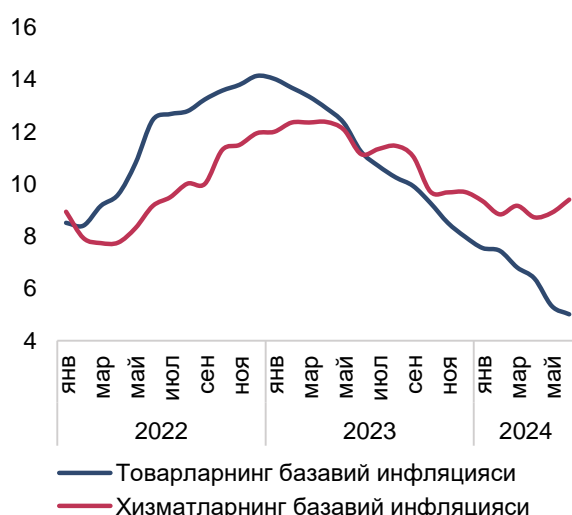
Хизматлар инфляциясида кузатилаётган тенденциялар

2023 йилнинг II чорагидан жорий йилнинг I чораги якунига қадар хизматлар базавий инфляциясида (нархлари тартибга солинадиган хизматлар чегирилган) барқарор пасаяувчи тенденция кузатилди. Хусусан, йиллик кўрсаткич 2023 йил апрелидан 4 фоиз бандга пасайиб, жорий йил апрелида 8,6 фоизни ташкил этди. Бироқ, II чоракдан бошлаб хизматлар базавий инфляцияси динамикасида ўсувчи тенденция бошланиб, июнда 9,3 фоизгача ошди (1-расм).

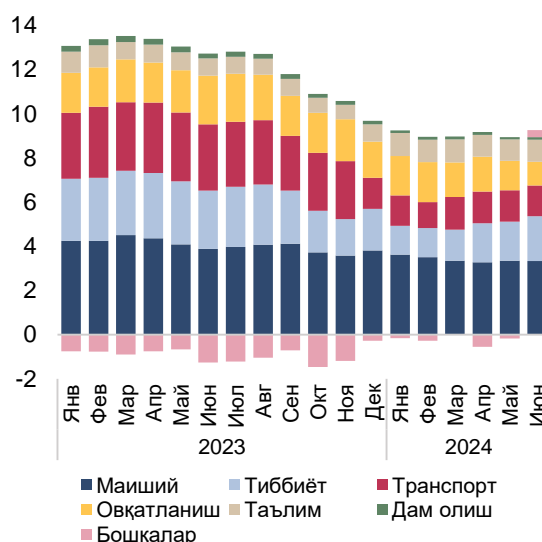
Хизматлар базавий инфляциясининг аввалги пасаяувчи динамикаси асосан, аҳолининг истеъмол фаоллигини ўзида намоён этувчи кундалик хизматлар гуруҳлари, транспорт, умумий овқатланиш ва маиший хизматлар нархлари ошиши ўтган йилнинг иккинчи ярмидан бошлаб секинлашгани эвазига шаклланган. Бу, айниқса умумий овқатланиш хизматлари инфляциясида сезиларли даражада бўлди.

Жорий йилда ушбу тенденция ўзгариши асосан, апрель ойидаги тиббий хизматларга қўшилган қиймат солиғининг жорий этилиши натижасида тиббий хизматлар нархларининг ошиб бораётгани билан изоҳланмоқда (2-расм).

1-расм. Товарлар ва хизматларнинг базавий инфляцияси, мавсумий тозаланган, йиллик фоизда



2-расм. Хизматларнинг базавий инфляцияси таркибидаги гуруҳлар декомпозицияси, ҳиссаси ф.б.



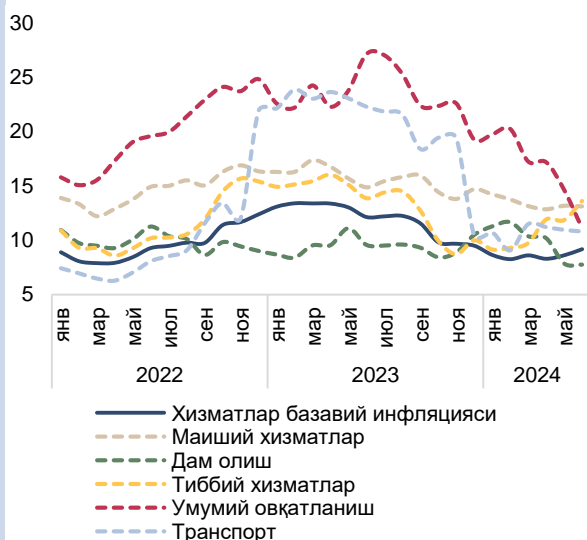
Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Умуман, хизматлар соҳасида нархлар ўсишининг барқарорлашишига иқтисодиётдаги ўртача иш ҳақиларнинг реал ўсиш суръатлари секинлашиши туфайли аввалги юқори истеъмол талаби ўсиши биров пасайганлиги ҳам ҳисса қўшмоқда.

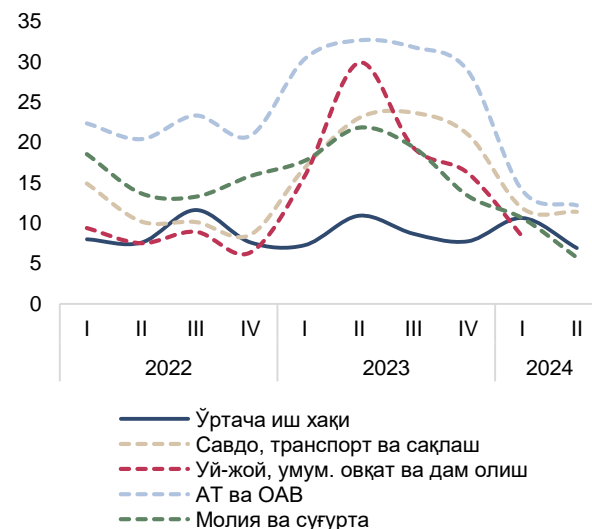
Шу ўринда таъкидлаш керак, 2023 йилнинг иккинчи ярмидан бошланган ўртача иш ҳақиларнинг реал ҳисобда ўсиши секинлашиши барча соҳаларда турлича тенденцияларда давом этмоқда. Бунда, уй-жой, умумий овқатланиш ва дам олиш соҳаларида пасайиш суръатлари тезроқ, савдо, транспорт ва сақлаш соҳаларида эса секинроқ кечмоқда.

Айнан уй-жой, умумий овқатланиш ва дам олиш хизматларида, шунингдек, савдо, транспорт ва сақлашда ўртача иш ҳақининг реал ўсиши секинлашиши ушбу соҳада ишчи кучи бозорининг совишига хизмат қилиб, таклиф инфляциясининг таъсирларини камайтирувчи омиллардан бири бўлиши мумкин.

2-расм. Айрим хизматлар инфляциясининг динамикаси, йиллик, ф.б.



3-расм. Соҳалар кесимида аҳоли даромадларининг реал ўсиши, фоизда



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

Шунингдек, иш ҳақиларнинг реал ўсиш суръатлари секинлашиши барча соҳаларда кузатилаётгани ялпи талабнинг таклиф омилларига нисбатан мувозанатлашиб боришига хизмат қилади.

Биринчи ярим йилликда транспорт ва маиший хизматлари инфляцияси пасайиши секинроқ кечаётгани, тиббий хизматлари нархи ўсиши давом этаётгани ялпи истеъмол талабининг ушбу хизматларда юқори шакллангани билан изоҳланади.

Ўтган йилларда аҳолининг реал даромадлари ошиб бориши билан ўрта даромадли аҳоли вакиллари кўпайиб борди. Натижада, аҳолининг истеъмол таркибида ҳам маълум даражада таркибий ўзгаришлар рўй бериб, сифатли хизматларга умумий талабнинг ошиши рўй бермоқда.

Шу ўринда, айрим хизматлардаги шаклланган жорий юқори талабнинг келгусида даромадлар ошишига (*талабнинг ошиши орқали*) тезроқ, аксинча даромадлар пасайишига секинроқ мослашиш кузатилиши мумкин.

Биринчи ярим йилликда фискал харажатлар юқори даражада амалга оширилгани, шунингдек, хориждан пул ўтказмалари ҳажмининг сезиларли ошиши иккинчи ярим йилликда аҳолининг реал даромадлари ўсишини тезлаштириши ва истеъмол фаолликни ошириши мумкин.

Таъкидлаш жоиз, рақобат муҳитини кучайиши, таклиф сифатини ва самарадорликни ошириб, хизматлар нархлари барқарорлигини таъминлашда муҳим аҳамият касб этади.

Энергия ресурслари нархлари оширилишининг аҳоли инфляцион кутилмаларига таъсири

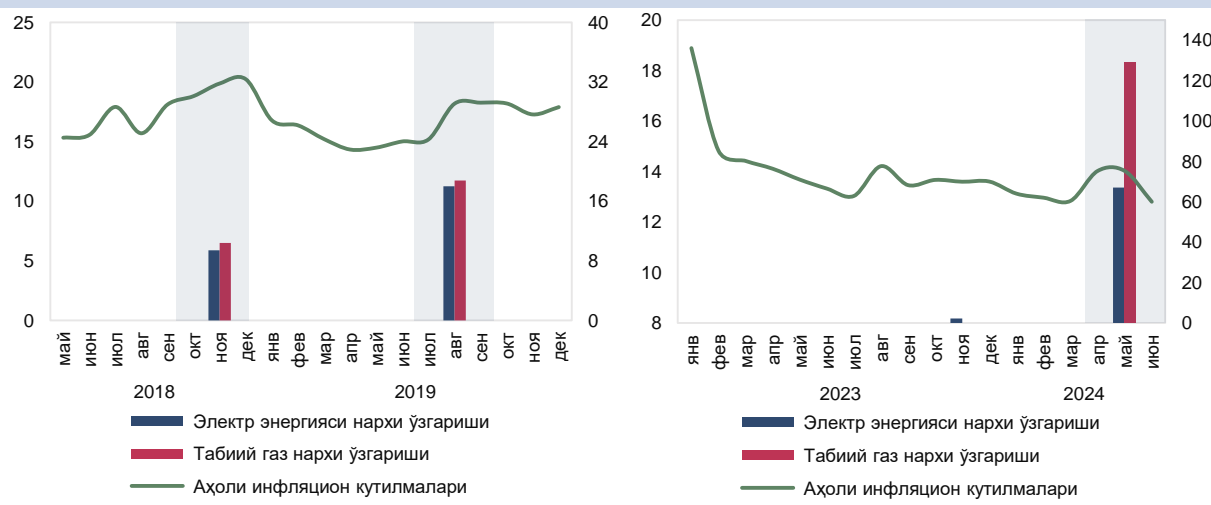
Халқаро тажрибага кўра, энергия ресурслари нархларининг ўзгариши иқтисодиёт субъектларининг инфляцион кутилмалари шаклланишига таъсир этувчи муҳим омиллардан ҳисобланади. Мазкур йўналишда бир қатор тадқиқотлар ўтказилган бўлиб, уларда энергия ресурслари нархлари ва инфляцион кутилмалар ўртасида статистик аҳамиятга эга ижобий боғлиқлик мавжудлиги қайд этилган.

Хусусан, Патзелт ва Реис¹⁴ (2024) Европа Иттифоқи давлатлари мисолида электр энергия нархлари ўзгаришининг инфляцион кутилмаларга таъсирини таҳлил қилган. Натижаларга кўра, электр энергияси нархларининг 100 базис пунктга ошиши иқтисодиёт субъектларининг кутилмаларини 1,6 базис пунктга ошиши аниқланган.

Шунингдек, Верхёфер (2024)¹⁵ Германия мисолида аҳоли учун электр энергия нархи 100 базис пунктга оширилса, уй хўжалиқларининг келгусида нархлар бўйича кутилмалари 1,4 базис пунктга ўсиши кузатишган.

Ўзбекистонда ҳам энергия нархлари ва иқтисодиёт субъектларининг инфляцион кутилмалари билан юқори боғлиқлиги кузатишмоқда (1-расм). Хусусан, электр энергияси ва табиий газ нархлари оширилган даврда аҳолининг инфляцион кутилмаларининг ошиши кузатишган.

1-расм. Инфляцион кутилмалар, электр энергияси ва табиий газ нархлари ўзгариши динамикаси



Манба: Марказий банк ва Статистика агентлиги маълумотлари.

Шу ўринда, аҳоли инфляцион кутилмаларининг энергия нархлари ўзгаришига таъсирчанлиги аввалги йилларга нисбатан пасайганлиги кузатишган.

Хусусан, 2018 йилда электр энергияси нархи аҳоли учун 10 фоизга оширилгани уларнинг инфляцион кутилмаларини 4,2 фоиз бандга тезлашишига сабаб бўлган. Яъни, электр энергиясини 100 базис пунктга қимматлашиши аҳоли кутилмаларини 42 базис пунктга ошишини кўрсатган. 2019 йилда эса электр энергияси ва табиий газ нархларининг 18 фоиздан оширилиши аҳолининг кутилмалари 3,2 фоиз бандга кўтарилган бўлиб, яъни нархнинг 100 базис пунктга ошиши кутилмаларни 18 базис пунктга оширган.

Шу билан бирга, жорий йилда электр энергияси ва табиий газ тарифлари оширилиши натижасида аҳолининг инфляцион кутилмалари 1,2 фоиз бандга ошди. Бунда, (ўртача) нархнинг 100 базис пунктга ўсиши кутилмаларни 1,3 базис пунктга кўтарилишига сабаб бўлган.

Аввалги йиллардан мазкур оширишлар бўйича аҳоли билан яқиндан мулоқот олиб борилгани, шунингдек, оширилган нархда тўловларни амалга оширишни икки ойгача кечиктирилгани инфляцион кутилмаларнинг жавоб таъсири пастроқ бўлишига хизмат қилган бўлиши мумкин. Шу билан бирга, ички нархларга иккиламчи таъсирлари йил охиригача кечикиб намоён бўлиши бўйича хатарлар сақланиб қолаётгани ҳисобига инфляцион кутилмаларда ўсувчи динамика юзага келиши мумкин.

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

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

Ўзбекистон экспортига ташқи талаб таъсири таҳлили

Ташқи иқтисодий муҳит ташқи савдо динамикасини белгиловчи асосий омиллардан бири бўлиб, мамлакат товарлари ва хизматларига ташқи талабни шакллантиришда муҳим омил бўлиб хизмат қилади.

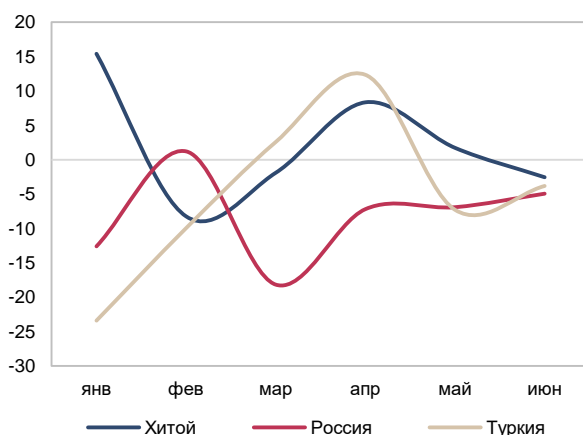
Савдо ҳамкор давлатлардаги ишбилармонлик фаоллигининг ошиши, ўз навбатида, мамлакат учун ташқи талабнинг ортиши натижасида экспорт ҳажмининг кўпайишини англатади.

Бу каби жараёнларнинг кузатиб борилиши ташқи талабнинг шаклланиши таъсирида экспорт ҳажмида кузатилиши мумкин бўлган ўзгаришлар тўғрисида сигналларни ўз вақтида олиш ҳам экспортнинг ошиши ёки қисқариши бўйича кутилмалардан келиб чиқиб ўз вақтида зарурий чораларни кўриш имкониятини яратади.

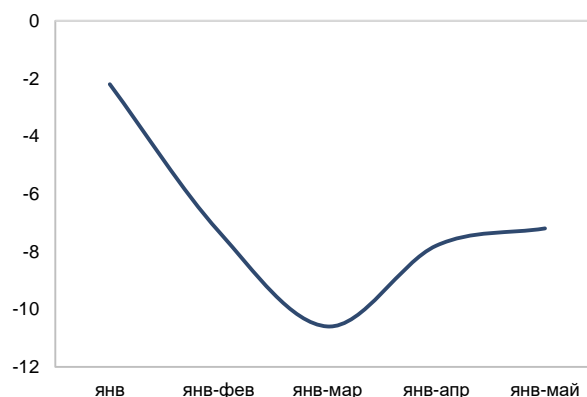
Ўзбекистоннинг асосий савдо ҳамкорлари - Россия, Хитой, Қозоғистон ва Туркия давлатларининг *(олтинсиз экспортнинг қарийб 80 фоизини ташкил этади)* ташқи савдолари таҳлили, 2024 йилнинг II чорагида ушбу мамлакатларда товар ва хизматлар импортининг умумий ҳажми¹⁶ сезиларли даражада камайганини кўрсатмоқда *(1-2 расмлар)*.

Бунда, Ўзбекистондан импортнинг сезиларли пасайиши Хитойда кузатилган *(3-расм)* бўлиб, бу кўрсаткич табиий газдан бошқа барча компонентларни ўз ичига олади ва асосан рангли саноат металлари ва тўқимачилик маҳсулотларидан ташкил топган *(Хитойга жами экспортнинг қарийб 44 ва 34 фоизини ташкил қилади)*. Шу билан бирга, ушбу товарлар нархининг динамикаси *(пахтадан ташқари)*, II чорақда ижобий шаклланди, бироқ импортнинг номинал қийматда пасайиши Хитойга етказиб беришнинг жисмоний ҳажми пасайишини кўрсатади *(4-расм)*.

1-расм. Савдо-ҳамкор давлатларнинг импорт динамикаси, *фоизда*



2-расм. Қозоғистон импорт динамикаси, *кумулятив, фоизда*

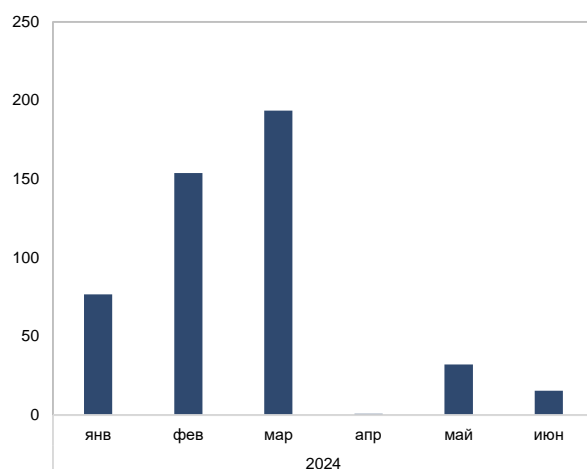


Манба: Россия Банки, Туркия Марказий банки, Хитой статистикаси (*tradingeconomics.com*)

Манба: Қозоғистон статистика агентлиги.

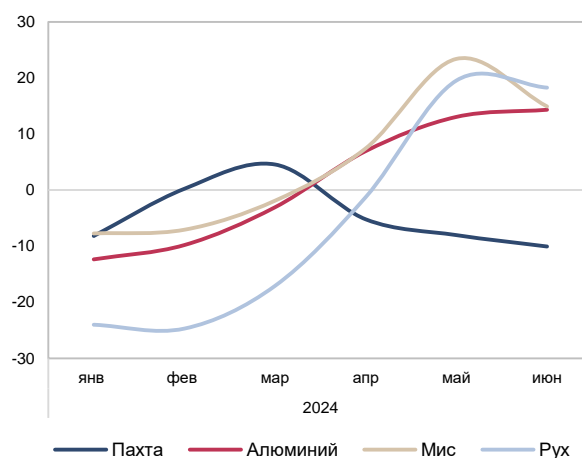
¹⁶ Ушбу таҳлилда мамлакат импорти *(ҳар бир мамлакат Ўзбекистондан қанча миқдорда импорт қилгани)* фойдалироқ бўларди, бироқ Хитойдан ташқари бошқа давлатларда маълумотлар чекланганлиги сабабли, импортнинг умумий кўрсаткичи қўлланилди.

3-расм. Хитой импорт динамикаси (табиий газсиз), фоизда



Манба: ХХР божхона статистикасига асосланган Марказий банк ҳисоб-китоблари.

4-расм. Ўзбекистон томонидан Хитойга экспорт қилинадиган асосий товарларнинг жаҳон нархи динамикаси, фоизда



Манба: Жаҳон хомашё бозорлари.

Шунингдек, **Қозоғистонда** жами импорт йил бошидан қарийб 7 фоизга қисқарди (2-расм), Ўзбекистондан ушбу давлатга экспорт эса 12 фоизга камайди. Бунда экспортнинг учдан бир қисмини ташкил этувчи машина ва ускуналарнинг (хусусан, кузов ва двигателлар деярли 2 баробарга) реал ҳажми сезиларли қисқарди.

Россияда ҳам импортнинг йиллик динамикаси салбий шаклланиб, июнь ойида импорт 4,9 фоизга камайди. Бу, ташқи савдо операциялари бўйича ҳисоб-китоб жараёнининг мураккаблашгани ва асосан савдо чекловлари билан изоҳланади.

Россия бозорига Ўзбекистондан етказиб бериладиган маҳсулотларнинг аксарияти тўқимачилик маҳсулотлари (50 фоиздан ортиғи) дастлабки олти ойда 6 фоизга камайган бўлса, мева ва сабзавотлар экспорти 11 фоизга ошди. Тўқимачилик маҳсулотлари экспорти камайиши II чорақда пахта нархи сезиларли даражада пасайганини ҳисобга олиб, нарх эффекти ҳисобига қузатилган, деб ҳисоблаш мумкин.

Шунга қарамай, Россияга товарлар ва хизматлар экспорти жорий йилнинг биринчи ярмида 32,3 фоизга ўсди.

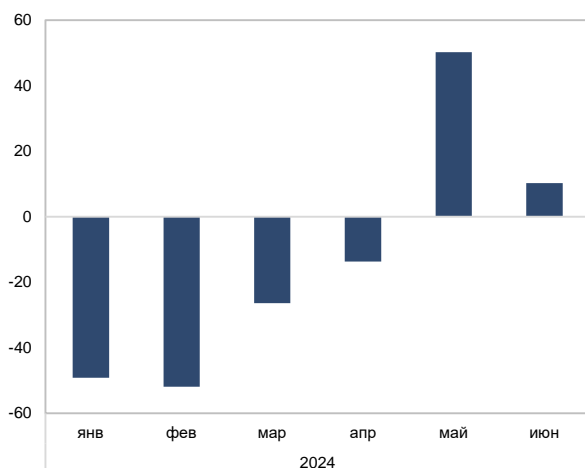
Туркияда ишбилармонлик фаоллигининг пасайиши фонида мамлакатда импорт ва экспорт ҳам пасаймоқда. Импорт жорий йилнинг апрель ва май ойларида сезиларли камайди. Бу қисман Туркияга умумий экспортнинг тахминан 40 фоизини ташкил қилувчи тўқимачилик импорти қийматининг пасайиши билан боғлиқ бўлиши мумкин.

Шунингдек, Туркиянинг Ўзбекистондан импортнинг муҳим қисмини ташкил этувчи рангли металллар ҳажми охириги ойларда ўсишда давом этди, бироқ ўсиш суръатлари секинлашмоқда (5-расм). Эътиборлиси, ушбу экспорт ўсишига асосан рангли металлларнинг юқори жаҳон нархлари ҳисса қўшди (6-расм).

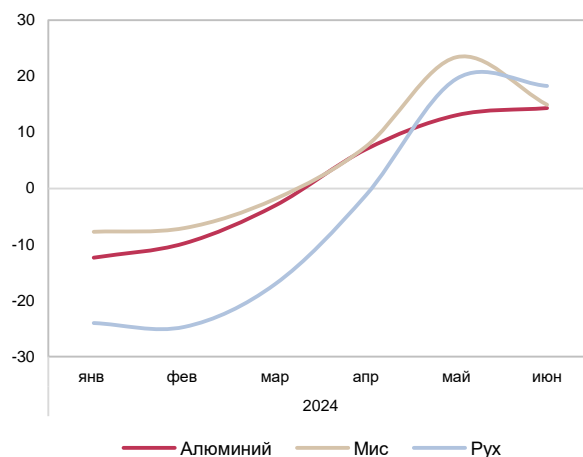
Ташқи ишбилармонлик фаоллиги ва Ўзбекистон экспорти. Асосий савдо-ҳамкор давлатлардаги ойлик ишбилармонлик фаоллиги ва Ўзбекистоннинг

олтинсиз экспортнинг таҳлили ушбу кўрсаткичлар орасида, айниқса Қозоғистон ва Туркия, ҳамда маълум даражада Хитой ва Россия ўртасида боғлиқлик борлигини кўрсатмоқда (7-расм).

5-расм. Туркияга экспортнинг йиллик динамикаси, фоизда



6-расм. Туркияга экспорт қилинадиган металллар жаҳон нархларининг йиллик динамикаси, фоизда

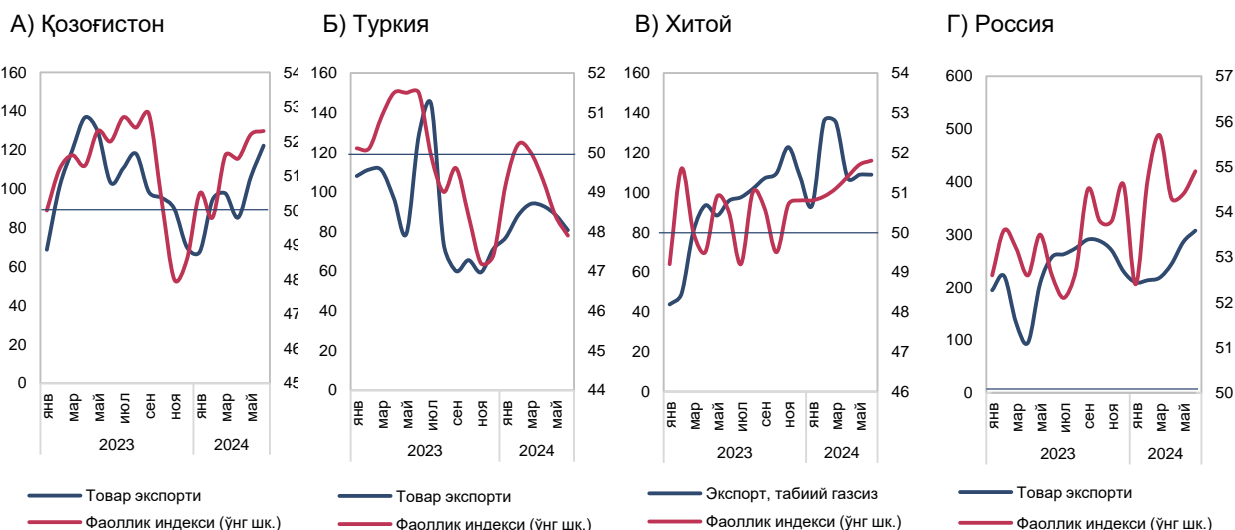


Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблар

Манба: Жаҳон банки. Жаҳон хомашё бозорлари.

Ўзбекистондан экспорт ва савдо-ҳамкорлардаги ишбилармонлик фаоллиги ўртасидаги корреляция коэффицентлари ижобий бўлиб, Қозоғистон учун 0,6, Туркия – 0,6, Россия – 0,3 ва Хитой – 0,3 ни ташкил этди.

7-расм. Асосий савдо-ҳамкордаги ишбилармонлик фаоллиги динамикаси ва уларга Ўзбекистондан экспорт динамикаси, 2 ойлик судралувчи ўртачаси, млн.долл.да



Манба: Статистика агентлиги маълумотларига асосланган ҳисоб-китоблар, PMI, Purchasing Managers' Index – Manufacturing, Services (spglobal.com).

Юқоридагилардан келиб чиқиб, савдо-ҳамкорларда иқтисодий фаолликнинг юқори сақланиб қолиши ушбу мамлакатлар, айниқса Қозоғистон, Хитой ва Туркиянинг Ўзбекистондан импортига таъсир кўрсатиши орқали иккинчи ярим йилликда ушбу мамлакатларга Ўзбекистондан экспорт суръатлари барқарор шаклланиши кутилмоқда.

© Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, 2024 йил

Пул-кредит сиёсати департаменти томонидан тайёрланди.

Ўз таклиф ва эътирозларингизни қуйидаги манзилга жўнатишингиз мумкин:

E-mail: zakirov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22