



O'ZBEKISTON RESPUBLIKASI MARKAZIY BANKI

PUL-KREDIT SIYOSATINING 2025 YIL VA 2026-2027 YILLAR DAVRIGA MO'ljALLANGAN ASOSIY YO'NALISHLARI

ИНФЛЯЦИЯ

ИНФЛЯЦИЯ ПРОГНОЗИ

ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТ

5%

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki

**PUL-KREDIT SIYOSATINING
2025-YIL VA 2026-2027-YILLAR
DAVRIGA MO'LJALLANGAN
ASOSIY YO'NALISHLARI**

© O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki, 2024-yil

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki boshqaruvining 2024-yil 23-noyabrdagi 37/1-sonli qarori bilan tasdiqlangan.

Pul-kredit siyosati departamenti tomonidan tayyorlandi.

Taklif va e'tirozlarni quyidagi manzilga jo'natishingiz mumkin:

E-mail: zakirov@cbu.uz

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

MUNDARIJA

QISQARTMALAR	4
KIRISH	5
I. 2024-YILDA SHAKLLANGAN MAKROIQTISODIY SHAROITLAR VA PUL-KREDIT SIYOSATI TAHLILI.....	9
1.1. Inflyatsion jarayonlarga ta'sir qilgan ichki va tashqi omillar tahlili	9
1.2. Inflyatsiya dinamikasi tahlili va uni pasaytirishga qaratilgan pul-kredit siyosati choralari	19
1-havola Iqtisodiyotga kredit qo'yilmalaridagi tarkibiy o'zgarishlar va kutilmalar	29
2-havola Inflyatsion kutilmalarda kuzatilayotgan uzoq muddatli tendensiyalar tahlili.....	32
3-havola Inflyatsiyaning turli ko'rsatkichlari: tez va sekin moslashuvchan narxlar misolida ..	36
II. 2025-2027-YILLARDA MAKROIQTISODIY RIVOJLANISH SSENARIYLARI VA PUL-KREDIT SIYOSATI	40
2.1. Makroiqtisodiy rivojlanishning asosiy ssenariysi va pul-kredit siyosati	44
2.2. Makroiqtisodiy rivojlanishning muqobil ssenariysi va pul-kredit siyosati.....	54
4-havola Inflyatsion xatarlar ssenariysi va pul-kredit siyosati.....	60
5-havola Almashuv kursi o'zgarishining iqtisodiy rivojlanishga ta'siri: DSGE modeli asosida	62
6-havola Fiskal siyosat ustunligining makroiqtisodiy oqibatlari	67
III. PUL-KREDIT SIYOSATI SAMARADORLIGINI OSHIRISHNING USTUVOR YO'NALISHLARI.....	69
3.1. Pul-kredit siyosati instrumentlarini takomillashtirish istiqbollari	69
7-havola Pul-kredit siyosatida xatarlarni boshqarish yondashuvi.....	73
8-havola Bank tizimi umumiy likvidligi dinamikasi va prognozi.....	76
3.2. Makroiqtisodiy tahlil va prognozlashtirish salohiyatini rivojlantirish yo'nalishlari	78
ILOVALAR	80
1-ilova 2025-yilda O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki boshqaruvining asosiy stavkani ko'rib chiqish bo'yicha yig'ilishlari grafigi.....	80
2-ilova O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki pul-kredit siyosatiga oid nashrlarining 2025-yilga mo'ljallangan taqvimini.....	81
3-ilova Pul-kredit siyosatining maqsadi va asosiy tamoyillari	83
4-ilova Real samarali almashuv kursini baholashning muqobil metodologiyalari	86
5-ilova Markaziy bank raqamli valyutasining pul-kredit siyosati transmissiyasiga ta'siri	90
6-ilova Sun'iy intellekt rivojlanishining iqtisodiy jarayonlarga ta'siri	93
7-ilova Daromadlilik egri chizig'i va uning makroiqtisodiy tahlillardagi ahamiyati.....	96
8-ilova Majburiy zaxiralash instrumentining pul-kredit siyosatini amalga oshirishda qo'llanilishi	99
GLOSSARIY	103

QISQARTMALAR

YaIM	–	yalpi ichki mahsulot
INI	–	iste'mol narxlari indeksi
ICHNI	–	ishlab chiqaruvchilar narxlari indeksi
FAO	–	BMT Oziq-ovqat va qishloq xo'jaligi tashkiloti
FZT	–	Federal zaxira tizimi
XVJ	–	Xalqaro valyuta jamg'armasi
O'TTJ	–	O'zbekiston tiklanish va taraqqiyot jamg'armasi
QQS	–	qo'shilgan qiymat solig'i
DQQ	–	davlat qimmatli qog'ozlari
FSU	–	fiskal siyosat ustunligi
PSU	–	pul-kredit siyosati ustunligi
RSAK	–	real samarali almashuv kursi
MBRV	–	markaziy bank raqamli valyutasi
IMV	–	Iqtisodiyot va moliya vazirligi

KIRISH

Pul-kredit siyosatining asosiy yo'nalishlari O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining joriy iqtisodiy vaziyat va o'rta muddatli istiqbolda kutilayotgan makroiqtisodiy rivojlanish bo'yicha qarashlarini hamda ushbu davrda narxlar barqarorligini ta'minlashga qaratilgan pul-kredit siyosati choralarini belgilaydi.

Joriy yilda O'zbekiston iqtisodiyoti Pul-kredit siyosatining 2024-yil va 2025-2026-yillarga mo'ljallangan asosiy yo'nalishlarining asosiy ssenariysi doirasida kutilganidan biroz yuqoriroq sur'atlarda o'sishda davom etmoqda. Aholi daromadlarining o'sishi va to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalarning yuqoriligi ichki talabni, shuningdek, iqtisodiy o'sishni qo'llab-quvvatlovchi asosiy omillardan bo'lmoqda.

Birinchi yarim yillikda amalga oshirilgan energiya resurslari tariflarining erkinlashtirilishi ta'sirida iqtisodiyotda inflyatsiya jarayonlarining tezlashishi kuzatilib, ushbu o'zgarishlarning ikkilamchi ta'sirlari yilning ikkinchi yarmidan boshlab bazaviy inflyatsiyaning oshishida namoyon bo'lmoqda. Shu bilan birga, so'nggi oylarda taklif uzilishlari ayrim oziq-ovqat va yoqilg'i mahsulotlari narxlariga salbiy ta'sir ko'rsatdi.

Energiya tariflarining oshirilishi va uning inflyatsion kutilmalarga ta'siri taxmin qilinganidan pastroq bo'lganligi hamda inflyatsiyaning yaqin istiqboldagi pasayishi bo'yicha kutilmalar hisobiga Markaziy bank asosiy stavkasi iyulda 0,5 foiz bandga pasaytirildi. Biroq, keyingi oylarda umumiy inflyatsiyaning o'zgarishsiz qolishi fonida asosiy stavka ham 13,5 foiz darajasida saqlab qolindi.

O'zgaruvchan va noaniqliklar kuchaygan davrda pul-kredit siyosatining kelgusi yillarga mo'ljallangan asosiy yo'nalishlari turli omillarning amalga oshish ehtimolligi va inflyatsiyaga ta'sir ko'lamidan kelib chiqib, o'rta muddatli davrda makroiqtisodiy rivojlanishning **asosiy, muqobil va xatarli ssenariylari** asosida ishlab chiqildi.

Asosiy ssenariy prognozlari ichki va tashqi sharoitlar joriy holatlarda saqlanib qolishi va davom etishi, xususan global inflyatsiya pasayib borishi, jahonda iqtisodiy o'sish sur'atlarining ijobiy va xomashyo narxlarining nisbatan yuqori darajada saqlanib qolishi, ichki talabning oshib borishi hamda islohotlarning faol davom ettirilishi shartlari asosida amalga oshirildi.

Makroiqtisodiy rivojlanishning asosiy ssenariysiga ko'ra, qat'iy pul-kredit sharoitlari va fiskal konsolidatsiya ta'sirida YAIMning real o'sishi 2025-yilda 5,5-6,0 foiz, 2026-yilda 5,5-6,5 foiz, 2027-yilda esa 6,0-6,5 foiz atrofida bo'lishi prognoz qilinmoqda.

Nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlarining ta'minlanishi hisobiga iste'mol talabi normallashuvi va **inflyatsiyaning 2025-yilda 6,0-7,0 foizgacha pasayishi, 2026-2027-yillarda 5 foizlik targetiga** yaqin darajada shakllanishi kutilmoqda. 2026-yilning ikkinchi yarmida inflyatsiyaning target ko'rsatkichigacha pasayishi pul-kredit sharoitlarini ma'lum darajada yumshatib borish va bosqichma-bosqich neytral fazaga o'tkazish imkonini beradi.

Muqobil ssenariy joriy ichki sharoitlarning saqlanib qolishi va tashqi xatarlarning ortishi, jumladan, global inflyatsiya uzoqroq muddat yuqori darajada shakllanishi, ayrim yirik iqtisodiyotlarda iqtisodiy faollikning sezilarli pasayishi va jahon iqtisodiyoti fragmentatsiyasining kuchayishi bo'yicha xatarlarning ichki iqtisodiyotga salbiy ta'sirlarini inobatga olgan holda ishlab chiqildi.

Bunda tashqi xatarlarning iqtisodiy o'sishga salbiy ta'sirlari yuqori bo'lib, tashqi talabning pasayishidan ko'riladigan iqtisodiy rivojlanishdagi yo'qotishlarni kamaytirish ichki talabni qo'llab-quvvatlash orqali, jumladan, fiskal rag'batlantirishlar va kredit qo'yilmalarining oshirilishi hisobiga amalga oshiriladi. Natijada iqtisodiy o'sish sur'ati 2025-yilda 5,0-5,5 foiz, 2026-yilda 5,0-6,0 foiz doirasida shakllanishi, 2027-yilda esa 5,5-6,5 foizgacha tiklanishi prognoz qilinmoqda.

Muqobil ssenariyda iqtisodiy faollikning ma'lum darajada pasayishi va qat'iy pul-kredit sharoitlarining saqlab qolinishi fonida umumiy inflyatsiya **2025-yilda 7-8 foizga, 2026-yilda 6 foizga yaqin bo'lishi va 2027-yilning birinchi yarmida 5 foizlik targetgacha pasayishi** kutilmoqda.

Makroiqtisodiy rivojlanishning asosiy va muqobil ssenariylariga qo'shimcha ravishda inflyatsiyani oshiruvchi xatarlarning ortishiga asoslangan **xatarli ssenariy** ham ko'rib chiqildi va bunday sharoitda inflyatsiyani pasaytirishga qaratilgan pul-kredit siyosati choralari tahlil qilindi.

O'rta muddatli makroiqtisodiy rivojlanishning ushbu ssenariysida mintaqadagi iqlim o'zgarishining ishlab chiqarish ko'rsatkichlariga salbiy ta'siri, ishlab chiqarishning cheklanganligi sharoitida fiskal

rag'batlantirishlarning kuchaytirilishi hamda energiya resurslari taklifining talabga nomutanosib bo'lishi hisobiga iqtisodiyotdagi yalpi taklifning qisqarishiga olib kelishi mumkin bo'lgan xatarlar inobatga olindi. Mazkur xatarlar ta'sirida umumiy inflyatsiya **2025-yilda 8-9 foiz, 2026-yilda 7-8 foiz atrofida shakllanishi va 5 foizlik targetga 2027-yilning oxirida yetishi** kutilmoqda.

Bunda targetga yetish ehtimoli pul-kredit siyosatida ko'riladigan choralari ta'sirchanligiga bog'liq bo'lib, yanada qat'iy pul-kredit sharoitlarini ta'minlashni taqozo etadi.

Makroiqtisodiy rivojlanishning har qanday ssenariysi sharoitida ham pul-kredit siyosati choralari Markaziy bankning asosiy maqsadi bo'lgan narxlar barqarorligini ta'minlashga qaratilib, inflyatsiyani 5 foizlik targetigacha pasaytirish va ushbu darajada barqaror shakllanishini ta'minlashga yo'naltiriladi.

Shu bilan birga, kelgusi yillarda pul-kredit siyosati choralari samaradorligini oshirishga qaratilgan quyidagi muhim yo'nalishlar belgilab olinmoqda:

1. Tijorat banklarining ortiqcha likvidligini jalb etish instrumentlarini sekyuritizatsiya qilish (*garov mulki bilan ta'minlash*) orqali ularga bo'lgan talabni oshirish va banklararo REPO operatsiyalari bo'yicha foiz stavkalarini asosiy stavkaga yaqin darajada shakllanishini ta'minlash;

2. Daromadlilik egri chizig'ining qisqa muddatli segmentini belgilash hamda Markaziy bank obligatsiyalari daromadliliigi bozor ishtirokchilari kutilmalarini to'liq namoyon etishiga erishish maqsadida Markaziy bank obligatsiyalarining turli muddatli va kam hajmdagi emissiyasini faollashtirish;

3. Pul-kredit siyosati operatsiyalarini amalga oshirish qoidalari, pul va REPO bozorlari bo'yicha me'yoriy hujjatlarni yuridik auditdan o'tkazish hamda zaruriy o'zgartirishlar kiritish;

4. Tijorat banklari majburiyatlarini majburiy zaxiralash talabi bilan qamrab olish darajasini bosqichma-bosqich oshirib borish hamda ularning xorijiy valyutadagi majburiyatlari bo'yicha majburiy zaxiralash talabini mos ravishda pasaytirish orqali majburiy zaxiralash talablarini takomillashtirish;

5. Pul-kredit siyosati sohasida qarorlar qabul qilishda faol qo'llaniladigan makroiqtisodiy tahlil va prognozlash tizimini xalqaro moliya tashkilotlari ekspertlari ko'magida takomillashtirib borish, shu jumladan,

qisqa va o'rta muddatli prognoz modellari parametrlarini joriy iqtisodiy reallikka muvofiqlashtirish;

6. Chakana kreditlarning o'sish sur'atlarini muvozanatlashtirish orqali inflyatsiyaga bo'lgan bosimlarni kamaytirish maqsadida pul-kredit va makroprudensial siyosat choralari o'zaro muvofiqlikda qo'llashni faol davom ettirish. Shu jumladan, zaruriyatdan kelib chiqib ayrim turdagi chakana kreditlar bo'yicha makroprudensial talablarni kuchaytirib borish.

Umuman olganda, Markaziy bank o'rta muddatli istiqbolda ham inflyatsiyani 5 foizlik targetigacha pasaytirish va narxlar barqarorligini ta'minlashga qaratilgan faol pul-kredit siyosatini amalga oshiradi. Inflyatsiyani barqaror pasaytirish uchun pul-kredit sharoitlari yetarlicha qat'iy darajada saqlab turiladi va har qanday ehtimoliy inflyatsion xatarlar yuzaga kelganda pul-kredit siyosati instrumentlari orqali o'z vaqtida zaruriy choralar ko'rib boriladi.

I. 2024-YILDA SHAKLLANGAN MAKROIQTISODIY SHAROITLAR VA PUL-KREDIT SIYOSATI TAHLILI

1.1. Inflyatsion jarayonlarga ta'sir qilgan ichki va tashqi omillar tahlili

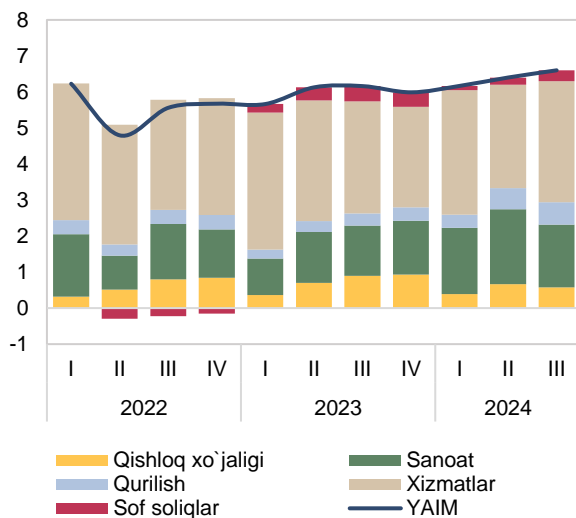
2024-yilning 9 oyi davomida iqtisodiy o'sish sur'atlari tezlashib, asosan, ishlab chiqarish va xizmatlar sohasi faolligi hisobiga qo'llab-quvvatlandi. Pul o'tkazmalari hajmining sezilarli o'sishi uy xo'jaliklarining daromadlari oshishiga va barqaror iste'mol talabining shakllanishiga xizmat qildi.

Shu bilan birga, birinchi yarim yillikda byudjet xarajatlarning o'sish sur'ati daromadlar o'sishidan yuqoriroq shakllandi, III chorakda esa byudjet daromadlari tushumining ko'payishi va davlat xarajatlari o'sishining sekinlashishi kuzatildi.

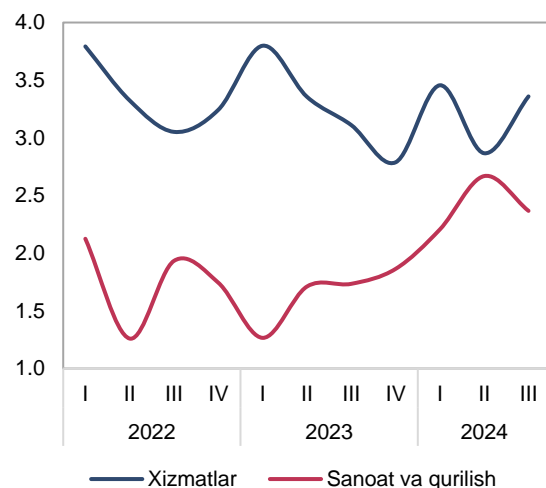
Iqtisodiy o'sish. 2024-yilning 9 oyida yalpi ichki mahsulotning real o'sishi o'tgan yilning mos davriga nisbatan 6,6 foizni tashkil etdi.

Sanoat, qurilish va xizmatlar sohasi taklif tomonidan o'sishning asosiy omillaridan bo'ldi. So'nggi yillarda iqtisodiy o'sishda xizmatlar sohasining hissasi yuqoriligicha qolmoqda (1.1.1-rasm).

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



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



Manba: Statistika agentligi.

2024-yil yanvar-sentyabr oylari yakuniga ko'ra, sanoat, qurilish tarmoqlari va xizmatlar sohalarida o'tgan yilning mos davriga nisbatan yuqori o'sish kuzatildi. Jumladan, real o'sish darajasi qurilish sohasida – 9,1 foizni, sanoatda – 7,0 foizni tashkil etgan bo'lsa, xizmatlarda – 12,8 foizga teng bo'ldi.

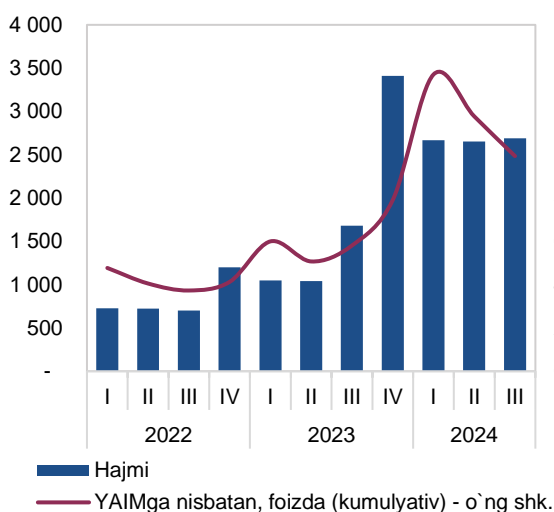
Yalpi talabni qo'llab-quvvatlashda investitsion faollik, xususan, ushbu jarayonlarda to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar va kafolatlanmagan xorijiy kreditlar (*real o'sishi – 62,1 foiz*) muhim ahamiyat kasb etmoqda (*1.1.3-rasm*). Investitsiyalarning asosiy qismi sanoat sohasiga yo'naltirilib, xususan, tog'-kon sanoatiga investitsiyalar sezilarli oshdi.

Ta'lim, tashish va saqlash, axborot va aloqa xizmatlari hamda uy-joy qurilishiga yo'naltirilgan mablag'larning jami investitsiyalardagi ulushi kamayganiga qaramasdan, xizmatlar va qurilish sohasiga yo'naltirilayotgan investitsiyalarda yuqori o'sish sur'atlari davom etdi.

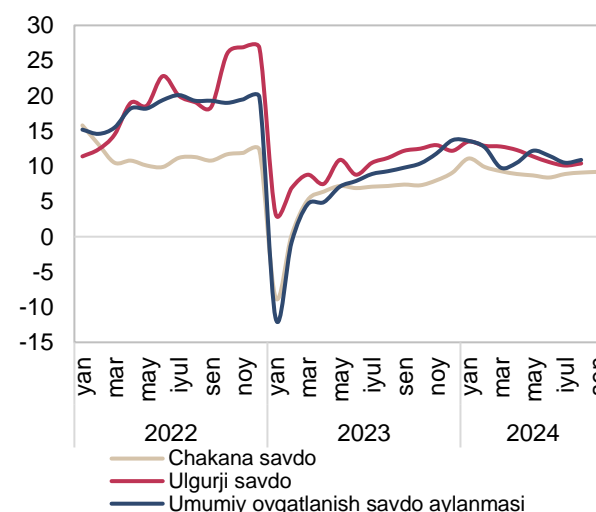
Iste'mol faolligi barqaror ravishda yuqoriligicha qolmoqda. Chakana savdo aylanmasi (*9,2 foiz*), umumiy ovqatlanish (*10,9 foiz*) va turizm xizmatlari importi (*52,1 foiz*) yuqori o'sishda davom etmoqda.

Iqtisodiy faollik banklararo tranzaksiyalar hajmining joriy yilning dastlabki 9 oyida o'tgan yilning mos davriga nisbatan 28,6 foizga oshishida ham namoyon bo'ldi (*1.1.5-rasm*).

1.1.3-rasm. To'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar dinamikasi, mln. dollar

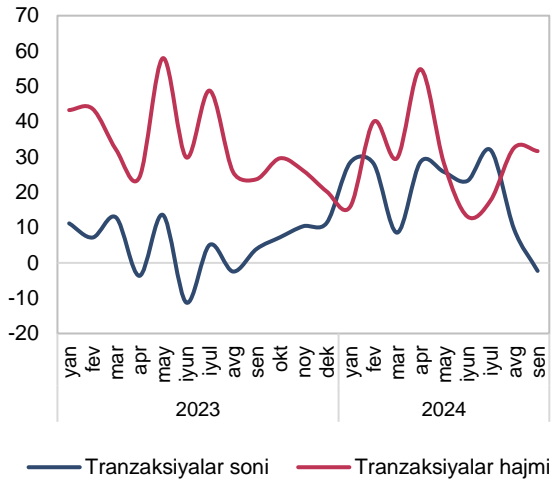


1.1.4-rasm. Savdo va umumiy ovqatlanish korxonalari tovar aylanmasi, real o'sish, foizda

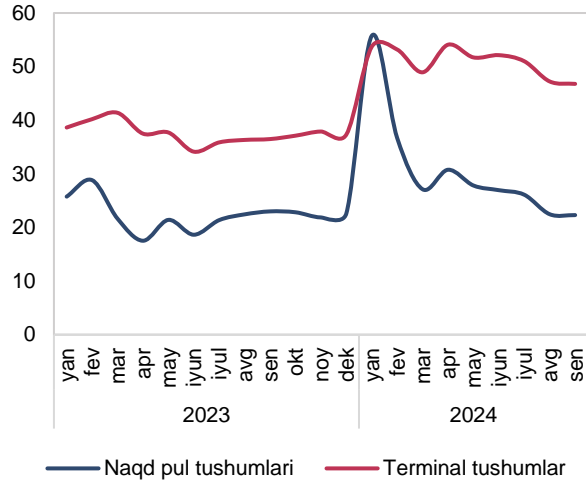


Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida MB hisob-kitoblari.

1.1.5-rasm. Banklararo tranzaksiyalar dinamikasi, o'tgan yilning mos davriga nisbatan



1.1.6-rasm. Savdo va pullik xizmatlardan tushumlar o'zgarishi, o'tgan yilning mos davriga nisbatan

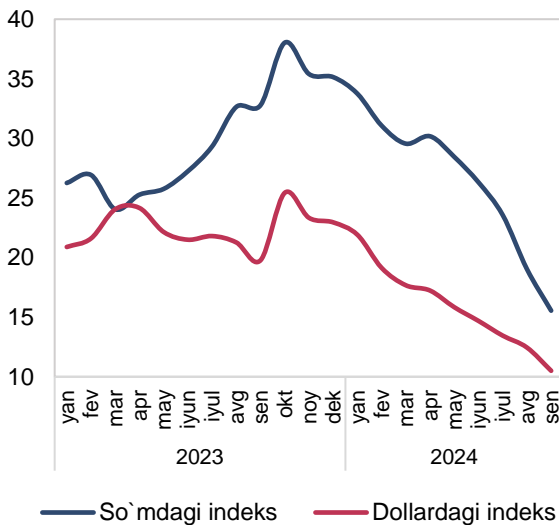


Manba: MB hisob-kitoblari.

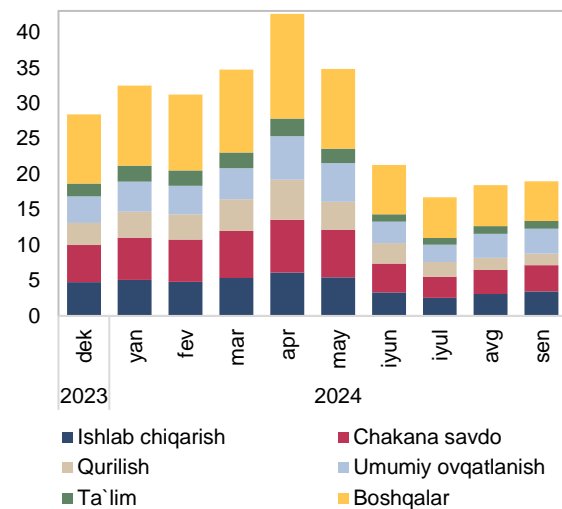
2024-yilning yanvar-sentyabr oylarida savdo va pullik xizmatlardan tushumlar hajmi o'tgan yilning mos davriga nisbatan 32,1 foizga oshdi va barcha oylarda ijobiy o'sish qayd etildi (1.1.6-rasm).

Shu bilan birga, 2024-yilning 9 oyida turar-joy ko'chmas mulk bozoridagi narxlarning oylik o'sish sur'atlari sekinlashib, o'tgan yilning mos davriga nisbatan pastroq shakllandi. Yuqori narx effektining saqlanib qolayotganligi ta'sirida ikkilamchi bozorda uy-joy narxlari o'sishi sentyabr oyida so'm indeksida 15,5 foizni (o'tgan yilning mos davrida 32,8 foiz) tashkil etdi (1.1.7-rasm).

1.1.7-rasm. Ikkilamchi uy-joy bozori narxlari indeksi



1.1.8-rasm. E'lon qilingan bo'sh ish o'rinlari soni, ming dona



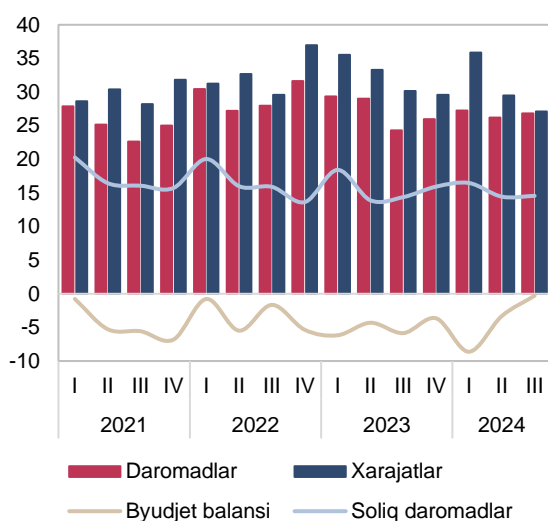
Manba: Ochiq ma'lumotlar asosida MB hisob-kitoblari.

2024-yilning iyul oyiga kelib bo'sh ish o'rinlari soni kamayganiga qaramasdan, avgust va sentyabr oylarida taklifning biroz yaxshilanib borayotganligi kuzatilmoqda (1.1.8-rasm). Bunda, asosan, chakana savdo, umumiy ovqatlanish va ishlab chiqarish sohalarida e'lon qilingan bo'sh ish o'rinlari soni qolgan sohalarga nisbatan sezilarli darajada yuqori saqlanib qolmoqda.

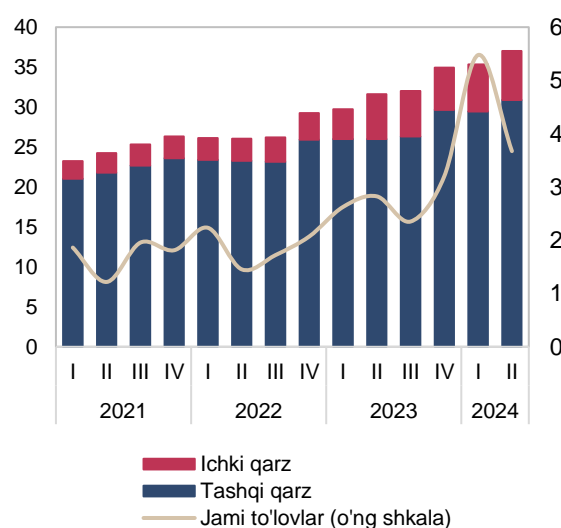
Fiskal holat. Joriy yilning III choragida ham byudjet xarajatlari va daromadlari dinamikasida salbiy tafovut saqlanib qoldi. Konsolidatsiyalashgan davlat byudjeti taqchilligi II chorakda YAIMga nisbatan 3 foizni tashkil etgan bo'lsa, ushbu ko'rsatkich III chorakda sezilarli qisqarib, 0,3 foizgacha pasaydi (1.1.9-rasm). Bu, asosan, byudjet konsolidatsiyasining davom etishi bilan izohlanadi.

2024-yilning I choragida byudjet xarajatlarining o'sish sur'ati daromadlarining o'sishidan yuqoriroq shakllangan bo'lsada, so'nggi choraklarda aksincha daromatlarda balandroq o'sish kuzatildi. Jumladan, o'tgan yilning mos davriga nisbatan joriy yilning I choragida daromadlar 12 foizga va xarajatlar 22 foizga o'sgan bo'lsa, ushbu ko'rsatkichlar o'rtasidagi nomutanosiblik II chorakda qisqarib bordi va daromadlar 8 foizga, xarajatlar esa 5 foizga o'sdi. III chorakda daromadlar o'sish sura'ti 33 foizni, xarajatlar esa 9 foizni tashkil etdi.

1.1.9-rasm. Konsolidatsiyalashgan davlat byudjeti daromadi va xarajatlari, YAIMga nisbatan foizda



1.1.10-rasm. Davlat qarzi va tashqi qarz bo'yicha to'lovlar, YAIMga nisbatan foizda



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

Izoh: Byudjet daromadi va xarajatlari hamda tashqi qarz bo'yicha to'lovlarning YAIMga nisbatini hisoblashda sof choraklik YAIM ma'lumotlaridan foydalanilgan.

Umuman olganda, so'nggi yillarda kuzatilayotgan rag'batlantiruvchi fiskal siyosat iste'mol faolligini qo'llab-quvvatlashi orqali iqtisodiy faollikning yuqori saqlanib qolishiga sezilarli hissa qo'shmoqda.

Joriy yilda davlat qarzi va tashqi qarz bo'yicha jami to'lovlar hajmining ortib borishi kuzatilayotgan bo'lib (1.1.10-rasm), 2024-yilning I va II choraklarida davlatning tashqi qarz bo'yicha jami to'lovlari sof choraklik YAIMga nisbatan mos ravishda 6 va 4 foizgacha yetgan.

Iqtisodiy faollikning o'sishi sharoitida YAIMga nisbatan soliq tushumlari ulushining qisqarib borishi norasmiy sektorda faollikning oshayotganligi hamda soliq ma'murchiligini yanada takomillashtirish yoki soliqqa oid qonunchilikdagi bo'shliqlarni¹ ko'rib chiqish zaruriyatining mavjudligi bilan bog'liq bo'lishi mumkin.

Shuningdek, soliq tushumlari hajmining qisqarib borishi kelgusida byudjetni soliqlardan tashqari, jumladan, tabiiy resurslar sotuvidan olingan daromadlarga yoki qarz mablag'lariga qaramligini oshirib, hukumatni tashqi xatarlarga nisbatan zaifligining kuchayishiga, qarz va qarz bo'yicha xarajatlarni sezilarli oshishi esa hukumatning moliyaviy holatiga potensial bosimning ortishiga sabab bo'lishi mumkin. Bu, o'z navbatida, uzoq muddatli davrda davlat investitsion qobiliyatining pasayishiga olib kelishi mumkin.

Tashqi iqtisodiy sharoitlar

2023-2024-yillardagi markaziy banklar tomonidan olib borilayotgan qat'iy pul-kredit siyosati natijasida global inflyatsiya bosqichma-bosqich pasayishda davom etmoqda.

Xalqaro valyuta jamg'armasining (XVJ) global inflyatsiya bo'yicha oktyabr oyidagi prognozlar avvalgisiga nisbatan biroz pasaytirilib, 2024-yilda 5,8 foiz bo'lishi kutilmoqda. Bunda rivojlangan iqtisodiyotlarda inflyatsiya darajasining pasayish trendi davom etib, joriy yilda 2,6 foizni tashkil etishi prognoz qilinmoqda.

Rivojlanayotgan mamlakatlarda esa umumiy inflyatsiya darajasi pasayishi nisbatan uzoqroq vaqtni talab etmoqda. Natijada 2024-yilda inflyatsiya 7,9 foiz bo'lishi kutilmoqda.

Shu bilan birga, jahon miqyosida xizmatlar inflyatsiyasi pasayishining sekin kechishi hamda geosiyosiy keskinliklar davom etishi sharoitida foiz stavkalarining yumshatilishi avval kutilganidan kechroq boshlandi.

¹ Bo'shliqlar deganda soliq qonunchiligidagi noaniqliklar yoki qamrab olinmaslik holatlari tushuniladi. Mazkur bo'shliqlar jismoniy yoki tadbirkorlik sub'yektlariga qonun hujjatlarini buzmagani holda soliq majburiyatlarini kamaytirish yoki soliqlarni to'lashdan butunlay qochish imkonini beradi.

Inflyatsiyaning pasayishi fonida joriy yilning 9 oyida global moliyaviy sharoitlar yumshay boshladi. Xususan, yirik rivojlangan iqtisodiyotlarning² o'rtacha tortilgan foiz stavkasi 42 bazis punktga pasayib, yillik 3,78 foizni tashkil etdi. 2024-yil yakuniga qadar yetakchi markaziy banklar inflyatsiya pasayib borishi bilan foiz stavkalarini pasaytirishda davom etishi kutilmoqda.

XVJning oktyabr oyidagi prognozlariga ko'ra, 2024-yilda jahon iqtisodiy o'sishi 3,2 foizni (*2024-yil iyul oyidagi prognozlarga nisbatan o'zgarish bo'lmagan*) tashkil etadi. Bunda iqtisodiy o'sish rivojlangan davlatlarda 1,8 foiz (*0,1 foiz bandga yuqori*), rivojlanayotgan iqtisodiyotlarda esa 4,2 foiz (*o'zgarish bo'lmagan*) doirasida bo'lishi kutilmoqda.

Jahonda tovar va xizmatlar savdosi hajmi o'sishda davom etib, 2024-yilda 3,1 foizga (*rivojlanayotgan mamlakatlarda 4,6 foizga*) oshishi kutilmoqda.

Xususan, xalqaro konteyner tashish xarajatlari narxi ikkinchi chorakda Xitoydan boshqa mamlakatlarga amalga oshirilgan savdo hajmining sezilarli oshishi natijasidagi keskin ko'tarilishidan so'ng (*yil boshiga nisbatan 120 foiz*), III chorakda talabning pasayishi jahon konteyner tashish indeksida³ ham aks etdi va sentyabr yakunida yil boshiga nisbatan 31 foizlik o'sish qayd etildi.

Iqtisodiy faollikni ko'rsatuvchi global ishbilarmonlik faolligi indeksi (PMI) sentyabr oyida ishlab chiqarish sohasi ketma-ket uchinchi oy qisqarayotganini ko'rsatmoqda. Yirik iqtisodiyotlardan AQSH, Yaponiya, Buyuk Britaniya va Braziliyada faollikning o'sishi kuzatilgan bo'lsa, Yevrohudud, Rossiya va Xitoyda faollikning pasayishi qayd etilgan. Shu bilan birga, xizmatlar sohasida faollik yuqori darajada bo'lib, 2023-yil boshidan ijobiy tendensiyada shakllanmoqda.

Asosiy savdo hamkorlarda geosiyosiy vaziyat ta'siri va yalpi talabdagi muammolar saqlanib qolayotganiga qaramay davlat investitsiyalarining faollashishi va xususiy iste'molning tiklanib borayotgani fonida iqtisodiy o'sish barqaror shakllanmoqda.

Shu bilan birga, pul-kredit siyosatini cheklovchi tarzda davom etishi hisobiga inflyatsion bosimning pasayishi kutilayotgan bo'lsa-da, joriy yil yakuni bo'yicha aksariyat savdo hamkorlarda inflyatsiya target darajasidan sezilarli yuqori bo'lishi prognoz qilingan.

Jahon oziq-ovqat narxlarini o'zida jamlovchi **FAO indeksi** yil boshidan barqaror shakllanib kelayotgan bo'lsa-da, uning ayrim komponentlarida

² XVJ tomonidan Kuchli yettilik davlatlari klassifikatsiyasi.

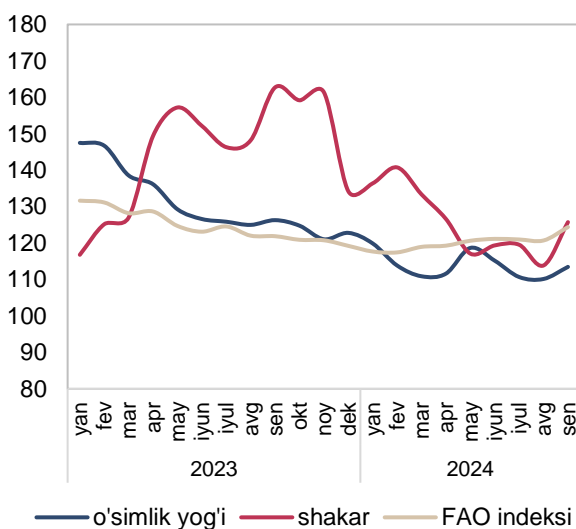
³ Drewry's jahon konteyner tashish indeksi.

sezilarli o'zgarishlar qayd etilmoqda. Jumladan, go'sht, yog' va sut mahsulotlari narxi yil boshidan o'suvchi tendensiyani namoyon etmoqda.

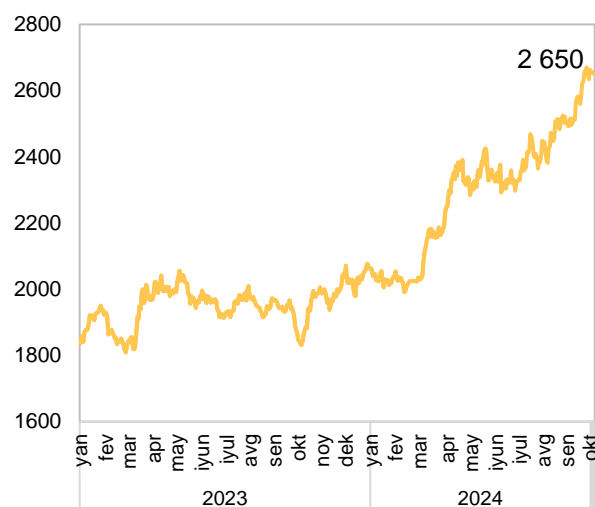
Shu bilan birga, sentyabr oyida FAO oziq-ovqat indeksi so'nggi 2,5 yildagi eng yuqori o'sishni qayd etdi (3,1 foiz). Ushbu o'sish, asosan, shakar va o'simlik yog'i qimmatlashishi hisobiga yuz berdi. Braziliyada qurg'oqchilik va o'rmon yong'inlari shakarqamish dalalariga zarar yetkazayotgan bo'lsa, o'simlik yog'i xomashyosini yetishtiruvchi mamlakatlarda kuzatilayotgan noqulay ob-havo sharoitlari hosil yig'ishda muammolarni yuzaga keltirmoqda (1.1.11-rasm).

Oltin narxi joriy yilning 9 oyi davomida 29,2 foizga o'sib, o'zining rekord darajasiga yetdi. Oltin talab jahondagi geosiyosiy keskinliklar, foiz stavkalarining pasayishi, markaziy banklar tomonidan olib borilayotgan oltin-valyuta zaxiralarida oltin ulushini ko'paytirish siyosati natijasida yuqori darajada saqlanib qolmoqda (1.1.12-rasm).

1.1.11-rasm. FAO indeksi,
2014-2016 = 100



1.1.12-rasm. Oltin narxi,
AQSH doll./ troy unsiyasi



Manba: Oziq-ovqat va qishloq xo'jaligi tashkiloti.

Mis narxi joriy yilning III choragidan Xitoy hukumatining iqtisodiyotni jadallashtirish uchun yangi choralarni qabul qilishi fonida yana o'sishni boshladi. Paxta narxi jahonda taklif yuqoriligi hisobiga pasayishda davom etmoqda.

2024-yilning 9 oyida pul o'tkazmalari 11,3 mlrd. dollarni tashkil etib, o'tgan yilning mos davriga nisbatan 34,8 foizga oshdi (1.1.13-rasm).

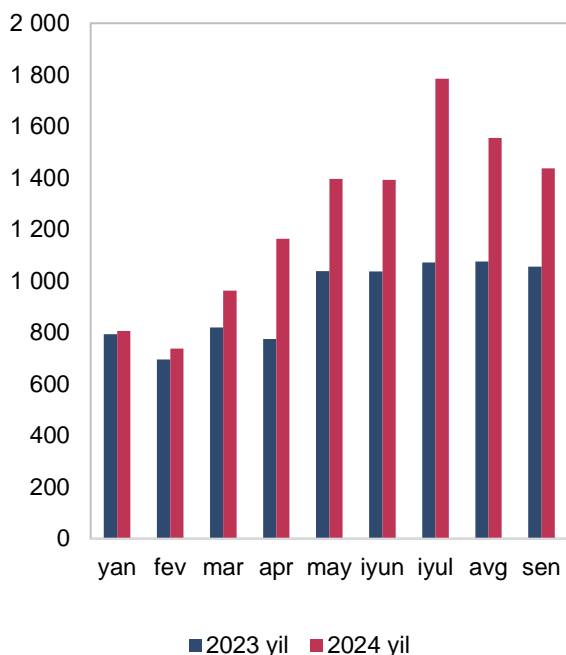
Pul o'tkazmalari o'sishining muhim omillari sifatida migrantlarni qabul qiluvchi mamlakatlardagi nisbatan barqaror valyuta kursi, ish haqining yuqori

sur'atlarda o'sishi, iqtisodiy faollik va ishchi kuchiga bo'lgan doimiy talabni keltirish mumkin.

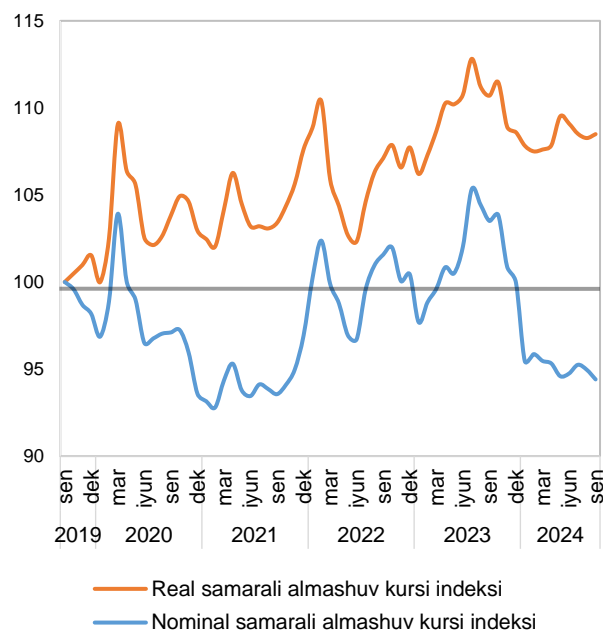
Yoz oylari davomida asosiy savdo hamkorlarda inflyatsiyaning tezlashishi real samarali almashuv kursini pasaytirgan bo'lsa, sentyabr oyida yuqori ichki inflyatsiya va barqaror shakllangan milliy valyuta kursi hisobiga real samarali almashuv kursi mustahkamlana boshladi.

So'mning AQSH dollariga nisbatan almashuv kursi joriy yilning 9 oyida 3 foizga qadrsizlandi. Almashuv kursining nisbatan barqaror bo'lishi eksport tovarlari narxining qulay konyunkturasi, pul o'tkazmalaridagi yuqori o'sish, shuningdek, davlat va xususiy sektor tomonidan tashqi qarz mablag'larining jalb etilishi bilan izohlanadi.

1.1.13-rasm. Pul o'tkazmalari dinamikasi, mln. AQSH doll.



1.1.14-rasm. Real va nominal samarali almashuv kurslari dinamikasi, foizda

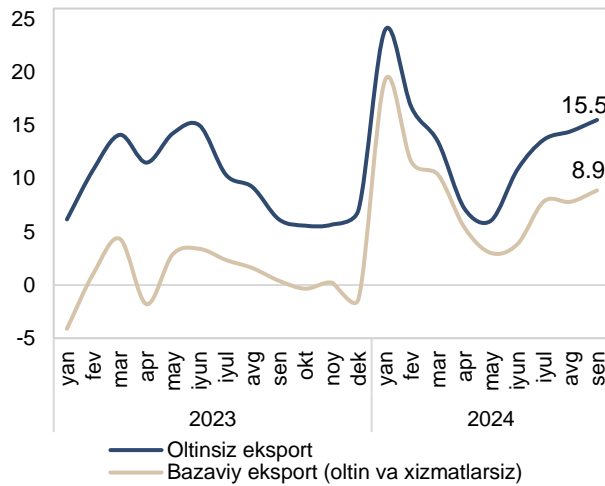


Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

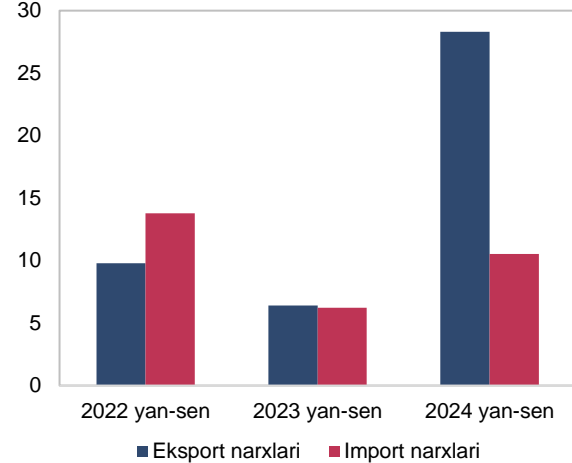
Joriy yilning dastlabki 9 oyida oltinsiz eksport hajmi 15,5 foizga oshdi (1.1.15-rasm). Asosiy savdo-hamkor mamlakatlardagi iqtisodiy o'sish va eksport qilinadigan tovarlar narxining qulay shakllangani eksport o'sishining asosiy omillaridan bo'ldi.

2024-yilda mis va uran narxlarining yuqori shakllanishi joriy yilning 9 oyida xomashyo eksportining yuqori o'sishiga xizmat qildi. Paxta narxining pasayishi va qo'shni davlatlarda tekstil mahsulotlariga bo'lgan talabning qisqarishi ushbu guruh eksportining pasayishiga sabab bo'ldi (-6,6 foiz).

1.1.15-rasm. Eksport hajmi o'zgarishi, foizda



1.1.16-rasm. Eksport va import narxlari indeksining o'zgarishi, foizda

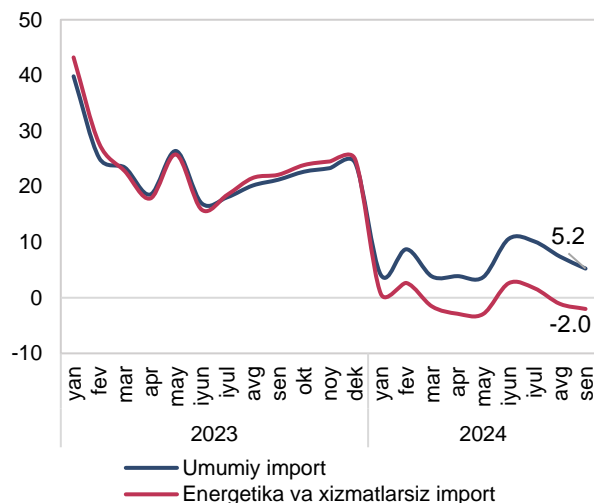


Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida Markaziy bank hisob-kitoblari.

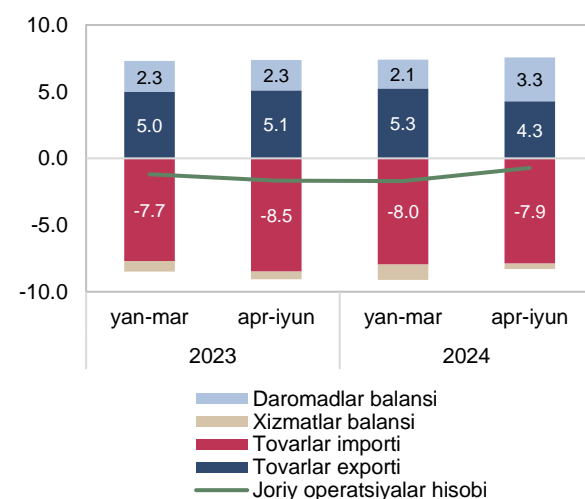
Import hajmi o'sishi o'tgan yilning mos davriga nisbatan sezilarli past shakllanib, 5,2 foizni tashkil etdi (2021-2023-yillarda o'rtacha 22 foizga o'sgan). Energiya resurslari (o'tgan yilga nisbatan 59 foizlik o'sish) va xizmatlarni (42 foiz o'sish) hisobga olmaganda import hajmi 2,0 foizga qisqardi. Ushbu pasayish import narxlarining barqarorligi hamda 2023-yilgi mashina va uskunalarning bir martalik yirik importi hisobiga shakllangan yuqori baza ta'siri bilan izohlanadi (1.1.17-rasm).

2024-yil yanvar-sentyabr oylari natijalariga ko'ra, birinchi yarim yillikda kuzatilgan investitsiyalarning yuqori sur'atlarda o'sishiga qaramay, o'tgan yilgi keskin (46 foiz) o'sishdan so'ng kapital tovarlar importi o'zgarishsiz qolmoqda.

1.1.17-rasm. Import hajmi o'zgarishi, foizda



1.1.18-rasm. Joriy operatsiyalar hisobi, mlrd. AQSH doll



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

Bu o'tgan yillarda import qilingan asbob-uskunalar, xususan, transport uskunalarini o'zlashtirish davom etishi bilan bog'liq bo'lishi mumkin. Joriy yilgi yuqori investitsiyalarning ta'siri ham kelgusi yillarda investitsiya loyihalarining faoliyati boshlanishida namoyon bo'lishi kutilmoqda.

Joriy operatsiyalar hisobi taqchilligi joriy yilning birinchi yarmida 2,4 mlrd. dollarni tashkil etib, o'tgan yilning mos davriga nisbatan 15 foizga qisqardi. Bunda yuqori ikkilamchi daromadlar evaziga shakllangan ijobiy daromadlar balansi asosiy omillardan bo'ldi.

2023-yilda joriy operatsiyalar hisobi taqchilligi YAIMga nisbatan 7,7 foizni tashkil etgan bo'lsa, joriy yilning birinchi yarmida taqchillik 5,4 foizgacha qisqardi. Daromadlar balansining ijobiy shakllanish tendensiyasi va import o'sish sur'atining muvozanatlashishi fonida taqchillik yil yakunida YAIMga nisbatan 6-6,5 foiz atrofida bo'lishi prognoz qilinmoqda.

1.2. Inflyatsiya dinamikasi tahlili va uni pasaytirishga qaratilgan pul-kredit siyosati choralari

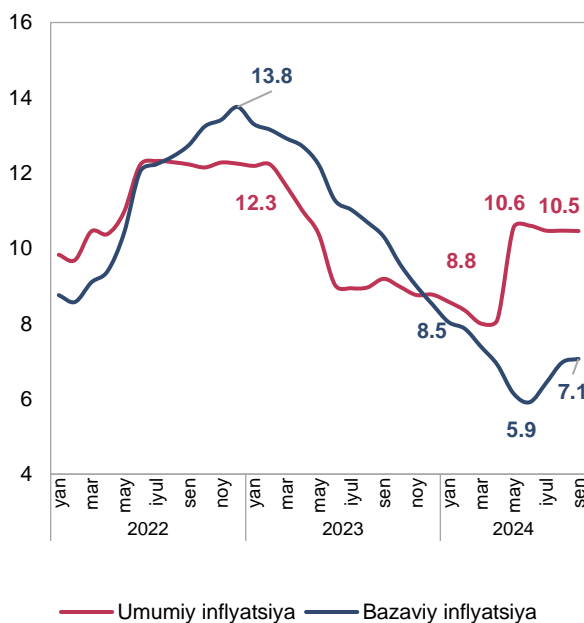
2024-yilning yanvar-sentyabrida iqtisodiyotdagi inflyatsion jarayonlar o'zgaruvchan xarakterga ega bo'ldi. Bunda iqtisodiyotda nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlari ta'minlanishi talab omillarini tiyib turuvchi ta'sir ko'rsatgan bo'lsa, taklif omillari narxlarni oshiruvchi ahamiyat kasb etdi.

Xususan, joriy yilning dastlabki choragida yillik umumiy inflyatsiya pasayuvchi dinamikada shakllanib, yil boshidagi 8,8 foizdan mart oyida 8 foizgacha pasaydi. Biroq II chorakda dori vositalari va tibbiy xizmatlarning qo'shilgan qiymat solig'iga tortilishi hamda energiya resurslari narxlarining erkinlashtirilishi hisobiga inflyatsiya darajasi may oyida yillik 10,6 foizgacha tezlashdi.

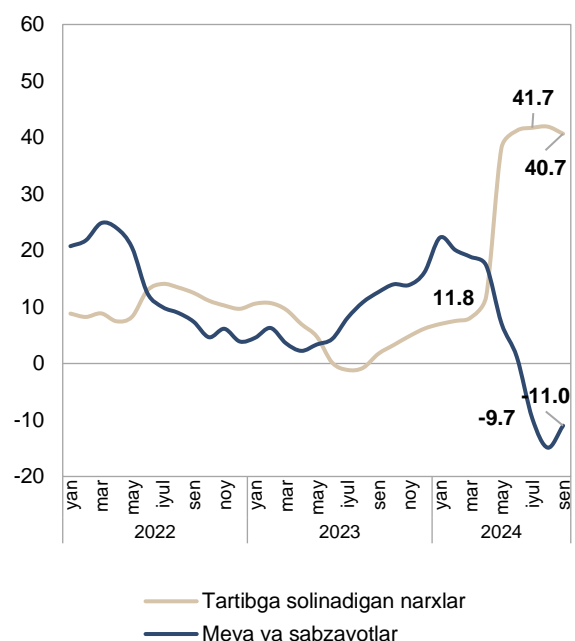
III chorak davomida inflyatsiya yillik hisobda 10,5 foiz darajasida o'zgarishsiz saqlanib qoldi. Bunda energiya resurslari narxlarini oshirilishi ta'sirisiz yillik inflyatsiya 6,9 foizga teng bo'ldi (1.2.1-rasm).

Joriy yilning birinchi yarmida bazaviy inflyatsiya darajasida pasayish dinamikasi kuzatildi va iyun oyida so'nggi yillardagi eng past ko'rsatkich – yillik 5,9 foizni tashkil etdi. Biroq, III chorak davomida bazaviy inflyatsiyada o'sish kuzatilib, sentyabr oyida 7,1 foizga yetdi. Bunda mavsumiylikdan tozalangan joriy bazaviy inflyatsiya ko'rsatkichi 8,8 foizga teng bo'ldi.

1.2.1-rasm. Umumiy va bazaviy inflyatsiya dinamikasi, foizda



1.2.2-rasm. Umumiy inflyatsiya dekompozitsiyasi, foiz bandda



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

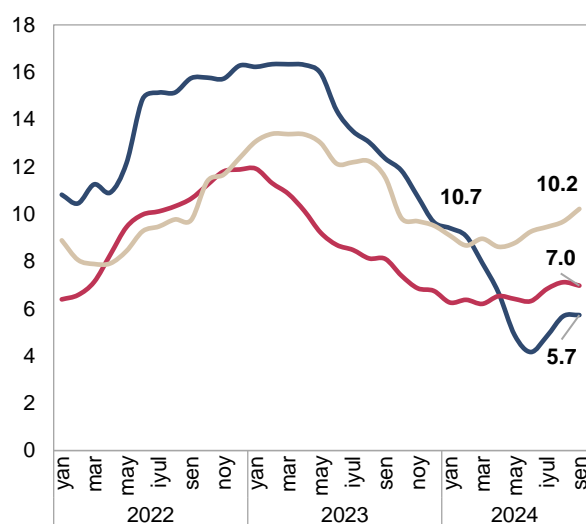
III chorakda bazaviy inflyatsiya tezlashishiga, asosan, avvalgi chorakdagi taklif omillarining (*energiya resurslari narxi oshirilishi hamda dori va tibbiyot xizmatlarini qo'shilgan qiymat solig'iga tortilishi*) kechikkan ikkilamchi ta'sirlari hamda avtomobil uchun yonilg'i mahsulotlari (*metan va propan*) qimmatlashishining boshqa narxlarga o'tishi o'z hissasini qo'shdi.

Shuningdek, asosiy tovar guruhlari kesimida so'nggi uch oyda go'sht taklifi cheklanganligi sharoitida unga bo'lgan talabning yuqoriligicha qolishi hamda xalqaro bozorlarda o'simlik yog'lari narxlarining oshishi oziq-ovqatlar bazaviy inflyatsiyasiga oshiruvchi ta'sirga ega bo'ldi (1.2.4-rasm).

Nooziq-ovqat mahsulotlar bazaviy inflyatsiyasi nisbatan barqaror shakllanib, so'nggi oylarda biroz oshishi kuzatildi va sentyabrda yillik 7 foizni tashkil qildi. Nooziq-ovqat mahsulotlaridan dori vositalari hamda qurilish materiallarining yillik o'sish ko'rsatkichlari yuqori darajada shakllandi. Kiyim-kechaklar va gigiyena vositalari narxlarining o'zgarishi esa inflyatsiyani pasaytiruvchi omillardan bo'ldi.

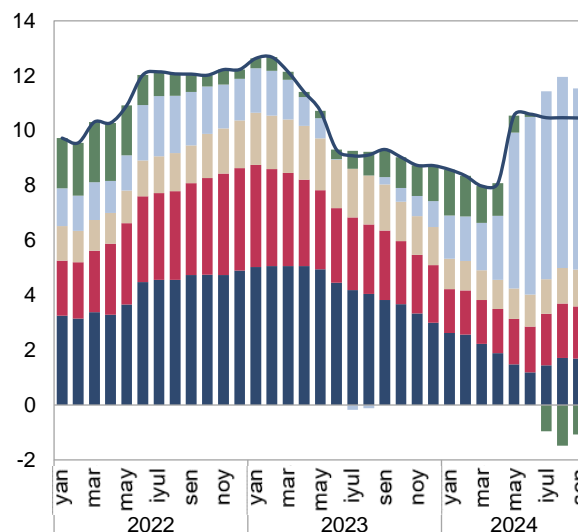
Shu bilan birga, xizmatlar bazaviy inflyatsiyasi may oyidan buyon o'suvchi dinamikani hosil qilib, sentyabr oyida yillik hisobda 10,1 foizga teng bo'ldi. Bunda xususiy ta'lim, turar-joy va dam olish xizmatlari narxleri oshiruvchi ta'sir ko'rsatdi.

1.2.3-rasm. Umumiy va bazaviy inflyatsiya dinamikasi, foizda



— Bazaviy oziq-ovqatlar
 — Bazaviy nooziq-ovqatlar
 — Bazaviy xizmatlar

1.2.4-rasm. Umumiy inflyatsiya dekompozitsiyasi, foiz bandda



— Meva va sabzavotlar
 — Tartibga solinadigan narxlar
 — Bazaviy xizmatlar
 — Bazaviy nooziq-ovqatlar
 — Bazaviy oziq-ovqatlar
 — INI

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

Xizmatlar bazaviy inflyatsiyasining o'suvchi dinamikasi va joriy yuqori darajasi iqtisodiyotda inflyatsion bosimlar ta'siri saqlanib qolayotganligini ko'rsatadi. Ushbu guruh inflyatsiyasi odatda turg'un xarakterga ega bo'lib, uni pasaytirish pul-kredit sharoitlarini qat'iylashtirish bo'yicha yanada ta'sirchan choralar ko'rishni taqozo etadi.

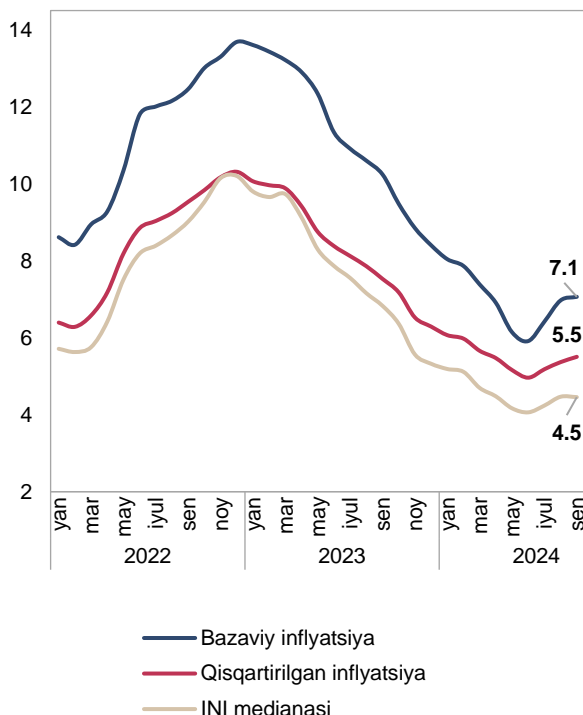
Bazaviy inflyatsiyaning muqobil ko'rsatkichlari ham iyul oyidan boshlab o'suvchi dinamikada shakllandi. Xususan, qisqartirilgan inflyatsiya darajasi iyun-sentyabr oylarida 0,5 foiz bandga oshib, 5,5 foiz, INI medianasi esa sentyabrda 0,4 foiz bandga oshib, 4,5 foiz doirasida shakllandi (1.2.5-rasm).

Aholi uchun elektr energiyasi va tabiiy gaz narxlarining erkinlashtirilishi tartibga solinadigan tovar va xizmatlar guruhi inflyatsiyasi oshishiga olib keldi. Bunga qo'shimcha, yoz oylarida avtomobil yoqilg'i narxlarida ham sezilarli o'sish kuzatildi.

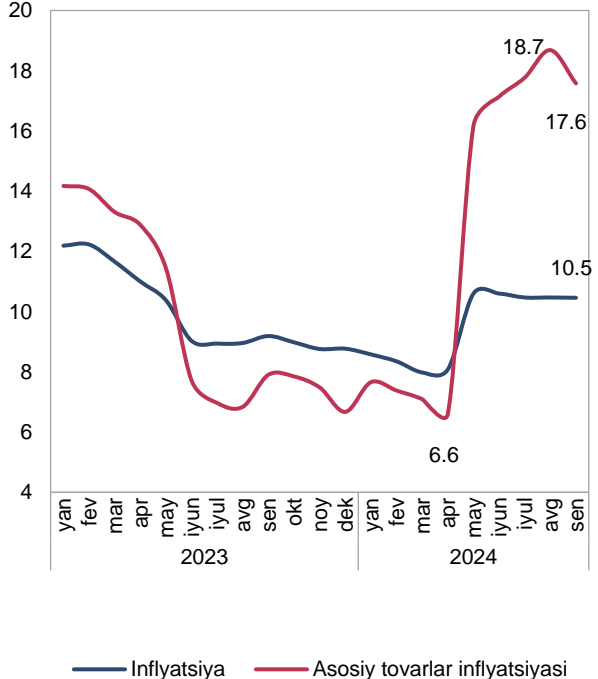
Meva-sabzavotlar guruhida joriy yilda yuqori hosildorlik hisobiga yillik deflyatsiya kuzatildi va umumiy inflyatsiyani pasaytiruvchi asosiy omillardan bo'ldi.

Iste'mol savati tarkibida ko'p xarid qilinadigan 30 ta tovar va xizmatlarning inflyatsiya ko'rsatkichi avgust oyida maksimumiga (18,7 foiz) yetib, sentyabr oyida biroz pasayish qayd etdi (17,6 foiz).

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

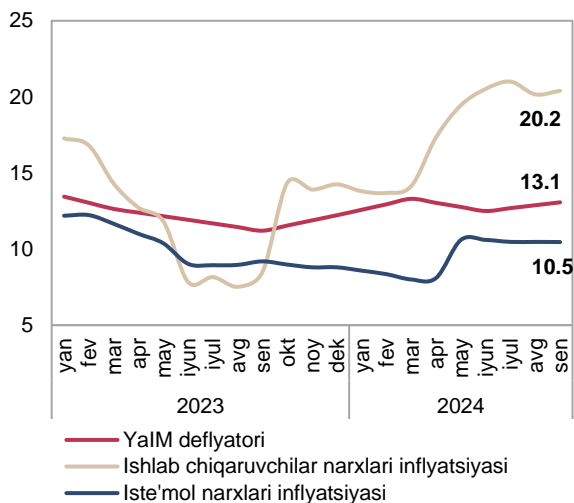


1.2.6-rasm. INIdagi eng yuqori vaznga ega bo'lgan 30 ta tovar va xizmatlar inflyatsiyasi dinamikasi, yillik foizda

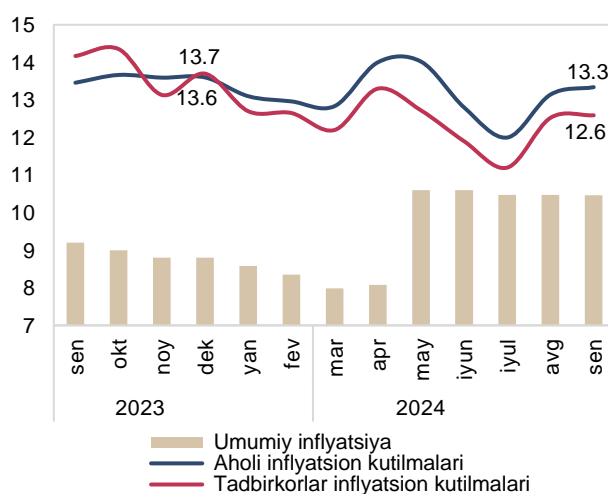


Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida Markaziy bank hisob-kitoblari.

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



1.2.8-rasm. Aholi va tadbirkorlik subyektlarining kelgusi 12 oylik inflyatsion kutilmalari, foizda



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

Joriy yilning III choragida YAIM deflyatori II chorakka nisbatan 0,6 foiz bandga oshib, yillik 13,1 foizni tashkil etdi. YAIM deflyatori oshishiga asosan sanoat, transport va logistika sohalari narxlari ta'sir ko'rsatdi (1.2.7-rasm).

Elektr hamda gaz ta'minoti sohalari narxlari yuqori oshganligi ishlab chiqaruvchilar narxlari indeksi (ICHNI) o'sishida namoyon bo'lib, ushbu indeks sentyabr oyida yillik 20,4 foizga yetdi (yanvarga nisbatan 6,6 foiz bandga yuqori).

Inflyatsion kutilmalar dinamikasi

2024-yilning dastlabki choragida iqtisodiyot subyektlarining kelgusi 12 oylik inflyatsion kutilmalarida pasayuvchi tendensiya kuzatilib, mart oyida aholi kutilmalari 12,8 foizni, tadbirkorlar kutilmalari esa 12,2 foizni tashkil etdi (1.2.8-rasm).

II chorak davomida aholi va tadbirkorlarning kelgusida narxlar bo'yicha kutilmalarida o'zgaruvchan tendensiyalar kuzatildi. Bunda, energiya resurslarining yangi tariflari e'lon qilinishi iqtisodiy subyektlarning narxlar bo'yicha kutilmalarining oshishiga sabab bo'ldi. Xususan, aprel oyida aholi kutilmalari 14,0 foizgacha, tadbirkorlar kutilmalari esa 13,3 foizgacha tezlashdi.

Energiya resurslari narxlari erkinlashuvining inflyatsion kutilmalarga ta'siri bosqichma-bosqich kamayib borayotganligi, almashuv kursi va asosiy turdagi oziq-ovqat mahsulotlari narxlarining barqaror darajada shakllanishi ta'sirida aholi va tadbirkorlarning inflyatsion kutilmalari pasayuvchi trendga qaytib, iyul oyida mos ravishda 12,0 va 11,2 foizni tashkil etdi.

1.2.9-rasm. Aholi va tadbirkorlarning inflyatsion kutilmalari omillari, respondentlarning ulushi, foizda

aholi

	2024									
	yan	fev	mar	apr	may	iyun	iyul	avg	sen	
Valyuta kursining o'zgarishi	55	56	61	55	49	41	39	42	50	
Yoqilg'i va energiya narxining qimmatlashishi	49	54	50	47	49	47	44	46	47	
Kommunal xizmatlarning qimmatlashishi	39	39	42	55	57	54	51	49	45	
Ish haqi va nafaqalarning oshishi	32	28	29	23	24	26	22	40	39	
Monopoliya va narxlarning sun'iy oshirilishi	32	30	35	29	30	28	28	27	29	
Transport xarajatlarining oshishi	29	33	29	28	28	28	26	26	28	
Asosiy oziq-ovqatlarning qimmatlashishi	24	22	26	25	22	21	20	23	25	

tadbirkorlar

	2024									
	yan	fev	mar	apr	may	iyun	iyul	avg	sen	
Valyuta kursining o'zgarishi	59	57	61	60	52	42	38	42	51	
Kommunal xizmatlarning qimmatlashishi	35	37	38	54	55	53	50	47	46	
Yoqilg'i va energiya narxining qimmatlashishi	43	49	44	44	43	41	42	45	44	
Ish haqi va nafaqalarning oshishi	28	26	26	22	21	22	17	38	38	
Transport xarajatlarining oshishi	33	35	33	31	33	29	31	31	31	
Xomashyo narxlarining qimmatlashishi	28	28	28	27	26	26	25	26	27	
Soliq yukining yuqoriligi	24	27	25	31	35	31	28	27	27	

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

III chorakda iqtisodiyot subyektlarining inflyatsion kutilmalarida past darajali o'suvchi trend kuzatilib, sentyabr oyi yakunlari bo'yicha o'tkazilgan so'rovlar natijalariga ko'ra, uy xo'jaliklari kutilmalari 13,3 foizni, korxonalar kutilmalari esa 12,6 foizni tashkil etdi.

Aholi va tadbirkorlik subyektlarining kelgusida narxlar bo'yicha kutilmalari shakllanishiga, asosan, almashuv kursi o'zgarishi, yoqilg'i-energiya resurslari va kommunal xizmatlar narxlari o'sishi, ish haqi oshirilishi hamda transport xarajatlari oshishi kabi omillar ta'sir ko'rsatgan (1.2.9-rasm).

Pul-kredit siyosati choralari

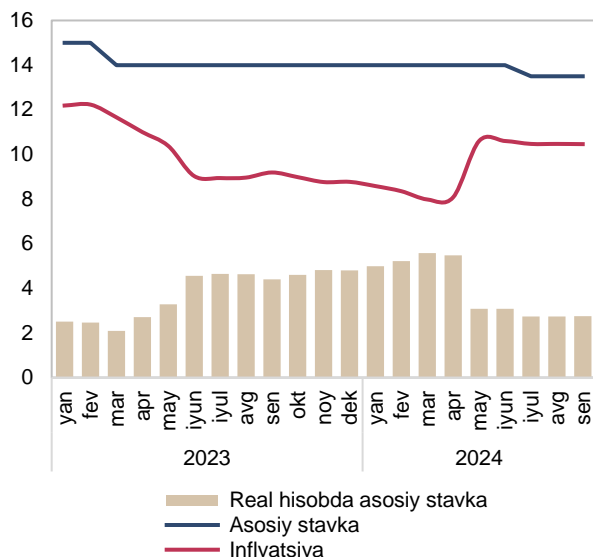
Umumiy inflyatsiya 2023-yilda va 2024-yilning dastlabki 4 oyida pasayib borishiga qaramasdan, xizmatlar inflyatsiyasida 2023-yil noyabrdan boshlab kuzatilgan o'suvchi dinamika va energiya tariflarining erkinlashtirilishi bo'yicha kutilmalar hisobiga Markaziy bank asosiy stavkasi uzoq vaqt yillik 14 foiz darajasida o'zgarishsiz saqlab qolindi.

Natijada, asosiy stavkaning real darajasi (*joriy inflyatsiyaga nisbatan hisoblaganda*) oshib bordi va aprelda 5,5 foizni tashkil etib, qat'iy pul-kredit sharoitlarini ta'minlashga xizmat qildi (1.2.10-rasm).

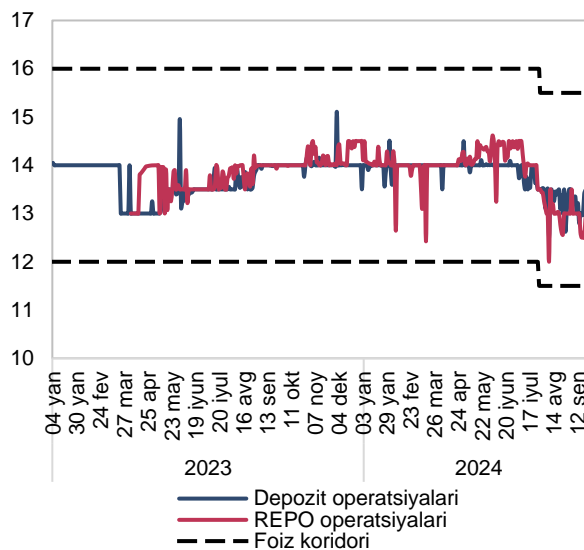
Energiya tariflari erkinlashtirilishining umumiy inflyatsiyaga va aholining inflyatsion kutilmalariga ta'siri kutilganidan past bo'lganligi va inflyatsiyaning kelgusi pasayishi bo'yicha prognozlardan kelib chiqib, iyul oyida Markaziy bank asosiy stavkasi 0,5 foiz bandga pasaytirildi.

Biroq avgust-sentyabr oylarida ayrim oziq-ovqat tovarlari va yoqilg'i narxlarida kuzatilgan nisbatan yuqori o'sish hisobiga umumiy inflyatsiya yillik 10,5 foiz darajasida o'zgarishsiz saqlanib qoldi.

1.2.10-rasm. Markaziy bank asosiy stavkasi, foizda



1.2.11-rasm. Pul bozoridagi benchmark foiz stavkalari, foizda



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Inflyatsiyaning kutilgan pasayuvchi tendensiyasining ro'y bermaganligi so'nggi boshqaruv yig'ilishlarida asosiy stavkaning o'zgarishsiz saqlab qolinishiga sabab bo'ldi. Natijada, asosiy stavka real hisobda 3 foiz atrofida shakllanib, iqtisodiyotda nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlarini ta'minlashga xizmat qilmoqda.

Asosiy stavka bo'yicha qabul qilinayotgan qarorlar pul bozoriga samarali o'tib, banklararo depozit va REPO operatsiyalari bo'yicha o'rtacha foiz stavkalarining ham ijobiy real darajada shakllanishida kuzatilmoqda. Xususan, Markaziy bankning operatsion maqsadi bo'lgan UZONIA benchmark stavkasi joriy yilning o'tgan davri mobaynida to'liq foiz koridori doirasida asosiy stavkaga yaqin darajada shakllandi. O'z o'rnida, banklar o'rtasida faol amalga oshirilayotgan REPO amaliyotlari bo'yicha hisoblangan shartli UZONIA stavkalari ham o'xshash dinamikani namoyon etmoqda (1.2.11-rasm).

Shu o'rinda, 2024-yilning dastlabki 9 oyida pul bozorida jami 358 trln. so'mlik yoki o'tgan yilning mos davriga nisbatan 18,2 foizga ko'p operatsiyalar amalga oshirilganligini va ushbu amaliyotlarning 47 foizi REPO operatsiyalariga to'g'ri kelganligini ta'kidlash lozim.

Pul bozoridagi foiz stavkalari va amaliyotlar hajmi bank tizimi umumiy likvidligiga bog'liq bo'lib, aprel-may oylarida neytral darajaga yaqinlashgan

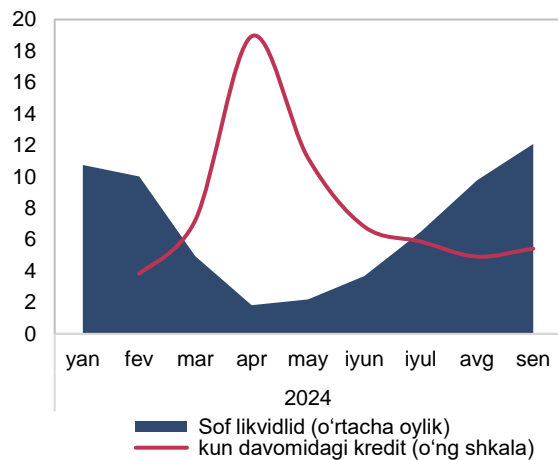
likvidlik hajmi so'nggi oylarda oshib bordi va sentyabrda oylik o'rtacha likvidlik profitsiti 12 trln. so'mdan ortiqni tashkil etdi (1.2.12-rasm).

Bank tizimi likvidligini samarali boshqarish va pul bozoridagi foiz stavkalarini tartibga solish maqsadida joriy yil boshidan Markaziy bankning operatsion mexanizmiga bir qator o'zgarishlar kiritildi.

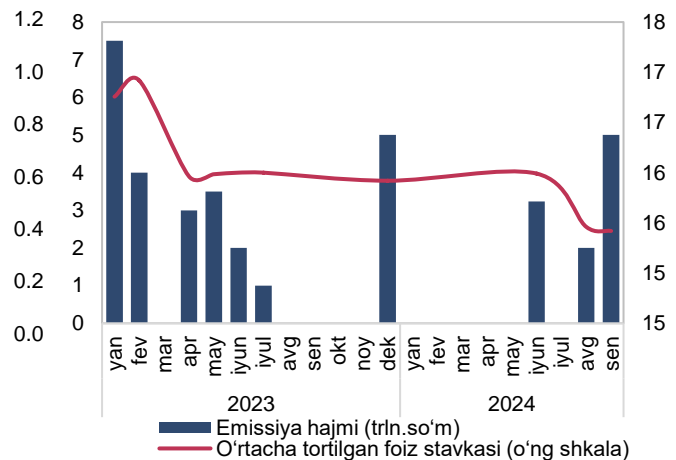
Xususan, tijorat banklari uchun likvidlikni boshqarishda qo'shimcha qulaylik yaratish maqsadida uch bosqichli hisob-kitob tizimi joriy qilindi. Mazkur tizim tijorat banklariga mijozlar to'lovlari bo'yicha amaliyotlar yakunlanganidan so'ng 30 daqiqa davomida mavjud likvidlikni banklararo pul bozorida o'zaro qayta taqsimlash va 1 soat davomida Markaziy bankning overnait operatsiyalariga murojaat qilish imkoniyatini bermogda.

Shuningdek, kutilmagan likvidlik shoklarining ta'sirini yumshatish va to'lovlar uzluksizligini ta'minlash maqsadida tijorat banklariga "kun davomidagi kredit" instrumenti orqali foizsiz likvidlik taqdim etish yo'lga qo'yildi.

1.2.12-rasm. Bank tizimi sof likvidligi va kun davomidagi kredit instrumenti, trln.so'm



1.2.13-rasm. Markaziy bank obligatsiyalari emissiyasi, trln.so'm



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

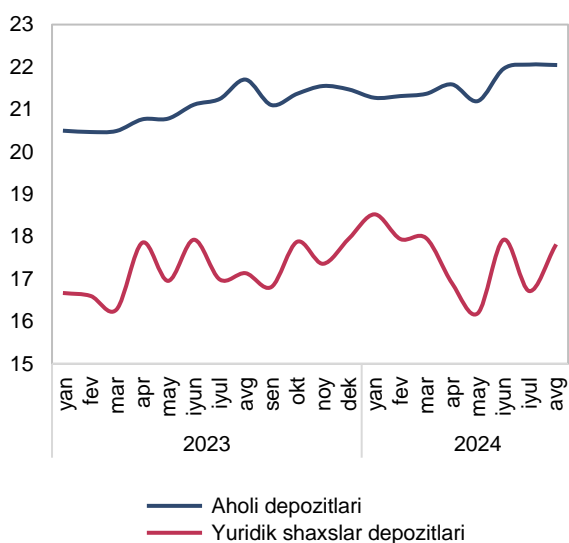
Shu bilan birga, valyuta garovi asosidagi kredit operatsiyalari joriy etildi va Markaziy bankning likvidlik taqdim etishga mo'ljallangan barcha amaliyotlari bo'yicha garov mulkiga nisbatan chegirmalar belgilandi.

Kun davomidagi foizsiz kredit instrumentidan tijorat banklari faol foydalanmogda. Kunlik amaliyotlar hajmi bank tizimi likvidligi dinamikasiga bog'liq ravishda o'zgarib bordi va sentyabr oyida o'rtacha 325 mlrd. so'mni tashkil etdi.

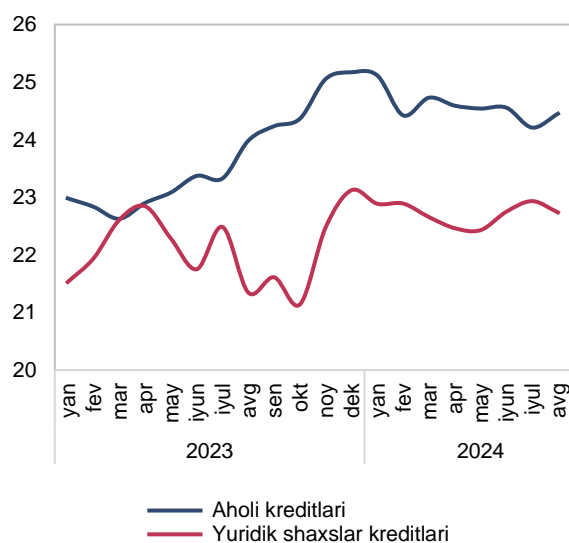
Bank tizimi umumiy likvidligining neytral darajaga yaqinlashib borishi hisobiga joriy yilning may oyiga qadar Markaziy bank obligatsiyalari muomalaga chiqarilmagan bo'lsa, iyun oyidan likvidlikning oshib borishi sharoitida obligatsiyalar emissiyasi amalga oshirildi. Bunda obligatsiyalar daromadlilik Markaziy bank asosiy stavkasi o'zgarishiga mos ravishda, foiz koridorining yuqori chegarasiga yaqin darajada shakllanmoqda (1.2.13-rasm).

Pul bozorida shakllangan foiz stavkalarining banklardagi depozit va kreditlar bo'yicha foiz stavkalariga o'tishi turlicha ko'rinish kasb etmoqda. Xususan, aholining so'mdagi muddatli depozitlari bo'yicha o'rtacha foiz stavkalari yil boshidan biroz oshgan bo'lsa, yuridik shaxslarda yuqori tebranuvchanlikka qaramasdan o'tgan yilning dekabr oyidagi darajada saqlanib qolmoqda (1.2.14-rasm).

1.2.14-rasm. Milliy valyutadagi muddatli depozitlar foiz stavkasi, foizda



1.2.15-rasm. Milliy valyutadagi kreditlar foiz stavkasi, foizda



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Milliy valyutadagi kreditlar bo'yicha o'rtacha foiz stavkalari yil boshiga nisbatan ma'lum darajada pasayib, kreditlarga bo'lgan talabning muvozanatlashib borayotganligini o'zida aks ettirmoqda (1.2.15-rasm).

Asosiy stavka o'zgarishining bank depozitlari va kreditlari foizlariga o'tishi ma'lum bir muddat kechikish bilan kelgusi choraklarda namoyon bo'lishi kutilmoqda.

So'nggi yillarda kuzatilgan chakana kreditlardagi yuqori o'sish sur'atlari va iqtisodiyot subyektlarining inflyatsion kutilmalari so'mdagi nominal foiz stavkalarining birmuncha yuqori darajada saqlanishiga omil bo'lmoqda.

Biroq aholining kreditlarga bo'lgan talabining maqbullashib borishi va inflyatsion kutilmalarining pasayishi hisobiga kelgusida milliy valyutadagi kreditlar va depozitlar bo'yicha foiz stavkalarining pasayishi hamda ushbu foizlar va asosiy stavka o'rtasidagi tafovutning qisqarib borishi kutilmoqda.

Pul-kredit sharoitlarini aks ettiruvchi muqobil ko'rsatkichlar matritsasi iqtisodiyotda nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlari saqlanib qolayotganini ko'rsatmoqda (1.2.16-rasm).

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

Ko'rsatkichlar (Qat'iylik darajasi)	2023												2024								
	yan	fev	mar	apr	may	iyun	iyul	avg	sen	okt	noy	dek	yan	fev	mar	apr	may	iyun	iyul	avg	sen
Asosiy stavka (real darajada)																					
Pul bozori foiz stavkasi (real darajada)																					
REPO bozori foiz stavkasi (real darajada)																					
Samarali likvidlik pozitsiyasi o'zgarishi (yillik, %)																					
DQQ o'rtacha daromadligi (real darajada)																					
Aholi muddatli depozitlari o'sishi (yillik, %)																					
Aholi kreditlari o'sishi (yillik, %)																					
Aholi inflyatsion kutilmalari																					
Tadbirkorlar inflyatsion kutilmalari																					
Pul massasi o'sishi (yillik, %)																					
Real samarali almashuv kursi (sentabr 2019 = 100)																					

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Bunda asosiy stavkaning yuqori saqlab kelinganligi va bank tizimida likvidlik hajmining qisqarib borishi ta'sirida joriy yilning dastlabki oylarida pul-kredit sharoitlari qat'iy shakllandi. Umumiy inflyatsiya va likvidlik profitsitining oshishi ta'sirida may oyidan boshlab sharoitlar nisbatan qat'iy fazaga o'tdi.

Ko'rsatkichlar kesimida o'rganilganda real foiz stavkalari bilan bog'liq ko'rsatkichlar va inflyatsion kutilmalar sharoitlarning nisbatan qat'iy shakllanayotganligini, likvidlik hajmi o'zgarishi sharoitlarning so'nggi oylarda yumshaganini hamda depozit va kreditlar dinamikasi sharoitlar mo'tadillashib borayotganligini ko'rsatmoqda.

Xususan, yuqori real foiz stavkalari aholining jamg'arish faolligini oshirib, so'mdagi muddatli depozitlarning yillik 1,6 barobarga ko'payishiga xizmat qilayotgan bo'lsa, chakana kreditlarga bo'lgan talabning pasayishi aholiga berilgan kreditlar qoldig'i o'sishining sekinlashib borishida o'z aksini topmoqda.

O'z navbatida, tashqi iqtisodiy sharoitlar va mamlakatga valyuta oqimi bo'yicha ijobiy tendensiyaning shakllanishi almashuv kursining nisbatan barqaror bo'lishiga xizmat qilib, nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlari shakllanishiga hissa qo'shmoqda.

Umuman olganda, pul-kredit sharoitlari qat'iylik darajasining saqlab qolinishi iqtisodiyotdagi inflyatsion bosimlarni pasaytirishga va umumiy inflyatsiyaning pasayuvchi dinamikada shakllanishiga xizmat qilishi kutilmoqda.

Iqtisodiyotga kredit qo'yilmalaridagi tarkibiy o'zgarishlar va kutilmalar

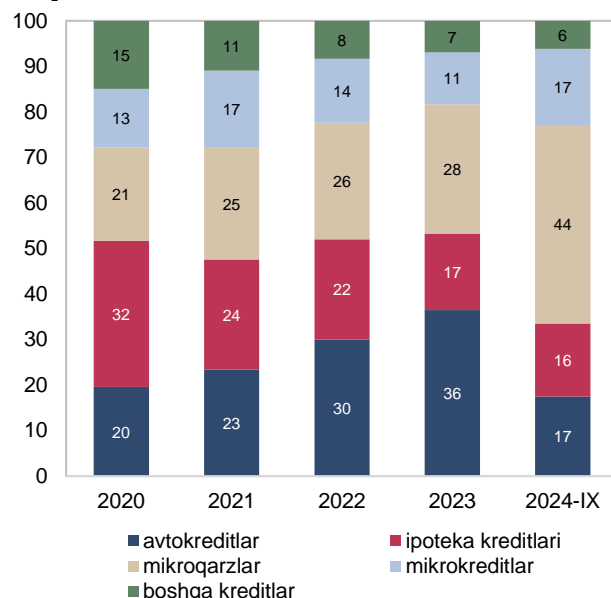
So'nggi yillarda iqtisodiyotda amalga oshirilayotgan tarkibiy islohotlar, bank xizmatlarining ommalashuvi va kreditlarga bo'lgan yuqori talab natijasida iqtisodiyotga ajratilgan kreditlar hajmi yuqori o'sishda davom etmoqda. Xususan, 2023-yil yakuni bo'yicha kreditlar qoldig'i 2018-yilga nisbatan 3,7 barobarga o'sib, o'rtacha yillik o'sish sur'ati 30,4 foizni tashkil etdi. Kredit qo'yilmalarining YAIMga nisbatan ulushi esa 2017-yildagi 23 foizdan bugungi kunda 41 foizgacha oshdi.

Aholiga ajratilgan kreditlar hajmi 2019-2023-yillarda o'rtacha yillik 48,2 foizga oshib, jami kredit qo'yilmalari o'sishida muhim ahamiyat kasb etdi. Aholi kreditlarining yuqori sur'atlarda o'sishi aholining yillar davomida chakana kreditlarga nisbatan yig'ilib kelgan kechikkan talabining yuzaga chiqishi bilan izohlanishi mumkin. Bunda so'nggi yillarda sezilarli darajada faollashgan xususiy va raqamli banklarning chakana kreditlarga bo'lgan yuqori talabni qondirishga qaratilgan xizmatlar ko'lamining kengayishi ham muhim omillardan hisoblanadi.

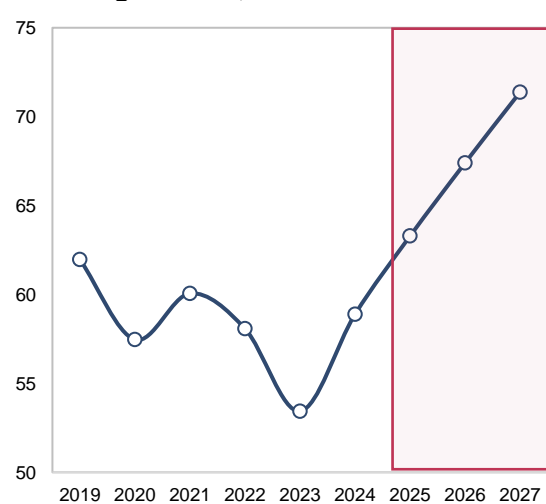
Chakana kreditlar tarkibida 2022-yilning ikkinchi yarmidan avtokreditlar va mikroqarzarlar hajmida yuqori o'sish kuzatildi. Xususan, ushbu ikki turdagi kreditlarning aholiga jami ajratilgan kreditlardagi ulushi 2020-yildagi 41 foizdan 2023-yilda 64 foizgacha ko'paydi (1-rasm).

Avtokreditlarning keskin o'sishi xatarlarini kamaytirish maqsadida qo'llanilgan makroprudensial choralar ta'sirida 2024-yilning dastlabki 9 oyida aholiga ajratilgan kreditlarning 44 foizi mikroqarzarlar ulushiga to'g'ri kelmoqda. Bunda aholiga berilgan kreditlar hajmi o'tgan yilning mos davri darajasida saqlanib qolmoqda.

1-rasm. Aholiga ajratilgan kreditlar turlari bo'yicha ulushi, foizda



2-rasm. Aholi depozitlarining aholi kreditlariga nisbati, foizda



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Aholiga ajratilayotgan iste'mol kreditlari hajmining o'sishi yalpi iste'mol talabini qo'llab-quvvatlayotgan inflyatsion omillardan biri bo'lmoqda. Joriy yilda kuzatilayotgan chakana kreditlarning muvozanatlashish tendensiyasi kelgusi yillarda ham davom etishi inflyatsiyaga monetar omillar tomonidan bosimlarni pasaytirish imkonini beradi.

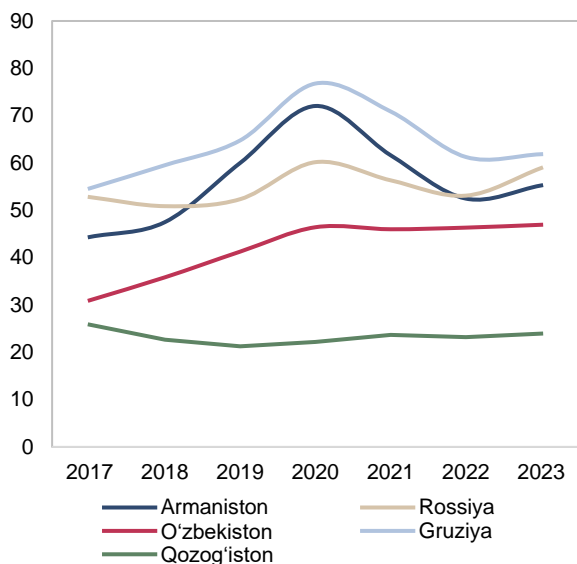
Mikroqarzlarning keskin o'sishi inflyatsion jarayonlarni kuchaytirib, iqtisodiyotda narxlar barqarorligiga salbiy ta'sir etuvchi monetar omillardan hisoblanadi. Markaziy bank, o'z navbatida, mikroqarzlarning o'sish tendensiyalaridan kelib chiqib, inflyatsiyaga ehtimoliy salbiy ta'sirini oldini olish maqsadida qo'shimcha makroprudensial choralar va cheklovlar kiritishi mumkin.

So'nggi yillarda aholiga ajratilayotgan kreditlar bilan bir qatorda bank depozitlarida ham yuqori o'sish sur'atlari kuzatildi. Bunda, aholi segmentida depozitlarning kreditlarga nisbati 2019-yildagi 62 foizdan 2023-yilda 53 foizgacha pasaygan bo'lsa, joriy yildan ushbu ko'rsatkichning o'sishi kuzatilmoqda. Chakana kreditlar o'sishining muvozanatlashuvi va jamg'arishning yuqori faolligi hisobiga depozitlarning kreditlarga nisbati joriy yil yakunida 59 foizgacha va o'rta muddatli istiqbolda 71 foizgacha o'sib borishi kutilmoqda (2-rasm).

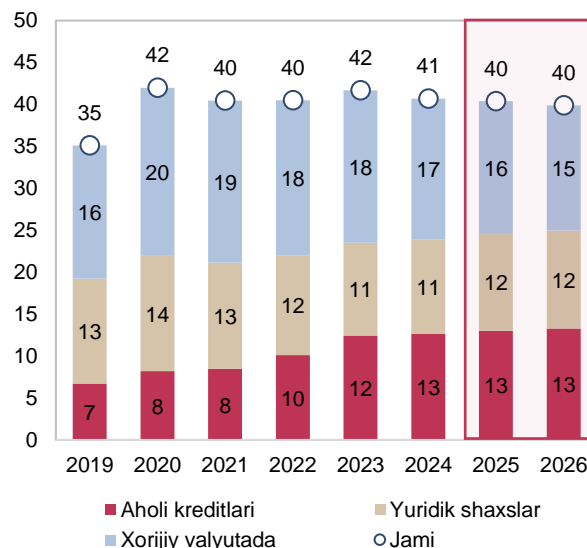
Mazkur nisbat aholi qarz yukining muqobil ko'rsatkichi hisoblanib, uning kelgusi davrlarda kutilayotgan oshishi qarz yukining ma'lum darajada kamayishini va aholining moliyaviy holati nisbatan yaxshilanishini bildiradi. Bunda inflyatsiya darajasining pasayib borishi va almashuv kursi barqarorligi sharoitida so'mdagi depozitlar bo'yicha yuqori real foiz stavkalari banklarga aholi jamg'armalarini barqaror jalb etishning muhim omillaridan bo'ladi.

Kredit qo'yilmalarining YAIMga nisbati 2017-yilga nisbatan 10 foiz bandga oshishiga qaramasdan iqtisodiy jihatdan o'xshash bo'lgan aksariyat MDH davlatlari ko'rsatkichlaridan past bo'lmoqda (3-rasm).

3-rasm. Kreditlarning YAIMga nisbati, foizda



4-rasm. Ajratilgan kreditlarning YAIMga nisbati, foizda



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Mazkur holat kelgusida kredit qo'yilmalari barqaror o'sishda davom etishini bildiradi. Bunda davlat banklarining xususiylashtirilishi, yangi xususiy, raqamli va mikromoliya banklarining ochilishi hisobiga moliyaviy xizmatlarning ommalashuvi kreditlash hajmi o'sishining muhim omillaridan bo'lishi kutilmoqda.

Kreditlar tarkibida aholi kreditlarining YAIMga nisbati 2019-yildagi 7 foizdan 2024-yilda 13 foizgacha oshishi kutilmoqda. Bunda, chakana kreditlar o'sishida

kutilayotgan muvozanatlashuv hisobiga kelgusi yillarda ushbu ko'rsatkichning o'zgarishsiz saqlanib qolishi prognoz qilinmoqda.

Shu bilan birga, ichki jamg'arishning faollashishi bilan birga kreditlar dollarlashuvi darajasida pasayuvchi tendensiyaning davom etishi taxmin qilinmoqda. Natijada, xorijiy valyutadagi kreditlarning YAIMga nisbati ko'rsatkichi 2020-yildagi 20 foizdan 2026-yilda 15 foizgacha pasayib borishi kutilmoqda (*4-rasm*).

Iqtisodiyot subyektlarida milliy valyutada jamg'arish faolligining saqlanib qolishi bank tizimida so'mda barqaror resurs bazasining shakllanishiga xizmat qilib, iqtisodiyotni ichki jamg'armalar hisobiga milliy valyutada moliyalashtirish imkoniyatlarini kengaytirib boradi.

Inflyatsion kutilmalarda kuzatilayotgan uzoq muddatli tendensiyalar tahlili

Inflyatsion targetlash rejimining asosiy tamoyillari sifatida markaziy banklar tomonidan pul-kredit siyosati bo'yicha shaffof kommunikatsiyaning amalga oshirilishi aholi va tadbirkorlarning inflyatsion kutilmalari shakllanishiga ijobiy ta'sir ko'rsatib, o'rta va uzoq muddatli istiqbolda kutilmalarning samarali jilovlanishiga xizmat qiladi. Iqtisodiyot subyektlari inflyatsion kutilmalarining pasayishi iqtisodiyotdagi inflyatsion bosimni kamaytirib, uzoq muddatli istiqbolda makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlashda ijobiy ta'sir ko'rsatadi.

Inflyatsion targetlash rejimi joriy qilingan hamda targetga erishgan iqtisodiyotlarda aholi va tadbirkorlar inflyatsion kutilmalarining tarqoqlik darajasi past bo'lib, inflyatsiya targeti atrofida shakllanadi. Aksincha, targetlash rejimi joriy qilinmagan va inflyatsiya darajasi tez o'zgaruvchan iqtisodiyotlarda kutilmalarning tarqoqlik darajasi yuqori bo'lib, ushbu holat markaziy bankning narxlar barqarorligini ta'minlashiga bo'lgan ishonchning nisbatan pastligi bilan izohlanadi.

Inflyatsion targetlash rejimiga samarali o'tish jarayonida narxlar barqarorligi ta'minlanishiga bo'lgan ishonchning ortib borishi natijasida kutilmalarning target doirasida shakllanishi, tarqoqlik darajasining qisqarishi va vaqtinchalik shoklarga ta'sirchanligi pasayishi kuzatiladi.

Shu bilan birga, inflyatsion kutilmalar tarqoqlik darajasining pasayishi va kutilmalarning muayyan foiz oralig'ida jamlanishi iqtisodiy subyektlarda kelgusi inflyatsiya bo'yicha bir-biriga o'xshash kutilmalar shakllanayotganini, iqtisodiyotda noaniqlik darajasi pasayib borayotganligini anglatib, markaziy banklar tomonidan samarali pul-kredit siyosati yuritishda muhim hisoblanadi.

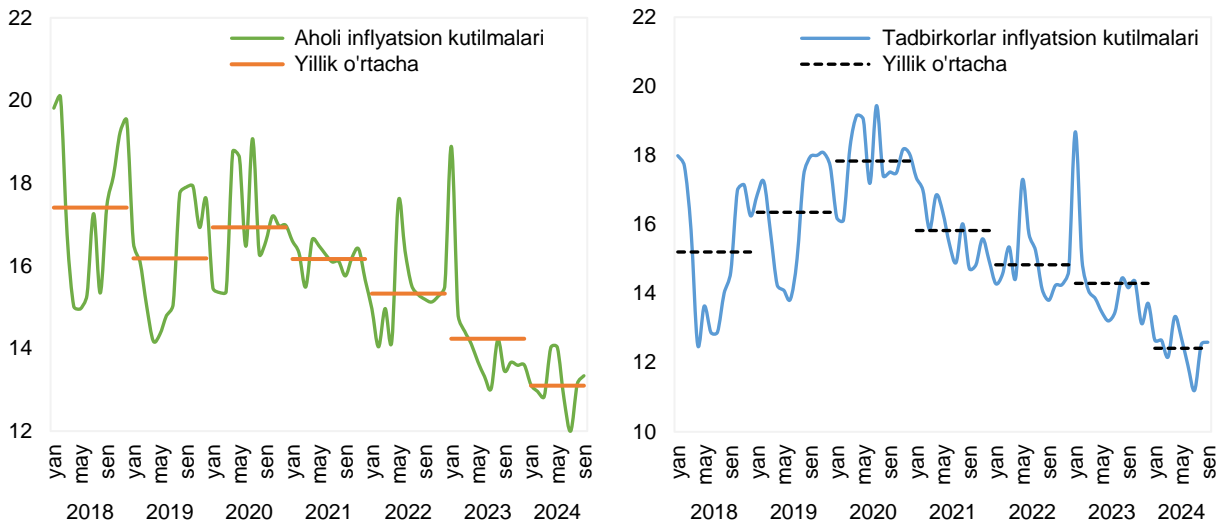
Mamlakatimiz iqtisodiy subyektlarining inflyatsion kutilmalarida kuzatilayotgan uzoq muddatli tendensiyalar tahlili quyidagi xulosalarga asos bo'ldi.

Birinchidan, aholi va tadbirkorlar inflyatsion kutilmalarida pasayuvchi dinamika kuzatilmoqda. Buni, asosan, iqtisodiyotdagi joriy inflyatsiya darajasining pasayishi, inflyatsion targetlash rejimining joriy qilinishi va olib borilayotgan kommunikatsiya siyosati bilan izohlash mumkin.

Xususan, 8 foizdan past inflyatsiyani kutayotgan iqtisodiy subyektlar ulushi 2018-yildagi 22 foizdan, 2024-yilda 36 foizgacha oshgan bo'lsa, 20 foizdan yuqori inflyatsiyani kutayotgan subyektlar ulushi mos ravishda 28 foizdan 16 foizgacha qisqargan.

Shuningdek, 2018-yilda o'rtacha yillik inflyatsion kutilmalar aholida 17,4 foizni va tadbirkorlarda 15,2 foizni tashkil qilgan bo'lsa, 2024-yilning birinchi yarmida kutilmalar mos ravishda o'rtacha 13,3 va 12,6 foizgacha pasaydi (1-rasm).

1-rasm. 2018-2024-yillar davomida aholi va tadbirkorlik subyektlarining inflyatsion kutilmalari dinamikasi, foizda



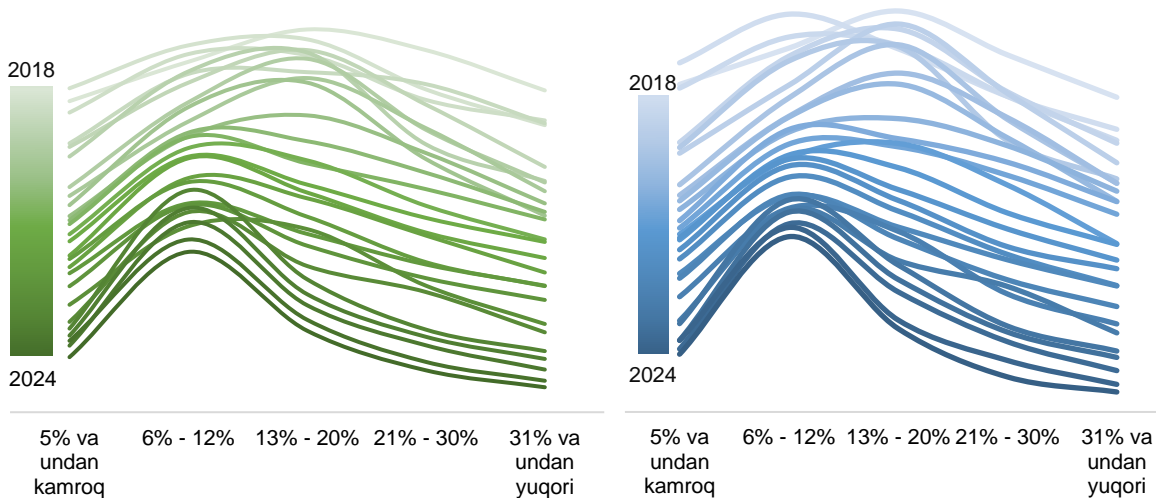
Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Inflyatsion kutilmalarning pasayish trendiga o'tgani iqtisodiyotda inflyatsion jarayonlarni sekinlashishiga xizmat qilib, kelgusida narxlar barqarorligini ta'minlashda muhim ahamiyat kasb etadi.

Ikkinchidan, inflyatsion targetlash rejimi joriy qilinishidan avvalgi davrda iqtisodiy subyektlarning narxlar bo'yicha kutilmalarida yuqori tarqoqlik kuzatilgan. Bu, asosan, iqtisodiyotda kuzatilgan yuqori inflyatsiya darajasi va narxlar shakllanishi omillariga bo'lgan ta'sirchanlikning yuqoriligi bilan izohlanishi mumkin.

2020-yildan inflyatsion targetlash rejimining joriy etilishi va shaffof kommunikatsion siyosatni olib borish bo'yicha ko'rilayotgan chora-tadbirlar natijasida aholi va biznes subyektlari inflyatsion kutilmalarining tarqoqlik darajasi pasayib bormoqda.

2-rasm. 2018-2024-yillar oralig'ida aholi va tadbirkorlarning inflyatsion kutilmalari bo'yicha javoblari taqsimoti
aholi tadbirkorlar



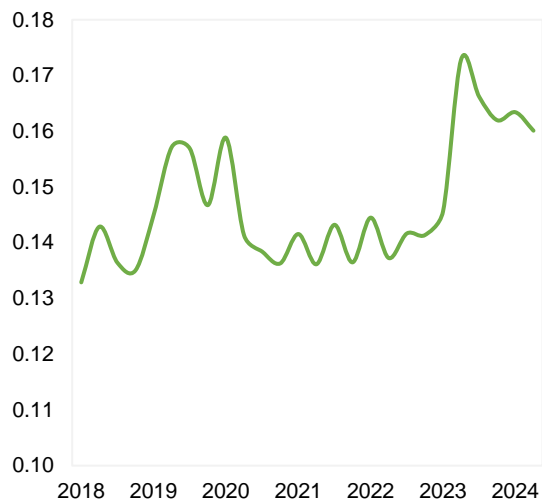
Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Xususan, narxlar 6-16 foiz oralig'ida oshishini ta'kidlagan aholi va tadbirkorlarning o'rtacha ulushi 2018-2019-yillardagi 47 foizdan, 2023-2024-yillarda 59 foizgacha ko'paygan (2-rasm).

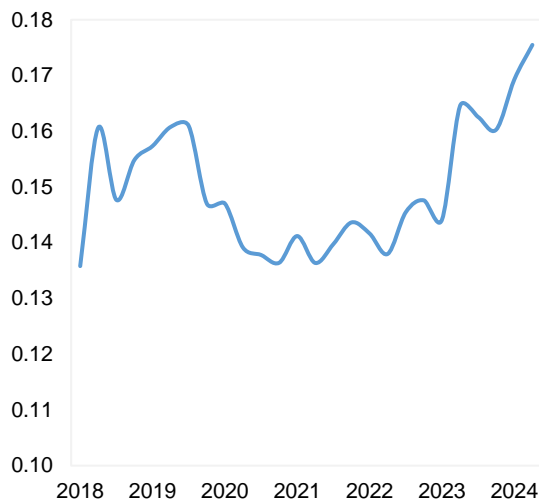
Tahlil natijalariga ko'ra, uy xo'jaliklari kutilmalari bo'yicha Herfindahl-Hirschman Index (HHI) indeksi⁴ 2018-yilning I choragidagi 0,13 dan 2024-yilning II choragida 0,16 gacha oshgan bo'lsa, tadbirkorlarda ushbu ko'rsatkich 0,14 dan 0,18 gacha yaxshilangan (3-rasm).

3-rasm. Inflyatsion kutilmalar bo'yicha so'rovlarda ishtirok etgan respondentlar javoblarining konsentratsiyalashuv darajasi (Herfindahl-Hirschman Index)

aholi



tadbirkorlar



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

HHI indeksining oshishi aholi va tadbirkorlar inflyatsion kutilmalarida tarqoqlik darajasining qisqarib borayotganligi bilan izohlanadi. Ya'ni, aholi va tadbirkorlarning narxlar bo'yicha kutilmalari miqdorlari o'rtacha ko'rsatkich atrofida jamlanishi past darajadan hozirda o'rtacha darajagacha oshgan.

Uchinchidan, inflyatsion kutilmalarning mavsumiy omillarga bo'lgan ta'sirchanligi pasaygan. Buni inflyatsion kutilmalar hamda mavsumiy omillar ta'siridan tozalangan kutilmalar o'rtasidagi tafovutning qisqarib borayotganligida ko'rish mumkin. Mazkur holat iqtisodiy subyektlar kutilmalarining inflyatsion shoklarga bo'lgan ta'sirchanligi bosqichma-bosqich pasayib borayotganligini ko'rsatadi (4-rasm).

Inflyatsion kutilmalarda mavsumiylik darajasi va asosiy omillarga (*valyuta kursi o'zgarishi, meva va sabzavotlar, asosiy turdagi oziq-ovqat mahsulotlari, yoqilg'i hamda energiya resurslari narxlari o'zgarishiga*) bo'lgan ta'sirchanligi pasaygan.

Xususan, 2018-yil sentyabr-oktyabr oylarida valyuta kursining oylik o'rtacha 2,6 foizga qadrsizlanishi aholi va tadbirkorlarning inflyatsion kutilmalarini 2,4 foiz bandga oshirgan bo'lsa, 2023-yilning avgust oyida almashuv kursining 4,2 foizga qadrsizlanishi

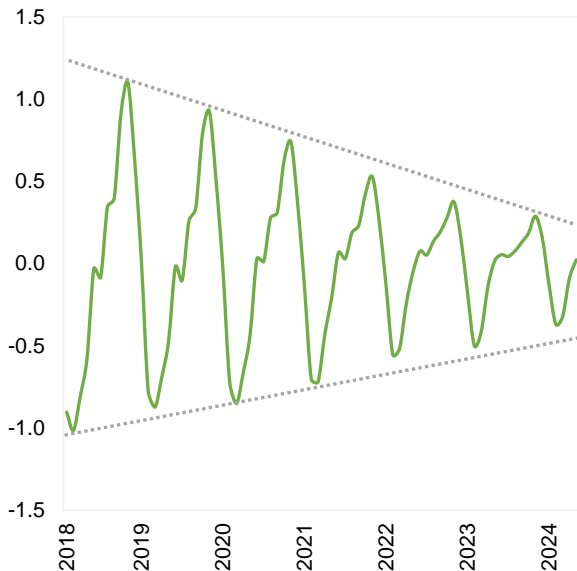
⁴ Herfindahl - Hirschman indeksi 0 dan 1 gacha oraliqda bo'lib, indeksning 0 ga yaqinlashishi konsentratsiyalashuv darajasining pastligini anglatadi, indeksning 1 ga yaqinlashishi konsentratsiyalashuv darajasining yuqoriligini bildiradi. Shuningdek, agar ushbu indeks 0 dan 0,15 gacha - past, 0,15 dan 0,25 gacha - o'rtacha, 0,25 dan yuqori bo'lsa sezilarli konsentratsiyalashuv darajasi borligini anglatadi.

uy xo'jaliklari inflyatsion kutilmalarini 1,2 f.b.ga, korxonalar kutilmalarini 1,0 f.b.ga tezlashishiga sabab bo'lgan.

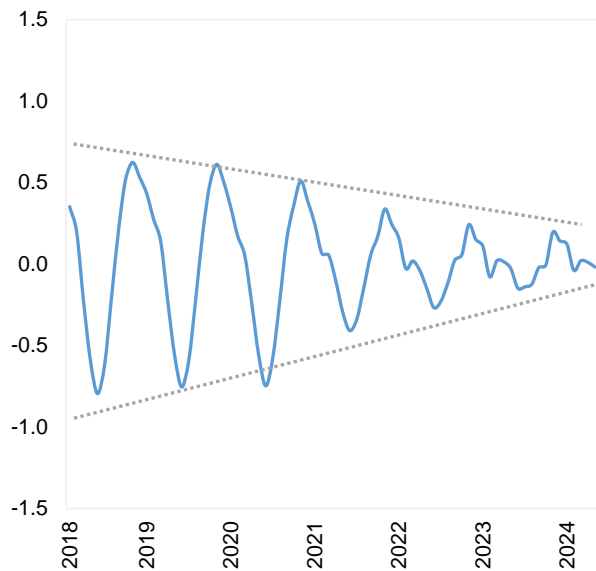
Shuningdek, iqtisodiy subyektlar moliyaviy savodxonligining yaxshilanib borayotganligi ham kutilmalarning mavsumiy omillarga bo'lgan ta'sirchanligining pasayib borishiga ijobiy ta'sir ko'rsatadi.

4-rasm. Inflyatsion kutilmalar va mavsumiy omillar ta'siridan tozalangan kutilmalar o'rtasidagi tafovut, foizda

aholi



tadbirkorlar



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Xulosa o'rnida, ayrim tebranishlarga qaramasdan, uzoq muddatli davrda inflyatsion kutilmalarda pasayuvchi dinamika kuzatilmoqda. Kelgusi yillarda inflyatsiyaning 5 foizlik target darajasiga qadar pasayib borishi Markaziy bankning pul-kredit siyosatiga bo'lgan ishonchni oshirib, inflyatsion kutilmalarning yanada pasayishiga va mos ravishda tarqoqlik darajasining qisqarishiga xizmat qiladi. Inflyatsion kutilmalarning target darajasi atrofida jilovlanishi iqtisodiyotda inflyatsion bosimlarning sezilarli pasayishiga olib keladi.

Inflyatsiyaning turli ko'rsatkichlari: tez va sekin moslashuvchan narxlar misolida

Iqtisodiyotda narxlar, ularning xususiyatlaridan kelib chiqqan holda turlicha o'zgaruvchanlik darajasiga ega. Ba'zi narxlar o'zgaruvchan bozor sharoitlariga sekinroq moslashsa, boshqalari o'zgarishlarga tezroq moslashadi. Sekin moslashuvchan narxlar odatda kelgusidagi inflyatsion kutilmalarni hisobga olgan holda shakllanadi.

O'z navbatida, sekin moslashuvchan narxlarni ham ikki guruhga: ma'muriy tartibga solinadigan hamda yetarli taklif va yuqori raqobat hisobiga barqaror shakllanadigan narxlarga ajratish mumkin.

Odatda sekin moslashuvchan narxlar ma'lum muddat davomida o'zgarishsiz saqlanishi mumkin. Narx belgilovchi bozor ishtirokchilari ularni tez-tez o'zgartirish sezilarli xarajatlarni keltirib chiqarishini bilgan holda uzoq muddatli davrda inflyatsiya darajasi qanday bo'lishini inobatga olishga intiladi. Tez moslashuvchan narxlar esa, aksincha, qisqa muddatli iqtisodiy shoklarga ta'sirchanligi yuqori bo'ladi va iqtisodiyotdagi joriy holatlarni ko'proq o'zida aks ettiradi.

Iqtisodiyotdagi aksariyat narxlarning tez moslashuvchan bo'lishi inflyatsiyaning qisqa muddatli shoklarga ta'sirchanligi va inflyatsion muhit bo'yicha noaniqliklar yuqoriligini anglatadi. Bu o'z navbatida, inflyatsion kutilmalarning yuqori shakllanishi va ularni jilovlashda qiyinchiliklarni yuzaga keltirishi mumkin.

Aksincha, iqtisodiyotda sekin moslashuvchan narxlar ulushining yuqori bo'lishi narxlarning uzoqroq vaqt barqaror saqlanishini, qisqa muddatli shoklar ta'sirida ham keskin o'zgarishlar yuz bermasligini va aholi inflyatsion kutilmalarining jilovlanganlik darajasini ko'rsatadi.

Pul-kredit siyosatini yuritishda iqtisodiyotga ta'siri jihatidan sekin moslashuvchan narxlar tez moslashuvchan narxlarga nisbatan ahamiyatliroq hisoblanadi. Ular bozor ishtirokchilarining inflyatsion kutilmalari va iqtisodiyotga keng miqyosli ta'sir qilishi mumkin bo'lgan potensial o'zgarishlar haqidagi belgilarni o'zida aks ettiradi.

Markaziy banklar inflyatsiyani jilovlash vazifasini o'rta muddatli inflyatsiyani target darajasida ushlab turish orqali amalga oshiradi va tahlillarda asosiy e'tiborni inflyatsiyaning barqaror ko'rsatkichlariga qaratadi.

Bunda umumiy inflyatsiyadan oziq-ovqat, energiya va tartibga solinadigan narxlarni istisno qiladigan bazaviy inflyatsiya ko'rsatkichidan foydalaniladi. Biroq ushbu ko'rsatkich ham mavsumiy va tashqi omillar o'zgarishlariga ta'siri yuqori bo'lgan boshqa tovar va xizmatlarni o'z ichiga oladi. Shu sababli muqobil yondashuv sifatida tez va sekin moslashuvchan narxlar uchun alohida inflyatsiya ko'rsatkichlarini hisoblab, o'rganib borish pul-kredit siyosati choralarini samaraliroq amalga oshirish imkonini beradi.

Xorijiy tajribada AQSH, Armaniston va Gruziya singari davlatlar narxlari tez va sekin moslashuvchan tovar va xizmatlarni alohida o'rganish usulidan foydalanishadi. Hisob-kitoblarga ko'ra, AQSH iste'mol savatida 30 foiz salmoq, vaznga ega tovar va xizmatlar tez moslashuvchan narxlar sifatida tasniflansa, qolgan 70 foizi sekin moslashuvchan

narxlar guruhini tashkil qiladi⁵. Armanistonda 74 foiz tovar va xizmatlar narxlari⁶, Gruziyada esa 30 foiz tovar va xizmatlar narxlari⁷ sekin moslashuvchan guruhga kiritilgan.

Ushbu turdagi tahlilni O'zbekiston misolida amalga oshirish uchun iste'mol narxlari indeksining tarkibiy qismlaridan ikkita subindeksni hisoblash usulidan foydalanildi: tez moslashuvchan narxlar o'zgarishi indeksi va sekin moslashuvchan narxlar o'zgarishi indeksi.

Narxlarni tasniflashda iqtisodchilar Mark Bils va Piter Klenou metodologiyasiga⁸ tayanildi. Ular AQSH iste'mol narxlari indeksi tarkibidagi 350 turdagi tovar va xizmatlar narxlari o'zgarishi tezligini tahlil qilishgan. Ularning tadqiqotlari AQSHda narxlar o'rtacha har 4,3 oyda kamida bir marta o'zgarganini ko'rsatadi.

Ushbu mezondan foydalanib, O'zbekiston iste'mol savatining 510 ta tovar va xizmatlari narxlari 2020-yil yanvaridan 2024-yil avgustigacha bo'lgan davrdagi o'zgarishi tezligiga asosan tez va sekin moslashuvchan narxlar guruhlariga ajratilib tahlil qilindi (1-jadval).

1-jadval. Asosiy tovar va xizmatlar guruhlarining narx moslashishi o'rtacha davomiyligi, 2020-2024 yillar

Nomlanishi	Tartibga solinadigan narxlar bilan		Tartibga solinadigan narxlarisiz	
	Iste'mol savatidagi vazni (foizda)	Narx moslashishi o'rtacha davomiyligi (oylarda)	Iste'mol savatidagi vazni (foizda)	Narx moslashishi o'rtacha davomiyligi (oylarda)
Umumiy tovar va xizmatlar	100	4,06	100	1,26
Oziq-ovqat mahsulotlari	44,0	1,03	51,6	1,02
Nooziq-ovqat mahsulotlari	32,7	2,44	32,6	1,05
Xizmatlar	23,2	12,09	15,7	2,49
Asosiy guruhlar				
Sabzavotlar	4,7	1,00	5,6	1,00
Dori va tibbiyot vositalari	3,4	1,01	4,1	1,01
Qurilish materiallari	3,5	1,01	4,1	1,01
Don, un va non mahsulotlari	8,8	1,05	9,7	1,02
Transport xizmatlari	3,9	1,84	3,9	1,19
Ta'lim xizmatlari	3,3	10,79	1,7	2,26
Axborot va kommunikatsiya xizmatlari	2,3	21,51	2,0	10,05
Kommunal xizmatlar	6,4	27,04	0,0	0,00
Tez moslashuvchan narxlar	88,2	1,10	93,8	1,04
Sekin moslashuvchan narxlar	11,8	26,25	6,2	8,97

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

Tahlil natijalariga ko'ra, O'zbekistonda iste'mol tovarlari narxlari o'rtacha 4,06 oyda kamida bir marta o'zgarib turadi. Bu ko'rsatkich nisbatan sekin hisoblanib, bir qarashda O'zbekistondagi narxlar barqaror va narx o'zgarishlari tez-tez sodir bo'lmaydi, degan xulosani berishi mumkin.

Lekin iste'mol savati tarkibida narxlari ma'muriy tarzda tartibga solinadigan tovar va xizmatlar mavjudligi va ularning yillar davomida o'zgarishsiz qolishi narxlar

⁵ <https://www.atlantafed.org/research/inflationproject/stickyprice>.

⁶ https://www.cba.am/EN/panalyticalmaterialsresearches/Sticky_Facts_for_Armenian_Consumer_Prices.

⁷ <https://nbg.gov.ge/fm/wp/2024/wp-01-2024.pdf?v=41cc7>.

⁸ "Some Evidence in the Importance of Sticky Prices" - Mark Bils, Peter J.Klenow, 2004.

moslashuvchanligi davomiyligining sun'iy ravishda yuqori bo'lishiga olib kelgan. Tartibga solinadigan narxlar iqtisodiy shart-sharoitlar, talab va taklif omillari asosida shakllanmasligi hisob-kitoblarda ularni inobatga olmaslikni taqozo qiladi.

Shu sababdan umumiy tovar va xizmatlar hamda tarkibiy guruhlarning narx moslashishi o'rtacha davomiyligi tartibga solinadigan narxlar hisobga olinmagan holda qayta hisob-kitob qilindi va natijalar O'zbekistonda narxlar o'rtacha har 1,26 oyda bir marta o'zgarishini ko'rsatdi.

Narxlari ushbu o'rtacha ko'rsatkichdan sekinroq o'zgarib turadigan tovarlar sekin moslashuvchan deb tasniflandi va ularning iste'mol savatidagi salmoq vazni 6,2 foizni, narx moslashishi o'rtacha davomiyligi esa 8,97 oyni tashkil etdi. Aksincha, narxlari o'rtacha ko'rsatkichdan tezroq o'zgarib turadigan mahsulotlar savatning 93,8 foizini tashkil etib, tez moslashuvchan deb tasniflandi hamda ularning narx moslashishi o'rtacha davomiyligi 1,04 oyga teng bo'ldi. Bu ko'rsatkichlar O'zbekistondagi iste'mol tovarlari narxlari boshqa mamlakatlarga nisbatan sezilarli darajada tezroq moslashuvchanligini va qisqa muddatli shoklarga ta'sirchanligi yuqoriligini bildiradi.

Tarkibiy guruhlardan oziq-ovqat va nooziq-ovqat mahsulotlari narx o'zgarishlarining yuqori chastotasi qayd etildi va narxlar o'zgarishining o'rtacha davomiyligi mos ravishda 1,02 va 1,05 oyni tashkil etdi. Xizmatlar narxlari nisbatan sekin moslashuvchan bo'lib, narxlar o'zgarishining o'rtacha davomiyligi 2,5 oyni tashkil etdi.

O'zbekistonda sekin moslashuvchan narxlar indeksi, asosan, xizmatlar, jumladan, huquqiy xizmatlar, axborot va kommunikatsiya xizmatlari, xususiy ta'lim xizmatlaridan tashkil topgan. Tez moslashuvchan narxlar indeksi tarkibidan esa meva va sabzavotlar, dori vositalari, qurilish materiallari, kiyim-kechaklar, maishiy tovar va xizmatlar o'rin olgan.

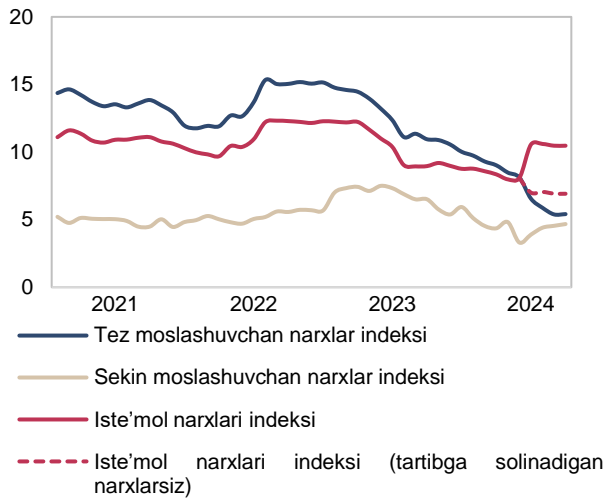
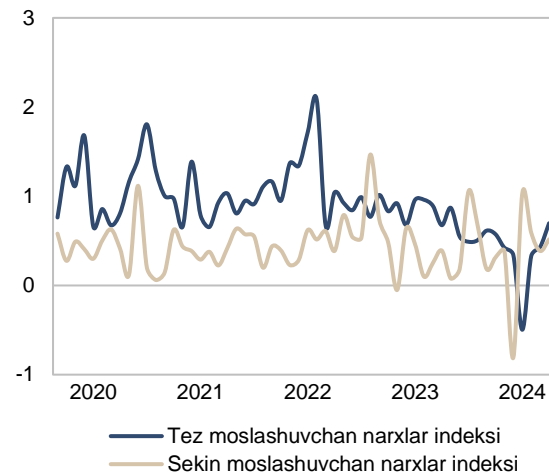
Avgust oyida tez moslashuvchan narxlar yillik inflyatsiyasi 5,4 foizni tashkil etgan bo'lsa, sekin moslashuvchan narxlar inflyatsiyasi 4,7 foizga teng bo'ldi (*1-rasm*).

Tez moslashuvchan narxlar inflyatsiyasi yillik dinamikada iste'mol savatidagi vazni yuqoriligi hisobiga umumiy inflyatsiya darajasiga yaqinroq shakllangan. Sekin moslashuvchan narxlar indeksi esa sezilarli farq bilan pastroq shakllangan.

2024-yilning may oyidan iste'mol narxlari indeksi energiya resurslari narxlari oshishi hisobiga yuqori shakllanib, bu tendensiya sekin moslashuvchan narxlarda ham qisman aks etmoqda. Tez moslashuvchan narxlar indeksida esa, aksincha, davomli pasayuvchi dinamika kuzatilmoqda.

Mavsumiylikdan tozalangan oylik inflyatsiya ko'rsatkichlarida nisbatan o'xshash tendensiyalar kuzatilib, har ikkala narxlar indeksida ham tebranuvchanlik darajasi yuqori ekanligi ko'zga tashlanadi (*2-rasm*).

Shuningdek, tez moslashuvchan narxlarda mavsumiylik omili sekin moslashuvchan narxlarga nisbatan kuchliroq ekanligi namoyon bo'ldi (*0,60 va 0,27*).

1-rasm. Tez va sekin moslashuvchan narxlar inflyatsiyasi dinamikasi, yillik foizda**2-rasm. Tez va sekin moslashuvchan narxlar inflyatsiyasi dinamikasi, mavsumiy tozalangan, oylik foizda**

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

Umuman olganda, iste'mol narxlarining asosiy qismi tez moslashuvchanligi, sekin moslashuvchan narxlarning iste'mol savatidagi ulushi kamligi mamlakatimiz iqtisodiyotida inflyatsion bosim yuqoriligi, inflyatsion kutilmalarning yaxshi jilovlanmagani va narxlar joriy iqtisodiy o'zgarishlarga nisbatan yuqori ta'sirchanligidan dalolat beradi.

Iste'mol narxlari tarkibida sekin moslashuvchan narxlar ulushining ortishi va ularning moslashuvchanlik davrining uzayishi pul-kredit siyosatining samaradorligini oshiradi. Narxlar moslashuvchanligini barqarorlashtirish ochiq va shaffof kommunikatsiya siyosati orqali iqtisodiy agentlarning Markaziy bank pul-kredit siyosatiga bo'lgan ishonchini oshirish va shu orqali inflyatsion kutilmalarni jilovlashni talab etadi.

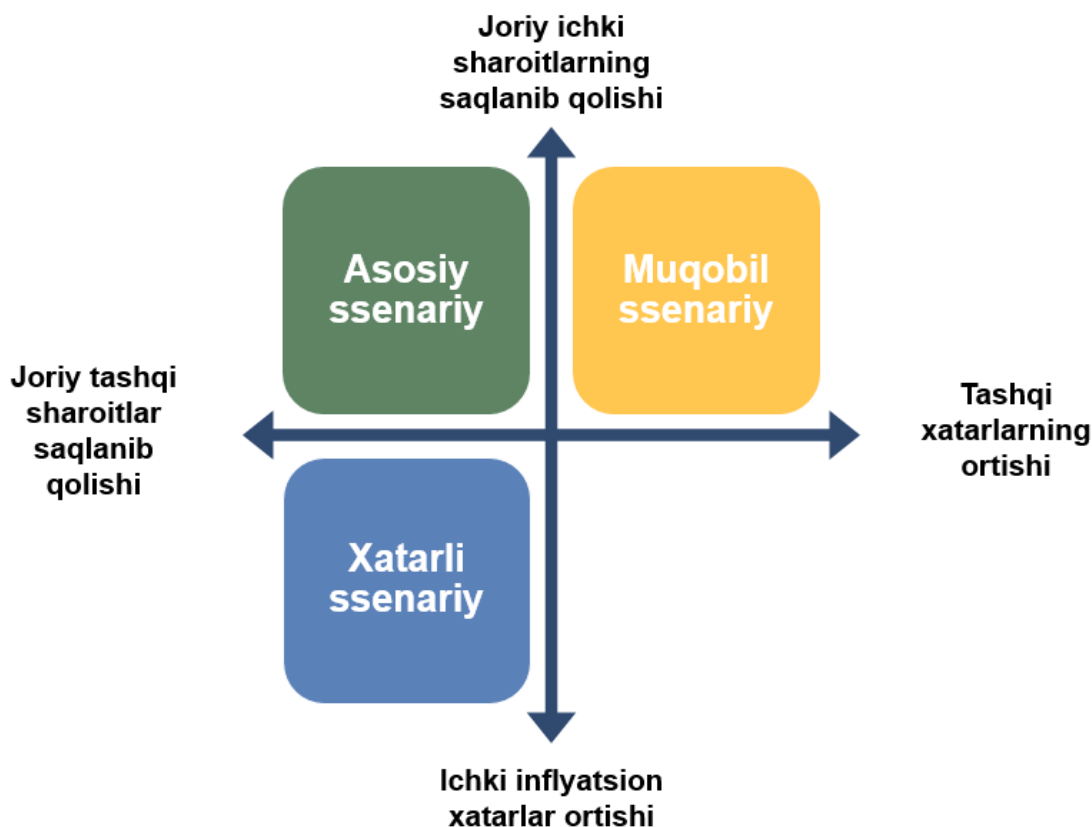
Narxlarning joriy iqtisodiy o'zgarishlarga keskin ta'sirini yumshatishda iqtisodiyotda barqaror taklif, erkin tashqi savdo, kuchli raqobat muhiti kabi fundamental makroiqtisodiy omillar ham muhim ahamiyat kasb etadi.

II. 2025-2027-YILLARDA MAKROIQTISODIY RIVOJLANISH SSENARIYLARI VA PUL-KREDIT SIYOSATI

Pul-kredit siyosatining 2025-2027-yillarga mo'ljallangan asosiy yo'nalishlari joriy tashqi va ichki sharoitlarning o'rtacha muddatli istiqboldagi rivojlanishi, mavjud noaniqliklar va xatarlarning yuzaga chiqishi hamda ularning inflyatsiyaga ehtimoliy ta'sirlaridan kelib chiqib makroiqtisodiy rivojlanishning **asosiy** va **muqobil ssenariylari** asosida ishlab chiqildi.

Shu bilan birga, ehtimoli doim mavjud bo'lgan ichki inflyatsion xatarlarning kuchayishiga asoslangan **xatarli ssenariy** ham ko'rib chiqildi.

Makroiqtisodiy rivojlanishning ssenariylari



Asosiy ssenariy ichki va tashqi sharoitlar joriy sur'atlarda rivojlanishda davom etishi, xususan, global inflyatsiya pasayib borishi, jahonda ijobiy iqtisodiy o'sish sur'atlari va xomashyo narxlarining nisbatan yuqori darajada saqlanib qolishi, ichki talabning oshib borishi hamda yoqilg'i-energiya tizimidagi islohotlarning davom ettirilishi shartlari asosida ishlab chiqildi.

Muqobil ssenariy esa joriy ichki sharoitlarning saqlanib qolishi va tashqi xatarlarning ortishi, jumladan, global inflyatsiya uzoqroq muddat yuqori darajalarda shakllanishi, ayrim yirik iqtisodiyotlarda iqtisodiy faollik pasayishi va jahon iqtisodiyoti fragmentatsiyasi kuchayishi bo'yicha xatarlarning ichki iqtisodiyotga salbiy ta'sirlarini inobatga olgan holda tayyorlandi.

Xatarli ssenariyda asosan ichki inflyatsion xatarlarning yuzaga kelishi kuchaygan sharoitlarda inflyatsion jarayonlarning shakllanishi va bunda pul-kredit siyosatining javob choralari qanday bo'lishi tahlil qilindi.

Makroiqtisodiy rivojlanishning mazkur ssenariylarida va boshqa har qanday ssenariy sharoitida ham pul-kredit siyosati inflyatsiyani 5 foizlik targeti darajasigacha pasaytirishga qaratiladi. Pul-kredit siyosati sohasidagi qarorlar va choralari O'zbekiston iqtisodiyotining holati, inflyatsiya dinamikasi va asosiy makroiqtisodiy ko'rsatkichlar prognozi asosida qabul qilinadi.

Makroiqtisodiy o'sishga ta'sir etuvchi omillar va kanallar

Tashqi iqtisodiy sharoitlar		
	Asosiy ssenariy	Muqobil ssenariy
Global inflyatsiya va moliyaviy sharoitlar	<ul style="list-style-type: none"> • Global inflyatsiya pasayishda davom etadi; • Energiya narxlari va mehnat bozori nisbatan barqarorlashadi; • Aksariyat davlatlar 2025-yil oxirida inflyatsiya targeti darajasiga erishadi; • Foiz stavkalarini pasaytirish sikli davom etadi; • 2026-2027-yillarda foiz stavkalari neytral darajada shakllanadi. 	<ul style="list-style-type: none"> • Xizmatlar sohasida inflyatsiya darajasi kutilganidan sekin pasayadi; • Mehnat bozorida ish haqining yuqori darajadagi o'sish sur'atlari saqlanib qoladi; • Jahon iqtisodiyotining fragmentatsiyalashuvi kuchayib, xalqaro ishlab chiqarish va yetkazib berish zanjirlaridagi uzilishlar davom etadi; • Natijada, global inflyatsiya pasayishi sekinlashadi va global moliyaviy sharoitlar uzoqroq muddat qat'iy darajada ushlab turiladi. Tashqi resurs narxi qimmatligicha saqlanib qoladi.
Jahon iqtisodiyoti faolligi	<ul style="list-style-type: none"> • Jahonda ijobiy iqtisodiy o'sish sur'atlari saqlanib qoladi; • Xitoy va Yevropada o'sish sur'atlari pastroq bo'lishi kutilmoqda. 	<ul style="list-style-type: none"> • Xitoyda iqtisodiy o'sish sur'atlarining pasayishi ta'sirida kelgusi yillarda global yalpi talabning qisqarishi kuzatiladi; • Qat'iy moliyaviy sharoitlar iqtisodiy o'sishga salbiy ta'sir ko'rsatadi.
Asosiy savdo hamkorlar	<ul style="list-style-type: none"> • Asosiy savdo hamkorlarda iqtisodiy faollik sanksiyalar ta'siri kuchayishi bilan pasayib boradi; • Iqtisodiy o'sishni qo'llab-quvvatlovchi fiskal rag'batlantirishlar kuchayadi. 	<ul style="list-style-type: none"> • Sanksiyalar ta'sirining davom etishi va transchegaraviy hisob-kitoblar bilan bog'liq muammolar ta'sirida rubl sezilarli qadrsizlanadi; • Asosiy savdo hamkorlarda inflyatsiya tezlashadi va iqtisodiy o'sish asosiy ssenariyga nisbatan past bo'ladi.
Tashqi savdo va pul o'tkazmalari	<ul style="list-style-type: none"> • Barqaror tashqi talab hisobiga eksport hajmi o'sib boradi; • Pul o'tkazmalari yillik o'rtacha 10-15 foizga oshib boradi; • Importda ham eksportdan biroz pastroq o'sish sur'atlari saqlanib qoladi. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tashqi talab eksport hajmiga salbiy ta'sir ko'rsatadi; • Savdo-hamkorlarning valyutalari ehtimoliy qadrsizlanishi hisobiga pul o'tkazmalari kamayadi; • Sanksion xatarlarning kuchayishi o'zaro hisob-kitoblar va yetkazib berishdagi kechikishlar orqali tashqi savdo va pul o'tkazmalariga salbiy ta'sir ko'rsatadi.

Jahon xomashyo narxlari	<ul style="list-style-type: none"> • Oltin narxi o'rtta muddatda keskin o'zgarishlarsiz nisbatan yuqori darajada shakllanadi; • Neft narxi joriy darajada saqlanib qoladi; • Jahonning yashil energiyaga o'tishida misga bo'lgan talabni yuqori bo'lishi hisobiga mis narxidagi barqarorlik saqlanadi. 	<ul style="list-style-type: none"> • Jahon bozorida rangli metallar va tekstil mahsulotlari narxida pasayish kuzatilishi mumkin; • Global iqtisodiy o'sishning pasayishi neft narxiga pasaytiruvchi, Yaqin Sharqdagi mojaroli vaziyat esa oshiruvchi ta'sir ko'rsatishi kutilmoqda.
--------------------------------	---	---

Ichki iqtisodiy sharoitlar

	Asosiy ssenariy	Muqobil ssenariy
Shaxsiy iste'mol talabi	<ul style="list-style-type: none"> • 2025-2027-yillarda pul o'tkazmalari hajmi o'sib boradi; • Byudjet tashkilotlarida ish haqlari inflyatsiya darajasida indeksatsiya qilib boriladi; • Aholiga ajratiladigan kreditlar o'sishi sur'ati muvozanatlashadi. 	<ul style="list-style-type: none"> • Pul o'tkazmalari hajmining kamayishi hisobiga aholi daromadlari o'sishi sekinlashadi; • Ichki moliyalashtirish manbalari (<i>ish haqi va kreditlar</i>) iste'molni qo'llab-quvvatlovchi asosiy omillardan bo'ladi.
Xususiy investitsiya va kreditlar	<ul style="list-style-type: none"> • Xususiy lashtirish jarayonlarining faol amalga oshirilishi hisobiga xususiy investitsiyalar oshishda davom etadi; • Tashqi moliyaviy sharoitlarning yumshashi xorijiy investitsiyalar oqimiga ham ijobiy ta'sir ko'rsatadi; • Iqtisodiyotga kredit qo'yilmalari o'sishda davom etadi. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tashqi moliyaviy sharoitlarning uzoqroq qat'iy darajada saqlanib qolishi xorijiy investitsiyalar oqimining kamayishiga olib kelishi mumkin. • Ichki investitsiyalar va kreditlar o'sishi asosiy ssenariy ko'rsatkichlariga yaqin shakllanadi.
Fiskal siyosat	<ul style="list-style-type: none"> • Davlat iste'mol xarajatlari o'sishda davom etadi. • Umumiy fiskal taqchillik 2025-2027-yillarda 3 foiz atrofida shakllanadi. 	<ul style="list-style-type: none"> • Jahon xomashyo narxlari pasayishi byudjet daromadlari qisqarishiga olib keladi; • Fiskal taqchillik 2025-2027-yillarda belgilangan prognoz ko'rsatkichlaridan yuqoriroq shakllanishi mumkin; • Natijada, davlat qarzining oshib borishi kuzatiladi.
Taklif omillari	<ul style="list-style-type: none"> • Iqtisodiyotdagi energiya manbalariga bo'lgan talab taklifdan yuqoriligicha saqlanib qoladi; • 2025-yilning aprel oyidan tabiiy gaz va elektr energiyasi narxi oshadi (<i>O'R VMning 2024-yil 16-apreldagi 204-sonli qarori</i>). 	<ul style="list-style-type: none"> • Iqtisodiyotdagi energiya manbalariga bo'lgan talab taklifdan yuqoriligicha saqlanib qoladi.

2.1. Makroiqtisodiy rivojlanishning asosiy ssenariysi va pul-kredit siyosati

Tashqi iqtisodiy sharoitlar

Jahon iqtisodiyoti. Makroiqtisodiy rivojlanishning asosiy ssenariysida jahonda global inflyatsiyaning joriy pasayish tendensiyasi davom etishi va 2025-yilda aksariyat davlatlar o'zining inflyatsiya targetiga erishishi kutilmoqda. Bunda rivojlangan mamlakatlar inflyatsiyaning maqsadli darajasiga avvalroq, rivojlanayotgan davlatlar esa prognoz davrining oxirida yetishi kutilmoqda.

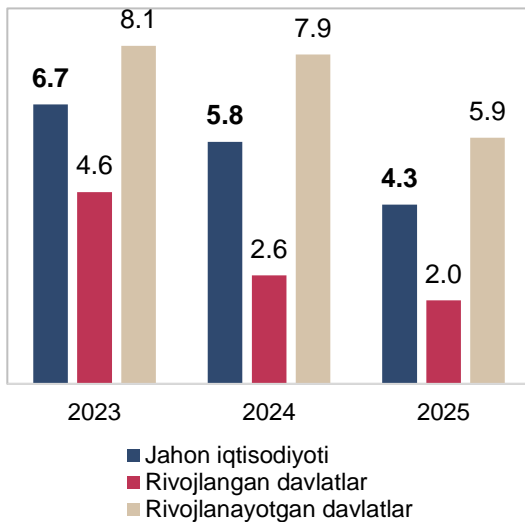
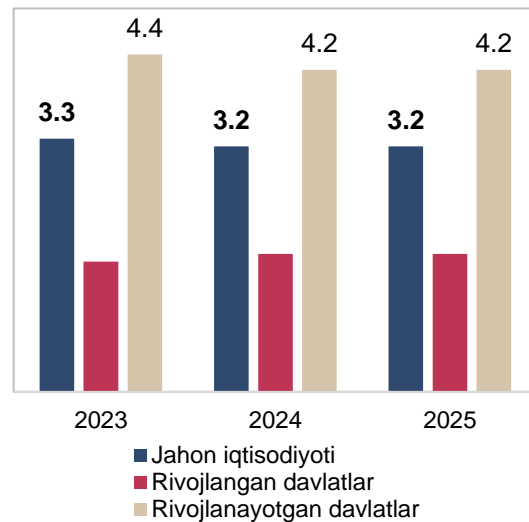
Inflyatsiyaning pasayib borishi yetakchi markaziy banklar pul-kredit sharoitlarini kelgusi yillardan yumshatish sikliga o'tishiga zamin yaratib, 2026-2027-yillarda foiz stavkalarining neytral darajagacha pasayishi kutilmoqda.

Moliyaviy sharoitlarning bosqichma-bosqich yumshatib borilishi iqtisodiy o'sishga ijobiy ta'sir ko'rsatadi va 2025-2027-yillarda jahonda joriy iqtisodiy o'sish dinamikasi saqlanib qoladi.

O'z navbatida, global foiz stavkalarining pasayishi mamlakatimizdagi tijorat banklari va yirik korxonalarining tashqi bozorlardan resurs jalb qilish imkoniyatini oshirib, iqtisodiyotdagi investitsion talabni moliyaviy qo'llab-quvvatlashga xizmat qilishi kutilmoqda.

Global iqtisodiy o'sish ijobiy sur'atlari saqlanib qolsa-da, pandemiyadan avvalgi davrdagi potensialidan pastroq bo'lishi mumkin. Bu, asosan, Xitoy va Yevropa davlatlarida iqtisodiy o'sish potensialining pasayishi, global foiz stavkalarining pandemiyagacha bo'lgan darajalarigacha pasaymasligi hisobiga rivojlanayotgan mamlakatlarda investitsion faollikning susayishi, xalqaro savdodagi uzilishlar va davlatlar o'rtasida iqtisodiy fragmentatsiyaning kuchayishi bilan bog'liq xatarlar bilan izohlanadi.

Shuningdek, ushbu ssenariyda Xalqaro valyuta jamg'armasining (XVJ) jahon iqtisodiyoti o'sishi va global inflyatsiya darajasi bo'yicha prognozlari inobatga olingan.

2.1.1-rasm. XVJning global inflyatsiya darajasi bo'yicha prognozlari, foizda**2.1.2-rasm. XVJning jahon iqtisodiyoti o'sishi bo'yicha prognozlari, foizda**

Manba: XVJ, Jahon iqtisodiy istiqbollari (2024-yil oktyabr).

XVJ prognozlariga ko'ra, jahon iqtisodiyoti o'sishi 2025-yilda 3,2 foiz atrofida shakllanishi kutilmoqda. Bunda, rivojlangan davlatlarda iqtisodiy o'sish 2025-yilda 1,8 foiz, rivojlanayotgan davlatlarda esa 4,2 foiz doirasida shakllanadi (2.1.1-rasm).

Global inflyatsiya 2025-yilda 4,3 foiz atrofida shakllanishi kutilmoqda. Bunda, rivojlangan davlatlarda inflyatsiya o'rtacha 2,0 foiz va rivojlanayotgan davlatlarda 5,9 foiz atrofida bo'lishi prognoz qilinmoqda (2.1.2-rasm).

Jahon xomashyo narxlari. Jahonda geosiyosiy vaziyatning keskinlashuvi va noaniqlar ortib borayotgan davrda oltin narxining o'рта muddatli istiqbolda keskin o'zgarishlarsiz nisbatan yuqori darajada shakllanishi kutilmoqda.

Kelgusi yillarda kutilayotgan global o'sish dinamikasi neftga bo'lgan talab va uning narxlari barqaror saqlanib qolishiga xizmat qiladi.

Yashil energetika rivojlanishining global miqyosda jadallashishi misga bo'lgan talabni qo'llab-quvvatlab, uning narxiga oshiruvchi bosim yaratishi mumkin.

Asosiy savdo-hamkor davlatlar inflyatsiyasi 2025-yilda pasayib borishi va 2026-2027-yillarda target darajalariga yetishi prognoz qilinmoqda (2.1.3-rasm).

Shu bilan birga, geosiyosiy vaziyat saqlanib qolishi ta'sirida hamda ichki talab bilan bog'liq muammolar savdo hamkorlar iqtisodiyotlari

potensialini pasaytirib, kelgusidagi iqtisodiy o'sish sur'atlarida biroz sekinlashish prognoz qilinmoqda (2.1.4-rasm).

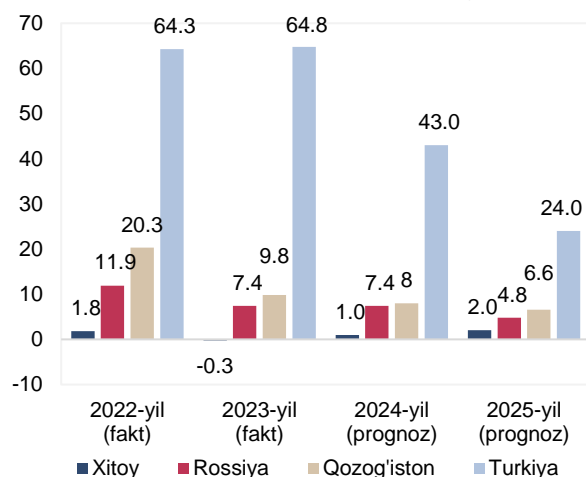
To'lov balansi prognozi. Asosiy savdo hamkorlarda iqtisodiy o'sish dinamikalari va asosiy birja mahsulotlari narxlarining joriy darajada saqlanib qolishi hisobiga 2025-2027-yillarda iqtisodiyotda barqaror tashqi talab shakllanib, eksport hajmi o'sib boradi. Natijada, mamlakatimiz oltinsiz eksporti hajmining o'sishi 2025-2027-yillarda 8-11 foiz atrofida muvozanatlashishi prognoz qilinmoqda (2.1.5-jadval).

Bunda kimyo mahsulotlari eksportining (*asosan, uran va mineral o'g'itlar hisobiga*) bir maromda oshib borishi taxmin qilinmoqda. Oziq-ovqat tovarlari va xizmatlar eksporti tashqi savdo balansiga ijobiy ta'sir ko'rsatishi kutilmoqda (2.1.5-rasm).

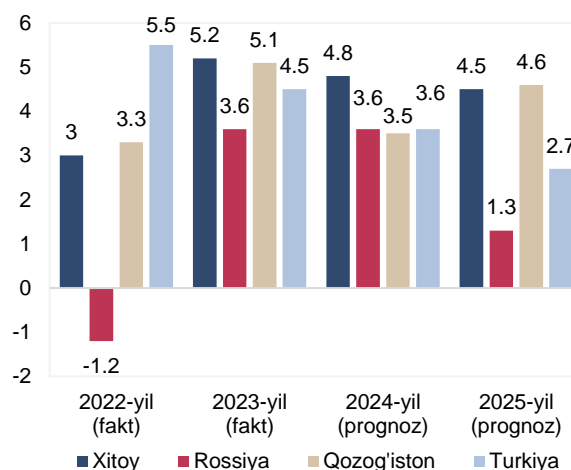
O'zbekistonga import hajmi 2023-yildagi bir martalik oshiruvchi ta'sirlarning chiqib ketishi hisobiga kelgusi yillarda o'rtacha 8-10 foiz atrofida o'sib boradi (2.1.6-rasm).

Joriy yilda pul o'tkazmalari hajmining 25-30 foiz atrofida (14,5-15,0 mlrd. dollar) o'sishi, 2025-2027-yillarda esa fundamental trend doirasida yillik 10-15 foizga oshib borishi prognoz qilinmoqda (2.1.7-2.1.8-rasmlar).

2.1.3-rasm. Asosiy savdo hamkorlarda inflyatsiya darajasi bo'yicha prognozlar (davr oxiriga)

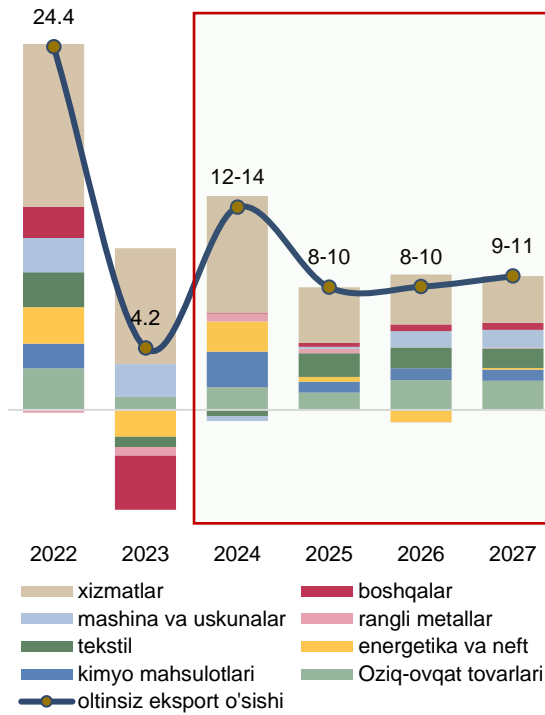


2.1.4-rasm. Asosiy savdo hamkorlarda iqtisodiy o'sish bo'yicha prognozlar

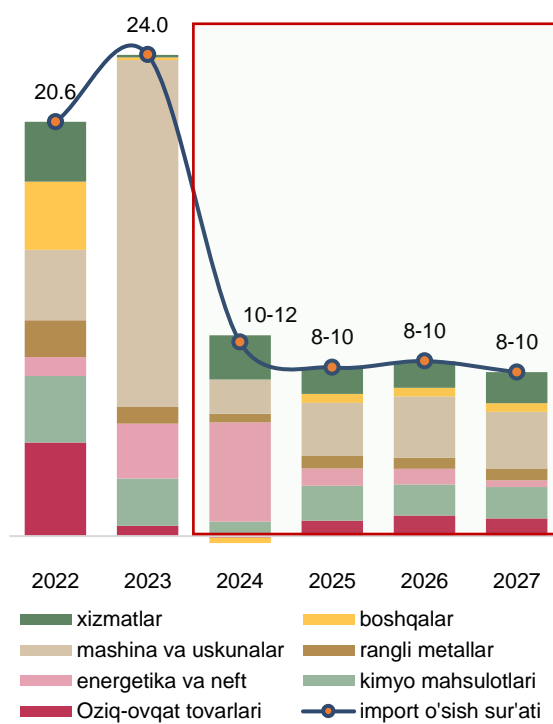


Manba: XVJ, Jahon iqtisodiy istiqbollari (oktyabr, 2024-yil).

2.1.5-rasm. O'zbekiston eksporti prognozi, foizda



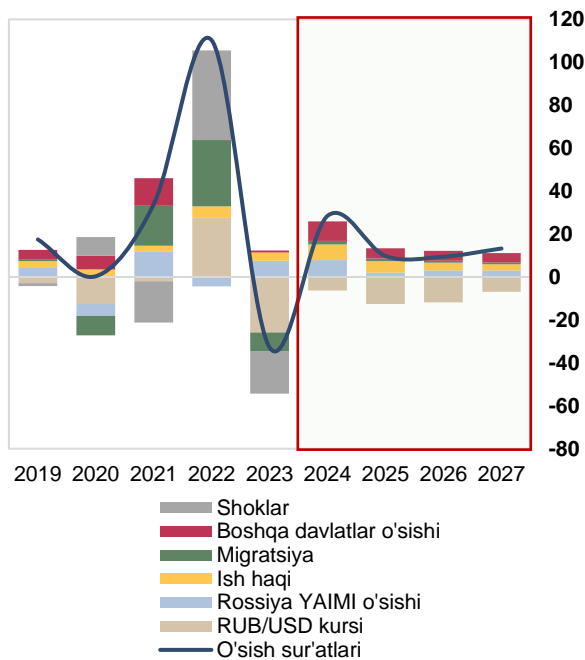
2.1.6-rasm. O'zbekiston importi prognozi, foizda



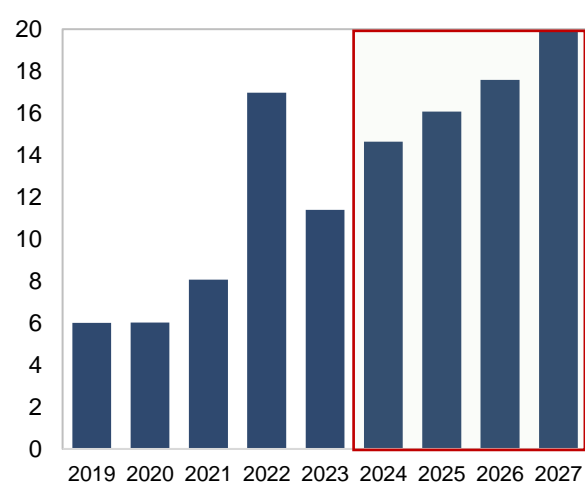
Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Migratsiya oqimida davlatlar diversifikatsiyasining kuchayib borishi davom etadi. Bunda, yuqori daromadli davlatlar ulushi ortishi hisobiga ushbu davlatlardan pul o'tkazmalari hajmi o'sishi kutilmoqda.

2.1.7-rasm. Pul o'tkazmalari prognozi, foizda



2.1.8-rasm. Pul o'tkazmalari prognozi, mlrd. dollarda



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

2025-2027-yillarda tashqi savdo va daromadlar dinamikasi prognozi hamda iqtisodiyotda davom etayotgan tarkibiy islohotlarni inobatga olib, joriy operatsiyalar hisobi taqchilligi 5,5-6,5 foiz atrofida bo'lishi kutilmoqda.

Moliyaviy hisob komponentlari, shu jumladan, banklar tomonidan jalb etiladigan xorijiy kredit liniyalari hamda to'g'ridan-to'g'ri va portfel investitsiyalar joriy operatsiyalar hisobvarag'i taqchilligini qoplashning asosiy manbalaridan bo'ladi.

Keltirilgan omillar va tashqi iqtisodiy ko'rsatkichlarning kutilayotgan dinamikasi sharoitida so'mning real samarali almashuv kursi o'zining uzoq muddatli trendi doirasida shakllanishi prognoz qilinmoqda.

Ichki iqtisodiy sharoitlar

2024-yilda kuzatilayotgan yuqori investitsion faollik, pul o'tkazmalari hajmining yuqori oshishi, jahon bozorida birja mahsulotlari narxining yuqoriligi fonida **YAIM o'sish sur'atlari** avvalgi prognozlarga nisbatan yuqori shakllanib, yil yakuniga **6-6,5 foizni** tashkil etishi kutilmoqda.

Makroiqtisodiy rivojlanishning asosiy ssenariysida YAIMning real o'sishi nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlari va fiskal konsolidatsiya ta'sirida 2025-yilda 5,5-6,0 foiz, 2026-yilda 5,5-6,5 foiz, 2027-yilda esa 6-6,5 foiz atrofida bo'lishi prognoz qilinmoqda (*2.1.9-rasm*).

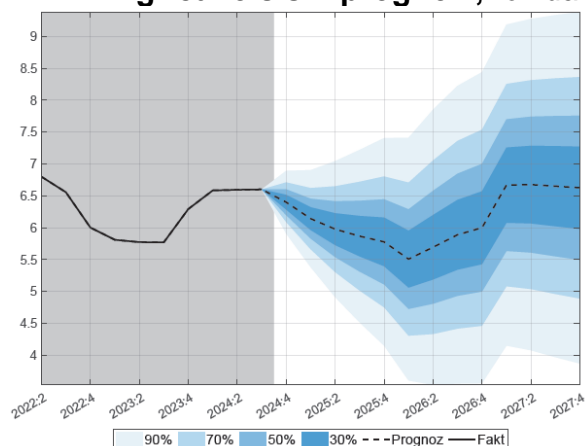
Bunda davlat sektorini transformatsiya qilish va xususiylashtirish jarayonlarining faol davom ettirilishi hisobiga xususiy investitsiyalar oshishi, tashqi moliyaviy sharoitlar yumshab borishi bilan xorijiy investitsiyalar oqimining ko'payishi hamda iqtisodiyotga kredit qo'yilmalarining o'sishda davom etishi iqtisodiy o'sishni moliyaviy qo'llab-quvvatlovchi asosiy drayverlardan bo'ladi.

2.1.1-jadval. O'zbekiston makroiqtisodiy rivojlanish ko'rsatkichlarining asosiy ssenariy bo'yicha 2025-2027-yillardagi prognozlari, yillik o'zgarishi, foizda.

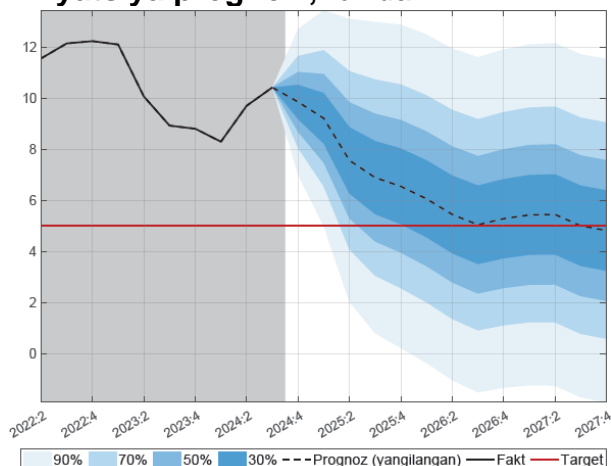
Ko'rsatkichlar	2023 (fakt)	2024 (kut-n)	Asosiy ssenariy prognozlari		
			2025	2026	2027
Inflyatsiya darajasi	8,8	9,0-9,5	6,0-7,0	5,0	5,0
YAIMning real o'sishi	6,3	6,0-6,5	5,5-6,0	5,5-6,5	6,0-6,5
Yakuniy iste'mol xarajatlari	5,3	6,0-6,5	5,5-6,0	5,0-5,5	5,0-6,0
- uy xo'jaliklari	6,2	7,0-7,5	6,0-6,5	5,0-5,5	4,5-5,5
- davlat boshqaruv organlari	1,4	1,5-2,0	1,0-2,0	2,0-3,0	1,5-2,5
Umumiy fiskal balans (YAIMga nisbatan)	4,9	4,0	3,0	3,0	3,0
Eksport (oltinsiz)	4,2	12,0-14,0	8,0-10,0	8,0-10,0	9,0-11,0
Import	24,0	10,0-12,0	8,0-10,0	8,0-10,0	8,0-10,0
Pul o'tkazmalari	32,9	25,0-30,0	9,0-11,0	9,0-12,0	10,0-15,0
Kredit qo'yilmalari qoldig'i	23,3	15,0-17,0	14,0-16,0	13,0-15,0	12,0-15,0

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

2.1.9-rasm. Asosiy ssenariy bo'yicha YAIMning real o'sishi prognozi, foizda



2.1.10-rasm. Asosiy ssenariy bo'yicha inflyatsiya prognozi, foizda



Manba: Markaziy bank prognozlari.

2025-yilda iqtisodiy o'sishning nisbatan sekinlashishi inflyatsiyani pasaytirishga qaratilgan qat'iy pul-kredit sharoitlari ta'sirida shaxsiy iste'mol o'sishi sur'atlarining nisbatan mo'tadillashuvi bilan izohlanadi. 2026-yildan inflyatsiya maqsadli ko'rsatkichga yaqinlashishi va moliyaviy sharoitlarning yumshatib borilishi iqtisodiy o'sishni qo'llab-quvvatlab, potensial o'sish darajasigacha tezlashishiga imkon beradi.

Mamlakatda investitsion faollikning yuqori saqlanib qolishi importga bo'lgan talabni oshirishda davom etadi. Import hajmi 2025-2027-yillarda 8-10 foiz atrofida o'sishi prognoz qilinmoqda. Bunda mashina va uskunalar, energiya manbalari, kimyo mahsulotlari va xizmatlar importi asosiy o'rin tutadi.

2024-yilda mehnat bozorida malakali kadrlarga bo'lgan talabning oshib borishi hisobiga xususiy sektorda ish haqlarining ko'tarilishi va xorijdan pul o'tkazmalari hajmining keskin o'sishi hisobiga aholi daromadlarining 9-11 foiz atrofida real o'sishi va kelgusi yillarda potensial darajasiga yaqinlashib, 2025-yilda 6-7 foiz va o'rta muddatda 5-6 foiz darajada oshib borishi kutilmoqda.

Kelgusi yillarda qat'iy moliyaviy sharoitlarning saqlanishi iqtisodiyotga kredit qo'yilmalari hajmiga ta'sir ko'rsatadi. Biroq moliyaviy resurslarga bo'lgan talabning o'suvchi tendensiyasi saqlanib qoladi va iqtisodiy o'sishni ta'minlovchi asosiy omillardan bo'lib xizmat qiladi.

Xususiylashtirish jarayonlari faollashuvidan tushumlar hisobiga davlat xarajatlari o'sishda davom etadi. Shu bilan birga, iqtisodiyotga ajratilayotgan subsidiyalarning qisqarishi xarajatlar o'sish sur'atini sekinlashtirishi mumkin.

Kelgusi yillarda fiskal siyosatda konsolidatsiyalashuv jarayonlarining faol amalga oshirilishi kutilmoqda. Xususan, fiskal taqchillikni 2024-yilda YAIMga nisbatan 4 foizgacha va 2025-2027-yillarda 3 foizgacha qisqartirish maqsad qilingan. Fiskal taqchillik darajasining ushbu maqsadli ko'rsatkichlari doirasida shakllanishi iqtisodiyotda davlat xarajatlari tomonidan qo'shimcha talab shakllanishining kamayib borishiga olib keladi va inflyatsiyani pasaytiruvchi omillardan bo'ladi.

Inflyatsiya darajasi 2024-yilning o'tgan davrida shakllangan inflyatsion jarayonlar hamda so'nggi chorakda kutilayotgan omillardan kelib chiqib, yil yakunida **9-9,5 foiz** atrofida bo'lishi prognoz qilinmoqda.

2025-yil aprel oyida kutilayotgan elektr va gaz narxlarining navbatdagi oshirilishi ta'sirida tartibga solinadigan narxlar umumiy inflyatsiyaga oshiruvchi ta'sirga ega bo'ladi. Shu bilan birga, 2024-yildagi energiya narxleri erkinlashtirilishining yuqori baza effekti chiqib ketishi hisobiga 2025-yil ikkinchi yarmida tartibga solinadigan narxlar inflyatsiyasida sezilarli pasayish kutilmoqda.

Asosiy ssenariy doirasida yangilangan prognozlarga ko'ra, umumiy inflyatsiya 2025-yilda 6-7 foiz bo'lishi va 2026-yil ikkinchi yarmida 5 foizlik targetgacha pasayishi prognoz qilinmoqda (2.1.10-rasm).

Bazaviy inflyatsiyaning 2024-yil yakunidagi 7-7,5 foizdan 2025-yilda 5 foizgacha pasayishi kutilmoqda. Bazaviy inflyatsiyani pasaytirishda qat'iy pul-kredit sharoitlarining ta'minlanishi asosiy omil bo'lib xizmat qiladi.

Pul-kredit siyosati

Kelgusi yillar uchun pul-kredit sharoitlarini belgilashda, birinchi navbatda, inflyatsiya prognozi, uning omillari va inflyatsion kutilmalar hamda prognoz davrida inflyatsiyaning 5 foizlik targetiga erishish maqsadidan kelib chiqildi.

Joriy yilda inflyatsion bosimni shakllantirgan taklif omillarining (*energiya resurslari narxleri erkinlashtirilishi hamda ayrim tovar va xizmatlarga qo'shilgan qiymat solig'i o'rnatilishi*) ikkilamchi ta'sirlari kelgusi yillarga ham o'tishi, 2025-yilda energiya narxlarining navbatdagi oshirilishi kutilayotganligi va iqtisodiyotda saqlanib qolayotgan yuqori iste'mol talabi nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlarini ta'minlashni talab etadi.

Asosiy ssenariy shartlariga ko'ra

Inflyatsiya darajasi

2025-yilda inflyatsiya **6-7 foiz** atrofida bo'lishi prognoz qilinmoqda. 2026-yilning ikkinchi yarmida inflyatsiya **5 foizlik targetgacha pasayadi**.

Pul-kredit siyosati choralari

Pul-kredit sharoitlari

Iqtisodiyotda inflyatsion bosimlarni inobatga olib, 2025-2026-yillar davomida pul-kredit sharoitlari **nisbatan qat'iy** darajada saqlab qolinadi va inflyatsiyaning target darajasida shakllanishi bo'yicha barqaror asoslar yuzaga kelganda **neytral** fazaga o'tiladi.

Pul bozorida foiz stavkalari

2024-2026-yillarda **Uzonia stavkasi** real hisobda **4-5 foizlik** darajada, 2027-yillarda **3-4 foiz atrofida** bo'lishi ta'minlanadi.

Bunda, inflyatsiyani target darajasigacha pasaytirish maqsadida 2025-yilda pul-kredit sharoitlari qat'iy darajada saqlab qolinadi va pul bozorida kamida 4-5 foizlik ijobiy real foiz stavkalari shakllanishi ta'minlanadi.

Shuningdek, pul-kredit siyosati choralarning iqtisodiyotga o'tkazma ta'sirini kuchaytirishda banklar tomonidan direktiv kreditlar ajratilishini bosqichma-bosqich qisqartirish muhim ahamiyat kasb etadi.

Inflyatsiya darajasining ishonchli barqaror pasayib borishi va target atrofida shakllanishi bilan Markaziy bankning asosiy stavkasi mos ravishda pasaytirib boriladi.

Bunda kelgusi davrdagi ehtimoliy inflyatsion xatarlar va kutilmalar muntazam o'rganib boriladi hamda pul-kredit sharoitlarini belgilashda ehtiyotkorona yondashuv saqlab qolinadi.

Inflyatsiya darajasi maqsadli ko'rsatkichlarga yaqinlashib, ushbu darajada barqarorlashganidan so'ng, pul-kredit sharoitlarini neytral fazaga o'tkazish imkoniyati yuzaga keladi.

O'rta muddatli istiqbolda pul-kredit sharoitlarining shakllanishida bank tizimi likvidligi holati ham muhim ahamiyat kasb etadi. Umumiy likvidlikning kelgusi dinamikasi byudjet amaliyotlari, ichki valyuta bozorida talab va taklif muvozanati hamda iqtisodiyotning naqd pulga bo'lgan talablari ta'sirida

shakllanadi. Bank tizimi likvidligining tarkibiy profitsit holatida saqlanib qolishi pul-kredit sharoitlarini yumshatuvchi omillardan bo'ladi.

Shu sababli ham kelgusi yillarda Markaziy bankning likvidlikni boshqarish operatsiyalari faol qo'llaniladi va xatti-harakatlari har qanday qo'shimcha likvidlikni samarali jalb etishga qaratiladi.

Shu bilan birga, pul-kredit sharoitlarini belgilashda kredit kanalining muhimligi ham saqlanib qoladi. Biroq, o'rta muddatli istiqbolda kreditga bo'lgan talabning nisbatan yuqori darajalarda saqlanib qolishi va kreditlar, asosan, tadbirkorlik faoliyatini qo'llab-quvvatlashga faol yo'naltirilishi kutilmoqda.

Iste'molga yo'naltiriladigan chakana kreditlar o'sish sur'atlarini muvozanatlashtirishda makroprudensial siyosat choralari faol qo'llanilishda davom etadi.

Kelgusi yillarda aynan pul-kredit va makroprudensial siyosatlarni o'zaro muvofiqlikda qo'llash orqali kreditlar o'sish sur'atlarini muvozanatlashtirish va umuman bank tizimi barqarorligini ta'minlash muhim vazifalardan biri bo'ladi.

2.2. Makroiqtisodiy rivojlanishning muqobil ssenariysi va pul-kredit siyosati

Tashqi iqtisodiy sharoitlar

Makroiqtisodiy rivojlanishning muqobil ssenariysida rivojlangan mamlakatlarda xizmatlar sohasida inflyatsiya darajasining kutilganidan sekin pasayishi hamda jahon iqtisodiyotining fragmentatsiyalashuvi kuchayishi oqibatida xalqaro ishlab chiqarish va yetkazib berish zanjirlaridagi uzilishlar davom etishi mumkinligi inobatga olindi. Bularning natijasida global inflyatsiyaning pasayishi uzoqroq vaqtni talab etishi taxmin qilindi. Ushbu ssenariy bo'yicha aksariyat davlatlar inflyatsiya bo'yicha maqsadli ko'rsatkichiga 2026-yilda erishishi kutilmoqda.

Bu, o'z navbatida, global moliyaviy sharoitlarning uzoqroq muddat qat'iy darajada saqlab qolishni talab etadi va jahonda davom etayotgan geosiyosiy ziddiyatlar hamda kelgusi davrdagi vaziyat bo'yicha noaniqliklarning yuqoriligi bilan birgalikda global iqtisodiy o'sishga salbiy ta'sir ko'rsatadi. Natijada, o'sish sur'atlarining asosiy ssenariyga nisbatan pastroq bo'lishi prognoz qilinmoqda.

Shu bilan birga, jahonda qat'iy moliyaviy sharoitlarning saqlanib qolishi ichki iqtisodiy rivojlanishni tashqi resurslar hisobiga moliyalashtirish imkoniyatlarini kamaytirib, xorijiy investitsiyalar oqimi sekinlashishiga olib kelishi mumkin. Natijada iqtisodiy o'sish sur'atlari asosiy ssenariyga nisbatan pastroq bo'lishi taxmin qilinmoqda.

Muqobil ssenariy shartlariga ko'ra, asosiy savdo-hamkor davlatlar iqtisodiyoti istiqboli bo'yicha yuqori noaniqlik va xatarlar saqlanib qoladi.

Xususan, asosiy ssenariydan farqli ravishda Xitoy iqtisodiyotidagi ko'chmas mulk bozori muammolari bilan bir qatorda, jahon iqtisodiyoti fragmentatsiyalashuvi kuchayishi oqibatida Xitoy eksportiga bo'lgan tashqi talabning qisqarishi ham iqtisodiy o'sish potensialini sezilarli pasaytirishi mumkin. Bu xomashyolar narxlarining pasayishiga olib keladi.

Jahon bozorida neftga bo'lgan talabning qisqarishi neft eksport qiluvchi savdo hamkorlar iqtisodiyotiga salbiy ta'sir ko'rsatadi. O'z navbatida, ushbu mamlakatlarda iqtisodiy o'sishni qo'llab-quvvatlash maqsadida fiskal rag'batlantirishlar faollashishi mumkin. Bu esa iqtisodiyotda inflyatsion bosimlar uzoqroq saqlanib qolishiga sabab bo'ladi va import narxlari orqali mamlakatimizda inflyatsion bosimlarni kuchaytiradi.

Shuningdek, davom etayotgan sanksiyalar ta'siri kuchayishi hisobiga rubl sezilarli darajada qadrsizlanishi mumkin. Bu, bir tomondan, mehnat muhojirlarining O'zbekistonga pul o'tkazmalari hajmini kamaytirsa, ikkinchi tomondan, import inflyatsiyasini oshiradi.

Muqobil ssenariy doirasida pul o'tkazmalari hajmining 2025-yilda qisqarishi va 2026-2027-yillarda fundamental trendidan pastroq sur'atlarda o'sishi prognoz qilinmoqda. Pul o'tkazmalari hajmi kamayishi aholi daromadlari o'sishini sekinlashtirib, yalpi iste'mol talabining maqbullashishiga ta'sir ko'rsatadi.

Asosiy savdo hamkorlardagi iqtisodiy o'sishning pasayishi mamlakatimiz tovar va xizmatlariga tashqi talabni kamaytiradi. Bunda eksport hajmi (*oltinsiz*) o'sishi 2025-yilda 5-7 foizgacha sekinlashishi, 2026-2027-yillarda esa 6-8 foiz atrofida bazaviy ssenariydagi o'sishidan pastroq shakllanishi prognoz qilinmoqda.

Jahon iqtisodiyotidagi sekinlashish va yuqori foiz stavkalarining uzoq muddat saqlanib qolishi oltinga bo'lgan talabga ta'sir ko'rsatib, uning narxi pasayishiga olib kelishi mumkin.

Yuqoridagi omillar ta'sirida mamlakat to'lov balansining joriy operatsiyalar hisobvarag'i taqchilligi asosiy ssenariyga nisbatan kengayib, 2025-2026-yillarda YAIMga nisbatan 6,5-7,5 foizni tashkil etishi mumkin.

Ichki iqtisodiy sharoitlar

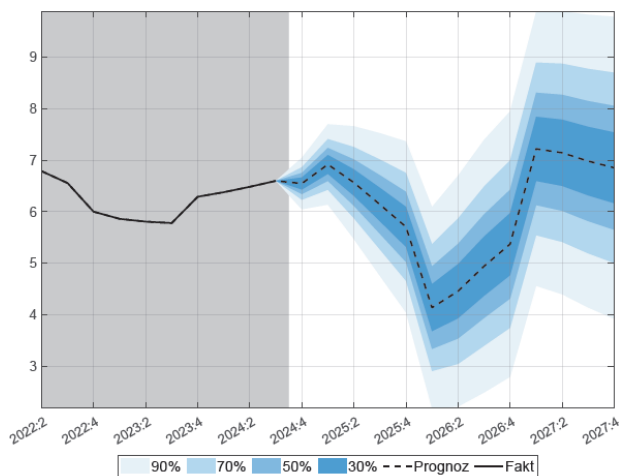
Muqobil ssenariyga ko'ra, tashqi xatarlarning iqtisodiy o'sishga salbiy ta'siri yuqori bo'lib, 2025-yilda faol fiskal rag'batlantirishlar va kredit qo'yilmalari oshishi iqtisodiy faollikni qo'llab-quvvatlovchi asosiy omillardan bo'ladi. Natijada 2025-yilda YAIM o'sishi 5,0-5,5 foiz doirasida bo'lishi kutilmoqda.

2026-yildan kutilayotgan tashqi xatarlar va moliyaviy sharoitlarning nisbatan yumshab borishi natijasida iqtisodiy o'sish tiklanib boradi. Buning hisobiga iqtisodiy o'sish 2026-yilda 5,0-6,0 foiz, 2027-yilda 5,5-6,5 foiz bo'lishi prognoz qilinmoqda.

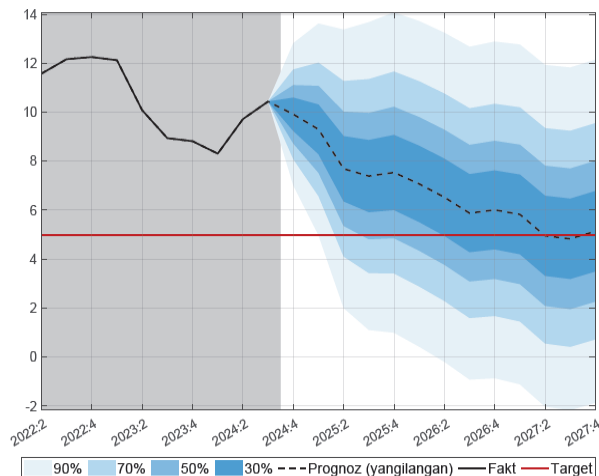
Ushbu ssenariyda tashqi sharoitlar ta'sirida mamlakat xatar mukofoti yuqori shakllanishi va mos ravishda xorijiy investitsiyalar oqimi kamayishi mumkin. Oqibatda, iqtisodiy faollikning ma'lum darajada pasayishi va aholi daromadlarining maqbullashishi fonida import hajmining asosiy ssenariyga

nisbatan pastroq sur'atlarda o'sishi (2025-2026-yillarda o'rtacha yillik 7-9 foizga) kutilmoqda.

2.2.1-rasm. Muqobil ssenariy bo'yicha YAIMning real o'sishi prognozi



2.2.2-rasm. Muqobil ssenariy bo'yicha inflyatsiya prognozi



Manba: Markaziy bank prognozlari.

Prognoz davrida yakuniy iste'mol xarajatlarning real o'sishi 3,5-4,5 foiz atrofida shakllanib, iqtisodiy o'sishni qo'llab-quvvatlashdagi roli asosiy ssenariyga nisbatan pastroq bo'ladi.

2025-2026-yillarda iqtisodiy faollikni qo'llab-quvvatlash uchun davlat xarajatlarning ortishi va dunyo bozorlarida xomashyo narxlarining pasayishi fonida daromadlarning nisbatan qisqarishi byudjet konsolidatsiyasini ma'lum muddatga kechiktirishi mumkin.

Bunda umumiy fiskal taqchillikning 2025-yilda YAIMga nisbatan 4,5 foiz atrofida bo'lishi, 2026-2027-yillarda 4 foizgacha pasayishi kutilmoqda. Shu bilan birga, inflyatsiya darajasiga fiskal omillar tomonidan oshiruvchi bosimlar saqlanib qolishi mumkin.

Muqobil ssenariyda umumiy inflyatsiya, asosan, import inflyatsiyasi va rag'batlantiruvchi fiskal siyosat hisobiga 2025-yilda 7-8 foiz, 2026-yilda 5,5-6,5 foiz atrofida bo'lishi taxmin qilinmoqda, bunda pul o'tkazmalari hajmining qisqarishi iste'mol talabining maqbullashishiga xizmat qiladi. Mazkur ssenariyda inflyatsiya 5 foizlik targeti darajasiga 2027-yilning birinchi yarmida pasayishi kutilmoqda (2.2.2-rasm).

Bazaviy inflyatsiya 2024-yil yakunidagi 7-7,5 foizdan 2025-yilda 4-5 foizgacha pasayadi.

2.2.1-jadval. O'zbekiston makroiqtisodiy rivojlanish ko'rsatkichlarining muqobil ssenariy bo'yicha 2025-2027-yillardagi prognozlari (yillik o'zgarishi, foizda)

Ko'rsatkichlar	2023 (fakt)	2024 (kut-n)	Muqobil ssenariy prognozlari		
			2025	2026	2027
Inflyatsiya darajasi	8,8	9,0-9,5	7,0-8,0	5,5-6,5	5,0
YAIMning real o'sishi	6,3	6,0-6,5	5,0-5,5	5,0-6,0	5,5-6,5
Yakuniy iste'mol xarajatlari	5,3	6,0-6,5	3,5-4,5	4,0-5,0	4,5-5,5
- uy xo'jaliklari	6,2	7,0-7,5	4,0-5,0	4,5-5,5	5,0-6,0
- davlat boshqaruvi organlari	1,4	1,5-2,0	2,0-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5
Umumiy fiskal balans (YAIMga nisbatan)	4,9	4,0	4,5	4,0	4,0
Eksport (oltinsiz)	4,2	12,0-14,0	5,0-7,0	6,0-8,0	7,0-9,0
Import	24,0	8,0-10,0	7,0-9,0	7,0-9,0	8,0-10,0
Pul o'tkazmalari	32,9	25,0-30,0	(-7,0)-(-10,0)	7,0-10,0	7,0-11,0
Kredit qo'yilmalari qoldig'i	23,3	15,0-17,0	14,0-17,0	12,0-15,0	11,0-14,0

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Pul-kredit siyosati

Markaziy bank muqobil ssenariy sharoitlari yuzaga kelgan taqdirda ham 2025-2026-yillarda pul-kredit sharoitlarini qat'iy fazada davom ettiradi va prognoz davrida inflyatsiyani targetgacha pasaytirishga e'tibor qaratadi.

Bunda inflyatsiyaning taklif omillarini bartaraf etish maqsadida hukumat bilan birgalikda tizimli chora-tadbirlar amalga oshirib boriladi. Xususan, iqtisodiyotda tovar va xizmatlar taklifining yetarli darajada bo'lishini ta'minlash orqali narx barqarorligiga erishish ustuvor vazifalardan bo'ladi.

O'z navbatida, inflyatsiyaga monetar omillar ta'sirini kamaytirish va bazaviy inflyatsiyani barqaror pasaytirish maqsadida pul-kredit sharoitlarining qat'iy darajada bo'lishi ta'minlanadi.

Muqobil ssenariy doirasida ham pul-kredit sharoitlarining shakllanishida bank tizimining umumiy likvidligi bilan bog'liq vaziyat muhim ahamiyat kasb etadi. Bunda umumiy fiskal taqchillikning asosiy ssenariyga nisbatan yuqoriroq bo'lishi tizimga ko'proq likvidlik yo'naltirilishini bildirsa ham, byudjet amaliyotlarining umumiy likvidlikka mutlaq ta'siri mazkur taqchillikni moliyalashtirish manbalariga bog'liq bo'ladi.

Pul-kredit siyosati choralari	
Pul-kredit sharoitlari	Iqtisodiyotda inflyatsion bosimlarni inobatga olib, 2025-2026-yillar davomida qat'iy darajada saqlab qolinadi va inflyatsiyaning target doirasida barqaror shakllanishiga erishish bo'yicha asoslar yuzaga kelganda neytral fazaga o'tkazilishi mumkin.
Pul bozorida foiz stavkalari	2025-2026-yillarda Uzonia stavkasini real hisobda 4-5 foizlik darajada, 2027-yilda esa 3-4 foiz atrofida shakllantirish choralari ko'riladi.

Chetdan mablag'lar jalb qilish narxlarining nisbatan yuqori darajalarda saqlanib qolishi sharoitida ichki manbalarga, shu jumladan, milliy valyutadagi depozitlarga bo'lgan talab ortib, ular bo'yicha real foiz stavkalari nisbatan yuqori shakllanadi va ushbu vaziyat ma'lum muddat saqlanib qoladi. Bu esa milliy valyutadagi aktivlar narxiga ta'sir ko'rsatib, xorijiy valyutaga bo'lgan talabni muvozanatlashuviga olib keladi.

Umuman olganda, muqobil ssenariy shartlari yuzaga kelganda tashqi sharoitlardagi noaniqliklar yuqoriroq darajada saqlanib qoladi.

O'z navbatida, iqtisodiyotda shakllanadigan nisbatan past faollikni qo'llab-quvvatlash maqsadida amalga oshiriladigan fiskal rag'batlantirishlarning inflyatsiyaga ta'siridan kelib chiqib pul-kredit sharoitlari qat'iylik darajasi oshirilishi mumkin.

Inflyatsion xatarlar ssenariysi va pul-kredit siyosati

Makroiqtisodiy rivojlanishning asosiy va muqobil ssenariylariga qo'shimcha ravishda inflyatsion xatarlarning ortishiga asoslangan **xatarli ssenariy** ham ko'rib chiqildi va bunday sharoitda inflyatsiyani pasaytirishga qaratilgan pul-kredit siyosati choralari tahlil qilindi.

Umuman olganda, rivojlanayotgan va bozor iqtisodiyoti tamoyillariga bosqichma-bosqich o'tayotgan davlatda inflyatsion xatarlar ehtimoli doim mavjud bo'lib, asosiy e'tibor ularni to'g'ri baholash va yuzaga chiqqan holatida pul-kredit siyosati choralari orqali yetarlicha javob berishga qaratilishi lozim.

Iqtisodiyotda va umuman jahonda inflyatsion jarayonlarning pasayib borishiga qaramasdan ayrim ichki va tashqi inflyatsion xatarlar ehtimolligi ma'lum darajada saqlanib qolmoqda. O'rta muddatli makroiqtisodiy rivojlanishning ushbu ssenariysi **4 ta muhim inflyatsion xatarlarning** yuzaga chiqish ehtimoliga asoslangan:

1) **Iqlim xatari:** so'nggi yillarda mintaqada kuzatilayotgan iqlim sharoitlari o'zgarishi iqtisodiyotga turli yo'nalishlarda ta'sir ko'rsatmoqda. Xususan, 2022-yil boshidagi anomal sovuq ob-havo iqtisodiyotda ishlab chiqarish ko'rsatkichlariga, 2023-yildagi tebranuvchan iqlim esa meva va sabzavotlar hosildorligiga salbiy ta'sir ko'rsatdi. 2024-yilda esa, aksincha, ob-havo sharoitlarining qulay shakllanishi qishloq xo'jaligida hosildorlikning yuqori bo'lishiga xizmat qilib, oziq-ovqat narxlari o'zgarishi umumiy inflyatsiyaga pasaytiruvchi hissa qo'shdi.

Shundan kelib chiqib, noqulay ob-havo yoki kutilmagan iqlim o'zgarishi sodir bo'lganda ushbu holatlar umumiy inflyatsiyaga oshiruvchi ta'sirga ega bo'lishi mumkin.

2) **Inflyatsiyaga nomonetar omillar bosimi:** iqtisodiyotda erkinlashtirish, tarkibiy o'zgarish jarayonlarining faol amalga oshirilishi vaqtincha yalpi talab va taklifga nomonetar omillar ta'sirlarini kuchayishiga olib kelishi mumkin. Bu, o'z navbatida, aholi va tadbirkorlar inflyatsion kutilmalarini oshirib, bazaviy inflyatsiyaga bosimni yuzaga keltiradi. Iqtisodiyotda inflyatsion bosimlarning uzoqroq muddat saqlanib qolishi inflyatsiyani pasaytirishga qaratilgan choralarni kuchaytirishni talab qilib, uning target darajasiga erishish imkoniyatlarini pasaytirishi mumkin.

3) **Fiskal rag'batlantirishning kuchayishi:** sezilarli ichki va tashqi xatarlar yuzaga kelgan taqdirda davlat tomonidan iqtisodiyotni qo'llab-quvvatlash maqsadida rag'batlantiruvchi fiskal siyosat yuritilishi ehtimoli ortadi. Bu, o'z navbatida, cheklangan taklif sharoitida yalpi talabni oshirib narxlarga oshiruvchi ta'sir ko'rsatishi mumkin. Ushbu sharoitda fiskal konsolidatsiya imkoniyatlari kamayib, umumiy fiskal taqchillik belgilangan parametrlardan yuqori bo'lishi ehtimoli yuzaga keladi.

Mazkur ehtimollik hisobiga xatarli ssenariyda fiskal taqchillikning so'nggi 5 yildagi o'rtacha ko'rsatkich doirasida shakllanishi inobatga olindi.

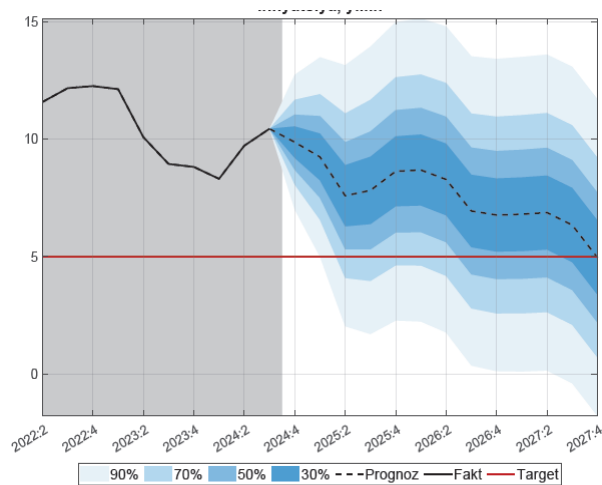
4) **Iqtisodiyotni energiya resurslari bilan ta'minlanganlik darajasi:** iqtisodiyotni uzluksiz energiya resurslari bilan ta'minlash imkoniyatidan ko'ra, talabning tezroq o'sishi energiya taqchilligi va uzilishlar davom etishiga sabab bo'lishi mumkin. Bu esa, o'z navbatida, mahsulotlar va xizmatlar tannarxini oshiradi hamda ishlab chiqarishdagi

yo'qotishlar hisobiga taklifning qisqarishiga ta'sir ko'rsatadi. Ushbu xatarning yuzaga kelishi inflyatsiyani oshirishi bilan birga pul-kredit siyosati instrumentlari ta'sirchanligini pasaytirishi mumkin.

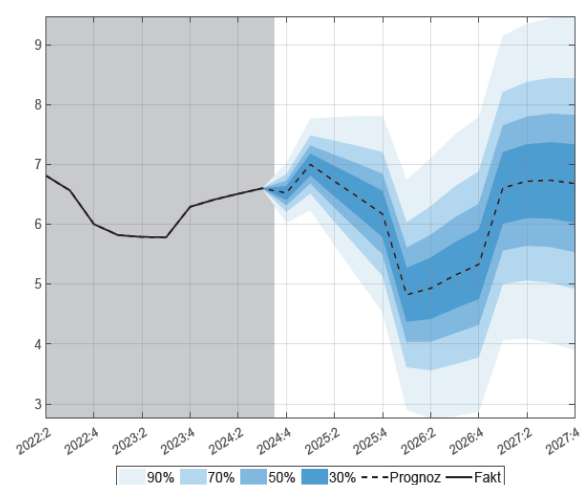
Shu sababli yuqorida qayd etilgan xatarlarning inflyatsiyaga oshiruvchi ta'sirlari ehtimoliy shok ko'rinishida miqdoriy baholanib, Choraklik prognozlash modelida hisobga olindi. Yuqorida keltirilgan xatarlar va noaniqliklarni inobatga olgan holda amalga oshirilgan prognozlarga ko'ra, umumiy inflyatsiyaning 2025-yilda 8-9 foiz, 2026-yilda 6-7 foiz atrofida shakllanishi va 5 foizlik targetga 2027-yil yakunida yetishi kutilmoqda (1-rasm). Bunda targetga yetish ehtimoli pul-kredit siyosatida ko'riladigan choralarning qat'iylik darajasi va ta'sirchanligiga bog'liq bo'ladi.

Inflyatsiya komponentlari tarkibida tartibga solinadigan narxlar o'zgarishi asosiy ssenariy bilan bir xil darajada, meva-sabzavotlar va bazaviy inflyatsiya ko'rsatkichlari esa keltirilgan xatarlar hisobiga yuqoriroq shakllanadi.

1-rasm. Inflyatsiya prognozi



2-rasm. Iqtisodiy o'sish prognozi



Manba: Markaziy bank prognozlari.

Xatarli ssenariy shartlari yuzaga chiqqan vaziyatda Markaziy bank pul-kredit siyosatini qat'iylashtirish, shu jumladan, asosiy stavkani oshirish choralari ko'radi va 2025-2026-yillar davomida qat'iy sharoitlarni saqlab qoladi. Bunda inflyatsiyaning nomonetar omillarini bartaraf etish bo'yicha hukumat bilan birgalikda choralar ko'rish muhim hisoblanadi.

Yuqori fiskal taqchilik hisobiga real YAIM o'sishi 2025-yilda 6-6,5 foiz doirasida bo'lishi hamda inflyatsiyani pasaytirishga qaratilgan choralar ta'sirida 2026-yilda iqtisodiy o'sish 5-5,5 foizgacha pasayishi prognoz qilinmoqda (2-rasm).

Umuman olganda, xatarli ssenariy ehtimoli past bo'lsa-da, saqlanib qolmoqda va inflyatsiyaning shakllanishi ushbu xatarlardan bir yoki bir nechtasining qay darajada yuzaga kelishiga bog'liq bo'ladi. Har qanday sharoitda ham Markaziy bank pul-kredit siyosatini yetarlicha qat'iylashtirish orqali inflyatsion bosimlar ta'sirini kamaytirish va ularning spiral xarakter kasb etishining oldini olish choralari ko'rib boradi. Xatarli ssenariy vaziyatida ham asosiy e'tibor va barcha chora-tadbirlar inflyatsiyani imkon qadar tezroq target darajasigacha pasaytirishga qaratiladi.

Almashuv kursi o'zgarishining iqtisodiy rivojlanishga ta'siri: DSGE modeli asosida

Ayrim rivojlanayotgan mamlakatlarda iqtisodiy o'sishni rag'batlantirish vositasi sifatida almashuv kursidan foydalanish, ya'ni milliy valyutani qadrsizlantirib borish orqali tashqi talabni qo'llab-quvvatlashga qaratilgan qarashlar mavjud. Ushbu vositaning samarasi borasida ilmiy adabiyotlarda bir qator empirik iqtisodiy tadqiqotlar amalga oshirilgan.

Mazkur yondashuvning asosiy g'oyasi sifatida milliy valyutani qadrsizlantirish hisobiga xalqaro savdoda narx jihatdan raqobatbardoshlik va eksportni oshirish orqali tashqi savdoga asoslangan iqtisodiy o'sish tushuniladi. Ba'zi tadqiqotlarda rivojlanayotgan mamlakatlar uchun ushbu chora amaliy vosita sifatida ilgari surilgan bo'lsa-da, so'nggi tadqiqotlarda uning samarasi cheklangan va qisqa muddatli xarakterga egaligi, uzoq muddatli istiqbolda esa qadrsizlantirilgan milliy valyuta makroiqtisodiy barqarorlikni izdan chiqarishi kabi jiddiy oqibatlariga olib kelishi mumkinligi qayd etilgan.

Iqtisodiy o'sish vositasi sifatida qadrsizlantirilgan almashuv kursi eksportga asoslangan o'sish strategiyasiga tayanadi. Bunday siyosat tarafdorlari mamlakat tovarlarini xalqaro bozorda arzonlashtirish orqali qadrsizlantirilgan almashuv kursi eksport hajmini oshirishi va iqtisodiy o'sishga olib kelishi mumkinligini ta'kidlaydi. Dani Rodrik (2008)⁹ga ko'ra, ushbu yondashuv davlat institutlari faoliyati samarasiz va ishlab chiqarishdagi texnologik unumdorlik past darajada bo'lgan mamlakatlarda jozibador chora sifatida ko'riladi.

Judith A. Giles va Cara L. Williams (2000)¹⁰ tadqiqotlarida qo'llanilgan metodologiyalar, tanlanmadagi mamlakatlar va davrlarning o'zgaruvchanligi sababli milliy valyutaning qadrsizlanishi va iqtisodiy o'sish o'rtasidagi ijobiy bog'liqlik bo'yicha aniq bir xulosaga kelish mushkulligini ta'kidlaydilar. Bundan tashqari, ba'zi zarur o'zgaruvchilarni hisobga olmaslik empirik tahlil xulosasini yanada murakkablashtiradi. Bu esa milliy valyuta qadrsizlanishi va iqtisodiy o'sish o'rtasidagi aniq sabab-oqibat munosabatlarini o'rnatishni qiyinlashtiradi.

Qisqa muddatli samarasiga qaramay almashuv kursini muttasil qadrsizlantirib borish iqtisodiyotda xatarli oqibatlarni yuzaga keltirishi mumkin.

Aaditya Mattoo va Arvind Subramanian (2008)¹¹ga ko'ra, milliy valyutani qadrsizlantirib borilishi eksportni subsidiyalash va importga tarif o'rnatishga qiyoslanadi. Natijada savdo hamkorlar ham javob tariqasida o'z tashqi savdo siyosatini o'zgartiradi. Buning oqibatida, narx borasida erishilgan qisqa muddatli ustunlik yo'qoladi (Freund va

⁹ Rodrik, D., 2008. The real exchange rate and economic growth: theory and evidence. Brookings Pap. Econ. Act. 365–412.

¹⁰ Giles, Judith A., and Cara L. Williams. 2000. "Export-led Growth: A Survey of the Empirical Literature and Some Non-Causality Results, Part 1." *Journal of International Trade and Economic Development*, 9(3): 261-337.

¹¹ Mattoo, Aaditya, and Arvind Subramanian. 2008. "Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization." Peterson Institute for International Economics Working Paper 08-2.

Piyerola, 2008)¹². O'z navbatida, mazkur ikki tomonlama harakatlar tashqi savdo hajmi va samarasiga salbiy ta'sir etmay qolmaydi. Bu esa o'rta va uzoq muddatda savdo muhitiga zarar yetkazishi mumkin (Genri, 2008)¹³. Ushbu siyosat savdo nizolariga olib kelishi, xalqaro munosabatlarga zarar yetkazishi va tariflar yoki boshqa savdo to'siqlariga sabab bo'lishi mumkin. Vaqt o'tishi bilan bu mojarolar global savdo tizimini beqarorlashtirishi va eksportga asoslangan o'sish strategiyasining umumiy samarasini yo'qqa chiqarishi mumkin.

Bundan tashqari, milliy valyutaning qadrsizlantirilishi ichki iqtisodiyotda inflyatsion bosim yaratadi. Qadrsizlantirilgan almashuv kursi natijasida yuzaga kelgan inflyatsion bosim nafaqat import, balki tarkibidagi xorijiy xomashyo, asbob-uskuna va boshqa omillar orqali mahalliy mahsulotlar narxiga ham ko'chadi. Yuqori inflyatsiya real daromadlarni va, o'z navbatida, iste'molchilarning xarid qobiliyatini pasaytiradi. Natijada, uzoq muddatli investitsiyalar uchun mavjud resurslar cheklanadi. Bu ta'sir iqtisodiyotni beqarorlashtirishi va uzoq muddatli o'sish potensialini pasayishiga olib kelishi mumkin.

Qayd etish lozimki, real almashuv kursi tartibga solish imkoniyati ostida bo'lmagan turli fundamental omillar ta'sirida shakllanadi. Natijada, almashuv kursining ma'lum darajada qadrsizlantirib borilishiga urinishlar vaqt o'tishi bilan qiyinlashib boradi va kutilmagan oqibatlarga olib kelishi mumkin (Rodrik, 2006).

Shuningdek, Rafael va Ribeyro (2020)¹⁴ daromad taqsimoti va texnologik imkoniyatlar kabi omillar hisobga olinganda almashuv kursi qadrsizlanishining iqtisodiy o'sishga bevosita ta'siri statistik jihatdan ahamiyatsiz ekanligini ta'kidlaydi. Marsel Shryoder (2013)¹⁵ tadqiqotidagi empirik dalillar ham valyutaning qadrsizlanishi ishonchli va uzoq muddatli rivojlanish siyosati emasligini tasdiqlaydi.

Almashuv kursi devalvatsiyasi shokining iqtisodiy ko'rsatkichlarga ta'siri

Ushbu tahlilda O'zbekiston iqtisodiyoti uchun ishlab chiqilgan DSGE modeli yordamida milliy valyutani bir marta 10 foizga qadrsizlantirish va shok ta'sirini besh yil davomida saqlab turish simulyatsiya qilindi va impuls ta'sir funksiyalari orqali turli makroiqtisodiy o'zgaruvchilar vaqt o'tishi bilan ushbu shok ta'sirida dastlabki holatiga nisbatan qanday o'zgarishi o'rganildi.

Inflyatsiya. Almashuv kursi devalvatsiyasi import inflyatsiyasi orqali umumiy inflyatsiyaga bevosita va bilvosita oshiruvchi ta'sir ko'rsatadi. Bunda bevosita ta'sir iste'mol savatidagi import mahsulotlari va xizmatlar narxlari orqali namoyon bo'ladi va ushbu ta'sir ko'lami import mahsulotlari ulushiga mos ravishda shakllanadi. Bilvosita ta'siri esa mahalliy mahsulot va xizmatlarni ishlab chiqarish bilan bog'liq import xomashyolari va asbob-uskunalar narxlari orqali vujudga keladi. Bunda, milliy valyuta qadrsizlanishining inflyatsiyaga bilvosita ta'sir doirasi import o'rnini bosuvchi muqobil mahalliy ishlab

¹² Freund, Caroline, and Martga D. Pierola. 2008. "Export Surges: The Power of a Competitive Currency." World Bank Policy Research Working Paper 4750.

¹³ Henry, Peter B. 2008. "Comments on Dani Rodrik: The Real Exchange Rate and Economic Growth." Brookings Papers on Economic Activity 2.

¹⁴ Rafael S.M. Ribeiro 2020. "Does real exchange rate undervaluation really promote economic growth?" Structural Change and Economic Dynamics 52 (2020) 408–417.

¹⁵ Marcel Schröde. 2013. "Should developing countries undervalue their currencies?" Journal of Development Economics 105 (2013) 140–151.

chiqarish omillari mavjudligi darajasiga bog'liq ravishda shakllanadi. Shu bilan birga milliy valyutani doimiy qadrsizlantirib borish yuqori inflyatsion kutilmalarga sabab bo'ladi va bu, o'z navbatida, uzoq muddat davomida yuqori inflyatsion bosim shakllanishiga olib keladi.

Asosiy stavka. Devalvatsiya natijasida yuzaga kelgan yuqori inflyatsion bosimga javob tariqasida Markaziy bank asosiy stavkani oshirish orqali iqtisodiyotda moliyaviy sharoitlarni qat'iyashtiradi, bu o'z navbatida yalpi talab qisqarishi va iqtisodiy faollik pasayishiga olib keladi.

Real almashuv kursi va eksport. Real almashuv kursi dastlab nominal almashuv kursi hisobiga qadrsizlanadi. Milliy valyuta devalvatsiyasi evaziga jami eksport o'sishining jadallashuvi fonida eksportning raqobatbardoshligi yaxshilangandek aks etadi va iqtisodiyotni vaqtincha ma'lum bir darajada faollashtiradi. Lekin devalvatsiya ta'siri boshqa narxlarga o'tishi orqali umumiy inflyatsiyani oshirishi bilan real almashuv kursi dastlabki holatiga qaytadi va tashqi bozorda narx borasidagi erishilgan sun'iy ustunlik ta'siri tugaydi.

Import. Yuqori import narxlariga qaramay, umumiy importning YAIMga nisbati oshadi. Bu bir tomondan, import o'rnini bosuvchi muqobil mahalliy xomashyo va texnologiyalar yetishmasligi hamda iste'mol mahsulotlariga talabning elastiklik darajasi pastligi import xarajatlariga oshiruvchi bosim yaratadi. Ikkinchi tomondan, qo'shimcha eksport tovarlarini ishlab chiqarish uchun yanada ko'proq import xomashyo talab etilishi hisobiga import xarajatlari yalpi ichki mahsulotga nisbatan tezroq o'sadi.

Savdo balansi. Savdo balansining yalpi ichki mahsulotga nisbati ko'rsatkichi dastlab pasayishi va keyinchalik o'sishi odatiy tuzatish davrini aks ettiradi. Dastlabki yuqori import xarajatlari va eksport oshishida mumkin bo'lgan kechikishlar savdo balansini yomonlashtirishi mumkin.

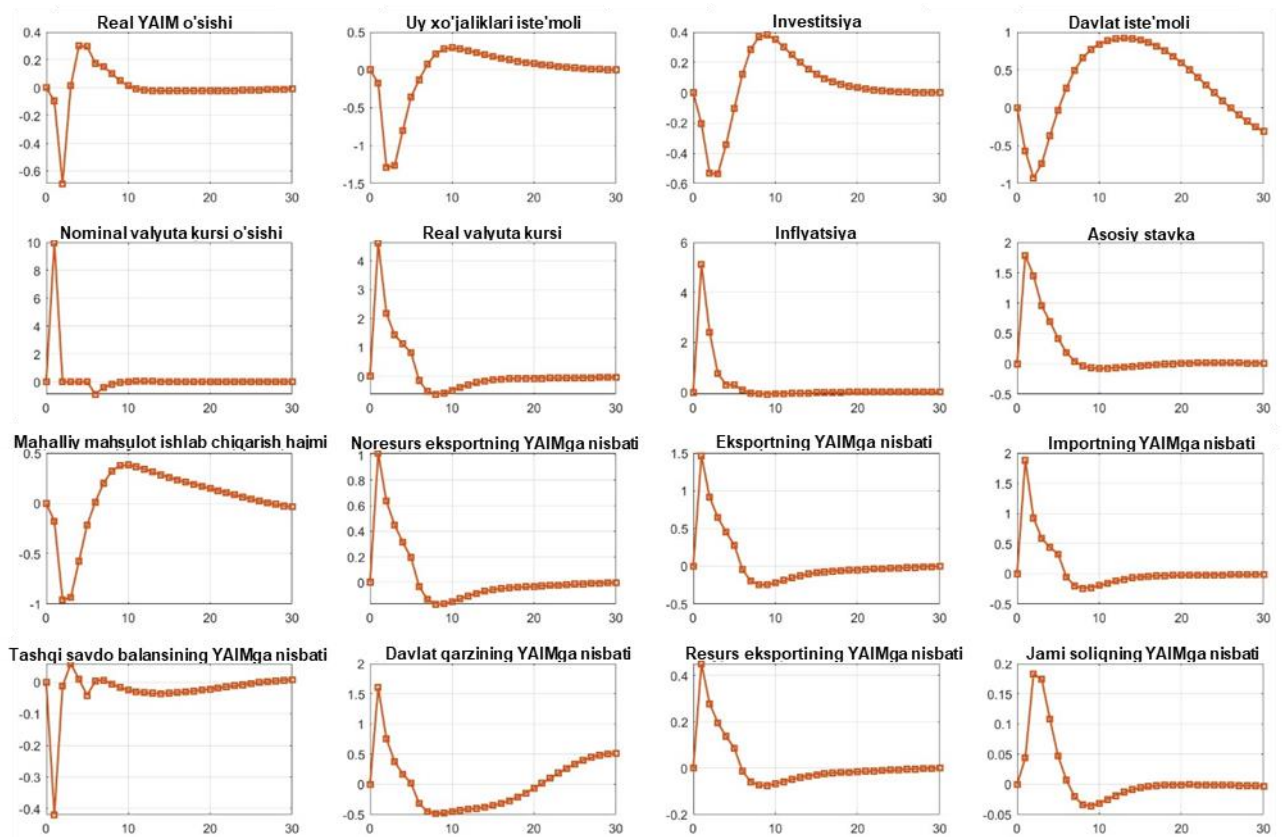
Vaqt o'tishi bilan eksport hajmining o'sishi va import xarajatlarining barqarorlashishi natijasida savdo balansi YAIMga nisbatan yaxshilanadi. Bunda vaqt o'tishi bilan savdo balansi shok yuz berishidan oldingi holatiga qaytadi.

Uy xo'jaligi iste'moli. Yuqori inflyatsiya aholining real daromadini qisqartirib, xarid qobiliyatini pasaytirsa, asosiy stavka oshishi natijasida qarz olish qimmatlashishi iste'mol hajmining qisqarishiga olib keladi. Uzoq muddatda inflyatsiya va foiz stavkalari barqarorlashishi sharti bilan uy xo'jaliklarining iste'moli ham tiklana boshlaydi.

Investitsiya. Yuqori inflyatsiya natijasida kelib chiqadigan noaniqlik va yuqori qarz xarajatlari hisobiga investitsiyalar qisqaradi. Moliyalashtirish manbalari qimmatlashishi fonida firmalarning yangi loyihalarga sarmoya kiritishi kamayadi. Yuqori tebranuvchan almashuv kursi ta'sirida tashqi investitsiya oqimi ham kamayib boradi. Bu holat inflyatsiya nazorat ostiga olinib, pul-kredit sharoitlari yumshashi natijasida iqtisodiy barqarorlik yaxshilanguncha davom etadi.

Mahalliy mahsulotlar ishlab chiqarish hajmi. Mahalliy ishlab chiqaruvchilar devalvatsiya tufayli import qilinadigan xomashyo va asbob-uskunalar uchun yuqori xarajatlarga duch kelishadi va mos ravishda mahalliy ishlab chiqarish qisqarishi kuzatiladi. Bu orqali firmalar yuqori ishlab chiqarishning xarajatlari va ta'minot zanjiridagi ehtimoliy uzilishlarga moslashadi.

1-rasm. Devalvatsiya shokining iqtisodiyotga ta'siri



Manba: Model natijalari.

Real YAIMning o'sishi. Iste'mol, investitsiyalar va savdo balansi hajmining qisqarishi real YAIM o'sishining sekinlashishiga olib keladi. Dastlab, ichki talabning pasayishi iqtisodiy faollikka katta ta'sir qiladi. Qadrsizlantirilgan milliy valyuta sababli tashqi talab ichki sharoitning qisqarishi hisobiga vaqtincha oshib borishiga qaramasdan uzoq muddatda dastlabki holatiga qaytadi.

Umumiy soliqlar. Eksport tushumi oshishi bilan eksportchilar milliy valyutada yuqori daromad ko'radilar va mos ravishda ulardan olinadigan soliq tushumlari va import oshishi evaziga importdan soliqlar tushumi ham oshadi. Shu bilan birga, inflyatsiya oshishi bilan uy xo'jaliklarining real daromadlari va iste'moli qisqarishi natijasida real hisobda boshqa soliqlar kamayadi. YAIMga nisbatan jami soliq tushumlarining o'sishi agar uy xo'jaliklari iste'moli kamayganiga qaramay, soliq bazasi mustahkam bo'lib qolsa, tovarlar eksportyorlaridan soliq tushumlari va tashqi savdo oshishi natijasida yuzaga keladi.

Davlat iste'moli. Inflyatsiyaning oshishi va davlat real daromadlarining qisqarishi natijasida davlat iste'molining pasayishi fiskal tuzatishlarni talab qiladi. Milliy valyuta devalvatsiyasi va asosiy stavka oshishi natijasida mavjud tashqi va ichki qarzlarga xizmat ko'rsatish xarajatlari oshadi. Natijada, soliq to'lovlari hisobiga shakllangan qo'shimcha resurslarning asosiy qismi qarz to'loviga yo'naltiriladi. Bu esa, o'z navbatida, davlat iste'moli kamayishiga sabab bo'ladi.

Davlat tashqi qarzi. YAIMning xorijiy valyutadagi qiymati devalvatsiya hisobiga kamayadi va bu davlat tashqi qarzining YAIMga nisbati oshishiga asosiy sabablardan biri hisoblanadi. Tashqi qarzning YAIMga nisbati oshishi esa mamlakatga nisbatan xatar

mukofotini oshirishi natijasida yangi olinadigan qarzlarni uchun foiz stavkasiga oshiruvchi bosim yaratadi.

Qadrsizlantirilgan almashuv kursi eksportni yanada raqobatbardosh qilish orqali iqtisodiy o'sishga vaqtinchalik turtki berishi mumkin bo'lsa-da, uning ijobiy ta'siri qisqa muddatli hisoblanib, cheklangan xususiyat va jiddiy kamchiliklarga ega.

Milliy valyuta qadrsizlanishidan olingan dastlabki manfaat kelgusi davrda inflyatsiyaning ortishi, unga javoban pul-kredit sharoitlarining qat'iyashtirilishi ta'sirida iqtisodiy o'sishning pasayishi, investitsiyalarning qisqarishi, import xarajatlari va davlat qarzining yuqori o'sishi kabi oqibatlar ta'sirida yo'qqa chiqadi. Uzoq muddatli kumulyativ makroiqtisodiy ta'siri esa salbiy bo'ladi va bir qator nomutanosibliklarni yuzaga keltiradi.

Bundan tashqari, real almashuv kursining endogen tabiati va empirik dalillar shuni ko'rsatadiki, iqtisodiy rivojlanishning asosiy vositasi sifatida valyuta qadrsizlanishiga tayanish xatarli yondashuv hisoblanadi. Uzoq muddatli barqaror iqtisodiy farovonlikka erishishda institutsional faoliyat samaradorligi va innovatsiyalarni rag'batlantirishga qaratilgan tarkibiy islohotlar muhim ahamiyat kasb etadi.

Fiskal siyosat ustunligining makroiqtisodiy oqibatlari

Davomiy yuqori fiskal taqchillik markaziy banklardan qiyin tanlovlarni amalga oshirishni talab qiladi. Masalan, yuqori fiskal taqchillik sababli yuzaga kelgan inflyatsion bosimni pasaytirish uchun asosiy stavkaning oshirilishi davlat qarzi va foiz stavkalarining ko'tarilishi orqali qarzga xizmat ko'rsatish xarajatlari va investitsiyaning qimmatlashishiga olib keladi. Bu esa byudjet balansiga bo'lgan bosimning o'sishiga va iqtisodiy faollikning pasayishiga sabab bo'lishi mumkin. Shu nuqtayi nazardan, fiskal siyosat ustunligining makroiqtisodiy oqibatlarini anglash juda muhim hisoblanadi.

Fiskal siyosat ustunligi (FSU) tushunchasi xususida turli qarashlar mavjud bo'lib, ma'lum bir konsensusga kelinmagan. Ba'zi adabiyotlarda FSU markaziy bankning qonunlarda belgilangan chegaralardan tashqari hukumatni moliyalashtirishi deb tushunilsa¹⁶, boshqalarida FSU inflyatsiyani nazorat qilishga qaratilgan pul-kredit siyosatining samarali amalga oshirilishiga to'sqinlik qiladigan chora-tadbirlar majmuasi sifatida ta'riflanadi¹⁷. Pul-kredit siyosatining samarali amalga oshirilishiga to'sqinlik qilinishi deganda markaziy bank narxlar barqarorligiga erishish uchun nafaqat pul-kredit siyosati instrumentlaridan erkin foydalana olish qobiliyatining cheklanishi, balki, fiskal siyosatning ta'siriga doimiy ravishda qarshi turishga majbur bo'lishi ham tushuniladi.

Umuman olganda, fiskal siyosat ustunligi har qanday fiskal siyosat harakatlarining pul-kredit siyosati bilan qo'llab-quvvatlanishini anglatadi.

Xalqaro tajribada FSUning makroiqtisodiy oqibatlari bo'yicha bir qator tadqiqotlar amalga oshirilgan bo'lib, ular metodologik jihatlari, makroiqtisodiy ko'rsatkichlar to'plamlari va qamrab olingan davlatlar xususiyatidan kelib chiqib bir-biridan farqlanadi. Shunday bo'lsa-da, aksariyat tadqiqotlarda FSUning makroiqtisodiy oqibatlari bo'yicha bir-biriga yaqin xulosalarga kelingan. Xususan, FSU sharoitida asosiy iqtisodiy ko'rsatkichlarning o'zaro ta'sirchanligi pul-kredit siyosati ustunligi¹⁸ (PSU) sharoitida kuzatiladigan darajadan yuqoriroqligi ta'kidlanadi. Ya'ni pul-kredit siyosati ustunlikka ega bo'lgan iqtisodiyotlar ichki va tashqi shoklarga nisbatan ko'proq himoyalangan va barqaror bo'ladi.

Misol uchun, Rayan Banerdji va boshqalar¹⁹ (2023) rivojlangan iqtisodiyotlar misolida inflyatsiya bilan bog'liq risklarni fiskal va pul-kredit siyosatining turli rejimlari misolida o'rganib, FSU sharoitida inflyatsiyaning YAIM o'sishiga nisbatan ta'sirchanligi PSU sharoitidagiga nisbatan uch baravar yuqoriligi to'g'risida xulosa qilgan. Shuningdek, inflyatsiya va yuqori byudjet defitsiti o'rtasidagi bog'liqlik FSU holatida sezilarli darajada balandroq bo'lishi aniqlangan. Tadqiqotda ushbu holatda markaziy bank mustaqilligi

¹⁶ Hooley, J. et al.. 2021. "Fiscal Dominance in Sub-Saharan Africa Revisited." IMF Working Paper, January: 5.

¹⁷ Mercedes Da Costa and Víctor Olivo. 2008. "Constraints on the Design and Implementation of Monetary Policy in Oil Economies: The Case of Venezuela." IMF Working Paper, June: 4-5.

¹⁸ Pul-kredit siyosati ustunligi deganda "pul-kredit siyosatini amalga oshiruvchi tashkilot o'z harakatlarini birinchi amalga oshirishi hamda maqsadlariga erishish uchun instrumuyentlaridan erkin foydalana olishi" tushuniladi. Bunda, fiskal siyosat kelgusida kutilayotgan defitsit yoki profitsitni to'lov qobiliyatini hisobga olgan holda belgilaydi.

¹⁹ Banerjee, R. et al.. 2023. "Fiscal deficits and inflation risks: the role of fiscal and monetary regimes." BIS Working Papers, July: 15-19.

ahamiyati juda muhimligi ta'kidlanib, markaziy bank mustaqil bo'lgan sharoitda byudjet defitsiti samarali choralar hisobiga yuqori inflyatsiyaga olib kelmasligi aniqlangan.

Umuman olganda, iqtisodiy siyosat choralarning inflyatsion oqibatlarini FSU rejimida, ya'ni hukumat qarzi va defitsit darajasini barqaror ushlab turishga, pul-kredit siyosati esa inflyatsiyani nazorat qilishga yetarli e'tibor qaratmagan sharoitda kuchliroq kuzatiladi.

Yuqorida ta'kidlab o'tilganidek, FSU sharoitida markaziy bankning pul-kredit siyosati instrumentlaridan erkin foydalana olish qobiliyati cheklanadi. Bu, asosan, iqtisodiyotda davlat qarzi va byudjet taqchilligi yuqoriligi yoki doimiy o'sib borishi sharoitida kuzatiladi. Misol uchun, asosiy stavkaning oshirilishi foiz stavkalarining ko'tarilishi orqali bank kreditlari va iste'molning qisqarishiga, natijada, iqtisodiyotda inflyatsion bosimning pasayishiga olib keladi.

Shu bilan birga, yuqori stavkalar qarzga xizmat ko'rsatish xarajatlarining oshishiga va, natijada, byudjet defitsitining yanada kengayishiga sabab bo'lishi mumkin. Agar inflyatsiyaning kelib chiqish sababi byudjet defitsiti bilan bog'liq bo'lsa va pul-kredit siyosati FSU bilan cheklansa, markaziy bank foiz stavkalarini sun'iy ravishda ushlab turishga majbur bo'ladi. Bu esa inflyatsiya spiralini yanada kuchayishiga olib keladi.

Byudjet defitsiti va inflyatsiya o'rtasida ijobiy bog'liqlik mavjudligidan kelib chiqilsa, Sardjentning²⁰ (2013) "yuqori, o'zgaruvchan va doimiy inflyatsiya har doim va har joyda markaziy bank monetar sherik bo'lgan fiskal hodisadir" degan fikrining ahamiyati yanada oshadi. Shu sababli, fiskal siyosat ustunligi iqtisodiy barqarorlikka jiddiy tahdid hisoblanib, fiskal va pul-kredit organlari o'rtasida o'zaro muvofiqlashgan siyosat yuritishni talab qiladi.

Ba'zi tadqiqotlarda FSU milliy valyutaning qadrsizlanishiga olib kelishi ham qayd etilgan¹⁸. Xususan, Afrika davlatlari misolida hukumatga ajratilgan markaziy bank kreditlarining YAIMga nisbatan bir foiz bandga yoki o'rtacha byudjet daromadlariga nisbatan besh foiz bandga oshishi valyuta kursining bir foizga qadrsizlanishiga olib keladi.

Shuningdek, uzoq muddatli qarzlarni hisobidan moliyalashtiriladigan xarajatlardagi ijobiy shoklar FSU sharoitida YAIM o'sishiga kuchliroq ta'sir qilishi, vaqt o'tishi bilan esa inflyatsiya va foiz stavkalarining ko'tarilishiga sabab bo'lishi ta'kidlanadi²¹. Chunki FSU rejimida foiz stavkalarining inflyatsiya ko'tarilishiga nisbatan reaksiyasi biroz kechroq va kuchsizroq kuzatiladi²². Bu esa xarajatlarni shokining YAIMga kuchliroq ta'sir qilishiga va davlat qarzining YAIMga nisbati pastroq shakllanishiga zamin yaratadi. Shunday bo'lsa-da, ushbu holatlar vaqt o'tishi bilan markaziy bankka bo'lgan ishonchni pasaytirib, kelgusida inflyatsion kutilmalarning o'sishi bo'yicha risklarning ortishiga olib kelishi mumkin.

O'zbekiston sharoitida Markaziy bankning davlat byudjetini moliyalashtirishi qonunchilik bilan taqiqlangan. Biroq so'nggi yillarda kuzatilayotgan yuqori fiskal taqchillik inflyatsiyaga va tashqi savdo balansiga salbiy ta'sir ko'rsatmoqda. Uzoq muddatli makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlash vazifasi intizomli byudjet-soliq siyosati yuritishni va fiskal taqchillikni sezilarli pasaytirishni taqozo etadi.

²⁰ Sargent, T. J.. 2013. Rational Expectations and Inflation. New Jersey: Princeton University Press.

²¹ Bonam, D. et al.. 2024. "Challenges for monetary and fiscal policy interactions in the post-pandemic era." ECB Occasional Paper Series, February: 38-39.

²² Bu asosan FSU sababli markaziy bank harakatlarining cheklanganligi bilan bog'liq.

III. PUL-KREDIT SIYOSATI SAMARADORLIGINI OSHIRISHNING USTUVOR YO'NALISHLARI

3.1. Pul-kredit siyosati instrumentlarini takomillashtirish istiqbollari

O'rta muddatli istiqbolda ham Markaziy bank pul-kredit siyosatini inflyatsion targetlash rejimiga o'tkazish bo'yicha ishlarni faol davom ettirib, pul-kredit siyosati instrumentlarini takomillashtirish hamda operatsion mexanizmni ilg'or xorij tajribasiga muvofiqlashtirish bo'yicha choralarni ko'rib boradi. Bunda asosiy e'tibor pul-kredit siyosati transmission mexanizmi, shu jumladan, **foiz kanali ta'sirchanligini oshirishga** qaratiladi. Amalga oshiriladigan chora-tadbirlar bir nechta muhim yo'nalishlarni o'z ichiga oladi.

Likvidlikni jalb etish bo'yicha asosiy operatsiyalarni sekyuritizatsiya qilish. Bank tizimi likvidligining profitsit holatida Markaziy bank mazkur qo'shimcha likvidlikni samarali jalb etish (*sterilizatsiya qilish*) orqali pul bozori foiz stavkalarini boshqaradi. Bunda **1 haftalik depozit auksionlari** likvidlikni jalb etishning asosiy instrumenti hisoblanadi. Ushbu instrument ta'sirchanligini oshirish maqsadida 2022-yilda **“to'liq qoplanadigan o'zgarmas foiz stavkali”** mexanizmga o'tkazilgan edi. Markaziy bank depozit auksionlari orqali bank tizimidagi ortiqcha likvidlikni qisqa muddatga sterilizatsiya qiladi va mazkur muddatli depozitlar uchun shakllangan pul bozori stavkalarini asosiy stavka darajasida shakllanishiga zamin yaratadi.

Biroq instrumentning **garov bilan ta'minlanmaganligi** unga bo'lgan talabning past shakllanishiga sabab bo'lmoqda. Tijorat banklari o'zlarida mavjud ortiqcha likvidlikni, asosan, **Markaziy bank obligatsiyalari** va **overnayt depozit operatsiyalari** orqali boshqarib kelmoqda. Mazkur holat qo'shimcha likvidlikni joylashtirishda banklarning garov jalb etishga bo'lgan ehtiyoji bilan ifodalanadi.

Depozit auksionlariga bo'lgan talabni oshirish va uning likvidlikni jalb etishning asosiy instrumenti sifatida ishlashini ta'minlash maqsadida **sekyuritizatsiyalash** (*qarz qimmatli qog'ozi bilan ta'minlash*) rejalashtirilgan.

Bunda garov bilan ta'minlashning bir qator mexanizmlari mavjud bo'lib, xalqaro tajribadan kelib chiqib **1 yilgacha muddatli Markaziy bank obligatsiyalarini** muomalaga chiqargan holda (*tijorat banklari o'rtasida joylashtirmasdan*) Markaziy bank balansida saqlash va depozit auksionlarini **teskari REPO auksioni** ko'rinishida tashkil etish mo'ljallangan.

Mazkur mexanizmning joriy depozit auksionidan afzalligi 1 haftalik davr mobaynida tijorat bankiga likvidlik zarur bo'lganda **garovga olingan** Markaziy bank obligatsiyasini **so'tish** yoki **ikkilamchi REPO orqali** mablag' jalb etish imkoniyati bilan izohlanadi. Teskari REPO auksioni Markaziy bankning hozir o'tkazayotgan depozit operatsiyalari kabi bo'lib, to'liq qoplanadigan (*limitlarsiz*) o'zgarmas foiz stavkali auksion tarzida **asosiy stavka darajasida** amalga oshiriladi.

Depozit auksionlarining sekyuritizatsiya qilinishi pul-kredit operatsiyalari samaradorligining ortishi hisobiga pul-kredit siyosati transmissiyasining yaxshilanishiga, tarkibiy likvidlik profitsiti sharoitida tijorat banklari garov bazasining kengayishiga va banklararo pul bozorida ta'minlangan operatsiyalar ulushining ortishiga xizmat qiladi.

Markaziy bank obligatsiyalari emission faolligini oshirish. Yuqorida ta'kidlangan **depozit auksionlari sekyuritizatsiyasi** hamda joriy yil 1-sentyabrdan yo'lga qo'yilgan **davlat qimmatli qog'ozlari bo'yicha daromadlilik egri chizig'ining** haftalik shakllantirib borilishi Markaziy bank obligatsiyalarini **doimiy muomalaga chiqarishni** taqozo etadi.

Teskari REPO auksionlari uchun muomalaga chiqariladigan Markaziy bank obligatsiyalari ular bo'yicha **yuqori likvidlikni ta'minlash** hamda garov mulkidan **ikkilamchi foydalanish** imkoniyatini kengaytirish maqsadida **benchmark obligatsiyalar** ko'rinishida muomalaga chiqariladi. Bu, xususan, bir marotabada **katta hajmdagi** obligatsiyalarni muomalaga chiqarib, Markaziy bank balansida saqlab turishni va talabga muvofiq teskari REPO auksionlarini amalga oshirishni o'zida ifoda etadi.

Daromadlilik egri chizig'ining **qisqa muddatli segmentini** shakllantirish maqsadida Markaziy bank obligatsiyalarining muomalaga chiqarilishi esa **kam hajmli, turli muddatli** qimmatli qog'ozlarni **doimiy ravishda** emissiya qilib borishni nazarda tutadi.

Aksariyat xorijiy davlatlar amaliyotida ham daromadlilik egri chizig'ining qisqa muddatli segmenti Markaziy bank obligatsiyalari va uzoq muddatli segmenti hukumat obligatsiyalari daromadlilik hisobiga shakllanadi.

Kichik hajmli Markaziy bank obligatsiyalarining oldindan belgilangan grafik asosida doimiy muomalaga chiqarib borilishi unga bo'lgan yetarli talabning shakllanishiga xizmat qiladi. Natijada, ushbu emissiyalar bo'yicha **daromadlilikning yuqori chegarasiga o'rnatilgan limitlarni qo'llamaslik** va daromadlilikning to'liq bozor ishtirokchilari kutilmalari asosida shakllanishini ta'minlash imkoniyati yuzaga keladi.

Pul-kredit siyosati operatsiyalarini amalga oshirish qoidalari hamda pul va REPO bozorlari bo'yicha me'yoriy hujjatlarni takomillashtirish. Mazkur yo'nalishda Xalqaro valyuta jamg'armasi hamda Yevropa tiklanish va taraqqiyot bankining texnik ko'mak missiyalari va xorijiy ekspertlar ishtirokida me'yoriy hujjatlar **yuridik auditdan** o'tkaziladi hamda zaruriy o'zgartirishlar kiritiladi.

Banklararo pul va REPO bozorlarini tartibga solishga mo'ljallangan Nizomlar pul-kredit siyosatini inflyatsion targetlash rejimiga o'tkazishning faol fazasi boshlanishidan oldin qabul qilingan bo'lib, ushbu rejim standartlariga muvofiqlashtirish orqali bozorlar faolligini yanada oshirish, shu jumladan, bozor ishtirokchilari uchun yetarli qulayliklar yaratish nuqtayi nazaridan qayta ko'rib chiqilishi nazarda tutilmoqda.

Pul bozori amaliyotlari bo'yicha benchmark foiz stavkasini qayta ko'rib chiqish va hisoblash bazasini kengaytirish. Pul bozorining UZONIA benchmark foiz stavkasini hisoblash va e'lon qilish bo'yicha metodologiya 2022-yilning iyul oyida tasdiqlangan bo'lib, banklararo REPO bozori faol bo'lmaganligi sababli UZONIA faqatgina **ta'minlanmagan depozit operatsiyalari** asosida hisoblanmoqda.

Biroq 2023-yilning bahoridan boshlab banklar o'rtasida REPO operatsiyalari hajmining keskin oshishi kuzatilib, bugungi kunda REPO amaliyotlarining jami pul bozoridagi ulushi **qariyb 60 foizga** yetmoqda. Ushbu sharoitda pul bozori benchmark foiz stavkasini hisoblashda ta'minlangan operatsiyalarni ham hisobga olish zaruriyati yuzaga kelmoqda.

Bunda benchmark foiz stavkasining asosiy foydalanuvchisi tijorat banklari ekanligini inobatga olib, UZONIA ni hisoblash metodologiyasini takomillashtirish va hisoblash bazasiga REPO operatsiyalarini qo'shish masalasi Yevropa tiklanish va taraqqiyot banki mutaxassisleri ishtirokida yo'lga qo'yilgan **"Pul bozori ishchi guruhi"**ning choraklik yig'ilishlarida muhokama qilinishi ko'zda tutilgan.

Majburiy zaxiralash talablarini takomillashtirish. Bank tizimi majburiyatlarining dollarlashuvi darajasini pasaytirishga qaratilgan chora-tadbirlarni davom ettirish va tijorat banklari uchun majburiy zaxiralash me'yorini **xalqaro tajriba asosida** takomillashtirish maqsadida **2025-2030-yillarda** tijorat banklari majburiyatlarini majburiy zaxiralash talabi bilan qamrab olish darajasini bosqichma-bosqich oshirib borish, tijorat banklariga qo'shimcha yuklamani pasaytirish maqsadida xorijiy valyutadagi majburiyatlari bo'yicha majburiy zaxiralash talabini mos ravishda pasaytirish, xorijiy valyutadagi majburiyatlari bo'yicha majburiy zaxiralash talabini banklarning ixtiyoriga ko'ra milliy yoki xorijiy valyutada shakllantirish

imkoniyatini yaratish ko'zda tutilmoqda. *Majburiy zaxiralash instrumentining pul-kredit siyosatini amalga oshirishda qo'llanilishi bo'yicha batafsil tahliliy ma'lumot 9-ilovada keltirilgan.*

Bank tizimi likvidligini favqulodda qo'llab-quvvatlash. Markaziy bankning likvidlikni taqdim etish bo'yicha **so'nggi instansiya** funksiyasini bajarishining **me'yoriy-huquqiy asosini** yaratish maqsadida Xalqaro valyuta jamg'armasi ko'magida **“O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining tijorat banklari likvidligini favqulodda qo'llab-quvvatlash tartibi to'g'risida”gi Nizom** ishlab chiqiladi.

Mazkur Nizom asosida **vaqtinchalik likvidlik taqchilligi** yuzaga kelgan **to'lovga qobiliyatli va barqaror** tijorat banklari to'lovlar uzluksizligini ta'minlash maqsadida Markaziy bankdan aktivlar garovi asosida qisqa muddatli likvidlik jalb etish imkoniyatiga ega bo'ladi. **Moliyaviy barqarorlik instrumenti** hisoblansa-da, ushbu mexanizmning yo'lga qo'yilishi banklarning har qanday vaziyatda ham Markaziy bankdan likvidlik jalb etishga bo'lgan ishonchining ortishiga xizmat qiladi. Natijada, pul bozorida qisqa muddatli mablag'lar narxining shakllanishida **“likvidlik mukofoti”ning qisqarishiga va foiz stavkalarining pasayishiga** xizmat qiladi.

XVJdan jalb etilayotgan mazkur texnik ko'mak dasturining navbatdagi bosqichida **“Garov mexanizmi”ni** ham ishlab chiqish rejalashtirilgan bo'lib, bu nafaqat favqulodda likvidlik instrumenti, balki pul-kredit siyosati operatsiyalari uchun ham garov mulkini jalb etish va chegirmalarni qo'llash tartibini belgilab beradi.

Pul-kredit siyosati amalga oshirilishi bo'yicha kommunikatsiyani kengaytirish. Pul-kredit siyosati instrumentlari va operatsiyalarining davomiy takomillashtirib borilishi hamda banklararo pul bozorlarini rivojlantirish bo'yicha ko'rilayotgan choralarda ko'lamini bozor ishtirokchilari va keng jamoatchilikka o'z vaqtida va tushunarli tilda yetkazish davom ettiriladi. O'rta muddatli istiqbolda **kommunikatsiya shaffofligini oshirish** hamda e'lon qilinadigan **ma'lumotlar va statistik ko'rsatkichlar ko'lamini kengaytirish** maqsad qilingan.

Bunda bozorning asosiy ishtirokchilari sifatida tijorat banklari bilan doimiy muloqot kanallari yo'lga qo'yiladi va **seminar-treninglar** orqali amalga oshirilayotgan o'zgartirishlar bo'yicha batafsil ma'lumot berib boriladi. Asosiy maqsad pul-kredit operatsiyalarining maqsadi va vazifalarini bozor ishtirokchilariga yetkazish hamda ularning ushbu instrumentlardan faol foydalanishini ta'minlash orqali **pul-kredit siyosati transmissiyasi samaradorligini oshirish** hisoblanadi.

Pul-kredit siyosatida xatarlarni boshqarish yondashuvi

So'nggi yillarda global iqtisodiyotdagi noaniqliklarning kuchayishi (*global iqtisodiy shoklar, geosiyosiy ziddiyatlar, moliyaviy inqirozlar va texnologik taraqqiyot*) pul-kredit siyosati bo'yicha qarorlar qabul qilishda ma'lum qiyinchiliklarni yuzaga keltirmoqda.

Natijada, ayrim markaziy banklarda asosiy stavkalar bo'yicha qarorlar qabul qilishda eng yuqori ehtimollikka ega ssenariy (*odatda, bazaviy ssenariy*) bo'yicha emas, balki ixtiyoriy ssenariy sharoitida ham salbiy oqibatlarini minimallashtirishga²³ asoslangan xatarlarni boshqarish yondashuvi shakllanib bormoqda.

Markaziy bank maqsadlarining ta'minlanishiga ta'sir ko'rsatishi mumkin bo'lgan xatarlarni aniqlash, ularning ta'sir ko'lamini baholash va salbiy oqibatlarini kamaytirish choralarini ko'rish ushbu yondashuvning muhim va ajralmas qismi hisoblanadi.

Shu bilan birga, ehtimoliy xatar va noaniqliklarning noto'g'ri baholanishi va shu asosida qarorlar qabul qilinishi makroiqtisodiy barqarorlikni izdan chiqarishi mumkin. Xususan, aksariyat yetakchi davlatlar 2021-yilda yuzaga kelgan inflyatsion jarayonlarni qisqa muddatli xarakter kasb etishini ta'kidlab, foiz stavkalarini oshirishni kechiktirganliklari keyinchalik inflyatsiya darajasining uzoq vaqt davomida yuqori darajada saqlanib qolishiga va iqtisodiy rivojlanishdagi yo'qotishlar ko'lamining chuqurroq bo'lishiga olib keldi.

Xatarlarni aniqlashda ishonchli va o'z vaqtida olingan ma'lumotlar juda muhim va ularning yetishmovchiligi yoki makroiqtisodiy ko'rsatkichlar fundamental yo'nalishining buzilishi pul-kredit siyosati sohasidagi qarorlar to'g'riligiga va ta'sirchanligiga salbiy ta'sir ko'rsatib, keyinchalik iqtisodiy muvozanatning buzilishiga olib kelishi mumkin.

Xatarlarni baholashda turli ekonometrik modellar, makro stress-testlar va ssenariylarga asoslangan tahlillardan foydalaniladi. Ssenariyga asoslangan tahlillar turli omillarning o'zaro bog'liqligi va makroiqtisodiy barqarorlikka ehtimoliy ta'sirini tahlil qilish uchun bir nechta, bir xil ehtimollikka ega ssenariylarni shakllantirishni o'z ichiga oladi. Stress-test ham ssenariy tahlilining o'ziga xos shakli bo'lib, u orqali markaziy banklar ekstremal, ammo mumkin bo'lgan beqaror sharoitlarda moliyaviy tizimning bardoshligini baholaydi. Bu potensial zaifliklarni tushunishga va eng yomon ssenariylarga tayyorgarlik ko'rishga yordam beradi.

Xususan, **AQSH Federal zaxira tizimi, Yevropa Markaziy banki, Yangi Zelandiya va Kanada** markaziy banklari pul-kredit siyosati qarorlarini muvozanatlashtirish va iqtisodiy xatarlarni boshqarishda o'z modellarida yo'qotishlar funksiyasidan (*loss-function*) foydalanadi.

Ushbu funksiyalar markaziy banklarning maqsadlari, har bir mamlakatning o'ziga xos ustuvorliklari va iqtisodiy sharoitlariga qarab farq qilishi mumkin, ammo umumiy elementlari inflyatsiya, YAIM tafovuti va foiz stavkalarining o'zgarishi hisoblanadi ($L = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y^*)^2 + \mu(i_t - i_{t-1})^2$).

Yo'qotishlar funksiyasi turli xil iqtisodiy maqsadlar (*masalan, past inflyatsiya va iqtisodiy o'sish*) o'rtasidagi muvozanatning miqdoriy bahosini aniqlash va pul-kredit

²³ Ilmiy tadqiqotlarda ushbu vaziyat "qorong'u burchaklarni chetlab o'tish" ("avoid the dark corners") deb nomlanadi va asosiy maqsad yo'qotishlarni minimallashtirishdan iborat.

siyosati qarorlarini optimallashtirish uchun qo'llaniladi. Agar yo'qotishlar funksiyasi qiymati pasaysa, bu stavkaning tanlangan o'zgarishi (*qiymati*) iqtisodiyotni maqsadli darajalarga yaqinlashtirishini ko'rsatadi.

Armaniston Markaziy banki Makroiqtisodiy tahlil va prognozlash tizimining yangi avlodini (*FPAS Mark II*) joriy etish doirasida pul-kredit siyosati qarorlarini qabul qilishda bazaviy ssenariy tushunchasidan voz kechgan holda bir nechta teng ehtimollikka ega ssenariylardan foydalanish mexanizmini yo'lga qo'yimoqda.

Bunda inflyatsiyaning targetidan yuqoriroq shakllanishiga olib kelishi mumkin bo'lgan talab va taklif kesimidagi xatarlar bir ssenariy shartlariga kiritilsa, boshqa ssenariy inflyatsiyaning targetidan pasayib ketishiga olib kelishi mumkin bo'lgan xatarlarga asoslanadi. Yakunda, pul-kredit siyosati qarorlari ushbu ssenariylardan biriga asoslangan bo'lsa-da, boshqa ssenariylar ehtimollik darajasini yo'qotmaydi va jamoatchilikka keng targ'ib qilinadi.

Gruziya Milliy banki makroiqtisodiy rivojlanishning bazaviy ssenariysini ishlab chiqish bilan bir qatorda ushbu ssenariy prognozlariga bir nechta xatarlar va ular amalga oshgan taqdirda pul-kredit siyosatining yo'nalishi qanday o'zgarishini batafsil yoritib boradi. Bunda amalga oshish ehtimoli yoki inflyatsiyaga ta'sir ko'lami yuqoriroq bo'lgan xatar tanlab olinadi va ushbu xatar ta'sirida asosiy ssenariydagi vaziyatning o'zgarishi muqobil ssenariy tariqasida ishlab chiqiladi. Makroiqtisodiy rivojlanishning har ikkala ssenariy doirasida shakllanishi ehtimolligi teng deb qaraladi. Gruziya milliy banki xatarlarni boshqarish yondashuvi doirasida inflyatsion kutilmalarning o'sishiga nisbatan murosasizligini, ularning o'sishiga olib keladigan har qanday ssenariy shartlari amalga oshganda pul-kredit siyosatini qat'iyashtirish va zarurat bo'lganida qo'shimcha instrumentlarni qo'llash orqali kurashishini bildiradi.

Vengriya Milliy banki asosiy ssenariy prognozlarini va xatarlarga asoslangan bir nechta muqobil ssenariylarning ushbu prognozlarga (*asosan, inflyatsiya va iqtisodiy o'sishga*) ta'sirlarini e'lon qiladi. Bu yuzaga kelishi mumkin bo'lgan iqtisodiy o'zgarishlarni aniqroq baholash va pul-kredit siyosati bo'yicha har tomonlama o'ylangan qarorlar qabul qilish imkonini beradi.

Xatarlarni minimallashtirish. Xatarlar aniqlangan va baholangandan so'ng markaziy banklar ularni kamaytirish bo'yicha strategiyalarini ishlab chiqadi.

Bunda markaziy banklar tomonidan inflyatsiyani boshqarish uchun foiz stavkalari va boshqa pul-kredit siyosati instrumentlari qo'llanilsa, moliya sektoridagi tizimli xatarlarni bartaraf etish uchun kapital talablarini o'zgartirish yoki kontrsiklik buferlarni kiritish kabi makroprudensial choralar ko'rilishi mumkin.

Ushbu sharoitlarda markaziy bank qarorlari nafaqat xatarlar manbasiga, balki ularning ta'sir ko'lami va davomiyligiga ham asoslanishi kerak. Xususan, shoklarning kuchliroq va barqaror bo'lishi xavfi mavjud bo'lgan hollarda, inflyatsion jarayonlar talab yoki taklif omillariga bog'liq bo'lishidan qat'i nazar, inflyatsion kutilmalarni beqarorlashtirishi va natijada inflyatsiyani targetidan uzoq muddatga chetlashishiga olib kelishi mumkin.

Shu sababli xatarlarni samarali boshqarish markaziy banklardan hech qanday aralashuvlarsiz xolis tahlil asosida o'z vaqtida ta'sirchan choralar ko'rib borish uchun yuqori darajadagi mustaqillikni talab etadi.

Kommunikatsiya va shaffoflik. Markaziy banklar muntazam ravishda xatarlarni boshqarish mexanizmini va siyosat choralari keng jamoatchilikka ochiqlab borishi ushbu yondashuvning ajralmas qismi hisoblanadi. Bu bozor ishtirokchilari kutilmalarini boshqarish imkonini beradi va markaziy bankka bo'lgan ishonchni mustahkamlaydi.

Xatarlarni boshqarish yondashuvini tatbiq qilgan markaziy banklarga ko'ra, makroiqtisodiy rivojlanishning ehtimoliy istiqbollari ma'lum bir ssenariyga bog'lagan holda prognozlashtirish va bunda ehtimoliy xatolarni inobatga olmaslik, yuqori noaniqliklar davrida prognozlar xatolik darajasini oshirishi mumkin. Prognozlardagi takrorlanuvchi xatoliklarning ortib borishi esa markaziy banklarga bo'lgan ishonchni kamayishiga va olib borilayotgan siyosat samaradorligini pasayishiga sabab bo'ladi.

Aynan bir ssenariyga ustunlik bermaslik, ehtimolligi va inflyatsiyaga ta'siri yuqori bo'lgan barcha xatarlarni inobatga olib, ular yuzaga chiqishi kuzatilgan taqdirda yuz berishi mumkin bo'lgan salbiy oqibatlar hamda pul-kredit siyosatining ularga javob reaksiyasi qanday bo'lishi to'g'risida jamoatchilikni xabardor qilib borish maqsadga muvofiq hisoblanadi.

Qolaversa, aholining ehtimoliy xatarlardan xabardorligi markaziy banklarga har qanday ssenariy sharoitlariga qarorlarini moslashtirish imkoniyatini berishi bilan bir qatorda, olib borilayotgan pul-kredit siyosatiga bo'lgan ishonchni mustahkamlashga xizmat qiladi.

Bank tizimi umumiy likvidligi dinamikasi va prognozi

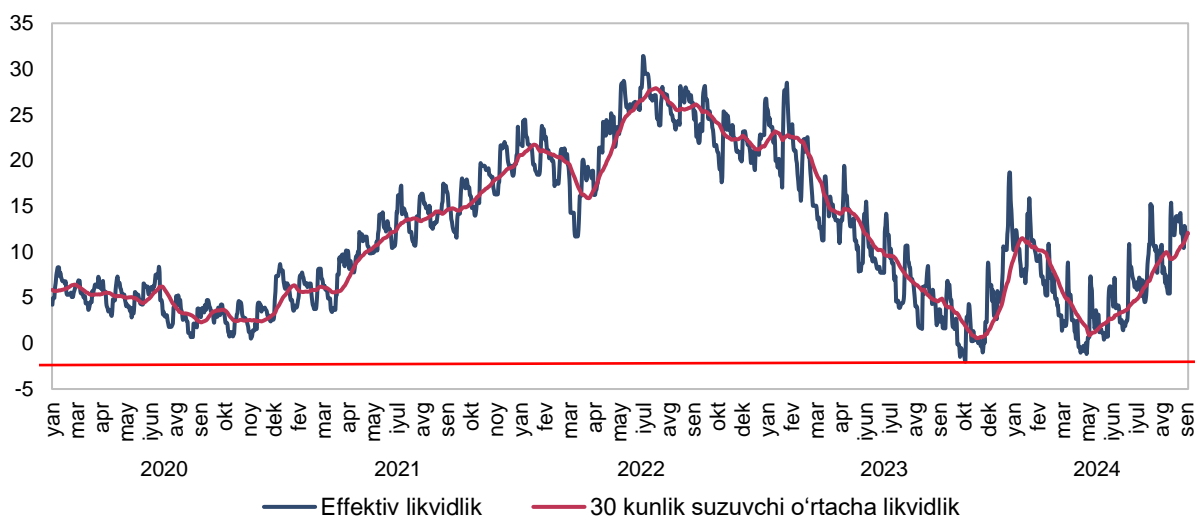
Inflyatsion targetlash rejimida pul-kredit siyosatining operatsion maqsadi pul bozorida qisqa muddatli foiz stavkalarini asosiy stavkaga yaqin darajada shakllanishini ta'minlash hisoblanadi. Ushbu maqsadga erishish uchun Markaziy bank tizimdagi likvidlikni samarali boshqarish amaliyotini yo'lga qo'yadi. Bunda majburiy zaxiralashning o'rtachalash talabi banklar tomonidan saqlab turilishi lozim bo'lgan me'yoriy likvidlikni belgilasa, pul-kredit operatsiyalari umumiy likvidlikning belgilangan me'yordan farqlanish holatlarini (*tafovutini*) boshqarish imkonini beradi.

Pul bozorida foiz stavkalarining operatsion maqsad doirasida shakllanishini ta'minlashda bank tizimi likvidligini qisqa va uzoq muddatli prognoz qilish, uni operatsiyalar orqali samarali boshqarish va foiz stavkalari bo'yicha to'g'ri signal berish muhim o'rin tutadi. Asosiy stavkaga yaqin shakllangan pul bozori foiz stavkalari keyinchalik qimmatli qog'ozlar, depozitlar va kreditlar narxiga o'tishi orqali pul-kredit siyosati transmissiyasini ta'minlaydi.

So'nggi yillarda bank tizimining sof likvidlik pozitsiyasi²⁴ profitsit sharoitida shakllanmoqda. Bunda ikki marotaba – 2023-yil noyabrda va 2024-yil aprelda neytral darajaga yaqinlashgan bo'lib, avtonom omillarning oshiruvchi ta'siri hisobiga ushbu jarayon qisqa muddatli ahamiyat kasb etgan (*1-rasm*).

Umumiy likvidlik shakllanishida Markaziy bankning qimmatbaho metallar xaridi, ushbu xaridni sterilizatsiya qilish maqsadida amalga oshiriladigan valyuta intervensiyalari va byudjet amaliyotlari asosiy omillardan hisoblanadi.

1-rasm. Bank tizimining sof likvidlik holati



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Tahlil davrida ichki valyuta bozorida taklifning nisbatan yuqori shakllanganligi hisobiga Markaziy bank tomonidan valyuta intervensiyalari orqali sterilizatsiya qilish

²⁴ Bank tizimi sof likvidligi holati – tijorat banklarining Markaziy bankdagi milliy valyutadagi vakillik hisobvarag'i qoldig'i va o'rtachalash hajmi tafovutiga banklarning pul-kredit operatsiyalari bo'yicha sof pozitsiyasi (*likvidlikni jalb etish operatsiyalari va likvidlikni taqdim etish operatsiyalari sof qoldig'i*) qo'shilishi orqali hisoblanadi.

imkoniyati bo'lmagan qo'shimcha likvidlik pul-kredit operatsiyalari (*Markaziy bank obligatsiyalari va depozit instrumentlari*) orqali samarali jalb etib kelingan.

Byudjet amaliyotlari ta'siri, asosan, daromad va xarajat o'rtasidagi tafovut hisobiga yuzaga kelib, taqchillikning ichki qarz orqali moliyalashtirilgan qismi umumiy likvidlikka ta'sir ko'rsatmaydi. Tashqi qarz orqali moliyalashtirilgan byudjet xarajatlari esa, odatda, so'mdagi bank likvidligini oshiruvchi omillardan hisoblanadi.

2025-2026-yillarda bank tizimi likvidligining prognozi joriy profitsit holatining saqlanib qolishini ko'rsatmoqda. Omillar kesimida tahlil qilinganda, Markaziy bankning qimmatbaho metallar xaridi oltin narxining joriy darajada saqlanib qolishi sharti va oltin qazib chiqarish hajmining bosqichma-bosqich oshib borishi bo'yicha kutilmalar hisobiga likvidlikka oshiruvchi ta'siri yuqori bo'lishi taxmin qilinmoqda.

O'z navbatida, Markaziy bankning ichki valyuta bozoriga intervensiyalari "neytrallik" tamoyili asosida amalga oshiriladi va oltin xaridi hisobiga iqtisodiyotga yo'naltirilgan so'mdagi qo'shimcha likvidlik to'liq sterilizatsiya qilinishi nazarda tutiladi. Bunda tashqi iqtisodiy vaziyat bo'yicha ijobiy tendensiyalarning shakllanishi hisobiga valyuta oqimining yuqori darajada saqlanib qolishi va intervensiya qilish imkoniyati qisqarishi sharoitida qo'shimcha likvidlik pul-kredit operatsiyalari orqali sterilizatsiya qilib (*jalb etib*) boriladi.

Byudjet amaliyotlarining umumiy likvidlikka oshiruvchi ta'siri kelgusida ham saqlanib qoladi hamda byudjet konsolidatsiyasining amalga oshirilishi va taqchillikni moliyalashtirishda ichki qarz ulushining bosqichma-bosqich oshishi hisobiga ushbu ta'sir qisqarib boradi. Bunda umumiy fiskal taqchillikning 2024-yil yakunida 4 foizgacha qisqarishi va kelgusi yillarda 3 foizdan oshmasligi asosiy shartlardan hisoblanadi.

Boshqa omillarning likvidlikka ta'siri nisbatan kichik bo'lib, kelgusi choraklarda ham bank tizimi likvidligiga sezilarli ta'sir ko'rsatmasligi taxmin qilinmoqda. Bank tizimi depozitlarining yuqori sur'atda o'sib borishi bo'yicha kutilmalar hisobiga majburiy zaxiralashning o'rtachalash talabi hajmi oshib boradi²⁵ va u asosida shakllangan me'yoriy likvidlik to'lovlari uzluksizligini ta'minlashda muhim ahamiyat kasb etadi.

Umumiy likvidlik profitsitining saqlanib qolishi sharoitida Markaziy bank obligatsiyalari emissiyasi oshiriladi va depozit operatsiyalaridan faol foydalaniladi. Bunda kelgusi depozit auksionlarini teskari REPO auksionlariga o'tkazish rejalashtirilgan bo'lib, qo'shimcha likvidlikni samarali jalb etishda obligatsiyalarga bo'lgan bosimni kamaytirishga va asosiy stavka bo'yicha signallar samaradorligini oshirishga xizmat qilishi kutilmoqda.

²⁵ Majburiy zaxiralash me'yorlari o'zgarimaslik sharti asosida prognoz qilindi.

3.2. Makroiqtisodiy tahlil va prognozlashtirish salohiyatini rivojlantirish yo'nalishlari

Pul-kredit siyosatini samarali amalga oshirishning muhim shartlaridan biri, qarorlar ishonchli va dolzarb ma'lumotlar asosida qabul qilinishi hisoblanadi. Pul-kredit siyosatining samaradorligi nafaqat choralar ko'rish tezligi bilan, balki inflyatsion va iqtisodiy kutilmalarni to'g'ri yo'naltirish bilan ham belgilanadi. Shu nuqtayi nazardan, iqtisodiy jarayonlarning tahlili va kelgusi davrda rivojlanishi bo'yicha prognozlarning muntazam amalga oshirib borilishi, o'zgaruvchan makroiqtisodiy vaziyatda puxta va asoslangan qarorlar qabul qilishga imkon beradi.

Bugungi kunga kelib, Markaziy bankda prognoz va tahlil tizimining (FPAS²⁶) barcha asosiy elementlari to'liq joriy etilgan. Markaziy bankning asosiy modeli choraklik prognoz modeli (QPM) hisoblanadi. Shuningdek, ayrim ko'rsatkichlarni chuqurroq tahlil qilish va prognozlashtirish uchun bir qator yo'ldosh modellar ishlab chiqilgan. Xususan, inflyatsiyani prognoz qilish uchun ARIMA va BVAR modellari joriy etilgan. YaIMni prognoz qilish uchun moliyaviy dasturlashga asoslangan makroiqtisodiy model, DFM, FAVAR va MIDAS modellari qo'llaniladi.

FPAS tizimi iqtisodiyot tarkibi va sharoitlarni to'liq aks ettirishi uchun mazkur tizim modellari parametrlarini muntazam ravishda yangilab borish talab etiladi. Shuni inobatga olgan holda, kelgusi yilda QPM modeli parametrlarini to'liq qayta ko'rib chiqish va ularni o'zgaruvchan makroiqtisodiy shart-sharoitlar hamda iqtisodiyotning tarkibiy tuzilmasiga qayta moslashtirish rejalashtirilmoqda. Iqtisodiyotning siklik holatini aniqroq baholash doirasida mehnat bozori blokini joriy etish orqali modelning funksionalini kengaytirish imkoniyatlari ko'rib chiqiladi.

Yo'ldosh modellar tizimini takomillashtirish doirasida "noukasting" usullarini qo'llashni kengaytirish mo'ljallangan. Shu jumladan, BRIDGE, BVAR, DFM usullarini uyg'unlashtirish asosida real vaqt rejimida YaIM va inflyatsiyani prognoz qilishning kompleks modellarini yaratish rejalashtirilmoqda.

Bu modellar YaIM va inflyatsiyaning alohida komponentlarini yuqori chastotali doimiy yangilanadigan ma'lumotlar asosida prognoz qilish va olingan prognozlarni tegishli ko'rsatkichlarga birlashtirishga asoslangan.

Istiqbolda mashinali o'qitish usullarini qo'llash asosida mavjud modellar to'plami ham kengaytirib boriladi. Jumladan, aholining inflyatsion

²⁶ FPAS (Forecasting and Policy Analysis System) — markaziy banklarga pul-kredit siyosati bo'yicha qarorlar qabul qilishda yordam berish uchun ishlab chiqilgan, makroiqtisodiy vaziyatni baholash va ssenariylarni ishlab chiqish uchun vositalarni taqdim etuvchi kompleks prognozlash va tahlil qilish tizimidir.

kutilmalari va iste'molchilar kayfiyatini tahlil qilish vositalarini kengaytirish rejalashtirilmoqda.

Yangiliklar, maqolalar va ijtimoiy tarmoqlar kabi manbalardan olingan matnli axborotlarni mashinali o'qitish modellari asosida tahlil qilish imkoniyatlari ham o'rganilmoqda. Bu bozor kayfiyatini baholash va uning iqtisodiyotga bo'lgan potensial ta'sirini kengroq tahlil qilishga yordam beradi. Kayfiyat tahlili bozorning qarorlarga bo'lgan munosabatini baholashga va qarorlarni qabul qilishda bozor kutilmalarini yanada chuqurroq tushunishga imkon yaratadi.

Shuningdek, inflyatsiyani prognoz qilish uchun "gradiyentli busting" va "tasodifiy o'rmon" modellari to'plamini joriy etish imkoniyatlarini ko'rib chiqish ham rejalashtirilmoqda.

Bank tizimi likvidligini prognozlashtirish zamonaviy modellarni, shu jumladan, mashinali o'qitish usullarini qo'llash orqali kengaytiriladi.

Mashinali o'qitish modellarini joriy etish moliyaviy hisobotlar, makroiqtisodiy indikatorlar, tranzaksiya ma'lumotlari, bozor indeksleri va yangiliklar oqimlari kabi turli manbalardan olingan ma'lumotlar to'plamlarini qayta ishlash va tahlil qilish imkonini beradi. Bu esa likvidlik holati prognozlarining aniqligini oshiradi.

Hozirgi vaqtda likvidlikni prognoz qilish uchun mashinali o'qitishning turli usullari, jumladan, rekurrent neyron tarmoqlar (*RNN*) va uzoq muddatli qisqa xotira (*LSTM*) kabi instrumentlar o'rganilmoqda. Bu usullar banklar likvidligi o'zgarish dinamikasini samarali hisobga olish va bozordagi kutilmagan o'zgarishlarga javob berish imkonini beradi.

Bundan tashqari, mashinali o'qitish ssenariy modellashtirish uchun yangi imkoniyatlar yaratilmoqda. Xususan, turli iqtisodiy choralar va tashqi sharoitlarning makroiqtisodiy ko'rsatkichlarga ta'sirini baholash uchun "qarorlar daraxti" va "tasodifiy o'rmonlar" modellarini qo'llash tajribasi o'rganiladi.

DSGE modelini yaratish bo'yicha ishlar deyarli yakunlangan bo'lib, bu modeldan foydalanish iqtisodiyotdagi tarkibiy o'zgarishlar, ayrim makroiqtisodiy ko'rsatkichlarga bo'lgan shok holatlari ta'siri tahlilining kompleksligini ta'minlash hamda pul-kredit siyosati turli ssenariylarining uzoq muddatli ta'sirlarini baholash imkonini beradi.

Mazkur modeldan foydalanish samaradorligini oshirish maqsadida pul-kredit va fiskal siyosat bloklari rivojlantirib boriladi hamda model operatorlarini tajriba va ko'nikmalarini oshirishga alohida e'tibor qaratiladi.

ILOVALAR

1-ilova

2025-yilda O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki boshqaruvining asosiy stavkani ko'rib chiqish bo'yicha yig'ilishlari grafigi

2025-yilda Markaziy bank boshqaruvining asosiy stavkani ko'rib chiqish yuzasidan yig'ilishlari quyidagi grafik asosida o'tkaziladi:

23-yanvar;

13-mart;

24-aprel;

12-iyun;

24-iyul;

11-sentyabr;

23-oktyabr;

11-dekabr.

Barcha boshqaruv yig'ilishlari yakunlari bo'yicha Markaziy bank rasmiy veb-sahifasida Markaziy bank press-relizi e'lon qilinadi.

Shuningdek, 23-yanvar, 24-aprel, 24-iyul va 23-oktyabrdagi tayanch boshqaruv yig'ilishi natijalari bo'yicha Markaziy bank rahbariyati ishtirokida matbuot anjumani o'tkaziladi va "Pul-kredit siyosati sharhi" e'lon qilinadi.

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki pul-kredit siyosatiga oid nashrlarining 2025-yilga mo'ljallangan taqvim

Nashrlar nomi	Davriyligi	E'lon qilish muddatlari
Asosiy stavkani ko'rib chiqish bo'yicha Markaziy bank boshqaruvi qarori press-relizi	yilda 8 marta	Asosiy stavkani ko'rib chiqish bo'yicha Markaziy bank boshqaruvining yig'ilishlaridan so'ng: 23-yanvar; 13-mart; 24-aprel; 12-iyun; 24-iyul; 11-sentyabr; 23-oktyabr; 11-dekabr.
Asosiy stavkani ko'rib chiqish bo'yicha Markaziy bank boshqaruvi qarori yuzasidan tashkil etilgan matbuot anjumanidagi prezentatsiya va Markaziy bank raisi ma'ruzasi	yilda 4 marta	Asosiy stavkani ko'rib chiqish bo'yicha Markaziy bank boshqaruvining tayanch yig'ilishlaridan so'ng 3 kun ichida: 26-yanvargacha; 27-aprelgacha; 27-iyulgacha; 26-oktyabrgacha.
Pul-kredit siyosati sharhi	choraklik	Asosiy stavkani ko'rib chiqish bo'yicha Markaziy bank boshqaruvining tayanch yig'ilishlaridan so'ng 20 kun ichida: 15-fevralgacha; 15-maygacha; 15-avgustgacha; 15-noyabrgacha.
Pul-kredit siyosatining 2026-yil va 2027-2028-yillarga mo'ljallangan asosiy yo'nalishlarining konseptual loyihasi	yillik	Asosiy stavkani ko'rib chiqish bo'yicha Markaziy bank boshqaruvining so'nggi tayanch yig'ilishidan so'ng 1 hafta ichida: 30-oktyabrgacha.
Pul bozori va likvidlik sharhi	choraklik	Har chorakdan keyingi oying birinchi yarmida: yanvar; aprel; iyul; oktyabr.

Inflyatsion kutilmalar va sezilgan inflyatsiya bo'yicha infografikalar	oylik	Tegishli oy uchun keyingi oyning birinchi yarmida
Iste'mol kayfiyati sharhi	choraklik	Quyidagi oylarning ikkinchi yarmida: fevral; may; avgust; noyabr.
Biznes kayfiyati sharhi	choraklik	Quyidagi oylarning ikkinchi yarmida: fevral; may; avgust; noyabr.
Ko'chmas mulk bozori tahlili	choraklik	Har chorakdan keyingi oyning ikkinchi yarmida: yanvar; aprel; iyul; oktyabr.
Mehnat bozori sharhi	choraklik	Har chorakdan keyingi oyning ikkinchi yarmida: yanvar; aprel; iyul; oktyabr.

Pul-kredit siyosatining maqsadi va asosiy tamoyillari

“O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki to'g'risida”gi Qonunga muvofiq, pul-kredit siyosatini ishlab chiqish va amalga oshirish Markaziy bankning asosiy vazifalaridan biri hisoblanadi.

Markaziy bank pul-kredit siyosatini narxlar barqarorligini ta'minlash maqsadidan kelib chiqqan holda ishlab chiqadi va amalga oshiradi. Narxlar barqarorligi past va barqaror inflyatsiya darajasini anglatadi.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining PF-5877-sonli “Inflyatsion targetlash rejimiga bosqichma-bosqich o'tish orqali pul-kredit siyosatini takomillashtirish to'g'risida”gi Farmoniga asosan inflyatsiya bo'yicha doimiy maqsad (*target*) 5 foiz etib belgilangan va ushbu maqsadga erishish vazifasi Markaziy bank zimmasiga yuklatilgan.

Markaziy bank tomonidan inflyatsion targetning ta'minlanishi aholi va tadbirkorlarning daromadlari va jamg'armalarining xarid qobiliyatini saqlaydi, ularga uzoq muddatli xarajatlarini rejalashtirish imkonini beradi hamda barqaror va inklyuziv iqtisodiy o'sishga qulay sharoitlarni yaratadi.

Shu bilan birga, doimiy past inflyatsiya mamlakatga barqaror investitsiyalar kirib kelishiga, inflyatsiya mukofotining kamayishi evaziga foiz stavkalarining pasayishiga, milliy valyutaga bo'lgan ishonchning ortishi sharoitida iqtisodiyotning tashqi xatarlarga ta'sirchanligining pasayishiga xizmat qiladi.

Samarali pul-kredit siyosati iqtisodiyotning salohiyatidan keskin va davomiy og'ishining oldini olish va salbiy ta'sirlarni yumshatish choralari ko'rish imkoniyatlarini yaratadi, biroq iqtisodiy salohiyatning oshishini to'g'ridan-to'g'ri ta'minlay olmaydi. Iqtisodiyotning ishlab chiqarish imkoniyatlarini kengaytirish uchun raqobat muhitini rivojlantirish, mehnat va kapital unumdorligini oshirish, energosamaradorlik ko'rsatkichlarini yaxshilab borish, qulay tadbirkorlik muhiti va ishlab chiqarish infratuzilmasini shakllantirishga qaratilgan fundamental va tarkibiy islohotlarning samarali amalga oshirilishi muhim ahamiyat kasb etadi.

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki 2020-yildan boshlab pul-kredit siyosatini inflyatsion targetlash rejimi doirasida quyidagi tamoyillar asosida yuritmoqda:

Inflyatsiya bo'yicha target belgilanadi va barcha pul-kredit siyosati choralari ushbu targetga erishishga qaratiladi. Mamlakatimizda inflyatsiyaning ta'minlanishi lozim bo'lgan o'rta muddatli darajasi 5 foiz etib belgilangan. Aholi, xo'jalik yurituvchi subyektlar va moliya bozori ishtirokchilari o'z faoliyatini rejalashtirish va qarorlar qabul qilishda hisobga olishlari uchun inflyatsion target keng jamoatchilikka e'lon qilindi. Ushbu target iste'mol narxlarining yillik o'sish sur'atini, ya'ni aholi tomonidan sotib olinadigan tovar va xizmatlar narxining 12 oy davomida umumiy o'zgarishining maqsadli darajasini belgilaydi.

Markaziy bank faoliyatida inflyatsiyaning target ko'rsatkichiga erishish vazifasi boshqa vazifalardan ustun hisoblanadi hamda amalga oshiriladigan barcha chora-tadbirlar va pul-kredit sohasidagi qarorlar inflyatsion targetga erishishga qaratiladi. Inflyatsion targetga erishish iqtisodiyot subyektlari tomonidan Markaziy bank faoliyatini baholashning hamda olib borilayotgan pul-kredit siyosatiga bo'lgan ishonch

shakllanishining asosiy mezoni hisoblanadi. Shu nuqtayi nazardan, makroiqtisodiy sohada qabul qilinayotgan barcha qarorlar inflyatsiyaning target ko'rsatkichlari bilan uyg'un holda qabul qilinishini taqozo etadi.

Markaziy bankning asosiy stavkasi pul-kredit siyosatining asosiy instrumenti hisoblanadi. Asosiy stavka pul-kredit siyosatining asosiy instrumenti bo'lib, inflyatsiyaning 5 foizlik targeti doirasida shakllanishini ta'minlash uchun zarur bo'lgan pul-kredit sharoitlarini belgilab beradi. Bunda Markaziy bank asosiy stavkasi iqtisodiyotdagi foiz stavkalari dinamikasiga va bu orqali ichki talabga ta'sir ko'rsatadi. Ichki talabni muvozanatlashtirish orqali inflyatsion targetga erishiladi. Asosiy stavkani ko'rib chiqish bo'yicha Markaziy bank boshqaruvi yig'ilishlari oldindan belgilangan grafik asosida yilda 8 marotaba o'tkaziladi.

Pul-kredit siyosati operatsion mexanizmi Markaziy bank tomonidan mustaqil ravishda ishlab chiqiladi va takomillashtirib boriladi. O'zbekiston Respublikasi Konstitutsiyasining 151-moddasi bilan O'zbekiston Markaziy bankining pul-kredit siyosatini ishlab chiqish va amalga oshirishda mustaqilligi belgilangan. Shu asosida, Markaziy bank inflyatsiya targetiga erishishda pul-kredit siyosati instrumentlari va yondashuvlarini mustaqil tanlash huquqiga ega. Bunda foiz stavkalarini boshqarish, ochiq bozor operatsiyalarini amalga oshirish, majburiy zaxiralar me'yorlarini o'zgartirish va iqtisodiy sharoitlardan kelib chiqib boshqa choralar ko'rilishi mumkin. Olib borilayotgan pul-kredit siyosatining operatsion mexanizmi asosiy stavka va foiz koridori asosida ishlaydi. Pul-kredit siyosatining operatsion maqsadi pul bozorida qisqa muddatli (*overnayt*) foiz stavkalarini asosiy stavkaga yaqin darajada shakllanishini ta'minlash hisoblanadi. Markaziy bank pul-kredit instrumentlaridan faol foydalangan holda bank tizimi umumiy likvidligini boshqaradi va bu orqali pul bozori foiz stavkalariga ta'sir ko'rsatadi.

Pul-kredit siyosatiga oid qarorlar keng qamrovli makroiqtisodiy tahlil va prognozlarga asoslanadi. Pul-kredit siyosati narxlar dinamikasiga ma'lum vaqt oralig'ida, qator munosabatlar zanjiri orqali ta'sir ko'rsatadi. Shuning uchun Markaziy bank boshqaruvi asosiy stavka bo'yicha qarorlarni qabul qilishda ularning inflyatsiyaga va iqtisodiyotga ta'sirini baholash uchun makroiqtisodiy tahlil va prognozlarga asoslanadi.

Bugungi kunda Markaziy bank makroiqtisodiy prognozlarni ishlab chiqishda, asosan, Choraklik prognozlash modelidan (*QPM*) foydalanmoqda. Bundan tashqari, bir qator ekonometrik va tarkibiy modellar prognoz natijalarini taqqoslashda va tadqiqotlarni amalga oshirishda qo'llanilmoqda. Ta'kidlash joizki, asosiy stavka bo'yicha qarorlar ma'lum darajadagi noaniqliklar sharoitida qabul qilinadi. Sababi, makroiqtisodiy prognozlar iqtisodiy rivojlanishning ehtimoliy istiqbollari, jahon xomashyo va moliya bozorlarida kutilayotgan o'zgarishlar va boshqa omillar asosida shakllantiriladi. Shu sababli ham, Markaziy bank pul-kredit siyosati bo'yicha qarorlar qabul qilishda omillarning nisbatan barqaror tendensiyalaridan va ularning inflyatsiya darajasiga ta'sirlaridan kelib chiqadi. Markaziy bank mamlakatdagi va global iqtisodiyotdagi o'zgarishlar va noaniqliklarni inobatga olgan holda tahliliy-prognozlash salohiyatini doimiy ravishda takomillashtirib boradi.

Markaziy bank valyuta siyosatini erkin suzuvchi valyuta kursi rejimida amalga oshiradi. Erkin suzuvchi valyuta kursi inflyatsion targetlash doirasida samarali pul-kredit siyosati yuritishning zarur shartlaridan hisoblanadi. Markaziy bankning ichki valyuta

bozorida ishtiroki neytrallik tamoyiliga asoslanadi. Ya'ni Markaziy bank intervensiyalari yil davomida sotib olingan oltin hajmi doirasida amalga oshiriladi va almashuv kursining fundamental trendiga ta'sir ko'rsatmaydi. So'm almashuv kursi ichki valyuta bozorida xorijiy valyutaga bo'lgan talab va taklif mutanosibligiga nisbatan belgilanadi. Markaziy bank so'm almashuv kursi bo'yicha hech qanday maqsadni belgilamaydi. Bozordagi talab va taklif asosida erkin shakllanuvchi almashuv kursi tashqi xatarlarning ichki iqtisodiyotga o'tishini cheklovchi (*"shock absorber"*) funksiyani bajaradi va makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlashning muhim shartlaridan hisoblanadi.

Pul-kredit siyosati shaffof tarzda olib boriladi va har bir qarorlar keng jamoatchilikka batafsil tushuntiriladi. Inflyatsion targetlash rejimining asosiy elementlaridan biri - pul-kredit siyosati sohasida qabul qilinayotgan qarorlarning ochiqligi va bu boradagi shaffoflikning ta'minlanishi hisoblanadi. Pul-kredit siyosati sohasida qabul qilinayotgan qarorlarning keng jamoatchilikka o'z vaqtida va tushunarli tarzda yetkazilishi aholi va tadbirkorlik subyektlarining inflyatsion kutilmalari shakllanishida muhim ahamiyat kasb etadi. Markaziy bank tomonidan inflyatsiyaning targeti doirasida shakllanishining ta'minlanishi va kommunikatsion shaffoflikning oshirilishi aholi va tadbirkorlik subyektlarining Markaziy bankka bo'lgan ishonchi ortishiga va pirovardida, amalga oshirilayotgan pul-kredit siyosati choralari ta'sirchanligining oshishiga xizmat qiladi.

Real samarali almashuv kursini baholashning muqobil metodologiyalari

Real samarali almashuv kursi (RSAK) mamlakatning tashqi savdodagi narxlar raqobatbardoshligini baholashda eng ko'p qo'llaniladigan ko'rsatkich hisoblanadi.

RSAKni aniqlashda umumiy qabul qilingan yondashuv savdo-hamkor mamlakatlar valyutalari savatining o'rtacha ayirboshlash kursini ularning inflyatsiyasini hisobga olgan holda baholashga asoslanadi. Shu bilan birga, xalqaro amaliyotda ushbu ko'rsatkich statistik shakllarining keng doirasi mavjud bo'lib, hisoblash usullari savdo sheriklarining vaznini aniqlash mezonlari va nisbiy narxlarni hisobga olgan holda farqlanadi.

Markaziy bank tomonidan RSAK indeksi iste'mol narxlari o'zgarishi va asosiy savdo-hamkor mamlakatlar savatidagi valyuta kurslari, oltindan tashqari savdo aylanmasi hajmining yillik qat'iy belgilangan vaznlari asosida hisoblanadi (*bazaviy RSAK*).

Narxlar raqobatbardoshligi holatini chuqurroq tahlil qilish uchun RSAKning muqobil ko'rsatkichlari ham hisoblab boriladi. Ishlab chiqaruvchilar narxlari indeksi (*ICHNI*), ishchi kuchi xarajatlariga asoslangan, uchinchi bozorlardagi raqobat va oltin eksportini hisobga olgan holda RSAK ko'rsatkichlari aniqlanadi.

Ishlab chiqaruvchilar narxlari indeksiga asoslangan RSAK

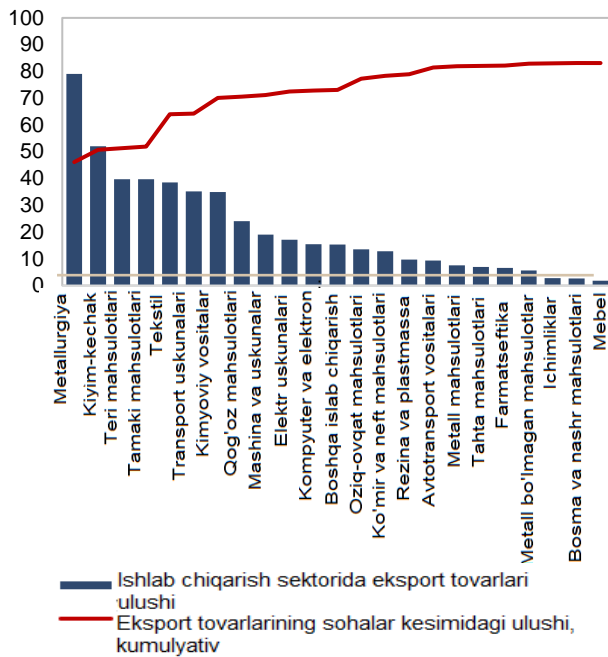
Dastlabki hisob-kitoblarga ko'ra, 2019-2023-yillarda umumiy eksport tarkibining o'rtacha 67 foizga yaqini sanoat sektori tovarlariga to'g'ri kelgan (*1-rasm*). Xomashyo va sanoat mahsulotlarining yuqori ulushi hisobiga, iste'mol narxlari indeksi bo'yicha hisoblangan RSAK raqobatbardoshlik ko'rsatkichlarini eksport nuqtayi nazaridan to'g'ri va to'liq aks ettirmasligi mumkin.

Shu nuqtayi nazardan, ishlab chiqaruvchilar narxlari indeksi (*ICHNI*) asosida hisoblanadigan RSAK sanoat va xomashyo tovarlarning umumiy ishlab chiqarish va eksportdagi ulushi yuqori bo'lgan mamlakatlar uchun eksport raqobatbardoshligini aniqroq aks ettiradi.

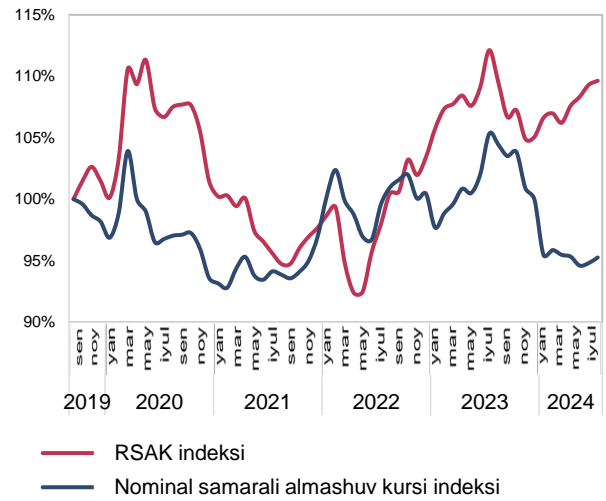
O'zbekiston uchun ICHNI asosida hisoblangan real samarali almashuv kursi (RSAK) indeksi 2024-yil iyul oyi oxirida 2019-yil sentyabr oyiga nisbatan 10 foizga mustahkamlandi (*2-rasm*). Ushbu mustahkamlanish milliy valyutaning savdo-hamkor mamlakatlar valyutalariga nisbatan zaiflashgani (*nominal samarali almashuv kursi 4 foizga zaiflashdi*) sharoitida mahalliy ishlab chiqaruvchilar narxlari va xarajatlarning ancha yuqori bo'lganini ko'rsatadi. Ishlab chiqaruvchilar narxlarining oshishi, o'z navbatida, xomashyo narxlarining o'zgaruvchanligi, uchinchi tomon xizmatlari uchun xarajatlarning va ish haqining oshishi bilan bog'liq.

Umuman olganda, ICHNI bo'yicha RSAK indeksining yuqori o'zgaruvchanligiga qaramasdan, ushbu ko'rsatkich bilan asosiy RSAK dinamikasi uzoq muddatli istiqbolda bir xil tendensiyaga ega (*3-rasm*).

1-rasm. Ishlab chiqarish tarmoqlaridagi eksport mahsulotlarining jami tovar eksportidagi ulushi, 2019-2023-yillardagi o'rtacha, foizda

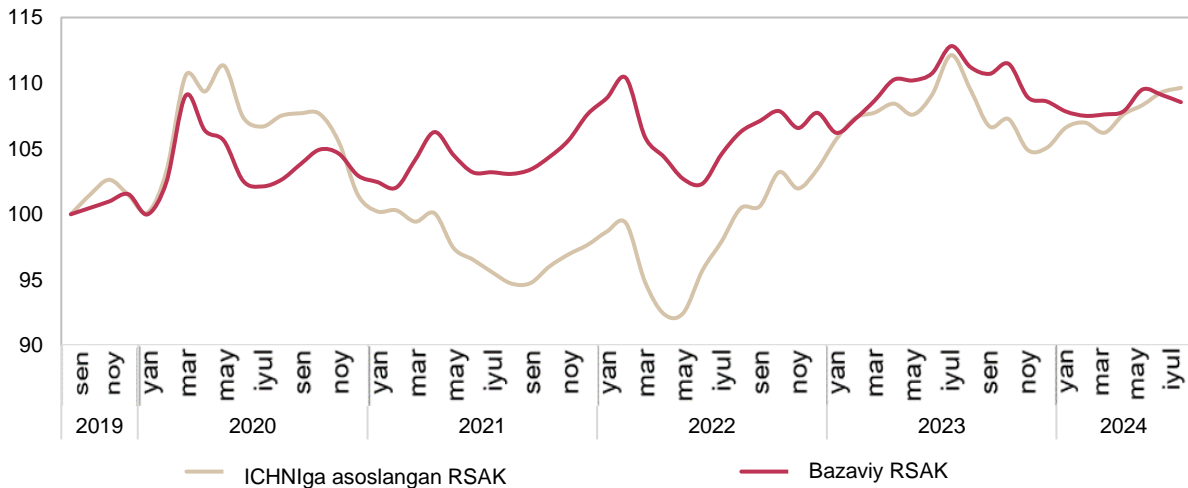


2-rasm. ICHNI asosida hisoblangan RSAK indeksi, sentyabr, 2019 = 100 foiz



Manba: Statistika agentligi va tegishli mamlakatlar statistika tashkilotlari ma'lumotlari asosida MB hisob-kitoblari.

3-rasm. Asosiy va ICHNI asosida hisoblangan RSAKning qiyosiy dinamikasi



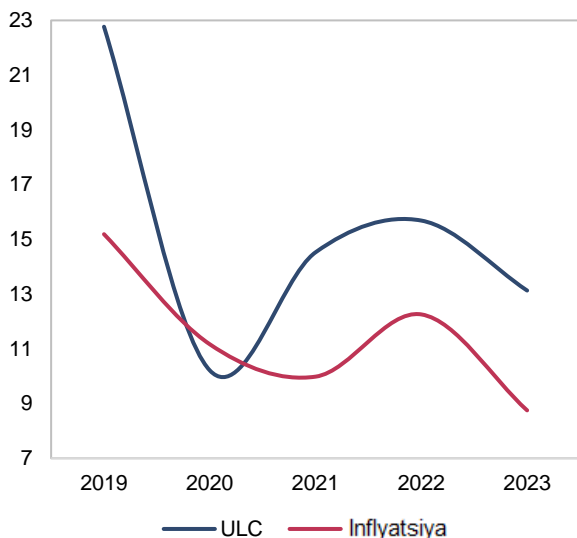
Manba: Statistika agentligi va tegishli mamlakatlar statistika tashkilotlari ma'lumotlari asosida MB hisob-kitoblari.

2021-2022-yillardagi ICHNI asosida hisoblangan RSAK zaiflashuvi va asosiy RSAK indeksi mustahkamlanishi o'rtasidagi sezilarli tafovutni pandemiyadan keyingi ichki iste'mol talabining tezroq tiklanishi natijasida iste'mol narxlarining sezilarli tezlashishi bilan izohlash mumkin.

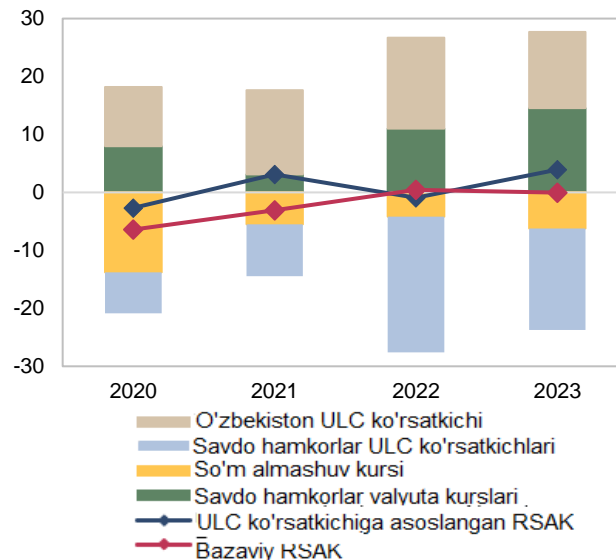
Ishchi kuchi xarajatlariga asoslangan RSAK

RSAKni hisoblashda iste'mol inflyatsiyasining muqobil ko'rsatkichi sifatida mahsulot birligiga mehnatga haq to'lash xarajatlari (*ULC – unit labor cost*) ham qo'llaniladi. ULC bilan inflyatsiya taklif shoklari (*cost-push shock*) va ish haqi narxlarining spirallarining mexanizmlari orqali o'zaro bog'liqdir.

4-rasm. Mahsulot birligiga mehnatga haq to'lash xarajatlari va inflyatsiya, foizda



5-rasm. ULC asosida hisoblangan RSAK dekompozitsiyasi, foizda



Manba: Statistika agentligi va tegishli mamlakatlar statistika tashkilotlari ma'lumotlari asosida MB hisob-kitoblari.

ULC iqtisodiyotdagi inflyatsiya jarayonlarining muqobil yetakchi ko'rsatkichi bo'lib xizmat qiladi. ULCning inflyatsiyadan yuqori o'sish sur'atlari iqtisodiyotda mavjud inflyatsion bosimdan va kelajakda raqobatbardoshlikning pasayishi mumkinligidan dalolat beradi.

Umuman olganda, ULC bo'yicha hisoblangan RSAK va asosiy RSAK indeksi dinamiklari bir-biriga mos kelib, biri ikkinchisiga qaraganda biroz yuqori mustahkamlanishi kuzatilgan. Bu iste'mol narxlarining o'sish sur'ati bilan solishtirganda ishlab chiqarishda mehnat haqining tezroq o'sishi bilan bog'liq.

Uchinchi bozorlardagi raqobatga asoslangan RSAK

Ushbu yondashuv asosida RSAKni hisoblashda vaznlar mahsulot savdosi oqimidan kelib chiqib, bevosita ikki tomonlama savdoni va bilvosita uchinchi bozordagi raqobatni qamrab oladi.

O'zbekiston uchun RSAKni uchinchi bozorlardagi raqobat asosida hisob-kitob qilishda beshta asosiy savdo-hamkor mamlakatlar savati olindi. Umuman olganda, asosiy indeks bilan solishtirilganda ko'rsatkichlar o'xshash dinamikaga ega.

Markaziy bank raqamli valyutasining pul-kredit siyosati transmissiyasiga ta'siri

Bank-moliya tizimida raqamli transformatsiyaning rivojlanishi bilan iqtisodiyot subyektlarining raqamli valyutalarga bo'lgan qiziqishi ortib bormoqda. Bunga javoban markaziy banklar tartibga solinmagan va markazlashtirilmagan kriptovalyutalardan farqli ravishda markaziy bank raqamli valyutasini (*MBRV*) yaratish tashabbuslarini ilgari surmoqda.

MBRV markaziy bank tomonidan chiqariladigan rasmiy valyutaning raqamli ko'rinishi hisoblanadi. Ushbu valyuta to'lov va tranzaksiya maqsadlarida qonuniy to'lov vositasi sifatida foydalanish uchun mo'ljallangan.

*MBRV*ning muvaffaqiyatli amaliyotga joriy etilishi²⁷ iqtisodiyot raqamlashib borishi bilan keng jamoatchilikda pulning xavfsiz shaklidan foydalanish imkoniyatini yaratadi. Bu, o'z navbatida, to'lov xizmatlari xilma-xilligini rag'batlantirishi, pul o'tkazmalari va to'lovlarni tezroq, arzonroq amalga oshirishi, moliyaviy inklyuzivlik va ommaboplikni oshirishi bilan bir qatorda *MBRV* harakatlarini kuzatish imkoni ularni noqonuniy va boshqa maqsadlarga yo'naltirilishining oldini olishda yordam beradi.

*MBRV*ning chiqarilishi pul-kredit siyosatining maqsadlari yoki operatsion mexanizmlarini o'zgartirmaydi. Aksincha, iqtisodiyotga transmissiyasini yaxshilashga xizmat qiladi. Biroq, pul aylanishi tezligini oshirishi orqali iqtisodiyotdagi likvidlikni boshqarishni qiyinlashtirishi mumkin.

Pul massasi va likvidlikka ta'siri. Raqamli valyutaning chiqarilishi texnik jihatdan pul massasining to'g'ridan-to'g'ri kengayishini anglatmaydi, balki markaziy bank majburiyatlarining (*naqd pul va hisobvaraqlar*) tarkibiy o'zgarishi hisoblanadi. Boshqacha aytganda, muomaladagi naqd pulni qisman raqamli valyutaga almashtirish faqat markaziy bankning majburiyatlari tarkibiga ta'sir qiladi: naqd pul ulushi kamayib, raqamli valyutalarning ulushi ortadi. Depozitlar *MBRV*ga almashtirilganda, kredit tashkilotlarining balanslari qisqaradi: mijozlar hisobvaraqlaridagi qoldiqlar qisqarib, banklarning vakillik hisobvaraqlaridagi mablag'lar ham qisqaradi.

Bu, o'z navbatida, bank sektorining likvidligiga ta'sir qiladi. Xususan, tarkibiy profitsit hajmining kamayishiga va hatto likvidlik taqchilligiga olib kelishi mumkin. Pul-kredit siyosati instrumentlarining amaldagi tizimi banklar tomonidan talab qilinadigan likvidlik darajasini ta'minlaydi va pul bozori stavkalarini asosiy stavkaga yaqin shakllantirish uchun sharoit yaratadi.

Likvidlik xatarlarini kamaytirish maqsadida *MBRV* bilan operatsiyalarga nisbatan cheklovlar joriy etilishi mumkin. Xususan, regulyator bir hisobraqam uchun *MBRV*ga egalik qilishning maksimal miqdori, jami kunlik operatsiyalar hajmi uchun limitlar, yuqori

²⁷ *MBRV*ning chakana – jismoniy shaxslar tomonidan barcha to'lovlar va o'tkazmalarda foydalaniladigan hamda ulgurji – moliya institutlari o'rtasida pul bozoridagi hisob-kitoblarni amalga oshirishda foydalaniladigan turlari mavjud.

Chakana *MBRV* muomalaga odatiy ikki darajali tizimda tijorat banklari tomonidan kiritiladi. Biroq, *MBRV* majburiyati to'g'ridan-to'g'ri markaziy bank balansida aks etadi, tijorat banklari esa markaziy bank agenti sifatida identifikatsiya (*KYC*) hamda jinoyi faoliyatdan olingan daromadlarni legallashtirishga qarshi kurashish (*AML-FT*) talablari bajarilishini ta'minlaydi. Aksincha, *MBRV*ning to'g'ridan-to'g'ri markaziy bank tomonidan bir pog'onali tizim orqali muomalaga kiritilishi to'lov tizimi arxitekturasi buzilishiga olib keladi.

limitlar o'rnatish uchun kuchaytirilgan talablarni belgilash yoki MBRV qoldiqlariga nisbatan manfiy foiz stavkalarini o'rnatishi orqali tartibga solish imkoniyatiga ega bo'ladi.

Pul-kredit siyosati transmissiyasiga ta'siri. MBRV joriy qilinishi pul-kredit siyosati transmissiyasiga quyidagicha ta'sir ko'rsatishi mumkin:

1. *MBRV banklar orasida depozitlar uchun raqobatni kuchaytiradi.* MBRVning mablag'ni xavfsiz saqlash va samarali to'lov vositalarini taklif qilish orqali depozitlarni ortda qoldirishi banklar uchun depozit mablag'larining kamayishiga olib keladi. Bu, o'z navbatida, banklardan jozibadorlikni saqlab qolish uchun depozitlar foiz stavkalarini oshirishni talab etadi. Ushbu sharoitda asosiy stavkaning depozit foiz stavkalariga transmissiyasi kuchayadi va foiz kanali ta'sirchanligi oshadi.

2. *Banklarda ulgurji moliyalashtirish ulushi oshadi.* Tijorat banklari mablag'larning depozitlardan MBRVga o'tgan qismini ulgurji moliyalashtirish orqali qoplashga harakat qiladi. Chakana depozitlarga nisbatan ulgurji moliyalashtirishning markaziy bank asosiy stavkasiga ta'sirchanligi yuqoriligi hisobiga ulgurji moliyalashtirishning ulushi ortib borishi foiz kanali samaradorligini oshishiga xizmat qiladi.

3. *Banklar foydasini kamaytiradi.* Raqobatning kuchayishi bilan depozit foiz stavkalari oshishi yoki ulgurji moliyalashtirishga o'tilishi natijasida banklar xarajatlarining ortishi va foydaning kamayishiga olib keladi. Bunda banklar ikki xil yo'l tutishi: kreditlash talablarini qat'iyalashtirishi yoki yuqori foydani ko'zlab xatarli loyihalarni moliyalashtirishi mumkin. Birinchi holat moliyaviy sharoitlar qat'iyalashishiga olib kelsa, xatarli yondashuv bank tizimi barqarorligini xavf ostida qoldirishi mumkin.

4. *Moliyaviy inklyuzivlikni va ommaboplikni oshiradi.* Bu esa moliya sohasida raqamli texnologiyalar rivojiga turtki berib, moliyaviy xizmatlar xilma-xilligini oshiradi va bankdan tashqari jamg'armalarni tizimga jalb etish imkonini beradi. Shuningdek, MBRVning tranzaksiyalar tarixini qayd etib borish xususiyati mijozning kredit xatari darajasini aniqlash va mos ravishda foizlarni pasaytirish imkonini beradi. Bularning barchasi moliyaviy sharoitlar yumshashiga xizmat qiladi. Bundan tashqari, ommaboplik oshishi aholining keng qatlamini pul-kredit siyosati ta'siri doirasiga kirishi hamda ularning moliyaviy savodxonlik darajasi oshib, qarorlari ratsionallashuviga olib keladi. Natijada, foiz kanali va moliyaviy aktivlar kanali ta'sirchanligining oshishiga yordam beradi.

5. *Dollarlashuv yoki "kriptolashuv" darajasini pasaytiradi.* Dollarlashuv darajasi yuqori iqtisodiyotlarda MBRVning joriy etilishi milliy valyutani yanada jozibador to'lov vositasiga aylantirish orqali undan muomalada ko'proq foydalanishni rag'batlantiradi.

Dollarlashuv darajasining pasayishi esa pul-kredit siyosatining barcha kanallari ta'sirchanligiga ijobiy ta'sir ko'rsatadi.

MBRVni muomalaga kiritilishidagi xatarlar. Shu bilan birga, dastlabki davrda MBRV chakana, ulgurji va transchegaraviy to'lovlarning o'zgarishiga olib kelishi orqali pul-kredit siyosatini yuritishda ma'lum bir xatarlarni ham yuzaga keltirishi mumkin.

Chakana MBRVlar, ularga foiz to'lanishi yoki to'lanmasligidan qat'i nazar, bank depozitlariga muqobil vosita bo'lishi, ularning ulgurji MBRVlarga nisbatan pul-kredit siyosati yuritish uchun xatar darajasi yuqoriroq hisoblanadi. Xususan, MBRVga foiz to'lash belgilanishi vositachilik imkoniyatini yanada oshirib, MBRVning barcha turdagi depozitlar uchun o'rinbosarlik qila olishi bilan kredit manbalarini kamayishiga sabab

bo'ladi. Boshqa tomondan esa foizsiz MBRV talab qilib olinadigan depozitlarga nisbatan jozibaliroq hisoblanadi.

O'z navbatida, chakana MBRVlar aholining naqd pul hamda depozitlarida o'zgarishga olib kelishi orqali pul aylanish tezligiga ta'sir qilib, markaziy bankdagi tijorat banklari likvidligining tebranuvchanligini oshiradi. Bu o'zgaruvchanlik pul-kredit siyosati transmissiyasi uchun kredit va foiz kanallarini zaiflashtirishi, markaziy bankning likvidlikni prognoz qilish va samarali ochiq bozor operatsiyalarini o'tkazish qobiliyatini pasaytirishi mumkin.

Shuningdek, ulgurji MBRV moliyaviy bozorlarni segmentlashishiga turtki berishi mumkin.

Transchegaraviy to'lovlarda MBRVdan foydalanish qabul qiluvchi mamlakatlarda valyuta o'rnini bosish xavfini oshirishi va inqiroz davrida kapital oqimini tezlashtirishi mumkin. Bu esa pul-kredit va valyuta siyosatini nazorat qilishni qiyinlashtiradi.

Umuman olganda, MBRVning keng ko'lamli izlanishlar va sinov-tajriba asosida bosqichma-bosqich muomalaga kiritilishi, bunda avval mamlakatning iqtisodiy va moliyaviy sharoitlaridan hamda mavjud to'lov tizimlari xususiyatidan kelib chiqib tegishli MBRV ekotizimining yaratilishi iqtisodiyotga va pul-kredit siyosatiga xatarlar ta'sirini oldini olishga xizmat qiladi.

Sun'iy intellekt rivojlanishining iqtisodiy jarayonlarga ta'siri

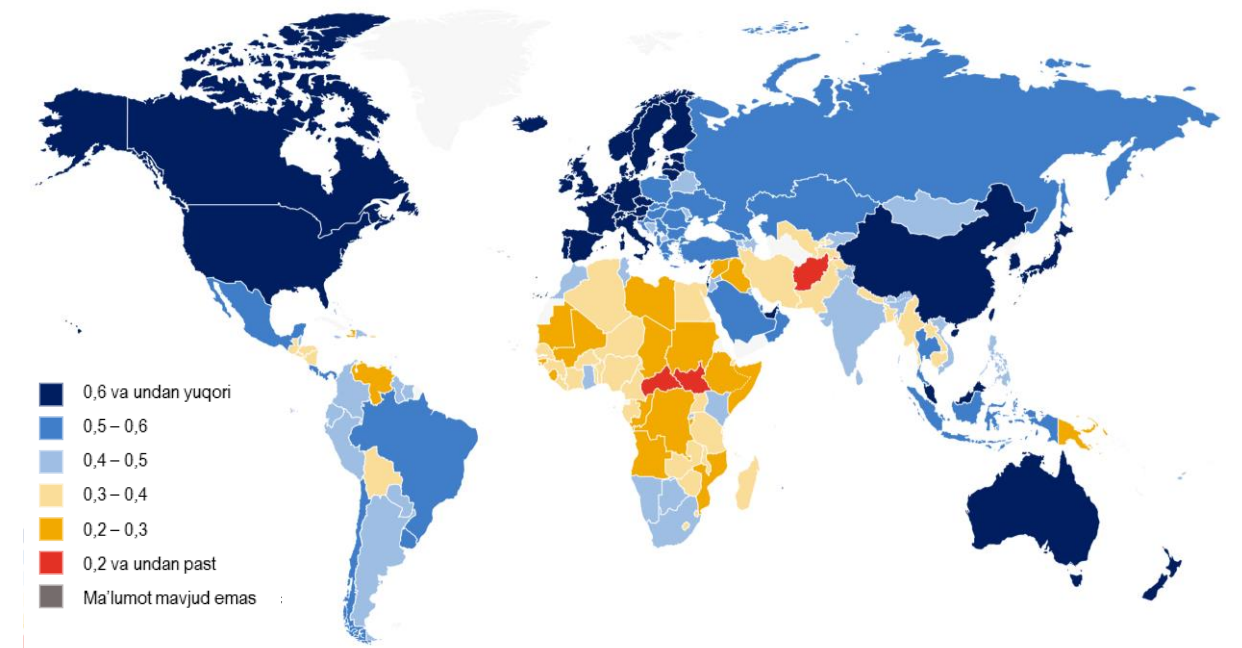
Sun'iy intellekt (*artificial intelligence – AI*) zamonaviy iqtisodiy muhokamalarning markaziy mavzusiga aylanib, ahamiyati jihatidan sanoat inqilobiga taqqoslanmoqda. Sun'iy intellekt texnologiyalari amaliyotga keng joriy qilinishi makroiqtisodiy jarayonlarga ta'sir ko'rsatib, iqtisodiyotda sifat va tarkibiy o'zgarishlarga olib kelishi kutilmoqda. Jumladan, sun'iy intellektning iqtisodiy jarayonlarga ta'siri, birinchi navbatda, mehnat bozorida va mehnat unumdorligida namoyon bo'ladi.

Sun'iy intellektning mehnat bozoriga ta'siri

Tadqiqotlarga ko'ra, sun'iy intellektning amaliyotda keng qo'llanilishi natijasida dunyo bo'ylab ish o'rinlarining taxminan 40 foizi²⁸ uning ta'siriga duch kelishi mumkin. Rivojlangan iqtisodiyotlarda aqliy mehnatga asoslangan kasblarning keng tarqalganligi tufayli sun'iy intellektning ta'siriga uchrashi mumkin bo'lgan ish o'rinlarining ulushi yuqoriroq — 60 foiz, rivojlanayotgan mamlakatlarda 40 foiz, past daromadli mamlakatlarda esa 26 foiz darajasida baholangan. Bu ta'sir to'liq yoki qisman avtomatlashtirish yoki vazifalarning qayta taqsimlanishi ko'rinishida bo'ladi.

Rivojlangan mamlakatlarda sun'iy intellektning ta'siri yuqori bo'lsa-da, infratuzilmaning yaxshi rivojlanganligi va kadrlarning yuqori malakaga egaligi o'zgarishlarga tezroq va samaraliroq moslashish imkonini beradi.

1-rasm. Sun'iy intellektga tayyorlik indeksi



Manba: XVJ, AI Preparedness Index.

Shu bilan birga, rivojlanayotgan va past daromadli mamlakatlarda raqamli infratuzilma yetarli darajada shakllantirilgan bo'lsa, tegishli malakali kadrlarni tayyorlash orqali sun'iy intellektdan iqtisodiy rivojlanishni jadallashtirish instrumenti sifatida foydalanish mumkin. Biroq, raqamli infratuzilma yetarli darajada rivojlanmagan

²⁸ Cazzaniga and others. 2024. "Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work." IMF Staff Discussion Note SDN2024/001, International Monetary Fund, Washington, DC.

mamlakatlar sun'iy intellektning afzalliklaridan foydalana olmaydi. Bu esa mamlakatlar o'rtasida daromadlardagi farqni yanada kuchaytirishi va tengsizlikni oshirishi mumkin.

Prognozlarga ko'ra, mehnat unumdorligi va xarajatlarning tejalishi natijasida global YAIMning o'sishi tezlashishi kutilmoqda. Xususan, Goldman Sachs²⁹ banki baholariga ko'ra, sun'iy intellekt texnologiyalari kelgusi o'n yillikda global YAIMni 7 foizga oshirishi mumkin.

Sun'iy intellektning mehnat bozoriga ta'siri ham turlicha baholanmoqda. Bir tomondan, avtomatlashtirish ayrim soha va kasblarda ish o'rinlarining qisqarishiga olib kelishi mumkin. Boshqa tomondan, yangi turdagi kasblarning yaratilishi, ayniqsa, yuqori malaka va ilg'or texnologiyalar bilan ishlash ko'nikmalarini talab qiladigan sohalarda yangi imkoniyatlar yuzaga kelishi mumkin. Bu esa, o'z navbatida, tarkibiy ishsizlik va ijtimoiy tengsizlikning kuchayishi ehtimolini yuzaga keltiradi. Tengsizlikni kamaytirishda ishchilarning yangi ko'nikmalar va talablarga moslasha olish qobiliyatlari shakllanib borishi muhim hisoblanadi.

Sun'iy intellekt daromadlar taqsimotiga turlicha ta'sir qilishi mumkin. Dastlabki avtomatlashtirish to'liqlari, asosan, o'rta malakali kasblarni qamrab olgan bo'lsa, mazkur texnologiya yuqori malakali kasblarga ham ta'sir etadi. Daromadlarga ta'siri sun'iy intellektning xodimlar o'rnini bosa olishi yoki ularning mehnat samaradorligini oshirishga qo'shadigan hissasiga bog'liq bo'ladi. Bunda ma'lum bir kasbda sun'iy intellekt inson o'rnini to'liq egallay olishi aholi daromadlarida tengsizlikning ortishiga sabab bo'lsa, mutaxassislar samaradorligini oshirgan taqdirda aholi daromadlarining yanada tengroq taqsimlanishiga olib kelishi mumkin.

Makroiqtisodiy oqibatlar va prognozlar

Tadqiqotlarga ko'ra, kelgusi o'n yil ichida sun'iy intellektning unumdorlikka bevosita ta'siri nisbatan mo'tadil bo'lib, jami 0,53–0,66 foiz darajada bo'lishi prognoz qilingan³⁰. Ushbu prognoz sun'iy intellekt yordamida avtomatlashuv yoki kadrlarning to'ldiruvchanligi orqali xarajatlarning tejalishi va mehnat unumdorligi ortishi bilan izohlangan.

Sun'iy intellektni joriy etish texnologiyalari, infratuzilma va inson kapitaliga katta investitsiyalarni talab qiladi. Tegishli investitsiyalarning o'z vaqtida amalga oshirilishi global YAIMning kelgusi o'n yilda qo'shimcha 0,93–1,16 foizga oshishiga olib kelishi taxmin qilinmoqda.

Investitsiyalarning prognoz qilinganidan ko'ra faolroq kiritilishi va sun'iy intellektning keng ko'lamli joriy etilishi ssenariysida global YAIM o'sishiga ta'siri 1,4-1,6 foizga yetishi mumkin. Biroq kapitalning ishlab chiqarishga nisbati unumdorlik o'sishi bilan oshib borsa, YAIMning unumdorlikdan ko'ra tezroq o'sishiga olib kelishi mumkin.

Shu bilan birga, sun'iy intellektning keng joriy qilinishi bilan salbiy ijtimoiy oqibatlar paydo bo'lish xavfi ham ortib bormoqda. Xususan, noto'g'ri ma'lumotlar tarqatilishi, firibgarlik, manipulyatsiyalar yoki ijtimoiy tarmoqlar orqali ruhiy salomatlikka salbiy ta'sirlar shular jumlasidandir. Ma'lumotlarni himoya qilish, noto'g'ri axborot tarqalishining oldini olish va algoritmik qarorlarning shaffofligini ta'minlash normativ-huquqiy hujjatlar asosida tartibga solinishi muhim hisoblanadi.

²⁹ <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/generative-ai-could-raise-global-gdp-by-7-percent>.

³⁰ Daron Acemoglu, The Simple Macroeconomics of AI, NBER Working Paper No. 32487, May 2024.

Sun'iy intellektni iqtisodiy jarayonlarga samarali integratsiya qilish, barqaror va inklyuziv rivojlanishni ta'minlash uchun muvozanatli yondashuv zarur. Bunday yondashuv ta'limga investitsiyalarni oshirish, qayta tayyorlash dasturlarini takomillashtirish va sun'iy intellektning integratsiyasi kengayadigan taqdirda talab qilinadigan ko'nikmalarni rivojlantirishni o'z ichiga oladi. Bunda sun'iy intellekt ta'sirida zaiflashishi mumkin bo'lgan aholi qatlami, shu jumladan, oliy ma'lumotga ega bo'lmagan ishchilar va katta yoshli mutaxassislarga alohida e'tibor qaratilishi hamda ijtimoiy qo'llab-quvvatlash siyosati izchil amalga oshirilishi lozim.

Daromadlilik egri chizig'i va uning makroiqtisodiy tahlillardagi ahamiyati

Inflyatsion targetlash rejimida Markaziy bank pul-kredit siyosatining asosiy instrumenti **asosiy stavka** hisoblanib, asosiy stavka orqali pul-kredit sharoitlarining **qat'iylik darajasi** belgilanadi. Asosiy stavka bo'yicha qarorlar dastlab pul bozoridagi qisqa muddatli foiz stavkalariga ta'sir ko'rsatadi. Keyinchalik foiz stavkalari ta'siri pul bozorida moliya bozorlariga, shu jumladan, **davlat qimmatli qog'ozlari bozoriga** o'tadi.

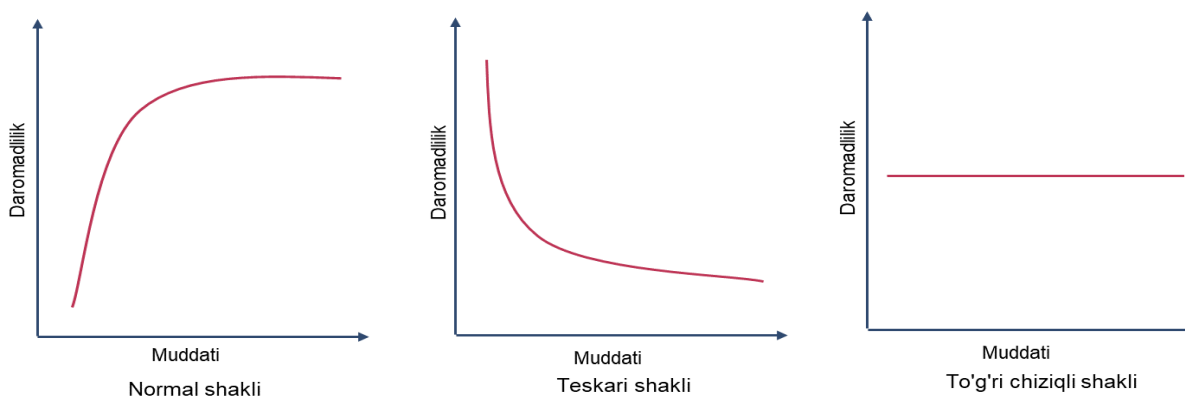
Asosiy stavka va moliyaviy instrumentlar daromadliliği o'rtasidagi bog'liqlik daromadlilik egri chizig'ida o'z aksini topadi. **Daromadlilik egri chizig'i** – bu milliy valyutada jalb qilinadigan **qarz mablag'larining narxlar va muddatlari** orasidagi **bog'liqlikni** aks ettiruvchi grafik hisoblanadi.

Daromadlilik egri chizig'i makroiqtisodiy tahlilda muhim ahamiyatga ega bo'lib, **bozor ishtirokchilarining** kelgusi iqtisodiy vaziyat, inflyatsiya darajasi, pul-kredit siyosati, shu jumladan, foiz stavka bo'yicha **kutilmalarini** o'zida aks ettiradi. Shuningdek, daromadlilik egri chizig'ining uzoq muddatli segmenti iqtisodiyotdagi **qarz olish imkoniyatlari** va **investitsion faollikni** baholashda yordam beradi. Markaziy bank daromadlilik egri chizig'ini doimiy tahlil qilishi orqali **pul-kredit siyosatining samaradorligini** baholash va zarur bo'lganida **to'g'rilash** imkoniyatiga ega bo'ladi.

Iqtisodiyotda shakllangan joriy va kelgusi vaziyat, inflyatsion jarayonlar va uning prognozlari, bozor ishtirokchilarining foiz stavkalar bo'yicha kutilmalaridan kelib chiqib, daromadlilik egri chizig'i turli shakllarga ega bo'lishi mumkin (1-rasm).

Egri chiziqning **normal shakli** uzoq muddatli qimmatli qog'ozlar daromadliliğining qisqa muddatli daromadlilikdan yuqori shakllanishini o'zida ifoda etib, bozor ishtirokchilarida kelgusida **barqaror iqtisodiy o'sish va mo'tadil inflyatsiya** bo'yicha kutilmalar shakllanganligini bildiradi.

1-rasm. Daromadlilik egri chizig'i shakllari



Manba: Mishkin F., *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, p.184.

Qisqa muddatli daromadlilikning uzoq muddatli daromadlilikdan yuqori bo'lgan vaziyati **teskari daromadlilik egri chizig'ida** aks ettirilib, bozor ishtirokchilarining kelgusi davrlarda iqtisodiy o'sishning sekinlashishi, inflyatsiyaning pasayishi va Markaziy bank tomonidan foiz stavkalarining pasaytirilishi bo'yicha kutilmalarini anglatadi. Odatda teskari

egri chiziq iqtisodiy o'sishning sekinlashishidan oldin shakllanib, **ehtimoliy retsessiya** bo'yicha oldindan signal beradi.

To'g'ri chiziqli daromadlilik egri chizig'i qisqa hamda uzoq muddatli daromadlilik ko'rsatkichlarining bir-biriga yaqin shakllanishini ko'rsatib, iqtisodiyotda ma'lum noaniqliklarning shakllanganligini yoki iqtisodiy siklning bir fazadan ikkinchisiga o'tayotganligini ifoda etadi.

Daromadlilik egri chizig'i shakllanishida **pul-kredit va fiskal siyosatlarining** ta'siri yuqori hisoblanadi. Bunda daromadlilik egri chizig'ining shakli, xususan, uning Markaziy bankning **foiz stavkalari bo'yicha o'rta muddatli prognozi** trayektoriyasiga muvofiq shakllanishi iqtisodiyotda pul-kredit siyosati ta'sirchanligining yuqori ekanligini ifoda etadi.

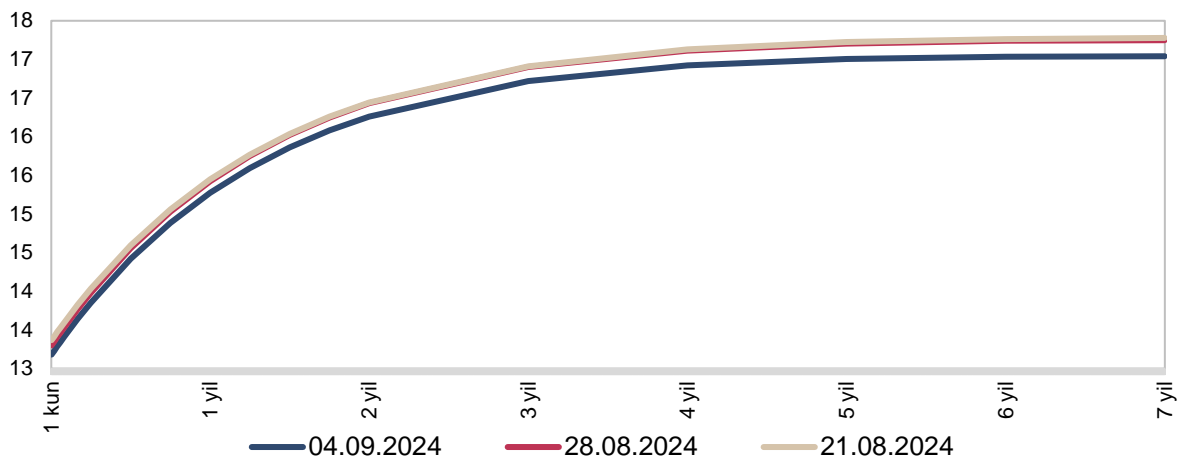
Pul-kredit siyosatining samaradorligi nafaqat qisqa muddatli pul bozori foiz stavkalarini, balki uzoq muddatli qimmatli qog'ozlar daromadlilikini ham **boshqarish imkoniyatlari** bilan baholanadi. Bunda iqtisodiyot subyektlarining uzoq muddatli kutilmalariga ta'sir ko'rsatish maqsadida **daromadlilik egri chizig'ini nazorat qilish** mexanizmi pul-kredit siyosatining noan'anaviy instrumenti sifatida qo'llanilishi mumkin. Xususan, global moliyaviy inqirozdan keyin inflyatsiyaning uzoq muddat targetdan past shakllanishi sharoitida 2010-yildan boshlab **Yaponiya markaziy banki 10 yillik davlat qimmatli qog'ozlari daromadlilikini boshqarish** (*past darajada ushlab turish*) instrumentidan faol foydalandi.

O'z o'rnida, **fiskal siyosat** ham o'zining qat'iylik darajasidan kelib chiqib daromadlilik egri chizig'iga ma'lum darajada ta'sir ko'rsatadi. Xususan, **rag'batlantiruvchi fiskal siyosat** iqtisodiy o'sishni talab tomonidan qo'llab-quvvatlashi hisobiga iqtisodiyotning qizishiga va mos ravishda inflyatsion kutilmalarning oshishiga olib keladi. Natijada Markaziy bank foiz stavkalarining kelgusi oshirilishi yuzasidan kutilmalar ta'sirida bozor ishtirokchilari tomonidan uzoq muddatli qimmatli qog'ozlarning daromadliliigi bo'yicha yuqori kutilmalari va talablari kuchayadi.

Shuningdek, fiskal taqchillikning qimmatli qog'ozlar emissiyasi orqali moliyalashtirilishi bozorda **taklifni** oshirishi hisobiga ular narxining pasayishiga, ya'ni daromadlilikning oshishiga sabab bo'ladi. Aksincha, **fiskal konsolidatsiyaning** amalga oshirilishi, inflyatsion kutilmalarni pasaytirib, daromadlilik egri chizig'i uzoq muddatli qismining pasayishiga olib kelishi mumkin.

Daromadlilik egri chizig'ining shakllanishida pul-kredit va fiskal siyosatlarining **o'zaro uyg'unligi** muhim hisoblanadi. Xususan, uzoq muddat rag'batlantiruvchi fiskal siyosatning yuritilishi markaziy bank tomonidan qat'iy pul-kredit sharoitlarini ta'minlash maqsadida foiz stavkalarining oshirilishiga **teskari egri chiziq shakllanishiga** olib keladi.

O'zbekiston sharoitida ham moliya bozori ishtirokchilarining foiz stavkalari va makroiqtisodiy kutilmalarini o'rganish, qarz majburiyatlari bo'yicha muddatlar va foiz stavkalari o'rtasidagi bog'liqlik to'g'risida ma'lumot taqdim etish orqali iqtisodiyot subyektlarining investitsion qaror qabul qilishiga ko'maklashish maqsadida Markaziy bank tomonidan Davlat qimmatli qog'ozlari daromadlilik egri chizig'ini hisoblash tartibi ishlab chiqildi.

2-rasm. Davlat qimmatli qog'ozlari daromadlilik egri chizig'i

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Egri chiziqni hisoblashda pul bozori overnayt stavkasi, Markaziy bankning depozit va REPO auksionlari hamda obligatsiyalari, davlat qimmatli qog'ozlari daromadliliği (birlamchi va ikkilamchi bozorlarda shakllangan) inobatga olinadi.

2024-yilning 1-sentyabridan Davlat qimmatli qog'ozlari daromadlilik egri chizig'ini haftalik hisoblash va e'lon qilish yo'lga qo'yildi (2-rasm). Bunda egri chiziq **normal shaklga** ega bo'lib, bozor ishtirokchilarining kelgusida iqtisodiyotning yuqori o'sishda davom etishi, inflyatsiyaning mo'tadil shakllanishi va uni pasaytirish maqsadida foiz stavkalarining **uzoqroq muddat joriy darajada** saqlanib qolishi bo'yicha kutilmalarini o'zida ifoda etmoqda.

Xususan, egri chiziqning qisqa muddatli segmentida foiz stavkalari **asosiy stavka atrofida**, 1 yildan yuqori muddat bo'yicha daromadlilik esa **15 foizdan** boshlab shakllanmoqda. Shuningdek, Markaziy bank tomonidan asosiy stavkaning iyul oyida **13,5 foizgacha pasaytirilishi** davlat qimmatli qog'ozlari daromadliliğining ham ma'lum darajada **pasayishiga** olib keldi.

Davlat qimmatli qog'ozlari daromadlilik egri chizig'ini bozor ishtirokchilari kutilmalari bo'yicha representativligini ta'minlash maqsadida asosiy **benchmark muddatlar** bo'yicha (1, 2, 3, 5 va 10 yillik) davlat qimmatli qog'ozlarini **doimiy emissiya** qilib borilishi muhim hisoblanadi.

Majburiy zaxiralash instrumentining pul-kredit siyosatini amalga oshirishda qo'llanilishi

Majburiy zaxiralash tarixan bank depozitlari uchun ma'lum zaxira buferini shakllantirish maqsadida qo'llanilib kelingan. Shu bilan birga, ayrim davlatlarda majburiy zaxiralashni makroprudensial yoki kapital harakatini boshqarish instrumenti sifatida qo'llash holatlari ham uchrab turadi.

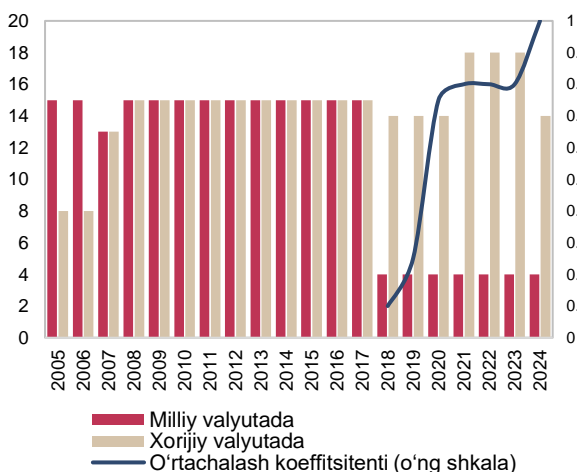
Inflyatsion targetlash rejimida ushbu instrument aksariyat davlatlarda pul-kredit siyosatining operatsion maqsadiga erishishda bank tizimi likvidligini boshqarish instrumenti hisoblanadi. O'zbekistonda ham pul-kredit siyosatini inflyatsion targetlash rejimiga o'tkazish jarayonida majburiy zaxiralash instrumentiga tegishli o'zgartirishlar kiritildi.

Xususan, 2018-yildan barcha turdagi va muddatdagi depozitlar bo'yicha umumiy majburiy zaxiralash me'yorini belgilash amaliyoti joriy qilindi hamda milliy valyutadagi depozitlar bo'yicha 4 foiz va xorijiy valyutadagi depozitlar bo'yicha 14 foizlik normativ belgilandi (1-rasm). Differensial normativlarning belgilanishi bank tizimida mavjud depozitlar dollarlashuvini qisqartirish orqali pul-kredit siyosati ta'sirchanligini oshirishga qaratilgan.

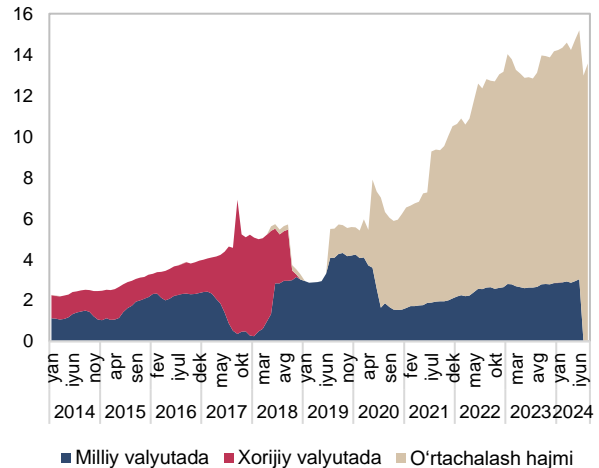
Shuningdek, 2018-yilda ilk marotaba o'rtachalash amaliyoti sinov rejimida qo'llanildi va 10 foizlik o'rtachalash koeffitsiyenti belgilandi. Mazkur amaliyot banklarda Markaziy bankdagi "majburiy zaxiralash" hisobvarag'ida saqlanayotgan talabning ma'lum qismini vakillik hisobvarag'ida shakllantirish va undan saqlash davri mobaynida foydalanish imkoniyatini beradi.

O'rtachalash huquqi banklarga qo'shimcha qulaylik yaratishini inobatga olgan holda, bank tizimi likvidligining umumiy holatidan kelib chiqib, ushbu koeffitsiyent bosqichma-bosqich oshirib borildi va 2024-yil 1-iyuldan 100 foizga yetkazildi (2-rasm).

1-rasm. Majburiy zaxiralash me'yorlari, foizda



2-rasm. Majburiy zaxiralash talablari hajmi, trln.so'm



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Bugungi kunda majburiy zaxiralash talabi doirasidagi mablag'lar to'liq vakillik hisobvarag'ida shakllantirilmoqda va bu bank tizimida to'lovlar uzluksizligini ta'minlashda muhim ahamiyatga ega bo'lmoqda. Shu bilan birga, 2018-yil dekabrdan majburiy

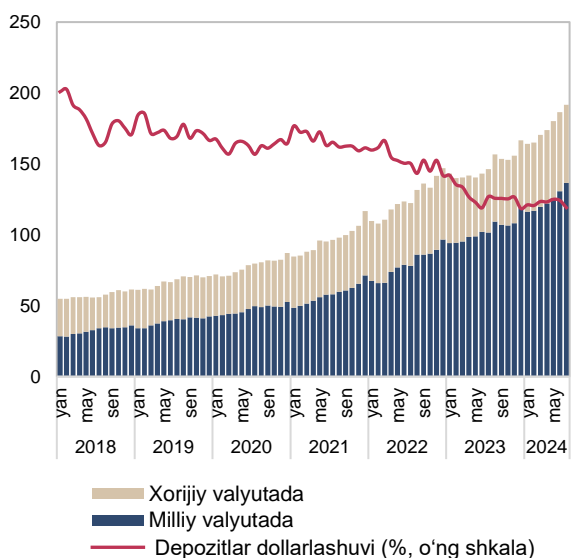
zaxiralarni faqat milliy valyutada shakllantirish amaliyotiga o'tilgan bo'lib, ushbu instrumentdan pul-kredit siyosatida likvidlikni boshqarish maqsadida faol qo'llanilmoqda.

Majburiy zaxiralash talabining qaysi valyutada shakllantirilishi xalqaro amaliyotda ham bahsli masala hisoblanib, ushbu yo'nalishdagi qarorlar bank tizimi likvidligi hamda bank balansidagi dollarlashuv holatidan kelib chiqib qabul qilinadi. Joriy vaziyatda xorijiy valyutada depozitlar bo'yicha majburiy zaxiralashning xorijiy valyutada shakllantirilishi milliy valyutada depozitlar bo'yicha majburiy zaxira talabining keskin kamayishiga olib keladi va bank tizimi likvidligini samarali boshqarish imkoniyatini pasaytiradi.

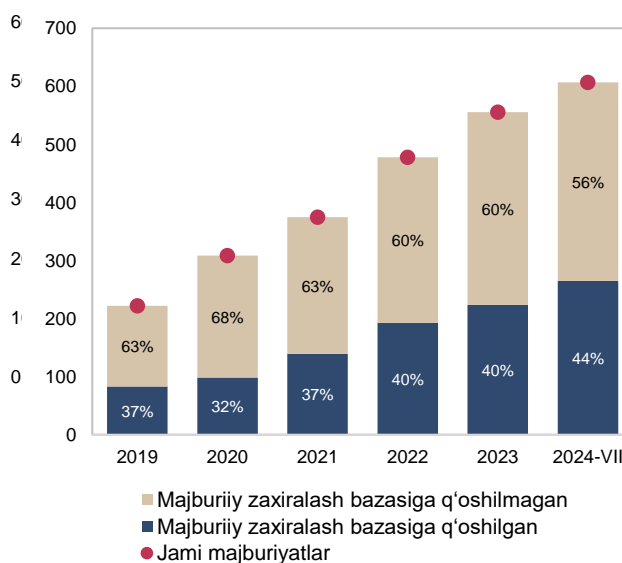
So'nggi yillarda bank tizimiga bo'lgan ishonchning ortishi, aholi daromadlarining yuqori sur'atlarda o'sishi hamda masofaviy bank xizmatlari infratuzilmasining qulaylashganligi hisobiga depozitlar hajmining sezilarli ortishi kuzatilmoqda. Bu, o'z navbatida, majburiy zaxiralash talabining ham mos ravishda oshishiga olib keladi. Xususan, banklarning depozitlariga nisbatan majburiy zaxiralari hajmi so'nggi 5 yilda 2,5 barobarga ko'payib, 13,6 trln. so'mga yetdi va bank tizimida to'lovlar uzluksizligini ta'minlash uchun yetarli darajada shakllanmoqda.

Uzoq yillar davomida bank tizimida depozitlar dollarlashuvi yuqori saqlanib kelgan. Xususan, 2018-2021-yillarda depozitlar dollarlashuvi oylik o'rtacha 41,2 foizni tashkil etgan (3-rasm). Depozitlar dollarlashuv darajasini pasaytirish maqsadida 2021-yilda xorijiy valyutada depozitlar bo'yicha majburiy zaxiralash me'yori 18 foizgacha oshirildi.

3-rasm. Depozitlar dollarlashuv darajasi



4-rasm. Bank tizimi majburiyatlari va majburiy zaxiralash bazasi



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

Ushbu chora bilan birgalikda inflyatsiya darajasining pasayib borishi va so'mdagi depozitlar bo'yicha yuqori foiz stavkalari hisobiga depozitlar dollarlashuv darajasi 2021-yil yakunidagi 38,9 foizdan 2024-yil iyul oyida 28,8 foizgacha pasaydi. Bunda aholi depozitlari bo'yicha dollarlashuv darajasi 20 foizgacha pasaygan bo'lib, aholi bank jamg'armalarining qariyb 80 foizi so'mda saqlanayotganligi va milliy valyutaga bo'lgan ishonch ortib borayotganligi bilan izohlanadi.

Depozitlar dollarlashuvining sezilarli qisqarishini inobatga olib, 2024-yil 1-iyuldan xorijiy valyutadagi depozitlar bo'yicha majburiy zaxiralash me'yori 14 foizgacha pasaytirildi.

Ta'kidlash joizki, xorijiy valyutadagi depozitlar bo'yicha me'yorning yuqori bo'lishiga qaramasdan majburiy zaxiralash bazasiga faqat depozitlar kirishi hamda xorijiy valyutadagi boshqa bank majburiyatlari majburiy zaxiralashga tortilmasligi me'yorning samaradorlik darajasini pasaytiradi.

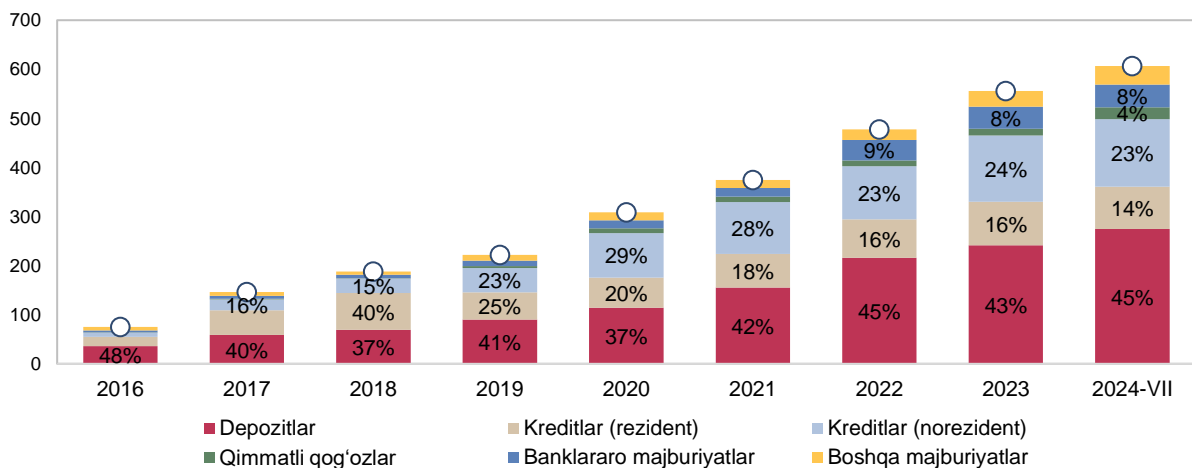
Xususan, xalqaro amaliyotda banklarning barcha turdagi majburiyatlari (*Markaziy bank va rezident tijorat banklari oldidagi majburiyatlar bundan mustasno*) majburiy zaxiralashga tortiladi. Bizning holatda bugungi kunda banklar majburiyatlarining 44 foizi majburiy zaxiralash bazasiga kiritiladi va qolgan 56 foizi depozit bo'lmagan majburiyatlar ekanligi sababli ularga nisbatan majburiy zaxiralash talabi qo'llanilmaydi (4-rasm).

Shu jumladan, bank tizimining xorijiy valyutadagi majburiyatlarining 23,4 foizi majburiy zaxiralash bazasiga qo'shiladi. Bugungi kunda xorijiy valyutadagi majburiy zaxiralash talabini banklarning xorijiy valyutadagi barcha majburiyatlariga nisbatan bo'lgan me'yorning effektiv darajasi 6 foizga teng. Boshqacha aytganda, barcha bank majburiyatlarining majburiy zaxiralash bazasiga qo'shinishi majburiy zaxiralash talabini joriy hajmda saqlab qolgan holda xorijiy valyutadagi majburiyatlar bo'yicha me'yorni 6 foizgacha pasaytirish imkonini beradi.

Bugungi kunda Markaziy bank tomonidan xalqaro moliya institutlari va xorijiy markaziy banklar ekspertlari bilan birgalikda majburiy zaxiralash instrumentini jahon standartlariga muvofiqlashtirish choralari ishlab chiqilmoqda. Ushbu choralar majburiy zaxiralash bazasini kengaytirish, unga mos ravishda me'yorlarni pasaytirish va xorijiy valyutadagi majburiyatlar bo'yicha talabni xorijiy valyutada shakllantirish amaliyotiga bosqichma-bosqich o'tishni o'z ichiga oladi.

Majburiy zaxiralash amaliyotining ko'rib chiqilishi, bir tomondan, bank tizimi majburiyatlaridagi tarkibiy o'zgarishlarga ham bog'liq. Xususan, so'nggi yillarda banklar tomonidan tashqi kredit liniyalarining faol jalb etilishi hamda davlat tomonidan markazlashgan resurslarning yo'naltirilishi kuzatilmoqda (5-rasm).

5-rasm. Bank tizimi majburiyatlari dekompozitsiyasi



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Ushbu ikki turdagi majburiyatlar nisbatan beqaror hisoblanib, markazlashgan resurslar davlat byudjeti imkoniyatlari bilan cheklangan bo'lsa, tashqi resurslar global moliyaviy sharoitlarga bog'liq hisoblanadi.

Bank tizimi majburiyatlarining barqaror shakllanishini ta'minlash, bank balansida valyuta nomutanosibligining oldini olish, depozit bo'lmagan majburiyatlarni jalb etishda solishtirma ustunlik taqdim etmaslik maqsadida majburiy zaxiralash talablari bo'yicha yuqorida ta'kidlangan o'zgarishlarni amalga oshirish rejalashtirilmoqda.

GLOSSARIY

Asosiy foiz stavkasi (asosiy stavka)	– tijorat banklari uchun qarz olish foiz stavkasini hamda qarz oluvchilar uchun kredit xarajatlarini belgilab beruvchi foiz stavkasi; asosiy foiz stavkasining o'zgarishi banklararo pul bozorida foiz stavkalariga ta'sir ko'rsatadi.
Bazaviy inflyatsiya	– mavsumiy va ma'muriy xususiyatga ega bo'lgan omillar ta'sirida bo'lgan ayrim tovarlar va xizmatlar (<i>meva-sabzavotlar, yoqilg'i, yo'lovchi transportining ayrim turlari, aloqa xizmatlari, uy-joy kommunal xizmatlari va boshqalar</i>) narxlarining o'zgarishini hisobga olmagan holda hisoblanadigan inflyatsiya.
Bank tizimining likvidligi	– tijorat banklarining O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankida ochilgan milliy valyutadagi vakillik hisobvaraqlaridagi pul mablag'lari qoldiqlari.
Banklararo pul bozori	– milliy va xorijiy valyutalardagi mablag'larni joylashtirish va jalb qilish bo'yicha qisqa muddatli (<i>odatda bir yilgacha</i>) birja savdo operatsiyalarini tashkil etish va o'tkazish tizimi.
Daromadlilik egri chizig'i	– iqtisodiyot va moliyada, ma'lum bir qarz vositasi (<i>masalan, davlat qimmatli qog'ozlari</i>) foiz stavkalarining (daromadlilikining) muddatlaridan kelib chiqib o'zgarishini ko'rsatadigan egri chiziq. Daromadlilik egri chizig'i muhim iqtisodiy ko'rsatkich hisoblanib, pul-kredit siyosatiga oid qarorlarni iqtisodiyotga uzatilishida markaziy rol o'ynaydi. Ushbu egri chiziq dinamikasi shakllanishi asosida investorlarning kelajakdagi foiz stavkalari, iqtisodiy o'sish va inflyatsiya darajasi kabi makroiqtisodiy ko'rsatkichlar bo'yicha kutilmalarini ifodalaydigan ma'lumot manbai hisoblanadi.
Depozit auksionlari	– bank tizimi umumiy likvidligini boshqarish va likvidlikning tarkibiy profitsiti sharoitida ortiqcha likvidlikni bank tizimidan vaqtincha olish maqsadida Markaziy bank tomonidan tijorat banklari vakillik hisobvarag'idagi mablag'larni auksion foiz stavkalarida (odatda bir yoki ikki haftalik) depozitlarga jalb qilish operatsiyalari.
Fillips egri chizig'i	– inflyatsiya va ishsizlik darajasi o'rtasidagi bog'liqlikni ko'rsatadigan egri chiziq. Fillips egri chizig'iga ko'ra, ishsizlikning past darajasi yuqori inflyatsiyaga olib keladi.
Foiz koridori	– pul bozorida qisqa muddatli foiz stavkalarini Markaziy bankning asosiy foiz stavkasiga (foiz targetiga) yaqinlashtirish tizimi; foiz koridorining yuqori chegarasi Markaziy bankning tijorat banklariga qarz taqdim etish stavkasi (odatda overnajt stavkasi), quyi chegarasi esa Markaziy bankning tijorat banklaridan depozitlar jalb qilish stavkasi hisoblanadi.
Iqtisodiy sikl	– iqtisodiy rivojlanishning tabiiy shakli bo'lib, bunda ishlab chiqarish o'sishi, bandlik va YAIM o'sishi iqtisodiyotning pasayish (retsessiya) davrlari bilan almashadi.
Investitsion talab	– xo'jalik yurituvchi subyektlarning o'z faoliyatini yuritish va kengaytirish uchun foydalanadigan jismoniy kapital obyektlari (mashina, uskunar,

	<p>materiallar, xomashyo va h.k.) va xizmatlarga bo'lgan talab. Investitsion talab iqtisodiyotdagi yalpi talabning bir qismidir.</p>
Inersion inflyatsiya	<p>– inflyatsiyaning uzoq muddatli darajasidan og'ishga olib kelgan shoklardan so'ng uzoq muddatli muvozanat darajasigacha sekinlik bilan qaytish tendensiyasi.</p>
Inflyatsion kutilmalar	<p>– aholi va tadbirkorlik subyektlarining kelgusi davr uchun inflyatsiya darajasi to'g'risidagi taxminlari. Inflyatsiya kutilmalariga asoslanib, ishlab chiqaruvchilar va iste'molchilar, sotuvchilar va xaridorlar o'zlarining kelgusidagi investitsiya, kredit, moliyaviy hamda narx siyosatini belgilaydilar, daromadlar, xarajatlar va taxminiy foyda hajmini baholaydilar.</p>
Inflyatsion kutilmalarni jilovlash	<p>– aholi va tadbirkorlik subyektlarining kelgusi o'rta muddatli davr uchun taxmin qilayotgan inflyatsiya darajalarini ma'lum bir miqdoriy ko'rsatkichga (inflyatsion targetga) bog'lanishi.</p>
Inflyatsion target	<p>– uzoq muddatli iqtisodiy o'sish va narxlar barqarorligiga zamin yaratadigan inflyatsiyaning oldindan rasmiy e'lon qilingan maqsadli ko'rsatkichi.</p>
Inflyatsion targetlash rejimi	<p>– pul-kredit siyosati rejimi bo'lib, unda Markaziy bank inflyatsiyaning o'rta muddatli miqdoriy darajasini belgilaydi va e'lon qiladi. Bunda pul-kredit instrumentlari joriy inflyatsiyaning miqdoriy ko'rsatkichiga erishishga yo'naltiriladi.</p>
Inflyatsiyaning monetar omillari	<p>– o'rta muddatli istiqbolda Markaziy bank pul-kredit siyosati vositalarini inflyatsiya darajasiga bevosita ta'sir qilishi mumkin bo'lgan chora-tadbirlari.</p>
Iste'mol narxlari indeksi (INI)	<p>– aholi tomonidan iste'mol uchun xarid qilinadigan tovar va xizmatlar umumiy narxlar darajasining o'zgarish ko'rsatkichi. INI belgilangan tovar va xizmatlar joriy davrdagi narxlari yig'indisining oldingi (bazaviy) davrdagi narxlariga nisbati orqali hisoblanadi.</p>
Iste'mol talabi	<p>– iqtisodiyotdagi iste'mol tovarlari va xizmatlariga bo'lgan jami talab.</p>
Ishlab chiqarish tafovuti (yalpi ishlab chiqarish tafovuti)	<p>– joriy va potensial YAIM o'rtasidagi farq. Yalpi ichki mahsulotdagi ijobiy tafovut inflyatsion tafovut deb ataladi. Bu esa, yalpi talab o'sish sur'ati yalpi taklif o'sish sur'atlaridan oshib ketishini va bu inflyatsion bosimni yuzaga keltirishi mumkinligini anglatadi. Aksincha, YAIM salbiy tafovuti deflyatsiyaga olib keladigan retsersion tafovut deb ataladi.</p>
Joriy operatsiyalar hisobi	<p>– bu mamlakat to'lov balansining bir qismi hisoblanib, unda rezidentlar va norezidentlar o'rtasidagi tovarlar, xizmatlar, birlamchi va ikkilamchi daromadlar (<i>ishchilar ish haqi, investitsiyadan olgan daromadlar va boshqalar</i>) oqimi aks ettiriladi.</p>
Makroprudensial choralar	<p>– moliya sektori yoki uning alohida sohalarida tizimli riskni minimallashtirishga qaratilgan faol tadbirlar majmui.</p>
Markaziy bankning valyuta intervensiyalari	<p>– Markaziy bank tomonidan oltin sotib olish natijasida vujudga kelgan qo'shimcha likvidlikni sterilizatsiya qilish, shuningdek, milliy valyuta kursi keskin o'zgarishini oldini olish maqsadida Markaziy bankning valyuta sotib olish va sotish orqali valyuta bozorida ishtiroki.</p>

Mashinaviy o'rganish (machine learning)	– bu kompyuterda dasturni o'qitish yoki dasturning mavjud ma'lumotlardan foydalangan holda berilgan vazifalarni mustaqil hal qilish algoritmi hisoblanadi. Ushbu usulning afzalligi katta ma'lumotlar bazasidan foydalangan holda nisbatan aniqroq prognozlashtira oladi.
Ma'muriy tartibga solinadigan narxlar	– bozor mexanizmlari (<i>talab va taklif</i>) asosida shakllanmaydigan, aksincha, hukumat idoralari, tashkilotlar va korxonalar orqali alohida turdagi mahsulotlar (<i>tovarlar, xizmatlar</i>)ni ma'muriy yo'l bilan tartibga solinadigan narxlar.
Moliya bozori	– iqtisodiy boyliklar almashinuvi jarayonida vujudga keladigan iqtisodiy munosabatlar tizimi.
Moliyaviy barqarorlik	– resurslarni qayta taqsimlashni va moliyaviy tavakkalchilikni boshqarishni ta'minlagan holdagi moliyaviy tizimning o'z funksiyalarini samarali bajaradigan, moliya bozorida (uning segmentlarida) haddan tashqari o'zgaruvchanlik bo'lmagan, hisob-kitoblarning uzluksizligi ta'minlangan, shuningdek, salbiy shoklar ta'sirini bartaraf eta oladigan va stress holatidan qayta tiklana oladigan, moliya tizimining favqulodda holatlarda mo'tadil faoliyat ko'rsata oladigan holati.
Moliyaviy tizim	– turli xil moliyaviy vositalar yordamida davlat, tashkilotlar va aholining mablag'larini shakllantirish va ulardan foydalanishni ta'minlaydigan moliyaviy tashkilotlar va moliya bozorlari majmui. Bunda moliyaviy institutlar cheklangan moliyaviy resurslarni bir xo'jalik yurituvchi subyektlaridan boshqalariga qayta taqsimlaydilar.
Ochiq valyuta pozitsiyasi	– bankning xorijiy valyutasidagi talablari miqdori uning xorijiy valyutasidagi majburiyatlari miqdoriga mos (<i>teng</i>) bo'lmagan holatdagi valyuta pozitsiyasi.
Pul-kredit siyosati	– ichki bozorda narxlar barqarorligini ta'minlash maqsadida olib borilayotgan makroiqtisodiy siyosatning bir qismi. Pul-kredit siyosati pul-kredit instrumentlaridan foydalanish orqali bank tizimidagi likvidlik hajmini, foiz stavkalari va boshqa monetar ko'rsatkichlarni belgilangan darajada ushlab turish uchun amalga oshiriladi.
Pul-kredit siyosatining transmission (uzatish) kanallari	– pul-kredit siyosati sohasidagi qarorlarning narxlar dinamikasi va iqtisodiyotga ta'sir qilish kanallari. Markaziy bank foiz stavkasi o'zgarishi yoki o'zgarishsiz qoldirilishi va uning kelgusidagi trayektoriyasi to'g'risidagi signalining moliyaviy bozor segmentlaridan iqtisodiyotning real sektoriga va natijada inflyatsiya darajasiga asta-sekinlik bilan tarqalish jarayoni. Foiz stavkasining o'zgarishi iqtisodiyotga quyidagi asosiy kanallar: foiz, kredit, valyuta, aktivlar narxi va kutilmalar orqali uzatiladi.
Qisqartirilgan inflyatsiya	– eng yuqori va eng past narx o'sishiga ega bo'lgan 10 ta tovar (<i>xizmatlar</i>) guruhlarini mos ravishda istisno qilgan holda hisoblangan inflyatsiya.
REPO operatsiyalari	– tijorat banklarining qisqa muddatli qarz olish uchun qayta sotib olish kelishuvi asosida davlat qimmatli qog'ozlarini Markaziy bankka sotish operatsiyalari yoki Markaziy bankning pul taklifi va bank rezervini boshqarish maqsadida qimmatli qog'ozlarni tijorat banklariga sotish

	<p>operatsiyalari (<i>bunda davlat qimmatli qog'ozlari garov vazifasini o'taydi</i>).</p>
Retsessiya	– iqtisodiyotda ishlab chiqarishning keskin kamayishi yoki iqtisodiy o'sishning sezilarli darajada sekinlashishi.
Stagflyatsiya	– yuqori inflyatsiyaning past iqtisodiy o'sish bilan birga namoyon bo'lishi.
Tijorat banklarining majburiy zaxiralari	– tijorat banklari tomonidan Markaziy bankning majburiy zaxira talablarini bajarish uchun Markaziy bankka qo'yiladigan pul mablag'lari. Markaziy bankda saqlanadigan majburiy zaxiralarning minimal miqdori pul-kredit siyosatining maqsadlarini hisobga olgan holda, Markaziy bankning me'yoriy hujjatlari bilan depozitlar hajmi, turi, muddatiga va banklarning boshqa majburiyatlarini hisobga olgan holda belgilanadi. Jalb qilingan mablag'larning har bir toifasi uchun majburiy zaxiralar hajmi barcha banklar uchun bir xil.
Tizimli xatarlar	– moliyaviy bozorning alohida ishtirokchisi yoki ishtirokchilar guruhi bilan bog'liq xatarlardan farqli, butun moliyaviy tizim yoki moliya bozori faoliyatining qulash xavfi.
Trend	– ko'rsatkich o'zgarishining asosiy tendensiyasi. Trendlar turli xil tenglamalar bilan ifodalanishi mumkin - chiziqli, logarifmik, darajali va boshqalar. Trendning amaldagi turi uning funksional modelini statistik usullar yoki davriy qatorlarni (time series) silliqlash yo'li orqali aniqlanadi.
To'lov balansi	– ma'lum vaqt davomida rezidentlar va nerezidentlar o'rtasidagi barcha iqtisodiy bitimlarni aks ettiruvchi statistik hisobot.
Vaqt tafovuti (lag)	– bir iqtisodiy hodisani unga bog'liq bo'lgan boshqa iqtisodiy hodisaga ma'lum vaqt kechikish bilan ta'sir qilish ko'rsatkichi; ikkita bog'liq hodisa yoki hodisalarning yuzaga kelishi o'rtasidagi oraliq vaqt.
Xalqaro pul o'tkazmalari	– pul mablag'larini mamlakatga yoki mamlakat tashqarisiga xalqaro pul o'tkazmalari tizimlari orqali o'tkazish.
Yalpi ichki mahsulot deflyatori	– ma'lum bir davr mobaynidagi mamlakat hududida ishlab chiqarilgan va iste'mol qilingan tovar va xizmatlar narxlari umumiy darajasi o'zgarishi.
Qisqartirilgan inflyatsiya	– eng yuqori va eng past narx o'sishiga ega bo'lgan 10 ta tovar (<i>xizmatlar</i>) guruhlarini mos ravishda istisno qilgan holda hisoblangan inflyatsiya.

