



Ўзбекистон Республикаси  
Марказий банки



**ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ  
2024 ЙИЛ ВА 2025-2026 ЙИЛЛАР  
ДАВРИГА МЎЛЖАЛЛАНГАН  
АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ**

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки

**ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ  
2024 ЙИЛ ВА 2025-2026 ЙИЛЛАР  
ДАВРИГА МЎЛЖАЛЛАНГАН  
АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ**

© Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, 2023 йил

---

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки бошқарувининг 2023 йил 18 ноябрдаги 39/1-сонли Қарори билан тасдиқланган.

Пул-кредит сиёсати департаменти томонидан тайёрланди.

Таклиф ва эътирозларни қуйидаги манзилга жўнатишингиз мумкин:

Е-mail: [achilov@cbu.uz](mailto:achilov@cbu.uz)

Тел.: (+998) 71 212-60-22.

**МУНДАРИЖА**

<b>ҚИСҚАРТМАЛАР .....</b>	<b>4</b>
<b>КИРИШ.....</b>	<b>5</b>
<b>I. 2023 ЙИЛДА ШАКЛЛАНГАН МАКРОИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ ТАҲЛИЛИ .....</b>	<b>9</b>
1.1. Иқтисодиётда ялпи талаб ва таклиф мувозанатига таъсир қилган омиллар таҳлили.....	9
1.2. Ташқи иқтисодий ўзгаришларнинг ички иқтисодий ва инфляцион жараёнларга таъсири.....	13
1.3. Инфляция ва инфляцион жараёнларни жиловлашга қаратилган пул-кредит сиёсати чоралари .....	16
1-ҳавола Пул-кредит сиёсатининг асосий тамойиллари .....	21
<b>II. 2024-2026 ЙИЛЛАРДА МАКРОИҚТИСОДИЙ РИВОЖЛАНИШ СЦЕНАРИЙЛАРИ ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ .....</b>	<b>23</b>
2.1. Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси ва пул-кредит сиёсати.....	27
2.2. Макроиқтисодий ривожланишнинг муқобил сценарийси ва пул-кредит сиёсати ....	34
2-ҳавола Узоқ муддатли барқарор ўсишни таъминлашда фискал интизомнинг ўрни ..	39
<b>III. ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ САМАРАДОРЛИГИНИ ОШИРИШНИНГ УСТУВОР ЙЎНАЛИШЛАРИ .....</b>	<b>42</b>
3.1. Пул-кредит сиёсати трансмиссиясини такомиллаштириш .....	42
3-ҳавола Пул-кредит сиёсати трансмиссияси самарадорлигини баҳолаш .....	45
4-ҳавола Пул-кредит сиёсати самарадорлигини чекловчи омиллар .....	49
3.2. Марказий банк таҳлилий-прогнозлаштириш салоҳиятини ривожлантириш йўналишлари.....	52
3.3. Пул-кредит сиёсати коммуникацияси самарадорлигини ошириш чоралари .....	55
<b>ИЛОВАЛАР .....</b>	<b>58</b>
1-илова 2024 йилда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йиғилишлари графиги.....	58
2-илова Меҳнат бозоридаги тенденциялар: иш ҳақи ва меҳнат унумдорлиги ошишининг инфляцияга таъсири .....	59
3-илова Чакана кредитлар бозори ва қарз юки ошиши билан боғлиқ хатарлар .....	62
4-илова Пул-кредит сиёсатининг иқтисодиётга таъсирини баҳолашда динамик стохастик умумий мувозанат (DSGE) моделидан фойдаланиш имкониятлари .....	66
5-илова Инфляцион қутилмаларнинг шаклланишига алмашув курси ва тартибга солинадиган нархлар ўзгариши таъсири.....	73
6-илова Бюджет харажатлари ўсишининг мамлакат ташқи савдо балансига таъсири..	77
<b>ГЛОССАРИЙ .....</b>	<b>79</b>

## ҚИСҚАРТМАЛАР

ЯИМ	–	ялпи ички маҳсулот
ИНИ	–	истеъмол нархлари индекси
ИЧНИ	–	ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси
ИНМИ	–	истеъмол нархлари муқобил индекси
БМТ	–	Бирлашган миллатлар ташкилоти
ФАО	–	БМТ Озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилоти
ХВЖ	–	Халқаро валюта жамғармаси
ХМИ	–	Халқаро молия институтлари
ЕТТБ	–	Европа тикланиш ва тараққиёт банки
ЖСТ	–	Жаҳон савдо ташкилоти
ҚҚС	–	қўшилган қиймат солиғи
ЯИТ	–	ягона ижтимоий тўлов
ЯҒҲ	–	ягона ғазначилик ҳисобварағи
ДҚҚ	–	давлат қимматли қоғозлари
НОК	–	нархларни онлайн кузатиш

## КИРИШ

Пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишлари келгуси йилларда ташқи ва ички шароитлар ўзгаришларига нисбатан пул-кредит сиёсатининг жавоб чоралари, унинг операцион механизмини ривожлантириш бўйича тадбирлар ва иқтисодиётдаги ўзаро боғлиқликлар борасидаги тадқиқотларни ўз ичига олади ҳамда умуман олганда, жорий ва кутилаётган макроиқтисодий вазият бўйича **Марказий банк қарашларини ифодалайди.**

Макроиқтисодий ривожланишнинг барча сценарийларида **Марказий банкнинг асосий мақсади нархлар ва молиявий барқарорликни таъминлашга қаратилади.** Таргетга йўналтирилган фаолият давомида пул-кредит сиёсатининг операцион механизми, инструментлар тўплами ва пул бозорлари ривожлантирилиб, таҳлилий, прогнозлаш ва коммуникация салоҳияти такомиллаштириб борилади.

Ташқи савдо бўйича ҳамкор давлатлардаги иқтисодий вазият, хомашё ва молия бозорларида келгусида ҳам юқори ноаниқликлар сақланиб қолаётгани, шунингдек, таркибий ислохотларни амалга ошириш суръатларини инobatга олган ҳолда, кейинги йилларга мўлжалланган макроиқтисодий ривожланиш йўналишлари **сценарий-лар асосида ишлаб чиқилди.**

Келгуси йилларда ташқи иқтисодий шароитларда жорий вазиятнинг **кескин ўзгаришларсиз** ривожланиши ва таркибий ислохотларнинг фаол давом эттирилиши **асосий сценарий**

шартлари этиб белгиланган бўлса, ноаниқликларнинг янада кучайиши ва ташқи шароитларда хатарли шокларнинг юзага келиши **муқобил сценарий** шартлари сифатида қайд этилди.

**Асосий сценарийни** ишлаб чиқишда кейинги йилларда **макроиқтисодий тўғриланишларнинг** амалга оширилиши, яъни энергия, транспорт ҳамда қишлоқ ва сув хўжалигидаги **таркибий ислохотларнинг** мантиқий якунига етказилиши, **фискал консолидация бошланиб,** умумий фискал тақчиллик ҳажми 2023 йилги кўрсаткичлардан камайтирилиши (*2023 йилда кутилаётган ЯИМга нисбатан 5,5 фоиздан 2024 йилда 4 фоизгача, 2025-2026 йилларда 3 фоизгача*), иқтисодиётда давлат улушининг қисқариши, хусусий инвестициялар ва товарлар экспорти ҳажмининг юқори суръатларда ўсиб бориши каби қарашларга таянилган.

Ушбу сценарий доирасида янгиланган прогнозларга кўра, 2022-2023 йилларда юзага келган ташқи вазиятдаги ўзгаришларнинг таклиф омилларига бўлган босими **узоқроқ муддат сақланиб қолаётганлиги** ҳамда айрим тартибга солинадиган нархлар тўғриланишининг умумий инфляцияга бўлган **таъсирлари инфляциянинг доимий 5 фоизлик таргетига** эришиш даври **2025 йил якунига** тўғри келиши бўйича асосларни юзага келтирмоқда.

Айни пайтда ушбу қарор доимий 5 фоизлик таргетнинг ўзгартирилган-



лигини англатмайди, балки макроиқтисодий вазият ва кутилмалардан келиб чиққан ҳолда ушбу таргетга эришиш **даврининг узайтирилганлигини билдиради.**

Таргетга эришиш даврининг узайиши, бир томондан иқтисодиётдаги ялпи таклифнинг ички истеъмол талабини **етарли даражада қондиришда кечикаётгани** билан боғлиқ бўлса, иккинчи томондан, ялпи талабни тийиб туришга қаратилган кескин чоралар кўрилган тақдирда **иқтисодий фаоллик ва барқарорликка жиддий хатарлар** туғдириши мумкинлиги билан боғлиқ.

Келгусида инфляция даражасини таргет кўрсаткичига қадар самарали пасайтириш учун монетар омиллар таъсирини камайтириш билан бир қаторда ялпи таклифни оширишга қаратилган чораларни **янада кучайтириш лозимлигини англатади.**

Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси доирасида 2024 йилда инфляция даражаси **8-9 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда. Инфляциянинг мазкур даражадан ошмаслигини таъминлаш мақсадида пул-кредит шароитлари 2024 йилда ҳам **нисбатан қатъий** фазада сақлаб қолинади.

Айни пайтда 2024 йилда тартибга солинадиган нархларнинг тўғриланиши даражасидан келиб чиқиб, **инфляция прогнози қайта янгиланиши** ва мос равишда пул-кредит шароитларига **ўзгартириш киритилиши** мумкин.

Макроиқтисодий тўғриланишлар ва таркибий ислохотлар амалга оширилаётган даврда **умумий**

**инфляцияга** қисқа муддатли оширувчи таъсирлар сезиларли бўлишини инобатга олиб, келгуси йилда пул-кредит соҳасидаги қарорлар устувор равишда **базавий инфляцияни** пасайтиришга қаратилади.

Ўз навбатида, келгуси йилларда ҳам базавий инфляциянинг **пасаювчи динамикаси** сақланиб қолиши бўйича асослар етарли шаклланган.

Кутилаётган ўзгаришлар **инфляцион кутилмаларга кескин таъсир кўрсатган тақдирда**, пул-кредит шароитлари ўзгартирилади ҳамда ушбу ўзгартиришлар борасида кенг жамоатчилик билан коммуникация янада фаоллаштирилади ва ҳар бир чора тушунтириб борилади.

Пул-кредит сиёсати **таъсирчанлигини ошириш** бўйича ҳам тизимли ишлар, хусусан, банк тизимида **долларлашув даражасини** пасайтириш, **имтиёзли кредитлаш** амалиётини босқичма-босқич қисқартириш ва **бозор тамойиллари** асосида шаклланивчи фоиз ставкаларига ўтиш борасида муҳим чоралар давом эттирилади.

Ўрта муддатли истиқболда банк тизими **умумий ликвидлиги** динамикаси ҳукумат операциялари ва уни молиялаштириш манбалари, ички валюта бозоридаги талаб ва таклиф мувозанатидан келиб чиқиб шаклланади. Бунда 2023 йилда кузатилгани каби 2024 йилда ҳам **ликвидликни қисқарувчи тенденциясининг сақланиб қолиши** қатъий пул-кредит шароитлари орқали инфляцияни чекловчи аҳамият касб этади.

Банк тизими ликвидлигининг қисқариши шароитида **молиявий барқарорлик** масаласи ҳам кун тартибига чиқиб, Марказий банк ликвидликни бошқариш инструментларидан фаол фойдаланиш орқали **тизим барқарорлигини таъминлашга қаратилган** чораларини кўриб боради.

Асосий сценарий доирасида 2024 йилда **ялпи ички маҳсулотнинг** реал ўсиши **5,0-5,7 фоиз** атрофида бўлиши кутилаётган бўлса, 2025 йилда **5-6 фоиз** ва 2026 йилда **5,5-6,5 фоиз** атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда.

Бунда, хусусий секторнинг инвестицион ва ишлаб чиқариш салоҳиятининг ошиб бориши, тўғридан-тўғри хорижий ва маҳаллий инвестициялар ва экспортнинг юқори суръатларда ўсиши иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватловчи омиллар бўлиши кутилмоқда.

Хорижий инвестициялар ва экспорт ҳажмининг ўсиш тенденциялари **ички валюта бозорига** ҳам ижобий таъсир кўрсатиб, келгуси йиллардан таклиф ҳажмининг ҳам ошиб бориши кутилмоқда. Савдо ҳамкорларда инфляция жараёнларининг пасайиб бориши билан биргаликда мазкур омил реал самарали алмашув курсининг нисбатан барқарор бўлишига ҳисса қўшади.

**Муқобил сценарий** доирасида асосий сценарийдан фарқли равишда, ташқи шароитларнинг бирмунча ноқулай шаклланиши оқибатида ички нархларга қўшимча босим яратилишини инобатга олиб, 2024 йилда **инфляция даражаси 9-10 фоиз** атрофида бўлиши

кутилмоқда. Бунда, **доимий таргетга эришиш даври янада узоқроқ** муддатга кечикиб, 2025 йилда инфляция **7-8 фоиз** атрофида бўлиши ва 2026 йил якунига келиб **5 фоизгача** пасайиши прогноз қилинмоқда.

Мазкур сценарий доирасида иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватловчи асосий омил **фискал рағбатлантиришлар** бўлади. Иқтисодий ўсиш кўрсаткичлари асосий сценарийга нисбатан **1,5-2 фоиз бандга** пастроқ бўлиши мумкин.

Муқобил сценарий шартлари юзага келганда пул-кредит шароитларини **янада қатъийлаштириш** чоралари кўрилади. **Молиявий барқарорликни таъминлаш** мақсадида **макропруденциал чоралардан** ҳам кенг фойдаланиб борилади.

**Келгуси йилларда пул-кредит сиёсатини институционал жиҳатдан ривожлантириш** қуйидаги йўналишларда амалга оширилади:

**Пул-кредит сиёсати стратегияси йўналиши:**

**a.** 2025 йилдан бошлаб асосий ставканинг шартли прогнозини эълон қилиш ва бозор иштирокчилари билан муҳокама қилиш масаласи ўрганилади;

**b.** пул бозорида репо операциялари ҳажмини кенгайтиришга асосий эътибор қаратилади;

**c.** пулнинг турли даврлардаги нархлари асосида даромадлар эгри чизигини шакллантириш чоралари кўрилади;

**d.** овернайт фоиз ставка своплари амалиёти жорий этилиб, улар асосида даромадлилик эгри чизиги шакллантирилади.



**Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаш йўналиши:**

**а.** машинавий ўрганиш моделлари ва онлайн кузатувлар натижалари асосида е-срї прогнозлари ишлаб чиқилади;

**б.** инфляцион кутилмалар ҳамда истеъмол ва бизнес кайфиятини ўрганишнинг қамров усуллари ва кўламлари такомиллаштирилади;

**с.** RLS ва VECM моделлари асосида инфляция прогнозлари амалга оширилади;

**д.** MIDAS ва FAMIDAS моделлари асосида ЯИМ прогнозларини ишлаб чиқиш татбиқ этилади;

**е.** Ўзбекистон иқтисодиётида мувозанатли (нейтрал) реал фоиз ставкаси ва реал алмашув курсини миқдорий баҳолаш бўйича тадқиқотлар амалга оширилади.

**Пул-кредит сиёсати коммуникацияси йўналиши:**

**а.** мақсадли таргет аудиторияларининг қизиқиш ва эҳтиёжларига мос келувчи коммуникация инструментлари такомиллаштирилади;

**б.** кўп қатламли (multi-layer) коммуникацияни ривожлантириш концепцияси ишлаб чиқилади;

**с.** коммуникация интизоми қоидалари жорий қилинади ва амал қилиши таъминланади.

## I. 2023 ЙИЛДА ШАКЛЛАНГАН МАКРОИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ ТАҲЛИЛИ

### 1.1. Иқтисодиётда ялпи талаб ва таклиф мувозанатига таъсир қилган омиллар таҳлили

Мамлакатимизда 2023 йилда иқтисодий ривожланиш қатъий молиявий шароитлар таъсирида глобал инфляция даражасининг секинлашуви, аксарият иқтисодиётларда фаолликнинг пасайиши шароитида ривожланмоқда. Юқори фискал рағбатлантиришлар, инвестицион фаолликнинг ортиши, кредитлаш суръатининг тезлашиши, пул ўтказмалари ҳажмининг ўтган йилга нисбатан сезиларли пасайиши ҳам иқтисодий шароитларда ўз аксини топди.

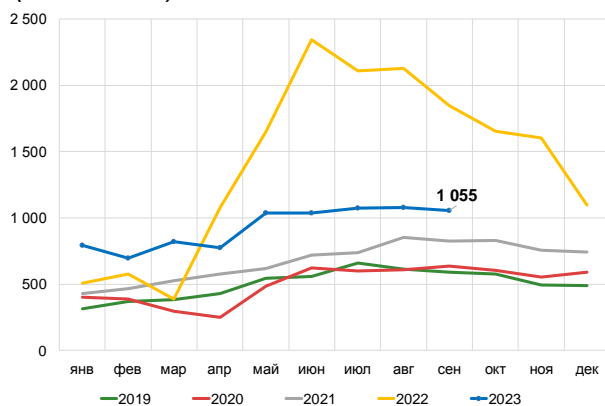
Бу эса, 2022 йилда ишлаб чиқилган “Пул-кредит сиёсатининг 2023 йил ва 2024-2025 йиллар даврига мўлжалланган асосий йўналишлари”да макроиқтисодий ривожланишнинг прогноз қилинган ҳам асосий сценарий, ҳам муқобил сценарийда келтирилган айрим шартларнинг бир вақтда вужудга келаётганлиги билан боғлиқ.

#### Якуний истеъмол динамикаси

Ўтган йилда бошланган геосиёсий зиддиятларнинг ички иқтисодиётга таъсирлари босқичма-босқич пасаймоқда. Хусусан, мамлакатимизга кириб келаётган пул ўтказмалари ҳажми жорий йилда ўтган йилга нисбатан сезиларли пасайган бўлса-да, ўзининг узоқ муддатли трендига қайтди (1.1.1-расм).

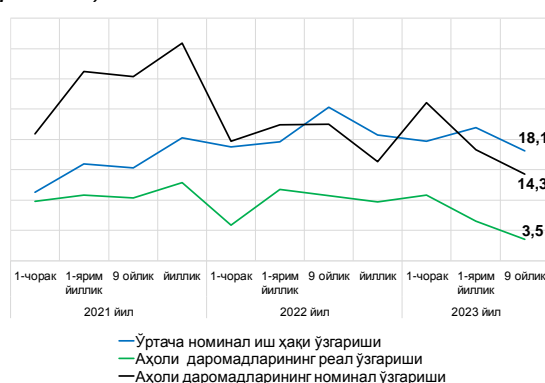
Хусусан, 2023 йилнинг январь-сентябрь ойларида жами **8,4 млрд. долларга тенг** пул ўтказмалари кириб келган бўлиб, бу 2022 йилнинг мос даврига нисбатан 33,7 фоизга камроқни ташкил этди. Бироқ ушбу кўрсаткич 2021 йилнинг мос даври билан солиштирганда 45,5 фоизга юқори шаклланди.

1.1.1-расм. Пул ўтказмалари ҳажми, (млн. долл.)



Манба: Марказий банк.

1.1.2-расм. Иш ҳақи динамикаси, (фоизда)



Манба: Статистика агентлиги.

2023 йилнинг иккинчи чорагида иш ҳақи ва пенсиялар миқдори 7 фоизга оширилиши таъсирида иқтисодиётдаги ўртача ойлик иш ҳақи миқдори III чорақда 4,4 млн. сўмга етди ва ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 18,1 фоизга ошди. Ушбу даврда аҳолининг реал умумий даромадлари ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 3,5 фоизга ўсди (1.1.2-расм).

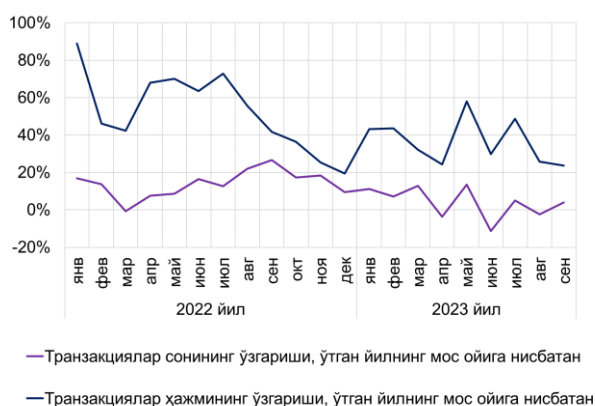
Ўз навбатида, йил бошидан аҳолининг реал даромадлари ўсишида ижобий динамиканинг сақланиб қолиши

аҳолининг истеъмол фаоллигини қўллаб-қувватлашга хизмат қилмоқда.

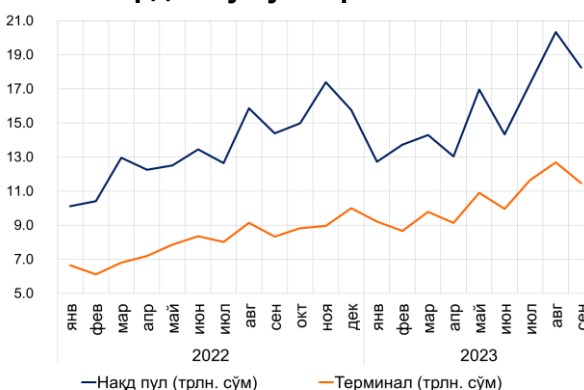
Юқори иқтисодий фаоллик банкларо транзакциялар ҳажмининг жорий йил 9 ойида ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 35,8 фоизга ошишида ҳам намоён бўлди (1.1.3-расм).

2023 йилнинг январь-сентябрь ойларида савдо ва пуллик хизматлардан тушумлар ҳажми ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 27,8 фоизга ошди ва барча ойлар давомида ижобий ўсиш кўрсаткичлари қайд этилди (1.1.4-расм).

1.1.3-расм. Банкларо транзакциялар

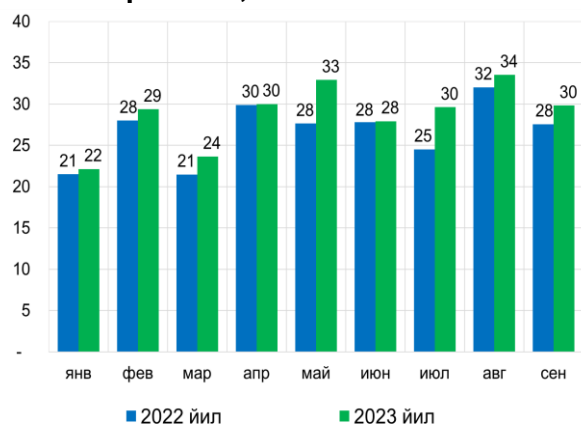


1.1.4-расм. Савдо ва пуллик хизматлардан тушумлар

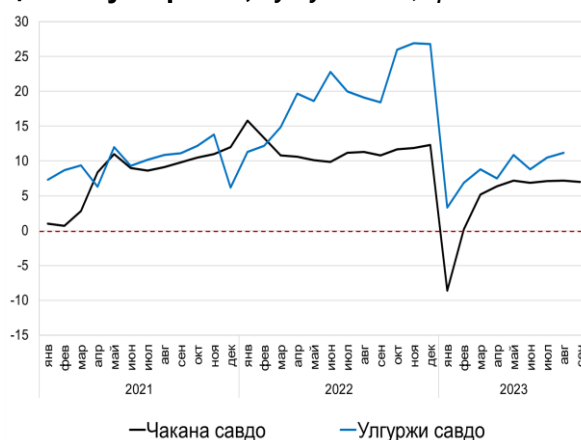


Манба: Марказий банк.

1.1.5-расм. Кўчмас мулк олди-сотди битимлари сони, мингта



1.1.6-расм. Чакана ва улгуржи савдо ҳажми ўзгариши, кумулятив, фоизда



Манба: е-нотариус.

Манба: Статистика агентлиги.

Шунингдек, ушбу даврда **кўчмас мулк олди-сотди битимлари** сони 259 мингтани ташкил этиб, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 7,7 фоизга ошган бўлса, аҳолига ажратилган ипотека кредитлари ҳажми 17,8 фоизга ошди ва кўчмас мулк бозорида юқори талаб динамикаси сақланиб қолди (1.1.5-расм).

Ушбу даврда **чакана ва улгуржи савдо** ҳажмининг мос равишда 7,0 фоиз ва 10,5 фоизга ошиши ҳам иқтисодиётда ялпи истеъмол талаби юқори шаклланаётганлигини кўрсатмоқда (1.1.6-расм).

### Инвестиция фаоллиги

2023 йилнинг январь-сентябрь ойларида асосий капиталга йўналтирилган инвестицияларнинг ўтган йилнинг мос даврига нисбатан реал ўсиши 11,8 фоизни ташкил этди.

Хусусий инвестициялар ҳажми ушбу даврда 13,6 фоизга ошиб, жами инвестициялар ўсишига 11,6 фоиз банд ҳисса қўшди (1.1.7-расм).

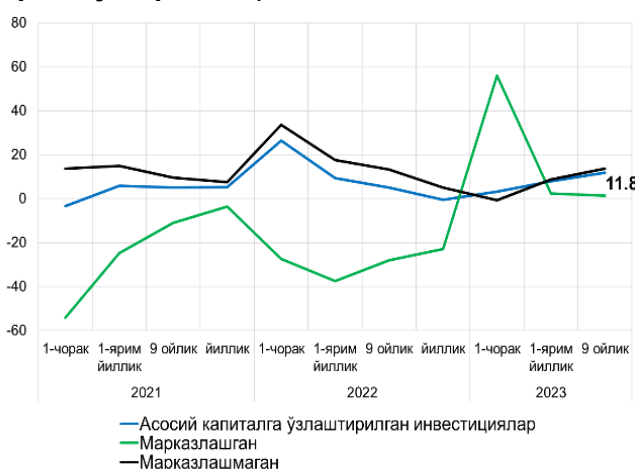
Шунингдек, жорий йилнинг 9 ойида иқтисодиётга қарийб 3,8 млрд. доллар миқдорида, яъни ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 51,5 фоизга кўп **тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар** кириб келди (1.1.8-расм).

### Экспорт ва импорт операциялари

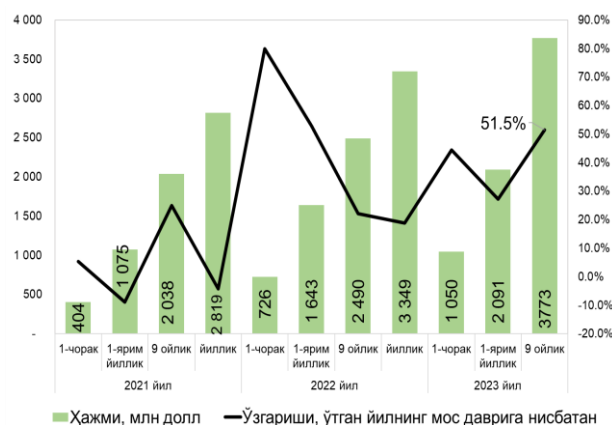
Жорий йилнинг январь-сентябрь ойларида **экспорт (олтинсиз)** ҳажми ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 6,2 фоизга ўсди. Ушбу даврда **импорт** ҳажми 21,2 фоизга ошиб, олтинсиз ташқи савдо балансининг манфий қолдиғи 14,9 млрд. долларни ташкил этди.

Пул ўтказмалари ҳажмининг камайиши, импорт ҳажмининг сезиларли ортиши фонида 2023 йилнинг биринчи ярим йиллигида **жорий операциялар ҳисоби** қолдиғи манфий 3,2 млрд. долларни ташкил этди.

1.1.7-расм. Асосий капиталга киритилган инвестицияларнинг реал ўзгариши, фоизда



1.1.8-расм. Тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ва унинг ўзгариши



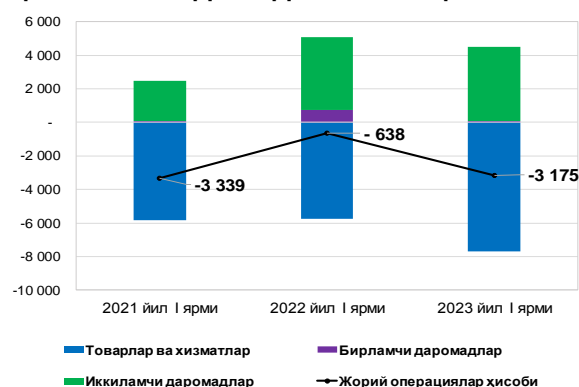
Манба: Статистика агентлиги.

1.1.9-расм. Экспорт ва импорт динамикаси



Манба: Статистика агентлиги.

1.1.10-расм. Жорий операциялар ҳисоби сальдоси декомпозицияси



Манба: Марказий банк.

Таклиф омиллари

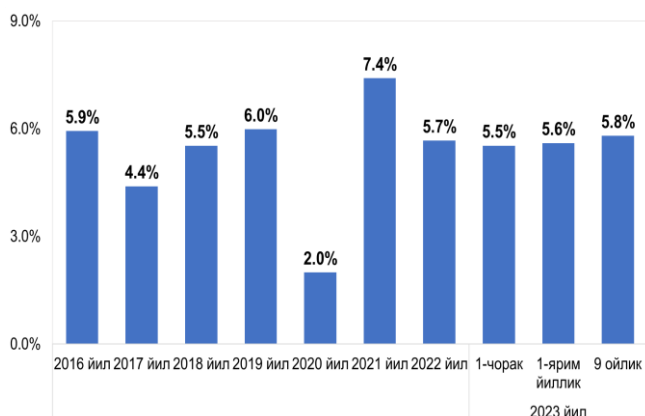
Иқтисодий фаолликнинг жадаллашуви ва аҳоли даромадларининг ортиши ялпи ички маҳсулот кўрсаткичларида ҳам ўз аксини топди. Статистика агентлиги ҳисобкитобларига кўра, 2023 йилнинг 9 ойида **ЯИМнинг** реал ўсиши **5,8 фоизни** ташкил этди (1.1.11-расм).

Бунда саноат маҳсулотлари ишлаб чиқариш ҳажми 5,7 фоизга (ЯИМ ўсишига қўшган ҳиссаси – 1,4 фоиз

банд), кўрсатилган бозор хизматлари ҳажми 12,3 фоизга (2,8 фоиз банд), қишлоқ хўжалиги – 4,1 фоизга (0,9 фоиз банд) ва қурилиш соҳаси 5,6 фоизга (0,3 фоиз банд) ўсди (1.1.12-расм).

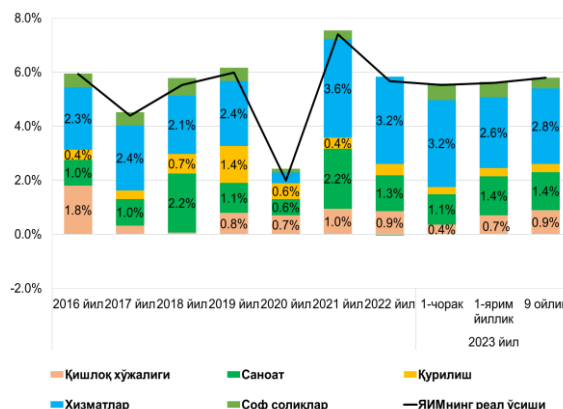
2023 йил бошида кузатилган қисқа муддатли аномал об-ҳаво шароитларининг иқтисодиётга салбий таъсирлари биринчи ярим йилликда пасайиб борди ва ҳозирда иқтисодий фаоллик барқарор шаклланмоқда.

1.1.11-расм. ЯИМнинг реал ўсиши



Манба: Статистика агентлиги.

1.1.12-расм. ЯИМ декомпозицияси





## 1.2. Ташқи иқтисодий ўзгаришларнинг ички иқтисодий ва инфляцион жараёнларга таъсири

Охирги йилларда ташқи иқтисодий ўзгаришларнинг ички макроиқтисодий жараёнларга, жумладан, инфляцияга таъсири сезиларли даражада ошди. 2022 йилда таклиф томонидан юзага келган иқтисодий шоклар, озиқ-овқат маҳсулотлари ва энергия ресурслари нархининг ошиши дунёнинг деярли барча давлатлари, хусусан, Ўзбекистонда ҳам инфляциянинг тезлашишига олиб келди.

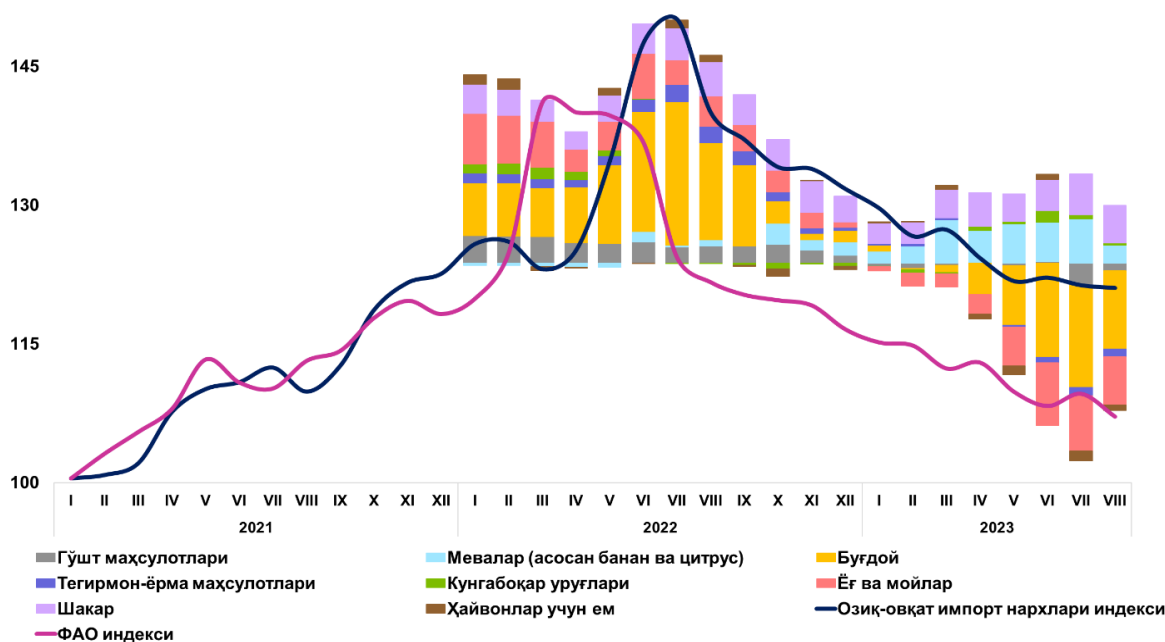
Жорий йилда озиқ-овқат ва энергия ресурслари нархи таъминотнинг тикланиши ҳамда логистика ва транспорт бўйича муаммоларнинг бартараф этилиши ҳисобига пасая бошлади.

Марказий банк томонидан ҳисоблаб бориладиган **импорт озиқ-овқат нархлари индекси** (импорт

қилинадиган озиқ-овқат маҳсулотларининг асосий товар гуруҳлари (*жами озиқ-овқат маҳсулотлари импорти-нинг қарийб 60 фоизи: гўшт, мева, буғдой, шакар, ёғлар ва ўсимлик мойлари*) жорий йилда барқарор пасайиш траекториясига ўтиб, ушбу тоифадаги товарлар нархлари ўзгаришининг умумий инфляцияга босими камайди (1.2.1-расм).

Ушбу индекс БМТ Озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилотининг **Жаҳон озиқ-овқат индекси** кўрсаткичлари билан юқори даражада боғлиқ бўлиб, жаҳон нархларининг импорт канали орқали таъсири бироз кечикиш (*ўртача 2-3 ой*) билан етиб келади. Шу сабабдан, қисқа муддатли истиқболда, импорт озиқ-овқат маҳсулотлари нархида ўсиш хавфи кутилмайди.

1.2.1-расм. Озиқ-овқат маҳсулотлари импорти ва ФАО индекслари динамикаси (2021 й. = 100, индекс декомпозицияси й/й)



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

### 1.2.2-расм. Энергоресурсларнинг жаҳон ва импорт нархлари



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

### 1.2.3-расм. Асосий савдо-ҳамкор давлатлар валюта курслари динамикаси (2023 й. = 100)



Манба: Тегишли МБлар маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

Асосан **нефть ва нефть маҳсулотлари** нархини ўзида акс эттирадиган энергия ресурслари импорт нархлари индекси жорий йилнинг 8 ойи давомида 34 фоизга пасайди. Нефтнинг жаҳондаги нархи ҳам ички нархларга маълум бир давр (3 ой) кечикиш билан таъсир қилади (1.2.2-расм).

ОПЭК+ мамлакатларида нефть қазиб олиш ҳажмининг камайтирилиши таклифга таъсир қилиб, сўнги ойлардаги нархларнинг ўсишига асосий омиллардан бўлиб хизмат қилмоқда. Бу, ўз навбатида, ички нархлар барқарорлиги учун қўшимча хавфларни юзага келтиради ва инфляцияни оширувчи аҳамият касб этади.

#### Ички валюта бозори

2023 йил бошидан ички валюта бозорида талаб ҳажмининг ўтган йиллардаги кўрсаткичлардан юқори динамикада шаклланиши кузатилди.

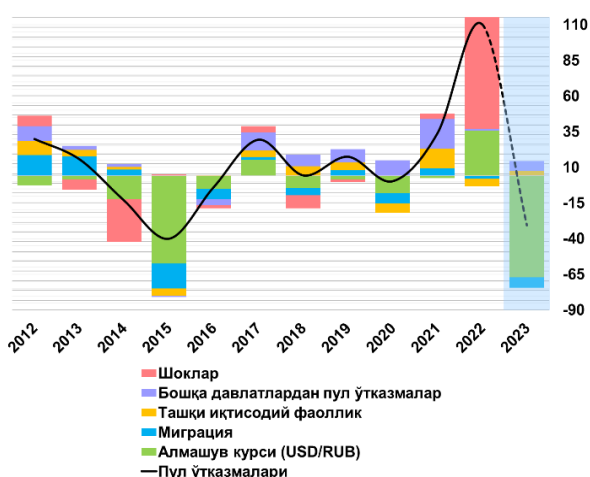
Бу бир томондан, ташқи савдо балансининг манфий сальдоси кенгайиб боргани билан изоҳланса, иккинчи

томондан, ташқи молиявий шароитлар қатъийлашиши таъсирида хусусий секторнинг импорт ва қарзга хизмат кўрсатиш мақсадлари учун хориждан маблағлар жалб қилиш амалиётлари қимматлашгани билан изоҳланади.

Айни пайтда юқори суръатларда ошган талаб ҳажми корхоналар ва аҳолининг валюта маблағлари сотуви ҳамда ички валюта бозорига интервенциялар ҳажмининг нисбатан ошиши орқали ҳам қопланди. Таъкидлаш лозимки, 2021-2022 йилларда монетар олтин билан боғлиқ операциялар натижасида **нейтраллик тамойили** асосида ички валюта бозорига сотилиши лозим бўлган, бироқ таклиф юқорилиги сабабли сотиш имконияти бўлмаган маблағларнинг бир қисми 2023 йилнинг 9 ойи давомида сотилиб, умуман олганда, олтин-валюта захиралари нейтраллиги тамойили таъминланди.

## 1.2.4-расм. Пул ўтказмалари кирими декомпозицияси ва кирими динамикаси

а.



б.



Манба: МБ ҳисоб-китоблари асосида.

Миллий валюта **алмашув курси** динамикаси 2023 йилнинг биринчи ярмида нисбатан барқарор шаклланган бўлса, июль-август ойларида асосий савдо-ҳамкор давлатлар миллий валюталари қадрсизланишининг кучайиши ва бошқа ички омиллар таъсирида август ойида нисбатан юқори девальвация кузатилди (*4,2 фоиз*).

Ушбу жараённи сўм алмашув курсининг ташқи ўзгаришларга нисбатан тўғриланиши сифатида баҳолаш

мумкин. Умуман олганда, январь-сентябрь ойларида миллий валюта алмашув курси девальвацияси **8,3 фоизга** тенг бўлиб, йиллик инфляция кўрсаткичидан паст даражада шаклланди.

Мазкур тўғриланишлар натижасида реал самарали алмашув курсидаги юқори мустаҳкамланиш тенденцияси нисбатан барқарорлашди ва 2023 йил якунигача реал самарали алмашув курсида кескин ўзгариш кутилмаяпти.

### 1.3. Инфляция ва инфляцион жараёнларни жиловлашга қаратилган пул-кредит сиёсати чоралари

2023 йил бошида умумий инфляция 12 фоиз атрофида шаклланди. Иқтисодиётда ялпи талабни рағбатлантирувчи омилларнинг таъсири ортиб, талабнинг таклиф омилларига нисбатан тезроқ тикланиши натижасида истеъмол саватининг маҳсулотлар гуруҳларида кенг қамровли нарх ошиши кузатилди.

Истеъмол талабининг рағбатлантирилишига, асосан, бюджет харажатларининг режадагидан сезиларли ошгани, истеъмол кредитларининг юқори ўсувчи динамикаси, халқаро пул ўтказмалари барқарорлиги ва иш ҳақи миқдорининг ошиши ижобий таъсир кўрсатди.

Ушбу даврда аҳоли ва тадбиркорларнинг **инфляцион кутилмалари** ҳам ўсувчи динамикани намоён этиб, нархларга кутилмалар томонидан оширувчи босимларнинг **узокроқ муддат давом этиши бўйича** салбий сигналлар берди.

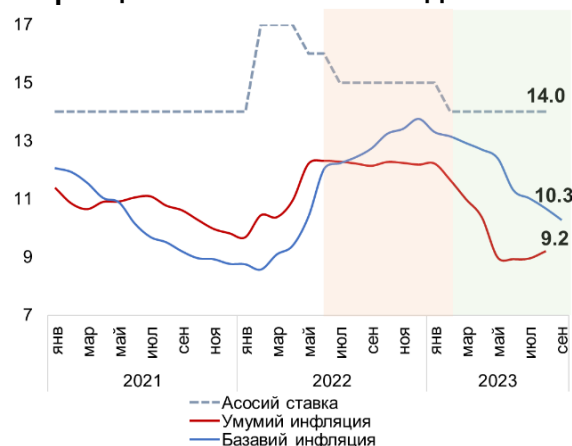
2023 йил бошида келгуси чоракларда талаб ва таклифни мувозанатлаштириш мақсадида **нисбатан қатъий** пул-кредит шароитлари сақлаб қолинди.

Бу эса, ўз навбатида, пул бозори ва банк тизимидаги фоиз ставкаларининг реал ҳисобда ижобий даражада шаклланишига хизмат қилди.

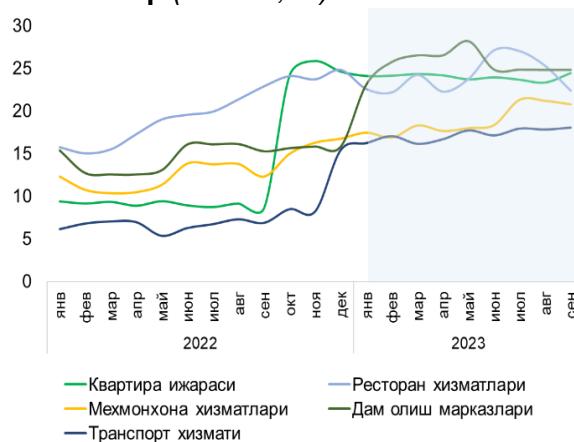
Миллий валютадаги депозитлар бўйича ижобий реал фоиз ставкалари аҳолининг инфляцион кутилмаларига нисбатан **4-5 фоизлик** ижобий даражада бўлди. Ўз навбатида, I чоракда аҳолида жамғаришга бўлган мойилликнинг ортиши ва **миллий валютадаги депозитларнинг** кўпайгани кузатилди.

2023 йилда ташқи иқтисодий шароитларда маълум даражадаги хатарлар ва ноаниқликлар мавжуд бўлса-да, февраль-март ойларида глобал инфляция пасая бошлади.

1.3.1-расм Умумий инфляция, базавий инфляция ва асосий ставка динамикаси

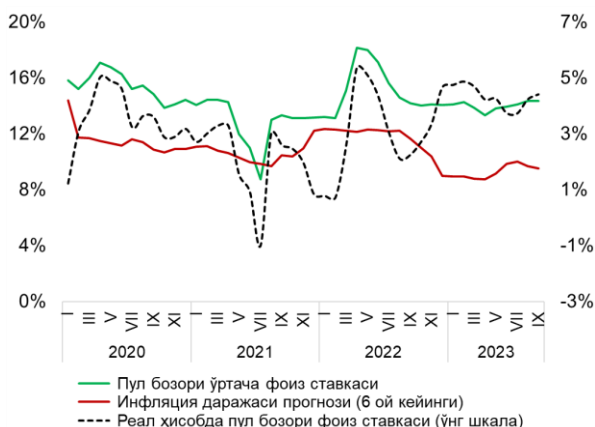


1.3.2-расм. Нархлари юқори ошган хизматлар (йиллик, %)

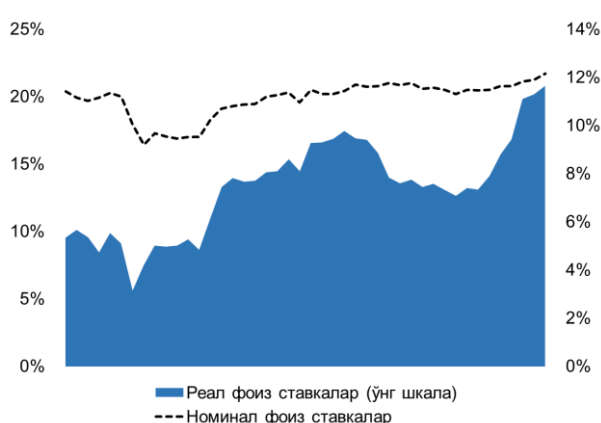


Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

### 1.3.3-расм. Пул бозорининг номинал ва реал фоиз ставкалари (фоизда)



### 1.3.4-расм Жисмоний шахсларнинг депозитлари бўйича номинал ва реал фоиз ставкалари (фоизда)



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бу ҳолат жаҳон энергетика ва озиқ-овқат бозорларида нархларнинг пасайиб бориши билан изоҳланади.

Ташқи инфляцион босимларнинг пасайиши ва келгусидаги нархлар бўйича ижобий кутилмалар мамлакатимизга импорт қилинадиган товарлар бўйича қулай шароитларни юзага келтирди. Бу, ўз навбатида, озиқ-овқат гуруҳларида **импорт инфляциясининг** оширувчи таъсирларини жиловловчи асосий омил бўлиб хизмат қилди.

Натижада жорий йил биринчи чорагидан умумий ва базавий инфляция даражаларининг пасайиш тенденциясига ўта бошлади. Март ойида умумий инфляция **11,7 фоизгача**, базавий инфляция эса **12,6 фоизгача** секинлашди.

Иқтисодиётда инфляцион жараёнларнинг секинлаша бошлагани муқобил кўрсаткичлар, хусусан, **ЯИМ дефлятори** ва **ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси** динамикаларида ҳам намоён бўлди.

Ушбу кўрсаткичлар таннарх харажатларининг барқарорлашуви, шунингдек, етказиб бериш билан боғлиқ муаммолар ечим топаётганлигини кўрсатди ва ички нархларга оширувчи босимлар босқичма-босқич камайиб бораётганлиги бўйича ижобий сигналлар берди.

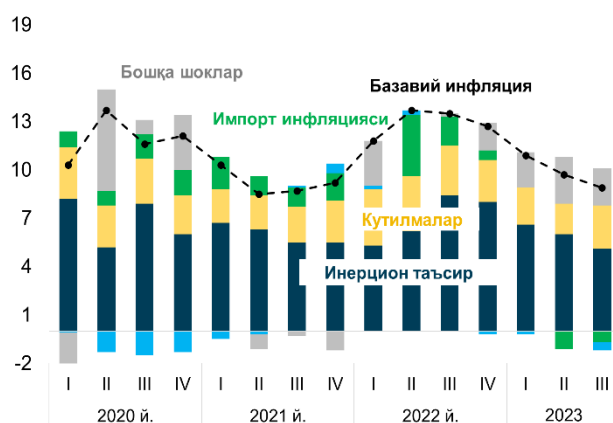
Бундан ташқари, февраль ойидан бошлаб **инфляцион кутилмаларнинг** пасайиши кузатилган бўлиб, март ойида аҳоли ва тадбиркорларнинг кутилмалари **14-14,5 фоиз** атрофида бўлди.

Бу, ўз навбатида, иқтисодиётда нисбатан қатъий пул-кредит шароитларини сақлаб қолган ҳолда, март ойида асосий ставкани **1 фоиз бандга** пасайтириш имконини берди.

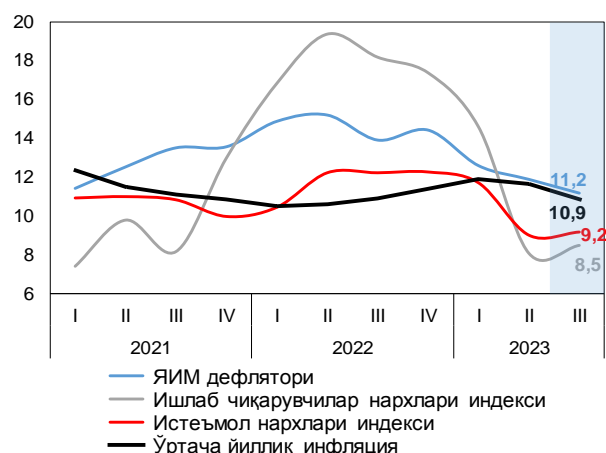
Асосий ставканинг пасайтирилиши пул бозоридаги фоиз ставкаларига ҳам ўтиб борди ва март ойининг сўнгги 10 кунлигида бозордаги фоиз ставкалари ўртача 13,9 фоизга тенг бўлди. Ўз навбатида, пул бозоридаги инфляцияни келгуси давр учун прогнози асосида ҳисобланган реал фоиз ставкалари 2,5-3 фоиз атрофида шаклланди.



### 1.3.5-расм. Базавий инфляция декомпозицияси (йиллик, %)



### 1.3.6-расм. Инфляциянинг муқобил кўрсаткичлари (йиллик, %)



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

Апрель-сентябрь ойларида базавий инфляциянинг прогнозларга нисбатан секинроқ пасайиши кузатилди ва бу пул-кредит шароитларини узоқроқ муддат нисбатан қатъий даражада сақлаб қолишни талаб этди.

Апрель-сентябрь ойларида йиллик инфляция даражаси пасайишда давом этди ва сентябрь ойида **9,2 фоизни** ташкил қилди.

Инфляциянинг узоқ муддатли ва барқарор омилларини ифода этувчи базавий инфляцияда ҳам пасайиш динамикаси кузатилди ва йиллик **10,3 фоизга** тенг бўлди.

Бироқ, базавий инфляциянинг умумий инфляциядан фарқи катталиги ҳамда нархлар ошишининг **кенг қамровлилиги** сақланиб қолаётгани иқтисодиётда **инфляцион босимлар турғун хусусиятга** эгаллигини кўрсатмоқда.

Айни пайтда ички нархларга ташқи шароитларнинг таъсирлари мўътадиллиги шароитида **ички омилларнинг оширувчи босимлари** кўпроқ намоён бўла бошлади. Бу эса, иқтисодиётда

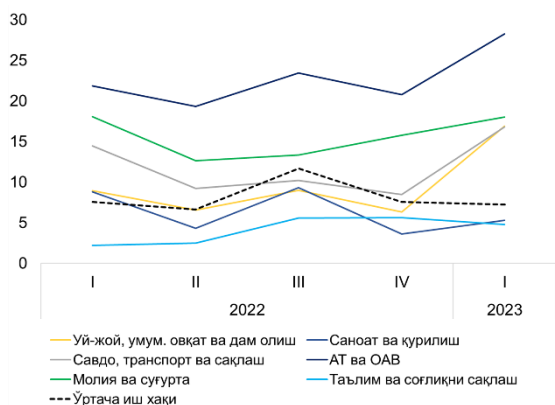
талаб инфляциясининг ҳиссаси ортиб бораётганлигини билдирмоқда.

2023 йилнинг иккинчи ярмидан давлат бюджети харажатларининг юқори ўсиш суръатлари, шу жумладан, иш ҳақи ва нафақаларнинг оширилиши ҳамда пул ўтказмаларидан келаётган аҳоли даромадлари ялпи истеъмол талаби ўсишини қўллаб-қувватлашда давом этди.

Иқтисодиётда нархларга талаб омиллари билан боғлиқ босимларнинг сақланиб қолаётганлигини инобатга олиб, йил якунига қадар инфляциянинг прогноз доирасида бўлишини таъминлаш мақсадида учинчи чорақда ҳам асосий ставка **14 фоиз даражада** ўзгаришсиз қолдирилди.

Бунинг натижасида пул бозори фоиз ставкасининг инфляция прогнози асосида ҳисобланган реал даражаси **4 фоиз** атрофида шаклланиб, нисбатан қатъий шароитлар сақлаб қолинди. Апрель-сентябрь ойларида депозитлар бўйича реал фоиз ставкалари (**8-11 фоиз атрофида**) аҳоли депозитларининг юқори суръатларда ўсиб боришига хизмат қилди.

**1.3.7-расм. Аҳолининг реал даромадлари ўзгариши**



**1.3.8-расм. Аҳолига ажратилган кредитлар ўсиши**



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

Хусусан, сентябрь ойида аҳолининг миллий валютадаги депозитларининг йиллик ўсиши **42 фоизни**, шундан муддатли депозитлари ўсиши **52,4 фоизни** ташкил этди.

Ушбу даврда жисмоний шахсларнинг **кредитга чанқоқлик** даражаси пул-кредит шароитлари қатъийлигига нисбатан кучлироқ омил бўлди. Натижада жисмоний шахсларга ажратилган кредит қўйилмалари йиллик **54 фоизга** ошиб, истеъмол талабини қўллаб-қувватловчи драйвер сифатида хизмат қилди.

Кредитларнинг юқори суръатларда ўсиб боришига, импорт товарлари учун тижорат банклари томонидан истеъмол кредитлари ажратиш амалиёти жорий қилингани, шунингдек, расмий даромадга эга бўлмаган жисмоний шахсларга кредитлар ажратиш амалиётлари йўлга қўйилганлиги ҳам маълум даражада таъсир кўрсатди.

**Аҳолига ажратилган кредитларнинг** жами кредитлардаги улуши **29,3 фоизни** ташкил этиб, аксарият ривожланаётган мамлакатлар кўрсаткичларидан пастроқ даражада шаклланган (*ўртача 40-50 фоиз*

*атрофида*). Бу эса, келгуси йилларда ҳам жорий юқори ўсиш тенденциялари давом этиши мумкинлигини кўрсатади.

Истеъмол кредитлари бозорида, айниқса, автокредитлар бозорида талаб омилларини мувозанатлаштириш, шунингдек, молиявий хатарларни бошқариш орқали хавотирли пуфаклар пайдо бўлишининг олдини олиш мақсадида **макропруденциал чоралар** киритила бошланди. Жумладан, жорий йилнинг 20 августидан бошлаб автокредитлар бўйича **таваккалчилик даражаси** оширилди.

Шунингдек, тижорат банклари **кредит портфелида автокредитлар улуши** ортиб кетишининг олдини олиш мақсадида автокредитларнинг улуши **25 фоиздан** ошмаслиги белгилаб қўйилди.

Шу ўринда, умумий инфляцияда пасайиш кузатилмаётганлиги шароитида айрим товарлар гуруҳларида нархларга босим сақланиб қолмоқда. Куз ва қиш ойларида нархларнинг мавсумий ошишидан ташқари базавий инфляциянинг мавсумийликка таъсири кам бўлган компонентларида ҳам ўсиш

кўрсаткичларининг давом этиш нархларининг қимматлашишига олиб  
эҳтимоллари мавжуд. келиши мумкин.

Бундан ташқари, октябрь ойида Ушбу инфляцион хатарлар  
бизнес субъектлари учун табиий газ ва инфляцияни барқарор пасайтириб  
электр энергия нархлари тўғри боришни таъминлаш учун иқтисодиётда  
ланишининг иккиламчи таъсирлари нисбатан қатъий пул-кредит  
ишлаб чиқариш харажатларининг шароитларини давом эттириш  
ошишига ва якуний истеъмол заруриятини юзага келтирмоқда.

## Пул-кредит сиёсатининг асосий тамойиллари

Марказий банк мамлакатимизнинг иқтисодий ўзига хосликлари ва имкониятларини инобатга олиб, 2020 йилдан пул-кредит сиёсатини инфляцион таргетлаш режимига ўтказиш тадбирларини амалга оширмоқда. Мазкур режим 45 дан ортиқ хорижий давлатлар томонидан қўлланилаётган бўлиб, инфляцияни пасайтириш орқали узоқ муддатли барқарор инклюзив иқтисодий ўсиш учун замин яратиши ва инқирозли вазиятларда тартибли макроиқтисодий сиёсат юритишни талаб этиши ҳисобига энг самарали режимлардан бўлмоқда. Хусусан, ўтган 4 йил мобайнида аксарият хорижий давлатларда инфляциянинг кескин ўсиши шароитида Ўзбекистонда инфляциянинг пасайиши кузатилди ва макроиқтисодий кўрсаткичлар нисбатан барқарор шаклланди.

Мазкур режим доирасида инфляция даражасини янада пасайтириш имконияти мавжуд бўлиб, сўнгги 4 йилда ички ва ташқи иқтисодий шароитларда бир қатор муаммоли ва инқирозли ҳолатлар кузатилганлиги сабабли, Марказий банк пул-кредит сиёсатини юритишда “мувозанатли ёндашув”ни сақлаб қолмоқда. Хусусан, пандемия ва пост-пандемия шароитларида иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш мақсадида фоиз ставкаларининг пасайтирилиши Ўзбекистоннинг мураккаб йилда ҳам ижобий иқтисодий ўсиш кўрсаткичларини сақлаб қолган кам сонли давлатлар қаторида бўлишига омил бўлди.

Инфляцион таргетлаш механизмида пул-кредит сиёсатининг қуйидаги тамойилларига асосланилади.

**Марказий банк томонидан инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи белгиланади ва пул-кредит сиёсатида кўриляётган барча чоралар ушбу мақсадли кўрсаткичга эришишга қаратилади.**

Иқтисодиётнинг салоҳияти, талаб ва тақлифдаги ўзгаришлар, макроиқтисодий прогнозлар ва умумқабул қилинган стандартлар асосида аниқланадиган инфляциянинг эришилиши керак бўлган мақбул кўрсаткичи мақсад – таргет этиб белгиланади.

Мамлакатимизда инфляциянинг эришилиши лозим бўлган ўрта муддатли мақсадли кўрсаткичи 5 фоиз этиб белгиланган. Марказий банк томонидан ушбу мақсадли кўрсаткичга эришиш муддатлари ва омиллари ҳам ёритиб борилади.

Марказий банкнинг асосий ставкаси бўйича қарорлари иқтисодий фаолликка, ялпи талабга ва инфляцияга босқичма-босқич, маълум вақт (2-6 чораклик) кечикиш билан таъсир кўрсатади. Шу сабабли, Марказий банк пул-кредит сиёсати бўйича қарорларни қабул қилишда ҳар томонлама асосланган макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлар, инфляцион кутилмалар ва инфляциянинг прогноз кўрсаткичларидан келиб чиқади.

Таъкидлаш жоизки, асосий ставка бўйича қарорлар маълум даражадаги ноаниқликлар шароитида қабул қилинади. Сабаби, макроиқтисодий прогнозлар иқтисодий ривожланишнинг эҳтимолий истиқболлари, жаҳон хомашё ва молия бозорларидаги кутиляётган ўзгаришлар ва бошқа омиллар асосида шакллантирилади. Бу омилларнинг барчаси ўзгарувчан характер касб этганлиги сабабли, Марказий банк пул-кредит сиёсати бўйича қарор қабул қилишда омилларнинг нисбатан барқарор тенденцияларидан ва уларнинг инфляция даражасига таъсиридан келиб чиқади.

**Марказий банк асосий ставкаси пул-кредит сиёсатини юритишнинг асосий инструменти ҳисобланади.**

Марказий банкнинг асосий ставкаси – банк тизими ликвидлигини тартибга солиш бўйича банклар билан амалга ошириладиган операцияларда қўлланиладиган мўлжал фоиз ставкаси ҳисобланиб, унинг даражасини ўрнатиш орқали Марказий банк томонидан жалб қилинадиган ва тақдим этиладиган қисқа муддатли ресурсларнинг нархи белгиланади.

Марказий банк асосий ставкасини кўриб чиқиш бўйича Бошқарув йиғилишлари, пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишларида олдиндан белгиланган график асосида йилда 8 маротаба ўтказилади (2024 йил учун йиғилишлар графиги 1-иловада келтирилган).

***Пул-кредит сиёсати операциялар механизми мустақил равишда ишлаб чиқилади ва халқаро тажриба асосида такомиллаштириб борилади.***

Пул-кредит сиёсатининг операциялар механизми Марказий банкнинг асосий ставкаси ва фоиз коридори асосида ишлайди. Операциялар механизми орқали Марказий банкнинг қарорлари аввал банклараро пул ва РЕПО бозорларига ҳамда кейинчалик иқтисодиётдаги депозитлар ва кредитлар фоиз ставкаларига ўтиб боради.

Натижада аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг кутилмалари асосида истеъмол, жамғариш ва инвестициялар бўйича қабул қиладиган иқтисодий қарорлари ялпи талаб орқали инфляция даражасига ўз таъсирини кўрсатади.

***Пул-кредит соҳасидаги ўзгаришлар шаффоф тарзда амалга оширилади ва батафсил тушунтириб борилади.***

Инфляция таргетлаш режимининг асосий элементларидан бири, бу пул-кредит соҳасида қабул қилинаётган қарорларнинг очиқлиги ва бу борадаги шаффофликни таъминлаш ҳисобланади. Самарали коммуникация сиёсатининг ишлаб чиқилиши ва пул-кредит сиёсати соҳасида қабул қилинаётган қарорларнинг кенг жамоатчиликка ўз вақтида ва тушунарли тарзда етказилиши аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари инфляция кутилмаларининг шаклланишида муҳим аҳамият касб этади.

***Инфляциянинг паст ва барқарор даражасининг ижобий томонлари***

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

Инфляциянинг паст даражадаги барқарорлиги ва олдиндан башорат қилиниши аҳоли учун ҳам, тадбиркорлик субъектлари учун ҳам иқтисодий қарорлар қабул қилишда муҳим аҳамиятга эга.

*Биринчидан*, паст даражадаги инфляция шароитида миллий валютанинг ва бу орқали аҳоли даромадларининг харид қобилияти барқарор даражада сақланади. Натижада, аҳолининг истеъмол ёки жамғариш бўйича қарорлар қабул қилиши осонлашиб, иқтисодиётда ялпи талаб ва ялпи жамғармаларнинг мувозанатли шаклланишига эришилади.

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

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

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



## II. 2024-2026 ЙИЛЛАРДА МАКРОИҚТИСОДИЙ РИВОЖЛАНИШ СЦЕНАРИЙЛАРИ ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ

2023 йилда ҳам жаҳонда иқтисодий ўсиш суръатлари геосиёсий зиддиятларнинг кескин тус олаётганлиги ҳамда инфляцияни пасайтиришга қаратилган қатъий пул-кредит шароитлари таъсирида секинлашмоқда.

Пандемия туфайли вужудга келган таклиф занжирларидаги узилишлар тикланиб, халқаро юқларни етказиб бериш даври пандемиягача бўлган даврдаги кўрсаткичларга қайтди<sup>1</sup>. Бироқ, глобал инфляция даражаси нисбатан секинроқ пасайиб, марказий банклар инфляцияни таргет кўрсаткичгача пасайтириш учун қатъий пул-кредит сиёсатини давом эттирмоқда.

Этакчи марказий банклар томонидан фоиз ставкалари оширилишининг давом этиши ташқи бозорлардан ресурслар жалб қилиш ҳамда қарзга хизмат кўрсатиш харажатларининг ошишига ва бунинг натижасида аксарият ривожланаётган давлатларда иқтисодий фаолликнинг сусайишига, шу билан бирга, молия тизими барқарорлигига бўлган хатарларнинг ортишига олиб келмоқда.

2023 йил бошида юқори фоиз ставкалари ва активлар нархидаги номутаносибликлар АҚШ ва Швейцарияда айрим банклар

инқирозига олиб келди. Натижада марказий банклар учун келгусида инфляция даражасини пасайтириш билан бир қаторда молиявий барқарорликни таъминлаш вазифаси ҳам кун тартибига кўтарилди.

Шунингдек, сўнги йилларда жаҳонда давлатлараро савдо чекловлари ва технологик тафовутлар, капитал оқимидаги узилишлар, миграция чекловларининг ортиши глобал иқтисодий фрагментациянинг<sup>2</sup> кучайишига сабаб бўлмоқда. Бу эса, жаҳон иқтисодиёти, хусусан, асосий савдо ҳамкорлар иқтисодиёти ўсишига салбий таъсир кўрсатмоқда.

Пул-кредит сиёсатининг келгуси давр учун асосий йўналишларини белгилаб олиш мақсадида ишлаб чиқилган макроиқтисодий ривожланиш сценарийлари юқорида келтирилган омиллар ва уларнинг ички иқтисодиётга таъсири бўйича кутилма ва прогнозларга асосланган.

2024-2026 йиллар учун макроиқтисодий ривожланиш сценарийларини ишлаб чиқишда қуйидаги асослар ва қарашларга таянилди:

### *Ташқи иқтисодий шароитларда:*

- глобал инфляция даражасининг узокроқ муддат юқори сақланиб қолиши ва 2025 йил якунига бориб

<sup>1</sup> Халқаро валюта жамғармаси. Жаҳон иқтисодиёти истиқболлари. 2023 йил, июль.

<sup>2</sup> Глобал иқтисодий фрагментация - бу жаҳон иқтисодиётидаги аввалги ўн йилликларда кузатилган бир-бирига боғланган ягона макон – глобализация - даври ўрнини босқичма-босқич

минтақавий блоклар пайдо бўлиши жараёни. Бунда, давлатларнинг борган сари тарқоқлашиб бориши туфайли, технологик алмашувлар, капитал ва миграция оқимлари ҳамда таъминот занжирларининг қайта конфигурациясига ва глобал савдонинг парчаланишига олиб келади.

пандемиядан олдинги кўрсаткичларга яқинлашиши кутилмоқда. Бунда, глобал иқтисодий **фрагментация жараёнлари кучайишининг** таклиф омилларига салбий таъсири туфайли аксарият давлатларда инфляция таргетига эришиш даври **кечкикиши** мумкин;

- **қатъий пул-кредит шароитларининг** узоқроқ муддат сақланиб қолиши фонида жаҳонда иқтисодий ўсиш секинлашади, 2025 йилдан шароитларнинг юмшатила бошланиши фаолликни нисбатан рағбатлантиради;

- глобал молиявий шароитларнинг кейинги йилда ҳам қатъий шаклланиши қимматли қоғозлар даромадлиги, қарз ва инвестицион маблағлар бўйича **фоиз ставкаларининг** юқори даражаларда сақланиб қолишига олиб келади;

- асосий **биржа (хомашё) товарлари** нархида келгуси йилларда ҳам ноаниқликлар сақланиб қолиши, глобал иқлим ўзгаришлари ва геоиқтисодий фрагментациянинг кучайиб бориши фонида нархларга босимлар ортиши давом этади;

- асосий **савдо ҳамкорларда** келгуси йилларда иқтисодий ўсиш суръатларининг нисбатан секинлашиши ва бу борада кутилмаларнинг ёмонлашиши ташқи талабга салбий таъсир этиши мумкин.

### *Ички иқтисодий шароитларда:*

- умумий **фискал тақчиллик** даражаси ЯИМга нисбатан пасайиб, келгуси йилларда **фискал консолидация** амалга оширилиб борилади. Энергетика соҳасидаги нархларни эркинлаштиришнинг навбатдаги босқичи кечиктирилиши ҳамда ташқи иқтисодий вазиятнинг ёмонлашиши фискал консолидация имкониятларини пасайтириши мумкин;

- хусусий секторнинг фаоллиги, иқтисодиётни кредитлаш амалиётининг мувозанатли бўлиши ҳисобига иқтисодиётда **ялпи талаб** ҳажмида барқарор ўсувчи динамика сақланиб қолади, иқтисодиёт тармоқларини ривожлантириш бўйича **таркибий ислохотлар** фаол давом эттирилади, бироқ ташқи шоклар кузатилган тақдирда ислохотлар суръатлари секинлашиши мумкин;

- хорижий ва хусусий (маҳаллий) инвестициялар юқори иқтисодий ўсишнинг асосий драйверлари бўлиши кутилмоқда.

Марказий банк ташқи шароитлардаги мавжуд вазият ва ноаниқликлар ҳамда уларнинг ички иқтисодиётга таъсирини инобатга олиб, ўрта муддатли макроиқтисодий ривожланишнинг иккита – **асосий** ва **муқобил сценарийларини** ишлаб чиқди.

## Макроиқтисодий ўсишга таъсир этувчи омиллар ва каналлар

## Асосий сценарий

## Муқобил сценарий

## Ташқи иқтисодий шароитлар

Глобал инфляция	Глобал инфляция даражаси нисбатан секин пасайиб боради ва аксарият давлатлар ўзининг инфляцион таргетига 2025 йил охирига келиб эришиши тахмин қилинмоқда.	Глобал иқтисодий фрагментация жараёнининг кучайиши таклиф омилларига босим яратади ва глобал инфляциянинг пасайиши узоқроқ муддатни талаб этиши мумкин.
Халқаро молиявий шароитлар	Ривожланган давлатлар инфляцияни таргет даражасигача пасайтириши учун камида 2024 йилнинг I ярим йиллигида ҳам қатъий пул-кредит шароитларини сақлаб қолади ва 2025 йилнинг иккинчи ярмида инфляция таргет даражасига яқинлашганидан сўнг нейтрал фазага ўтилиши кутилмоқда.	Бу эса, импорт инфляцияси орқали ички нархларга қўшимча босим яратади. Халқаро молиявий шароитларнинг қатъий даражада сақланиб туриши асосий сценарийга нисбатан узоқроқ давом этади. Ташқи ресурслар қимматлиги натижасида ички манбаларга босим сақланиб қолади.
Жаҳон иқтисодиёти фаоллиги	Молиявий шароитларнинг қатъий сақланиб қолиши ва геосиёсий инқирозлар фонида 2023-2024 йилларда ҳам жаҳон иқтисодиёти ўсиши секинлашади, 2025 йилдан бошлаб иқтисодий фаоллик босқичма-босқич тикланиб боради.	Ушбу омиллар юқори ноаниқликлар ва хатарларнинг ошиши билан биргаликда иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатади. Хусусан, етакчи давлатлардаги иқтисодий ўсиш кўрсаткичлари пасаяди.
Асосий савдо-ҳамкор давлатлар иқтисодий ҳолати	Асосий савдо-ҳамкор давлатлар иқтисодиёти истиқболлари турли йўналишларда шаклланиши кутилмоқда. Бунда келгуси йилларда нархлар даражаси барқарор бўлишига қарамасдан иқтисодиёт потенциали бироз пасайиши, иқтисодий ўсиш 2024-2025 йилларда нисбатан пастроқ бўлиши ва 2026 йилдан бошлаб барқарор ўсиш траекториясига қайтиши кутилмоқда.	Асосий сценарийдан фарқли равишда йирик савдо ҳамкорлар иқтисодиётининг сезиларли секинлашиши хавфи юқорироқ бўлади. Жаҳон бозорида ялпи талабнинг қисқаришига мос равишда энергия ресурслари нархининг пасайиши фонида айрим савдо ҳамкорларда 2024 йилда иқтисодий ўсиш сезиларли секинлашиши мумкин.
Ташқи савдо ва пул ўтказмалари	2024 йилда экспорт ҳажми ўсишининг жонланиши кутилмоқда, 2025-2026 йилларда эса ташқи талаб динамикаси ва хомашё нархлари динамикасига боғлиқ тарзда бир маромда ўсиб боради. Хорижий пул ўтказмалари оқими ўсиши ўзининг узоқ муддатли тренди доирасида шаклланади.	Ташқи талаб камайиб, савдо ҳамкорлардаги нобарқарорлик ва хомашё нархларидаги тебранувчанлик мамлакатимиз экспорт ҳажмига салбий таъсир кўрсатиши мумкин. Мамлакатга трансчегаравий пул ўтказмалари оқимида секинлашиш эҳтимоли юзага келади.
Жаҳон хомашё нархлари	Жаҳон иқтисодиётидаги ноаниқликлар фонида инвестицион актив сифатида олтинга талаб пасаймайди ва унинг нархи барқарор шаклланади. Глобал иқтисодий ўсишнинг тикланиши фонида нефть маҳсулотларига талаб юқори бўлади ва ёқилғи ресурслари нархи барқарор даражада шаклланади.	Жаҳон иқтисодиётидаги пасайиш ва юқори фоиз ставкалари фонида олтинга талаб қисқариши ва нархлар пасайиши мумкин. Глобал иқтисодий ўсишнинг секинлашиши сабабли нефть маҳсулотларига талабнинг қисқариши нархларни пасайтиради.

## Ички иқтисодий шароитлар

	Асосий сценарий	Муқобил сценарий
<b>Ялпи талаб</b>	Иқтисодиётда 2022-2023 йилларда юқори суръатларда ўсган даромадлар, истеъмол кредитлари ва фискал рағбатлантиришлар 2024 йилда ҳам ялпи истеъмолни қўллаб-қувватлашда давом этади.	Пул ўтказмалари оқимининг секинлашиши фонида аҳоли даромадлари ўсиш суръати пасаяди ва бу, ўз навбатида, ялпи истеъмол талабининг секинроқ ўсишига сабаб бўлади.
<b>Бюджет-солиқ сиёсати ва фискал тақчиллик</b>	Бюджет харажатларининг оптималлаштирилиши ва солиқ маъмурчилигининг яхшиланиши ҳисобига 2024 йилдан бошлаб фискал консолидацияни амалга ошириш имконияти юзага келади. Умумий фискал тақчиллик 2024 йилда ЯИМга нисбатан 4 фоизгача ва 2025-2026 йилларда 3 фоизгача пасайиши асосий мезон сифатида қабул қилинган.	Ташқи иқтисодий вазиятнинг ёмонлашиши ва таркибий ислохотларнинг кечикиши фискал консолидация имкониятларини пасайтириши мумкин. Натижада, фискал тақчилликни мақбул кўрсаткичгача пасайтириш узоқроқ вақтни талаб этиши мумкин.
<b>Инвестициялар</b>	Хусусийлаштириш жараёнларининг жадаллашиши ва энергетика секторидаги ислохотлар натижасида асосий капиталга йўналтириладиган хорижий ва маҳаллий хусусий инвестициялар ҳажми ошиб боради.	Ташқи ноаниқликлар ва мамлакат хатар муқофотининг юқори шаклланиши, иқтисодиёт тармоқларида таркибий ислохотлар ва хусусийлаштириш жараёнларининг секинлашиши хорижий инвестициялар оқимининг пастроқ бўлишига олиб келиши мумкин. Умуман олганда, инвестицион муҳитда ижобий ўзгаришлар кузатилмаслиги мумкин.
<b>Таркибий ислохотлар</b>	Иқтисодиёт тармоқларини трансформация қилиш борасидаги таркибий ислохотлар фаол давом эттирилади. Тартибга солинадиган нархларни эркинлаштириш жараёнлари мантиқий якунига етказилади. Иқтисодиётда давлатнинг роли пасайиб, рақобат муҳити кучайиб бориши натижасида барча соҳаларда самарадорлик кўрсаткичлари ўсиб боради.	Тармоқларда давлат улуши ва таъсирининг юқори даражада сақланиб қолиши иқтисодий самарадорликнинг ошишига тўсқинлик қилиши ҳамда шу орқали иқтисодиёт потенциалига салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

## 2.1. Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси ва пул-кредит сиёсати

### Ташқи иқтисодий шароитлар

2023 йилда ҳам аксарият давлатларда инфляция ўзининг **таргетидан юқори** даражада шаклланиши фонида пул-кредит шароитларининг қатъийлаштирилиши давом этмоқда. Прогнозларга кўра, ривожланган давлатларда фоиз ставкаларини ошириш жорий йилда яқунланиши, бироқ 2024 йилда ҳам юқори даражада сақланиб қолиши кутилмоқда.

Молиявий шароитларнинг қатъийлиги фонида глобал инфляциянинг пасайиш динамикасини давом этиши ва 2025 йилда узоқ муддатли трендига қайтиши прогноз қилинмоқда.

Бунда, етакчи марказий банклар томонидан инфляцион жараёнларнинг **спирал хусусият<sup>3</sup>** касб этишини олдини олиш мақсадида фоиз ставкаларининг **узоқроқ муддат юқори даражада** сақлаб турилиши аввалги даврларда жамғарилган **паст даромадли активлар нархига салбий таъсир кўрсатиб**, молиявий тизим барқарорлиги бўйича хатарларни юзага келтириши мумкин.

2024 йилда ҳам молиявий шароитларнинг қатъий сақлаб қолиниши **иқтисодий ўсиш** суръатларини секинлаштиради, 2025 йилдан фоиз ставкалари пасайиши бўйича кутилмалар фонида иқтисодий фаоллик яна жонланиши ва унга мос равишда

**ўсиш кўрсаткичларининг** тикланиши прогноз қилинмоқда.

Мазкур омилларни ҳисобга олиб, Халқаро валюта жамғармаси ва Жаҳон банки ўзларининг октябрдаги ҳисоботларида давлатларнинг инфляция даражаси ва иқтисодий ўсиш кўрсаткичлари прогнозларини қайта кўриб чиқди.

Янгиланган прогнозларга кўра, Халқаро валюта жамғармаси (ХВЖ) **ривожланган давлатларда инфляция** 2023 йилда 3,3 фоизгача пасайишини, 2024 йилда 2,6 фоиз атрофида бўлишини, **ривожланаётган давлатларда** эса 2023 йилда 8,6 фоизгача ва 2024 йилда 6,8 фоизгача пасайишини прогноз қилмоқда (2.1.1-расм).

Ўз ўрнида, ХВЖ **жаҳон иқтисодиётининг** 2023-2024 йилларда мос равишда 3,0 ва 2,9 фоиз атрофида реал ўсишини кутмоқда. Бунда, ривожланган давлатларда иқтисодий ўсиш кўрсаткичлари 2024 йилда 3,2 фоиз ва ривожланаётган давлатларда 4,7 фоиз атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда (2.1.2-расм).

**Асосий савдо ҳамкорларда** 2024 йилда инфляция даражаси пасайиши кутилаётган бўлиб, ХВЖ томонидан Хитойда 1,9 фоиз, Россияда – 5 фоиз, Қозоғистонда – 7,5 фоиз, Туркияда эса 54,3 фоиз даражасидаги инфляция прогноз қилинмоқда.

<sup>3</sup> **Инфляцион жараёнларнинг спирал хусусияти** деб иқтисодиётда нархларнинг ошиши натижасида иш ҳақи миқдорининг

оширилиши ва бу кейинчалик товар ва хизматлар нархининг янада ошишига олиб келиши бўйича давомий вазият тушунилади.



Инфляция даражасининг пасайиши Хитойга **пул-кредит шароитларини юмшатиш** имконини берса, бошқа ҳамкорларда инфляциянинг таргетга нисбатан юқори шаклланиши туфайли **қатъий даражада** сақлаб қолишни тақозо этади.

Шу билан бирга, геосиёсий зиддиятлардаги мураккабликнинг сақланиб қолиши ва иқтисодий фаолликнинг тўлиқ тиклана олмаслиги фонида **Россия ва Хитойда** келгуси йилда ҳам иқтисодий ўсиш кўрсаткичларининг **потенциал даражасидан паст бўлиши** ва мос равишда **1,1 фоиз** ва **4,2 фоиз** атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда.

Бироқ, асосий экспорт хомашёлар нархлари бўйича прогнозлар (олтиндан ташқари) ва асосий савдо ҳамкорлар иқтисодий ўсиши бўйича прогнозларнинг потенциал даражасига нисбатан пастроқ бўлиши 2025-2026 йилларда **ташқи талаб** орқали экспорт ҳажми ўсишининг бироз секинлашишига олиб келиши мумкин.

Халқаро молия бозорларида шаклланаётган юқори фоиз ставкалари ва доллар индексининг юқорилигига

қарамасдан **олтин нархининг** нисбатан юқори шаклланиши халқаро иқтисодиётдаги ноаниқликлар ва геосиёсий хатарларнинг сақланиб қолиши билан изоҳланади.

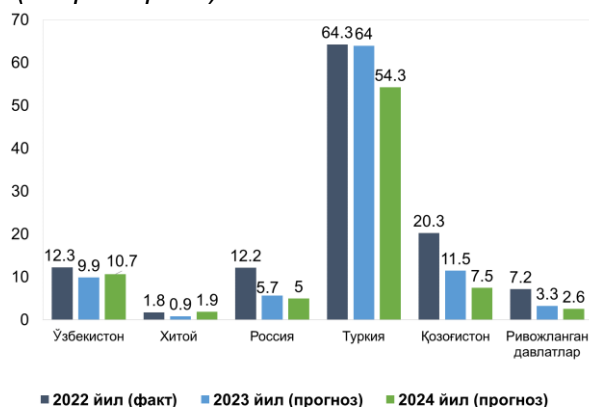
Нефть ишлаб чиқарувчилар томонидан ишлаб чиқариш ҳажмининг қисқартирилиши таклиф томонидан нефть нархига оширувчи босим яратади. Шу билан бирга, 2025 йилдан жаҳонда иқтисодий фаолликнинг ошиши фонида нефть маҳсулотларига талаб юқори бўлиши кутилмоқда.

Асосий сценарий доирасида келгуси йилларда ташқи талаб кескин ўзгаришларсиз, мўътадил даражада ўсиб бориши кутилмоқда.

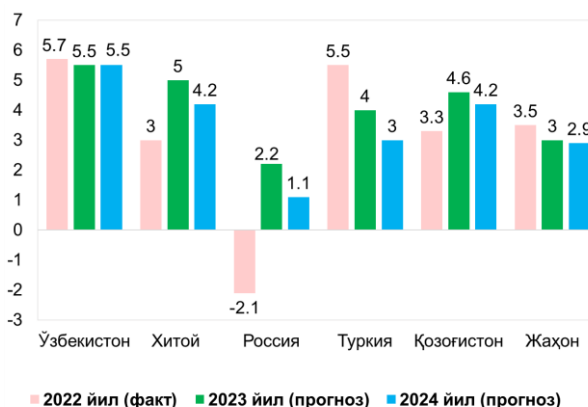
2024 йилда **мис** ишлаб чиқариш имкониятлари кенгайиши ва текстил маҳсулотлари нархларининг тикланиши натижасида **экспорт** ҳажми ўсишининг тезлашиши прогноз қилинмоқда.

**Олтинсиз экспорт ҳажмининг** ўсиши 2023 йилда **10-12 фоиз** атрофида, 2024 йилда **11-13 фоиз** доирасида бўлиши ҳамда 2025-2026 йилларда **10-14 фоиздан ўсиши** прогноз қилинмоқда (2.1.1-жадвал).

2.1.1-расм. ХВЖнинг жаҳонда инфляция даражаси бўйича прогнозлари (давр охирига)



2.1.2-расм. ХВЖнинг жаҳон иқтисодиёти ўсиши бўйича прогнозлари



Манба: ХВЖ, Жаҳон иқтисодий истиқболлари (октябрь, 2023 йил).

**Таркибий ислохотлар ва 8-10 фоизлик ўсиш суръатлари рағбатлантирувчи фискал сиёсат** давом эттирилиши ҳамда хусусий сектордаги **иқтисодий фаоллик** импортга бўлган талабни ошириб, унинг ҳажмида ўсиш суръатлари юқори даражада сақланиб қолишини кўрсатмоқда. Бунда 2023 йилда **импорт** ҳажми ўсишининг **15-17 фоиз** доирасида шаклланиши кутилаётган бўлиб, 2024-2026 йилларда ҳам

Натижада ташқи савдо баланси тақчиллиги ўрта муддатли истиқболда ҳам маълум даражада кенгайиб боради ва мамлакатимизга кириб келадиган **пул ўтказмалари ва хорижий инвестициялар** мазкур тақчилликни камайтирувчи асосий омиллардан бўлади.

**2.1.1-жадвал. Макроиқтисодий ривожланиш кўрсаткичларининг асосий сценарий бўйича прогнозлари (йиллик ўзгариши, фоизда)**

Кўрсаткичлар	2022 (факт)	2023 (кут-н)	Асосий сценарий прогнозлари		
			2024	2025	2026
Йиллик инфляция даражаси	12,3	8,5-9,5	8-9	5-6	5
ЯИМнинг реал ўсиши	5,7	5,2-5,7	5,0-5,7	5-6	5,5-6,5
Яқуний истеъмол харажатлари	9,2	5-5,5	5-6	6-7	6-7,5
- уй хўжаликлари	11,4	5-6	5-6	6-7	6-7
- давлат бошқарув органлари	1,3	1-2	1,5-2	1-2	2-3
Умумий фискал баланс (ЯИМга нисбатан)	-5,8	(-5)-(-5,5)	-4	-3	-3
Экспорт (олтинсиз)	21,6	10-12	11-13	10-12	12-14
Импорт	20,3	15-17	10-12	9-10	8-10
Пул ўтказмалари	2,1 б.	(-30)-(-35)	10-11	12-13	12-15
Кредит қўйилмалари қолдиғи	21,4	19-21	18-19	17-18	16-17

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Ўтган йилда кузатилган кескин ўсишдан сўнг жорий йилда мамлакатимизга кириб келадиган пул ўтказмалари ҳажмининг **узоқ муддатли тренди** доирасига қайтиши ва 2023 йилда **11-11,5 млрд.** доллар атрофида бўлиши (*ўтган йилга нисбатан 30-35 фоизга қисқариши*) кутилмоқда.

2024 йилда пул ўтказмалари 10-12 фоизга, 2025-2026 йилларда эса йиллик **12-15 фоиз атрофида** ўсиб бориши прогноз қилинмоқда.

Юқоридаги омиллар таъсирида мамлакат тўлов балансининг **жорий операциялар ҳисобварағи** 2024-2025 йилларда ЯИМга нисбатан **5,5-6,5 фоизлик** манфий тафовут билан яқунланиши кутилмоқда.

**Молиявий ҳисоб** компонентлари, шу жумладан, банклар томонидан жалб этиладиган хорижий кредит линиялари ва тўғридан-тўғри инвестициялар жорий операциялар ҳисобварағи тақчиллигини қоплашнинг асосий манбаларидан бўлади.

Бунда **ташқи ресурслар нархининг** юқори сақланиб қолиши фонида 2024 йилда, асосан, **давлат ташқи қарзи** ва **хорижий инвестициялар** оқими кутилаётган бўлса, 2025-2026 йилларда **фоиз ставкалари пасайиши** тижорат банклари ва йирик корхоналарга ҳам ташқи бозорлардан ресурс жалб этиш имконини оширади.

Келтирилган омиллар ва ташқи иқтисодий кўрсаткичларнинг кутилаётган динамикаси шароитида миллий валюта алмашув курсига бўлган босим эҳтимоли паст бўлиб, **сўмнинг реал**

**самарали алмашув курси** ўзининг узоқ муддатли тренди доирасида шаклланишига асос яратади.

### **Ички иқтисодий шароитлар**

2023 йилда кузатилаётган юқори фискал рағбатлантиришлар, истеъмол талаби ва хусусий инвестицияларнинг юқори суръатларда ошиши 2024 йилда ҳам ўсиш суръатларини қўллаб-қувватловчи омиллардан бўлади.

Хусусан, 2024 йил якуни бўйича **иқтисодий ўсишнинг** реал ҳисобда **5-5,7 фоиз**, 2025 йилда **5-6 фоиз** ва 2026 йилда **5,5-6,5 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда (*2.1.3-расм*).

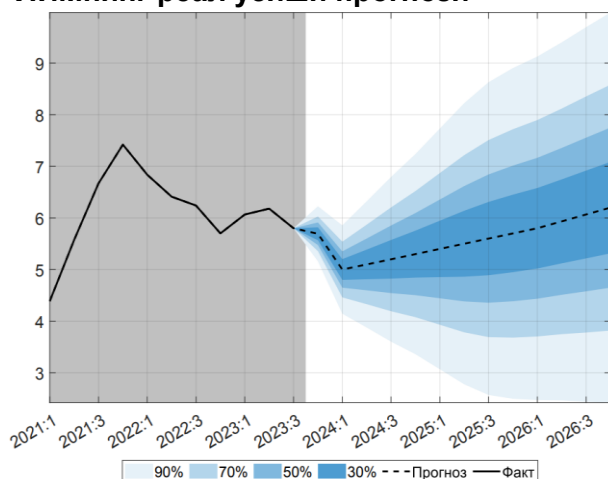
Иқтисодиётдаги **кредит қўйилмаларининг** келгуси йилларда ҳам ЯИМнинг номинал ҳажми ўзгариши доирасида ўсиб бориши иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлашга ижобий ҳисса қўшади.

2024 йилда **яқуний истеъмол харажатларининг** реал ўсиши **5-6 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда ва бу иқтисодиётда ялпи талабнинг шаклланишига таъсир кўрсатади.

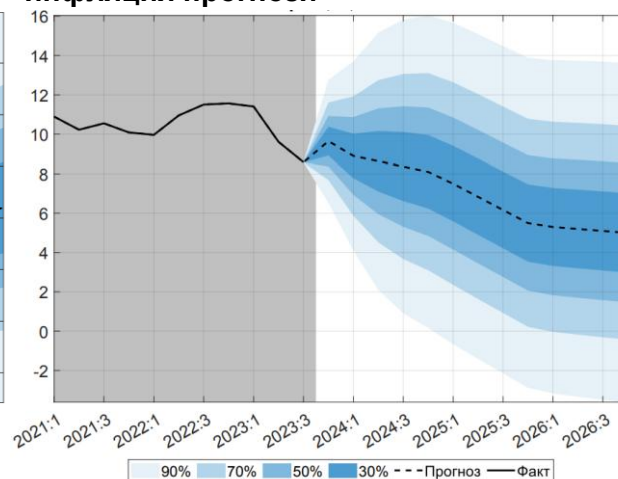
**Фискал тақчиллик** 2024 йилда ЯИМга нисбатан **4 фоизгача** ва 2025 йилга келиб **3 фоизгача** қисқариши прогноз қилинмоқда.

2024 йилдан бошлаб **бюджет харажатларининг оптималлаштирилиши** давлат бюджетининг консолидациялашувига шароит яратади ва инфляцияга монетар омиллар босимининг камайишига хизмат қилади.

### 2.1.3-расм. Асосий сценарий бўйича ЯИМнинг реал ўсиши прогнози



### 2.1.4-расм. Асосий сценарий бўйича инфляция прогнози



Манба: Марказий банк прогнозлари.

Иқтисодиёт тармоқларини трансформация қилиш ва ривожлантириш бўйича **таркибий ислохотларнинг** давом эттирилиши асосий сценарийнинг муҳим шартлари сифатида қабул қилинмоқда. Иқтисодиётда давлатнинг роли пасайиб бориши натижасида барча соҳаларда самарадорлик кўрсаткичларида ижобий тенденциялар кузатила бошлайди.

**Инфляция даражаси** 2023 йилнинг ўтган даврида шаклланган инфляцион жараёнлар ҳамда сўнгги чорақда кутилаётган омиллардан келиб чиқиб, йил якуни бўйича **8,5-9,5 фоиз** атрофида шаклланиши кутилмоқда.

Ушбу сценарий доирасида янгиланган прогнозларга кўра, 2022-2023 йилларда юзага келган ташқи ўзгаришлар ва ички бозордаги нархларга оширувчи таъсирга эга бўлган омилларнинг **узоқроқ сақланиб қолаётганлиги** инobatга олиб, инфляциянинг доимий 5 фоизлик таргетига **2025 йилнинг иккинчи ярмида** эришиш мумкинлиги бўйича асосларни юзага келтирмоқда.

Таъкидлаш жоизки, дунёнинг аксарият марказий банклари ҳам инфляциянинг таргет кўрсаткичларига 2025 йилнинг охиригача бориб яқинлашишини кутмоқда.

Таргетга эришиш даврининг узайиши, ўз навбатида, ташқи таклиф босимлари юқорилигини ва таркибий ислохотларнинг фаоллашуви ялпи талабни кенгайтиришини ҳисобга олиб, нархлар барқарорлигини таъминлашга қаратилган чораларни **янада кучайтириш лозимлигини англатади.**

Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси доирасида **2024 йил учун инфляция даражаси 8-9 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда. 2025 йилнинг иккинчи ярми ва 2026 йилда кескин **ташқи хатарлар ва инфляцияни оширувчи омиллар** юзага келмаган тақдирда умумий инфляциянинг **5 фоиз** атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда (2.1.4-расм).

### **Пул-кредит сиёсати**

Келгуси йилларда пул-кредит шароитларини белгилашда, биринчи навбатда, инфляция прогнози, унинг омиллари ва инфляцион кутилмалардан келиб чиқилади.

Бунда, Марказий банкнинг **нархлар барқарорлигини** таъминлаш ва инфляцияни **5 фоизлик** таргетига эришиш вазифаси сақланиб қолади.

2025 йил якунига қадар инфляцияни таргет даражасигача пасайтириш мақсади Марказий банкдан жорий йил якунигача ва 2024 йилда ҳам **нисбатан қатъий пул-кредит шароитларини** сақлаб қолишни ва пул бозорида **3-4 фоиз** атрофидаги реал фоиз ставкалари шаклланишини таъминлашни талаб этади.

Инфляция даражасининг ишончли барқарор пасайиб бориши билан Марказий банкнинг асосий ставкаси мос равишда пасайтириб борилиши мумкин. Бунда келгуси даврдаги эҳтимолий инфляцион хатарлар ва кутилмалар атрофлича ўрганилади ҳамда пул-кредит шароитларини белгилашда **“эҳтиёткорона” ёндашув** сақлаб қолинади.

Жорий ва келгуси йилда пул-кредит шароитлари **фискал сиёсат параметрларига** ҳам боғлиқ бўлади. Бунда, рағбатлантирувчи фискал шароитлар сақланиб қолган вазиятда инфляцияга **монетар омиллар таъсирини қисқартириш** учун пул-кредит шароитларини **янада қатъийлаштириш** талаб этилиши мумкин. Акс ҳолда, фискал сиёсатнинг рағбатлантирувчи таъсири иқтисодиётда ялпи талабни қўллаб-

қувватлаши орқали инфляцияга бўлган босимларнинг сезиларли ортишига олиб келади.

Инфляция даражаси мақсадли кўрсаткичларга яқинлашиб, ушбу даражада барқарорлашганидан сўнг, 2026 йилда пул-кредит шароитларини юмшатиш ва **“нейтрал”** фазага ўтказиш имконияти пайдо бўлади.

Ўрта муддатли истиқболда пул-кредит шароитларини белгилашда **банк тизими ликвидлиги ҳолати** ҳам муҳим аҳамият касб этади.

Умумий ликвидликнинг келгуси динамикаси бюджет амалиётлари, ички валюта бозорида талаб ва таклиф мувозанати ҳамда иқтисодиётнинг нақд пулга бўлган талаблари таъсирида шаклланади. Банк тизими ликвидлиги профицитсиз шаклланишида давом этиши пул-кредит шароитлари учун **қатъийлаштирувчи омиллардан** бўлиши мумкин.

Шу билан бирга, пул-кредит шароитларини белгилашда кредит каналининг муҳимлиги ҳам сақланиб қолади. Бироқ, ўрта муддатли истиқболда аҳолининг кредитга бўлган юқори талабининг давом этиши кутилаётган бўлиб, пул-кредит шароитларининг чакана кредитлар ўсишига таъсирчанлиги нисбатан пастроқ бўлиши мумкин.

Истеъмомлга йўналтириладиган чакана кредитларнинг юқори ўсиш суръатлари кузатилганда давомийлигидан келиб чиқиб **макропруденциал сиёсат чоралари** фаол қўлланилиши мумкин.

## Асосий сценарий шартларига кўра

Инфляция даражаси	2024 йилда инфляция <b>8-9 фоиз</b> атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда. 2025 йилнинг охирида инфляция <b>5 фоизлик таргетгача пасаяди</b> .
-------------------	---

## Пул-кредит сиёсати чоралари

Пул-кредит шароитлари	Иқтисодиётда инфляцион босимларни инобатга олиб, 2024 йил давомида <b>“нисбатан қатъий”</b> даражада сақлаб қолинади ва 2025 йил якунида инфляцион таргетга эришиш бўйича асослар юзага келганда <b>“нейтрал”</b> фазага ўтилади.
Пул бозоридаги фоиз ставкалари	2024 йилда <b>Uzonia ставкаси</b> реал ҳисобда <b>3-4 фоизлик</b> даражада, 2025 йилнинг охирида инфляция таргетга яқинлашгандан сўнг <b>2-2,5 фоиз атрофида</b> (нейтрал) бўлиши таъминланади.

Келгуси йилларда айнан пул-кредит ва макропруденциал сиёсатларни **ўзаро мувофиқликда қўллаш** орқали кредитлар ўсиш суръатларини мувозанатлаштириш ва умуман банк тизими барқарорлигини таъминлаш муҳим вазифалардан бири бўлади.

Келгусида ёқилғи-энергетика ресурслари нархи шаклланишининг бозор тамойилларига ўтказилиши аҳоли ва тадбиркорлик субъектларини узлуксиз энергия ресурслари билан таъминлаш, соҳага хусусий инвестицияни жалб қилиш орқали ишлаб чиқариш ҳажмларини инклюзив ошириш йўналишидаги ислохотларни давом эттиришда муҳим аҳамият касб этади.

Ушбу ўзгаришлар ўрта ва узоқ муддатли истиқболда пул-кредит сиёсатини амалга ошириш шароитларига ижобий таъсир кўрсатиб, умуман олганда, макроиқтисодий барқарорлик ва иқтисодий ўсишнинг драйверларидан ҳисобланади.

Мазкур ислохотларнинг мантиқий давоми сифатида 2024 йилда чакана истеъмолчилар учун тарифларга тегишли ўзгаришлар киритилган тақдирда, уларнинг инфляция ва бошқа макроиқтисодий кўрсаткичларга таъсирлари қайта баҳоланиб, пул-кредит шароитларига мос равишда **ўзгартиришлар киритилади**.



## 2.2. Макроиқтисодий ривожланишнинг муқобил сценарийси ва пул-кредит сиёсати

Макроиқтисодий ривожланишнинг муқобил сценарийси **ташқи иқтисодий ва геосиёсий шароитларнинг ёмонлашиши** ва унинг ички иқтисодий вазиятга салбий таъсирларини инobatга олган ҳолда тайёрланган. Ташқи шароитларнинг ёмонлашуви фонидан инфляциянинг **5 фоизлик мақсадли кўрсаткичига** эришиш 2026 йилнинг охирига қадар кечикиши мумкин.

### **Ташқи иқтисодий шароитлар**

Глобал иқтисодий фрагментация жараёнларининг кучайиши жаҳонда иқтисодий ўсишга, нархлар даражасига салбий таъсир кўрсатмай қолмайди.

ХВЖ таҳлилларига кўра, сўнгги йилларда **халқаро савдога қўйилган чекловлар** сони сезиларли даражада ошиб бормоқда (2.2.1-расм). Ушбу чекловлар **таклиф омилларига** қўшимча босим яратиши орқали глобал инфляциянинг пасайиш муддатини узокроқ давом этишига сабаб бўлиши мумкин. Бу эса, **импорт инфляцияси** орқали ички нархларга оширувчи босим яратиши мумкин.

Геоиқтисодий фрагментация ривожланган давлатлардан кўра ривожланаётган давлатларда кўпроқ салбий таъсирга эга бўлади. Хусусан, ХВЖ прогнозларига кўра, Африка ва Осиё давлатларида геоиқтисодий фрагментация туфайли даромадлар камайиши ривожланган давлатлардан **икки баробар юқори** бўлиши баҳоланмоқда (2.2.2-расм).

Глобал молиявий шароитларнинг узокроқ муддат қатъий сақланиб қолиши

**иқтисодий фаолликка салбий таъсири** орқали жаҳон иқтисодиёти ўсиш суръатларининг ҳам асосий сценарийга нисбатан паст бўлишига олиб келади.

Хусусан, ХВЖнинг сўнгги прогнозларига мувофиқ, глобал иқтисодий ўсиш 2024 йилда **2,3 фоизгача** (асосий сценарийга нисбатан 0,6 фоиз бандга) пасайиши кутилмоқда.

Муқобил сценарий шартларига кўра, **асосий савдо-ҳамкор** давлатлар иқтисодиёти истиқболи бўйича **юқори ноаниқлик ва хатарлар** сақланиб қолади.

Асосий сценарийдан фарқли равишда **Россия** ва **Хитой** иқтисодиётининг сезиларли секинлашиши хавфи юқорироқ бўлади.

Жаҳонда инфляция даражасининг секин пасайиши глобал молиявий шароитларнинг узокроқ муддат қатъий даражада сақлаб туриш эҳтимолларини оширади. Хусусан, етакчи марказий банклар юқори инфляция давом этган тақдирда пул-кредит шароитларини юмшатишга шошилмайди ва **фоиз ставкаларини юқори даражада** бўлишини таъминлайди.

Ушбу вазиятда аксарият давлатлар инфляция бўйича мақсадли кўрсаткичига 2025 йилнинг охирида ва 2026 йилда эришиши кутилмоқда. Бу, ўз навбатида, пандемиядан кейинги даврда юзага келган ва узок муддат сақланиб қолаётган инфляцион муҳитнинг **спирал тус** олиши ва

инфляцион кутилмаларга салбий таъсир этиши бўйича хатарларни кучайтириши мумкин.

Натижада мамлакатимиз учун **ташқи молиявий ресурслар қимматлиги** сақланиб қолади ва ички молиявий манбаларга бўлган талаб ва банкларнинг ушбу йўналишдаги рақобати ортиб боради.

Глобал иқтисодий ўсишнинг секинлашиши **хомашё бозорида** талабнинг қисқаришига ва натижада **энергия ресурслари** нархининг пасайишига олиб келиши мумкин. Ўз навбатида, энергия нархлари арзонлашиши 2024 йилда савдо ҳамкорларимиз **иқтисодий ўсишига салбий таъсир** кўрсатиши ва 2025 йилдан энергия ресурсларига талаб ортиши билан тикланиб бориши тахмин қилинмоқда.

Жаҳон иқтисодиётидаги секинлашиш ва юқори фоиз ставкаларининг узоқроқ муддат сақланиб қолиши **олтин ва мисга** бўлган талабга ва унинг нархига салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

Асосий савдо ҳамкорлардаги иқтисодий ўсишнинг пасайиши мамлакатимиз товар ва хизматларига **ташқи талаб** ҳажмини пасайтириши мумкин. Бунда **экспорт ҳажми (олтинсиз)** ўсиши 2024 йилда **5-6 фоизгача** секинлашиши, 2025-2026 йилларда эса **6-8 фоиз** атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда.

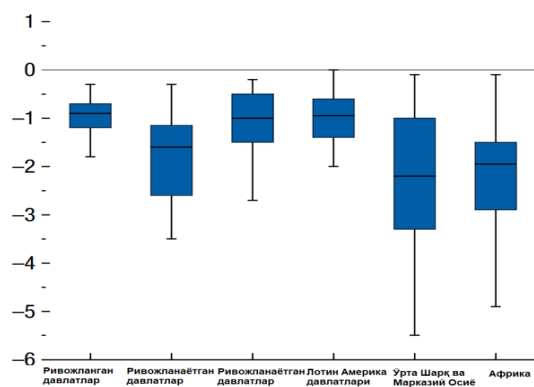
Асосий сценарийга нисбатан иқтисодий фаолликнинг маълум даражада пасайиши ва аҳоли даромадларининг мақбуллашиши фонида **импорт ҳажмининг** ҳам пастроқ суръатларда ўсиши (*прогноз даврида ўртача йиллик 7-9 фоизга*) кутилмоқда.

Шунингдек, Россияга нисбатан қўлланилаётган санкциялар кучайиши фонида **рубль алмашув курсига** бўлган босимлар прогноз даври давомида сақланиб қолади. Иқтисодий ўсиш кўрсаткичларининг асосий сценарийга нисбатан пастроқ бўлиши ва рублнинг кўпроқ қадрсизланиши Россиядан трансчегаравий **пул ўтказмалари** оқими камайишига сабаб бўлиши мумкин.

2.2.1-расм. Жаҳонда халқаро савдога қўйилган тақиқлар сони



2.2.2-расм. Фрагментация туфайли жон бошига реал даромадлар ўзгариши



Манба: ХВЖ ҳисоб-китоблари.

Муқобил сценарий доирасида пул ўтказмалари ҳажмининг йиллик ўсиши 2024 йилда **5-6 фоиз** ва 2025-2026 йилларда **7-8 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда.

Юқоридаги омиллар таъсирида мамлакат тўлов балансининг **жорий операциялар ҳисобварағи** асосий сценарийга нисбатан кенгайиб, 2024-2025 йилларда ЯИМга нисбатан **6,5-7,5 фоизлик** манфий тафовут билан яқунланиши мумкин.

### Ички иқтисодий шароитлар

Муқобил сценарий бўйича ички иқтисодий шароитларни белгилаб берувчи асосий омиллар иқтисодиётда таркибий ислохотларнинг бориши ва бюджет-солиқ сиёсатидаги чоралар бўлади.

Мазкур сценарийда кўзда тутилган шартларнинг аксарияти **бир пайтда** содир бўлганда 2024 йилда ЯИМнинг реал ўсиши асосий сценарийга нисбатан **1,5-2 фоиз бандга** пастроқ бўлиши мумкин (2.2.3-расм).

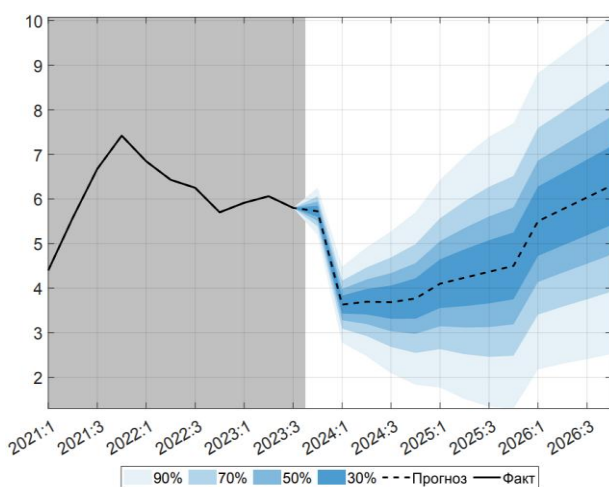
Ташқи хатарлар ва молиявий шароитларнинг 2026 йилдан нисбатан юмшаб бориши натижасида **иқтисодий ўсиш** тикланиб боради.

Ташқи шароитлардаги ноаниқликларнинг ортиши, глобал геосиёсий вазиятнинг сақланиб қолиши мамлакат хатар мукофотининг юқори шаклланишига ва хорижий **инвестициялар** оқимининг камайишига олиб келиши мумкин.

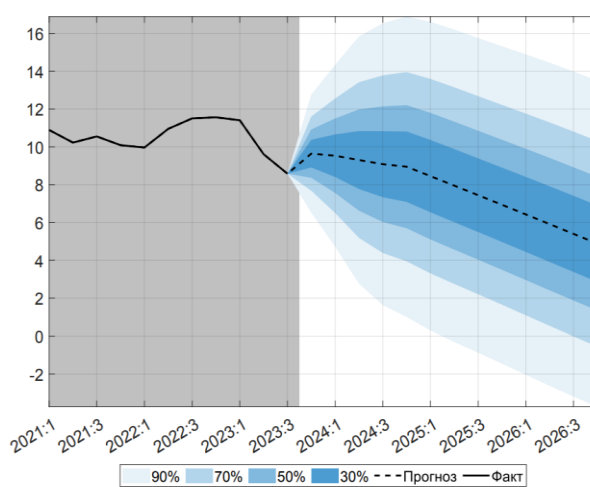
Прогноз даврида **якуний истеъмол харажатларининг** реал ўсиши **3-4 фоиз** атрофида шаклланиб, иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлашдаги роли асосий сценарийга нисбатан пастроқ бўлади.

2024-2025 йилларда **иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш** ва субсидиялар учун марказлашган харажатларнинг ортиши бюджет консолидациясини маълум муддатга кечиктиришни талаб этиши мумкин.

2.2.3-расм. Муқобил сценарий бўйича ЯИМнинг реал ўсиши прогнози



2.2.4-расм. Муқобил сценарий бўйича инфляция прогнози



Манба: Марказий банк прогнозлари.

Бунда **умумий фискал таъминлаш** мақсадида 2024-2025 таъминлаш мақсадида 2024 йилда ҳам ЯИМга нисбатан **5 фоиз атрофида** бўлиши, 2025 ва 2026 йилларда **4 фоизгача** пасайиши прогноз қилинмоқда. Бу эса **инфляция даражасига** оширувчи монетар босимларнинг сақланиб қолишини кўрсатади.

Келгуси йилларда ҳам глобал инфляцион жараёнларнинг давом этиши, таклиф омилларининг кучайиши ва импорт инфляцияси таъсирлари ҳисобига макроиқтисодий ривожланишнинг **муқобил сценарийси** доирасида 2024 йилда инфляция **9-10 фоиз** даражада, 2025 йилда **7-8 фоизгача** пасайиши прогноз қилинмоқда. Ушбу сценарийда доимий таргетга эришиш даври янада узайиб, 2026 йилнинг иккинчи ярмига тўғри келиши мумкин (2.2.4-расм).

### **Пул-кредит сиёсати**

Марказий банк муқобил сценарий шароитлари юзага келганда иқтисодиётда инфляцион жараёнларни жиловлаш ва **нархлар барқарорлигини**

таъминлаш мақсадида 2024-2025 йилларда **пул-кредит шароитларини янада қатъийлаштиради.**

Бунда, асосий эътибор, инфляциянинг монетар омилларини **пул-кредит сиёсати инструментлари** ёрдамида қисқартириш ва унинг номонетар омилларини бартараф этишда **Ҳукумат билан биргаликда** тизимли чора-тадбирларни амалга оширишга қаратилади.

Хусусан, муқобил сценарий доирасида асосий инфляцион омиллар **таклиф томонидан** юзага келиб, иқтисодиётда товар ва хизматларнинг етарли ҳажмдаги таклифини таъминлаш орқали нарх барқарорлигига эришиш устувор вазифалардан бўлади.

Ўз навбатида, инфляцияга монетар омиллар таъсирини камайтириш ва унинг даражасини барқарор пасайтириш мақсадида пул-кредит шароитларини асосий сценарийга нисбатан **узоқроқ вақт қатъий даражада бўлишини таъминлаш** талаб этилади.

## **Пул-кредит сиёсати чоралари**

<p><b>Пул-кредит шароитлари</b></p>	<p>Иқтисодиётда инфляцион жараёнларни жиловлаш ва нархлар барқарорлигини таъминлаш мақсадида 2024-2025 йилларда <b>“қатъий”</b> пул-кредит шароитлари таъминланади.</p>
<p><b>Пул бозоридаги фоиз ставкалари</b></p>	<p>2024-2025 йилларда <b>Uzonia ставкаси</b> реал ҳисобда <b>4-5 фоизлик</b> даражада, 2026 йилнинг иккинчи ярмида инфляция таргет даражасига яқинлашганидан сўнг, <b>2-2,5 фоиз атрофида</b> (нейтрал) бўлишига шароит яратилади.</p>

Банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларни **реал ҳисобда ижобий даражада** шаклланишини таъминлаш мақсадида пул-кредит сиёсати инструментлари ва ликвидликни бошқариш операциялари фаоллаштирилади. Бунда Марказий банк облигацияларини муомалага чиқариш ҳажми оширилиши мумкин.

Муқобил сценарий доирасида ҳам пул-кредит шaroитларини белгилашда **банк тизими умумий ликвидлиги** билан боғлиқ вазият муҳим аҳамият касб этади. Бунда, умумий фискал тақчилликнинг асосий сценарийга нисбатан юқорироқ бўлиши тизимга **кўпроқ ликвидлик йўналтирилишини** билдирса ҳам, бюджет амалиётларининг умумий ликвидликка **мутлақ таъсири** мазкур тақчилликни молиялаштириш манбаларига боғлиқ бўлади.

Юқорида таъкидланганидек, ташқи молиялаштириш нархларининг нис-

батан юқори даражаларда сақланиб қолиши шароитида **ички манбаларга**, шу жумладан, миллий валютадаги депозитларга бўлган талаб ортиб, улар бўйича **реал** фоиз ставкалари **юқори бўлади** ва бу вазият маълум муддат сақланиб қолади. Бу эса, миллий валютадаги активлар нархига таъсири орқали хорижий валютага бўлган талабни мувозанатлаштиришга хизмат қилади.

Иқтисодий фаолликнинг нисбатан пастлиги шароитида иқтисодиётга **кредит қўйилмалари ўсиши** асосий сценарийга нисбатан **бироз пастроқ** бўлиши мумкин.

Бироқ, **чакана кредитларга** бўлган юқори талабнинг сақланиб қолиши шароитида муқобил сценарий бўйича ҳам кредитлар ҳажми ўзгаришининг **номинал ЯИМ ўсишига мутаносиб** бўлиши кутилмоқда.

### Узоқ муддатли барқарор ўсишни таъминлашда фискал интизомнинг ўрни

Аксарият давлатларда инклюзив ўсишни таъминлашга қаратилган самарали солиқ-бюджет сиёсатини олиб боришнинг асосий шартлари унинг контрциклик хусусияти, юқори тақсимлаш функцияси ҳамда самарасиз харажатлар ва чораларни бартараф этиш ҳисобланади.

Сўнги йилларда ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларда кузатилаётган сезиларли даражадаги фискал рағбатлантиришлар инфляция жараёнларини тезлаштираётган асосий омиллардан бирига айланди. Ривожланаётган мамлакатлар гуруҳида инфляциянинг фискал экспансияга (кенгайишга) сезувчанлиги (*корреляция коэффициенти – 43 фоиз*) ривожланган мамлакатларга (*72 фоиз*) нисбатан пастроқ бўлишига қарамасдан, юқориликча қолмоқда (*1-расм*).

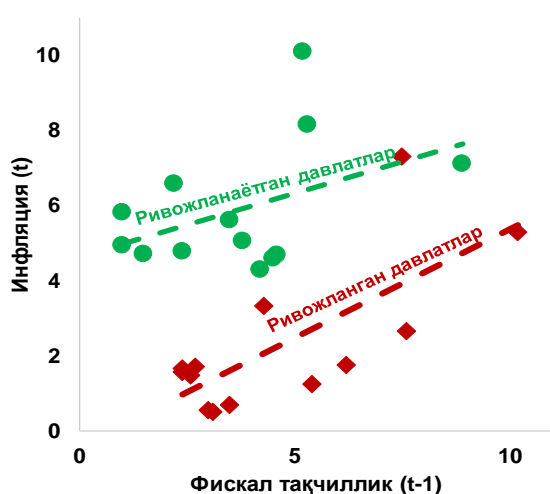
Ўзбекистонда 2020-2022 йиллардаги иқтисодий ўсишнинг юқори суръатлари бюджет даромадларини маълум даражада ошишига қарамай, ташқи таъсирлар оқибатида аҳолини манзилли ижтимоий ҳимоя қилишга йўналтирилган қўшимча харажатлари сезиларли даражада ошди. Бу, ўз ўрнида, даромадлар ва харажатлар ўртасида маълум тафовутнинг юзага келишига (*2-расм*) ва умумий бюджет тақчиллигининг ошишига олиб келди.

Жаҳон банкининг<sup>4</sup> 148 та давлатнинг 1990-2019 йиллардаги фискал сиёсати бўйича олиб борган таҳлилларида Ўзбекистоннинг солиқ-бюджет сиёсати **ациклик** характерга (*иқтисодий циклга боғланмаган*) эгаллиги қайд этилган.

Шу билан бирга, Марказий банкнинг дастлабки ҳисоб-китобларига кўра, 2019-2023 йилларда солиқ-бюджет сиёсати проциклик йўналишга ўтиб (*3-расм*), иқтисодиётда маълум даражада проинфляцион босимларни юзага келтирмоқда.

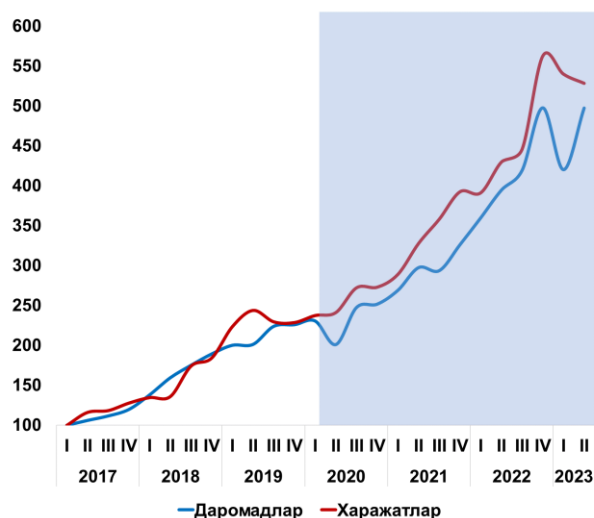
Сўнги йилларда халқаро молия институтлари<sup>5</sup> энергия ресурслари учун ажратилаётган субсидияларнинг кўпайишини (*4-расм*) бозор механизмини “бузувчи харажатлар” сифатида тобора кўпроқ таъкидлашмоқда.

**1-расм. 2010-2023 йилларда мамлакатлар гуруҳи бўйича фискал тақчиллик ва инфляциянинг ўзаро боғлиқлиги**



Манба: ХВЖ маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

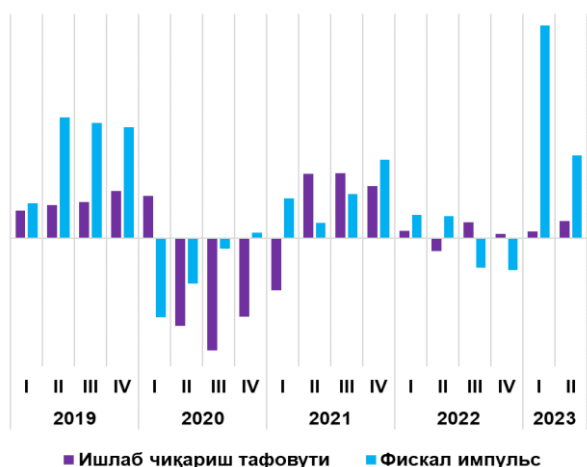
**2-расм. Мавсумий тозаланган бюджет даромадлари ва харажатлари (2017 йил I чорак = 100)**



Манба: Иқтисодиёт ва молия вазирлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.



**3-расм. Ўзбекистондаги фискал шароитлар**



**4-расм. Мамлакатлар кесимида энергия субсидияси ҳажми (млрд. АҚШ долл., ЯИМга нисбатан, %)**



Манба: Иқтисодиёт ва молия вазирлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

Манба: Халқаро энергетика агентлиги.

**3-расмга изоҳ:** маълумотлар кумулятив бўлиб, бир йўналишли кўриниши **проциклик** ва қарама-қарши йўналишли кўриниши **контрациклик** характерни ўзида ифода этади.

Халқаро энергетика агентлигининг 2022 йил учун ҳисоб-китобларига кўра, глобал энергия субсидиялари 2021 йилга нисбатан 2 баробарга ошиб, 1 трлн. АҚШ долларига етган. Субсидиялар давлат бюджети интизомининг бузилишига олиб келиб, иқтисодий ўсишга босим кўрсатади, қарз жалб қилишни оширади ва ресурсларнинг самарасиз тақсимланишига шароит яратади.

Манзилли ижтимоий қўллаб-қувватлашни сақлаб қолган ҳолда тарифларни либераллаштириш, ҳозирги босқичда энергия ресурслари учун берилаётган субсидияларни камайтириш орқали бюджет консолидациялашувининг муҳим омилларидан ҳисобланади. Бюджет тақчиллигининг нейтрал даражага (ЯИМга нисбатан 2-3 фоиз) қисқариши ва контрациклик фискал сиёсатга ўтилиши ўрта ва узоқ муддатли истиқболда инфляцияни пасайтиришда асосий омиллардан бўлади.

Халқаро тажрибада фискал консолидация асосан давлатнинг марказлашган инвестицияларининг қисқариши ҳисобига, жорий ижтимоий харажатлар ўзгаришисиз қолганда вужудга келади.

Тадқиқотларга кўра<sup>6</sup>, марказлашган инвестициялар давлат истеъмолига нисбатан камайиб, унинг давлат харажатларидаги улуши пасайса, ЯИМга нисбатан 1 фоизлик бюджет консолидацияси, кейинги уч йил ичида ишлаб чиқаришни умумий ҳисобда 0,5-0,7 фоизга камайтириши мумкин.

Фискал консолидацияни амалга оширишда барқарор иқтисодий ўсишга узоқ муддатли ижобий таъсир кўрсатадиган давлат инвестицияларини сақлаб қолиш ҳамда турли хил имтиёзлар ва ижтимоий йўналишдаги харажатларни қисқартириш манфаатли ҳисобланади. Марказлашган инвестициялар ўрнини қоплашда хусусий инвестицияларни жалб қилиш муҳим аҳамият касб этади.

<sup>4</sup> Does Countercyclical Fiscal Policy Pay? The Relevance of Fiscal Acyclicity. J. Rodrigo Fuentes, Raimundo Soto, 2022.

<sup>5</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/08/22/IMF-Fossil-Fuel-Subsidies-Data-2023-Update-537281>.

<sup>6</sup> IDB Working Paper. The Output Effects of Fiscal Consolidations. Does Spending Composition Matter?

Узоқ муддатли фискал барқарорликка эришиш учун фискал қоидаларнинг самарали тизимини яратиш талаб этилади. Жумладан, фискал қоидаларнинг асосий мақсадлари макроиқтисодий барқарорлик, бюджет даромадлари хомашё нархларига боғлиқ бўлган мамлакатлар учун эса фискал барқарорлик ва буферларнинг етарли даражада тўпланиши ҳисобланади.

Табиий ресурсларга бой бўлган ривожланаётган мамлакатларда фискал қоидалар солиқ-бюджет сиёсатининг шаффофлигини ошириш, иқтисодий хатарлар таъсирида валюта курсининг юқори ўзгарувчанлигини ва ташқи канал орқали инфляцион босимларни камайтиришда муҳим ҳисобланади.

Инфляцион таргетга эришишда пул-кредит ва солиқ-бюджет сиёсатини мувофиқлаштириш ҳал қилувчи аҳамият касб этади. Фискал қоидалардан фойдаланган ҳолда солиқ-бюджет сиёсатини босқичма-босқич мустаҳкамлаб, интизомли тарзда амалга оширишда ўзаро келишилган ҳаракатлар макроиқтисодий барқарорликни таъминлашга хизмат қилади.

### III. ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ САМАРАДОРЛИГИНИ ОШИРИШНИНГ УСТУВОР ЙЎНАЛИШЛАРИ

#### 3.1. Пул-кредит сиёсати трансмиссиясини такомиллаштириш

Трансмиссион механизм каналларининг такомиллаш-тирилиши Марказий банк қарорларининг иқтисодиётга самарали ўтишини таъминлашида муҳим аҳамият касб этади.

##### Фоиз ставка канали

Фоиз канали пул-кредит сиёсатининг инфляцион таргетлаш режимида **асосий канал** ҳисобланиб, бунда Марказий банк асосий ставкаси пул-кредит сиёсатининг **асосий инструменти** ҳисобланади. Асосий ставка бўйича қарорларнинг иқтисодиётга самарали ўтишини таъминлашда фоиз каналининг **ҳар бир бўғинини** янада такомиллаштириб бориш тақозо этилади. Хусусан:

а) **Операцион механизм** асосий ставка бўйича қарорларнинг пул бозорига ўтишини таъминловчи **дастлабки бўғин** ҳисобланиб, сўнги 3 йилда уни такомиллаштириш бўйича амалга оширилган тизимли ишлар ҳисобига қарорларнинг банклараро пул ва РЕПО бозорларига **ўтишида самарадорлик сезиларли даражада ошди**.

Бироқ, фоиз ставкаларининг узоқ муддатли ресурсларга таъсирини ошириш мақсадида операцион механизмда айрим ўзгаришларни амалга ошириш лозим бўлади.

Хусусан, фоиз коридори чегараларида амалга оширилаётган **овернайт операциялари** соат 16:00 гача фаол

бўлиб, банк **тўлов куни** одатда 17:00 гача эканлиги ҳисобига (*баъзи кунларда тўлов куни узайтирилиши мумкин*) банкларнинг ушбу инструментлардан иш куни давомида тўлиқ фойдаланиш имкониятлари чекланган.

Шу сабабли, банкларга **тўлов куни яқунланганидан сўнг** ҳам ўз ликвидлигини самарали бошқариши ва белгиланган талабларни бажариши учун **банклараро пул ва РЕПО бозорлари** фаолиятини тўлов куни яқунланганидан сўнг **15 дақиқа** ҳамда Марказий банк **овернайт операцияларини** амалга ошириш ойнасининг эса **30 дақиқа** очиқ бўлишини таъминлаш режалаштирилган.

Бунда, тижорат банклари учун тўлов куни яқунланганидан сўнг пул бозорларида умумий ликвидликни **қайта тақсимлаш**, сўнгра Марказий банк овернайт операцияларига мурожаат қилиш имконияти пайдо бўлади ва бу ликвидликни бошқариш самарадорлигини сезиларли даражада оширади.

Ўз навбатида, Марказий банк келгусида **“кунлик кредит операцияси”**ни (*“intraday credit facility”*) жорий этиш ва кун давомида **гаров эвазига фоизсиз кредитлар** бериш масаласини ҳам кўриб чиқиши режалаштирилган. Бу банклардаги ликвидлик узилишларини олдини олишга ва тўлов тизимининг

узлуксизлигини таъминлашга хизмат қилади.

Операцион механизмни такомиллаштириш доирасида ликвидликни бошқаришнинг асосий инструменти бўлган **депозит аукционларини секьюритизация** қилиш (*депозит сертификатлари ёки қисқа муддатли Марказий банк облигациялари кўринишида амалга ошириш*), умумий ликвидлик ҳолатидан келиб чиқиб **“тўғрилаш операциялари”**ни амалга ошириш ҳамда Марказий банкнинг **“Гаров механизми”**ни ишлаб чиқиш ҳам мўлжалланган.

б) **Банк тизими ликвидлигини прогноз қилиш салоҳиятини ошириш**. Бугунги кунда банк тизими умумий ликвидлиги **автоном омиллар** кесимида **кунлик таҳлил ва ҳафталик прогноз** қилиб борилмоқда. Бунда пул-кредит операциялари бўйича параметрларни тўғри белгилашда **прогноزلар аниқлигини ошириш** муҳим аҳамият касб этади.

Ликвидликнинг айрим автоном омилларини **ARIMA модели** ёрдамида олдинги даврлар маълумотлари асосида кунлик прогноз қилиш йўлга қўйилган бўлиб, бугунги кунда ривожланиб бораётган **сунъий интеллект ва машинавий ўрганиш** (*“machine learning”*) моделлари, мавжуд катта маълумотлар базасидан (*“Big Data”*) фойдаланган ҳолда прогноزلар имкониятларини кенгайтириш шароитлари вужудга келган.

Ўрта муддатли истиқболда, айнан банк тизими умумий ликвидлигини кунлик прогноз қилишда сунъий интеллект ва машинавий ўрганиш моделларини кенг жорий этиш орқали

прогноزلар аниқлигини ошириш режалаштирилган.

в) **Банклараро РЕПО бозорини автоматлаштириш ва фаоллигини ошириш**. 2022 йилда йўлга қўйилган **банклараро РЕПО бозорида** фаоллик жорий йилда умумий ликвидлик ҳажмининг қисқариб боришига мос равишда ошиб борди ва ҳозирги пайтда банклар ўртасида ликвидлик қайта тақсимотининг **қарийб 20-25 фоизи** ушбу бозор ҳиссасига тўғри келмоқда.

Бозор платформаси Республика валюта биржаси томонидан **мустақил яратилган** бўлиб, ундаги амалиётларни **тўлиқ автоматлаштириш ва қулайлигини ошириш** бўйича тизимли ишлар амалга оширилмоқда. Хусусан, жорий йилнинг апрель ойида Халқаро валюта жамғармасидан **“Банклараро РЕПО бозорини ривожлантириш”** бўйича **техник кўмак дастури** доирасида билдирилган тавсиялар босқичма-босқич жорий этиб борилади.

г) **Иқтисодиётдаги фоиз ставкалари таъсирчанлигини кучайтириш**. Асосий ставка бўйича қарорларнинг иқтисодиётдаги фоиз ставкаларига ўтиш самарадорлигини ошириш мақсадида **бир қатор ўзгартиришлар** киритиш зарурияти юзага келган.

Хусусан, **иккиламчи давлат қимматли қоғозлари бозори** ва **капитал бозорининг** етарли даражада ривожланмаганлиги пул бозоридаги фоиз ставкалари ҳамда депозитлар ва кредитлар фоиз ставкалари ўртасида **боғлиқликнинг нисбатан пастлиги** ва **маржанинг юқорилигига** сабаб бўлмоқда.

Шу сабабли, ўрта муддатли истиқболда Ҳукумат билан биргаликда давлат қимматли қоғозларининг **бирламчи доимий эмиссиясини** йўлга қўйиш, **иккиламчи ДҚҚ бозорини** фаоллаштириш ва унда **“реал баҳолаш”** (*“fair valuation”*) элементларини қўллаш, ДҚҚлар бўйича **даромадлилик эгри чизигини** шакллантириш ҳамда **молия бозорларини ривожлантириш** бўйича тизимли чора-тадбирларни амалга ошириш режалаштирилган.

Шу билан бирга, фоиз канали таъсирчанлигини оширишда **ўзгарувчан фоиз ставкали** банк хизматларини жорий этишни рағбатлантириш ҳам мақсад қилинган. Бугунги кунда банкларда депозит ва кредит хизматлари **асосан ўзгармас фоиз ставкаларида** кўрсатилаётган бўлиб, фоиз ставкаларининг даврий ўзгариши бўйича қарорлар қабул қилинмаётганлиги ушбу сегментларнинг даромадлар эгри чизиги шаклланишига таъсири нисбатан паст бўлмоқда.

Ушбу йўналишда 2022 йил июль ойида пул бозоридаги операциялар бўйича **“UZONIA” бенчмарк ставкасини ҳисоблаш методологияси** такомиллаштирилган бўлиб, Европа тикланиш ва тараққиёт банки кўмагида ташкил этилган **“Пул бозори ишчи гуруҳи”** тавсиялари асосида ўзгарувчан ставкали банк хизматларини жорий этиш, шу жумладан, **банклараро фоиз ставка свопларини** йўлга қўйиш борасида чоралар кўрилади.

## Валюта курси канали

Трансчегаравий капитал ҳаракати тўлиқ эркин бўлган ва молия бозорлари етарли даражада ривожланган мамлакатларда пул-кредит сиёсати трансмиссиясида **валюта курси каналининг** ўрни муҳим ҳисобланади.

Хусусан, кичик очиқ иқтисодиётларда капитал ҳаракатининг эркинлик даражаси **фоиз ставкасини мустақил белгилаш имкониятини пасайтиради**. Чунки, Марказий банк фоиз ставкасини ўзгартириши ортидан **капитал оқимида юзага келадиган вазият** ставка бўйича қарорлар трансмиссиясини сустралаштиради.

Валюта курси каналининг иқтисодий жараёнларга таъсири асосан маҳаллий ишлаб чиқарилган **товарлар ва хизматлар рақобатбардошлигини** ва шу орқали **экспорт ва импорт ҳажмини** белгилаши орқали рўй беради. Жумладан, валюта курсининг **реал мустаҳкамланиши**, импортни ошириш орқали иқтисодий ўсишни мувозанатлаштирувчи ва **инфляцияни пасайтирувчи** аҳамият касб этса, алмашув курсининг **реал қадрсизланиши** экспортга талабни ошириш ҳисобига фаолликни қўллаб-қувватлайди.

Таъкидлаш жоизки сўнгги 3-4 йилда сўмнинг **реал самарали алмашув курси** мустаҳкамланиши кузатилмоқда. Асосий савдо ҳамкорларда кузатилаётган **инфляцион ва девальвацион жараёнлар** ҳам сўмнинг реал ҳисобда мустаҳкамланишига таъсир кўрсатаётган асосий омиллардан бўлмоқда.

3-ҳавола

**Пул-кредит сиёсати трансмиссияси самарадорлигини баҳолаш**

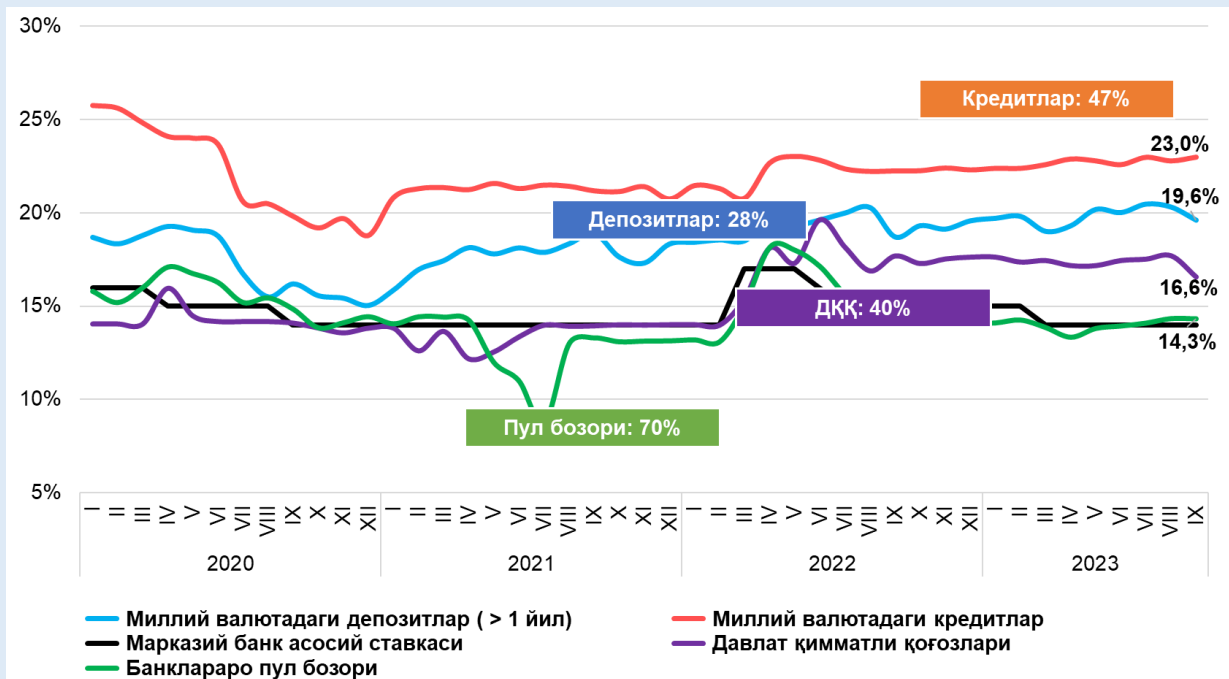
Марказий банкнинг асосий ставка бўйича қарорлари аввало пул-кредит операциялари орқали банклараро пул ва РЕПО бозорлари ҳамда кейинчалик банкларнинг кредитлар ва депозитлар бўйича фоиз ставкаларига ўтиб, аҳолининг иқтисодий қарорларида акс этиши орқали ялпи талаб ва у орқали инфляция даражасига таъсир кўрсатади.

Пул-кредит сиёсатини инфляцион таргетлаш режимига ўтказиш доирасида Марказий банкнинг ликвидликни бошқариш инструментлари тўпламининг такомиллаштириб борилиши ҳисобига асосий ставка ўзгаришининг пул бозорига таъсири сезиларли яхшиланиб, ўзаро боғлиқлик даражаси 70 фоиз атрофида бўлмоқда (1-расм). Асосий ставканинг давлат қимматли қоғозлари даромадлилигига боғлиқлиги 40 фоиз доирасида шаклланиб, унинг пастлиги олдинги даврларда чиқарилган ДҚҚнинг даромадлилиги бўйича чекловларнинг мавжуд бўлганлиги билан изоҳланади.

Шунингдек, капитал бозорлари ва молиявий инструментларнинг етарли даражада ривожланмаганлиги сабабли қисқа муддатли ликвидлик нархининг узоқроқ муддатли фоиз ставкаларига таъсири нисбатан пастроқ бўлиб, асосий ставка билан депозитлар ва кредитлар фоиз ставкалари ўртасидаги боғлиқлик мос равишда 28 ва 47 фоизни ташкил этмоқда.

Мамлакатимизда пул-кредит сиёсати трансмиссияси самарадорлиги ХВЖ экспертлари томонидан баҳоланган (М. Ал-Расаси ва Э. Кобезон, 2022 йил) бўлиб, уларнинг ҳисоб-китобларига кўра, Марказий банк асосий ставкасининг кредитлар ва депозитлар фоиз ставкаларига таъсири 2017-2022 йилларда мос равишда 59 фоизга ва 35 фоизга тенг бўлган.

**1-расм. Иқтисодиётдаги фоиз ставкаларининг Марказий банк асосий ставкасига боғлиқлиги (корреляцияси)**



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.



Марказий банк асосий ставкаси ўзгаришининг иқтисодий кўрсаткичларга, шу жумладан, ялпи истеъмол талабига ва инфляция даражасига таъсири маълум муддат кечикиш билан юзага келади. Хорижий давлатлар амалиётида ва тадқиқотларда ушбу кечикишнинг 2-8 чорак атрофида бўлиши аниқланган. Шу сабабли ҳам асосий ставка бўйича қарорлар келгуси давр учун инфляция прогнози, кутилмалар ва эҳтимолий хатарлардан келиб чиқиб қабул қилинади.

Бунда, асосий ставканинг пул бозорига таъсирчанлиги юқори ва бирмунча тез бўлиб, Ўзбекистон шароитида асосий ставка ўзгариши банклараро овернайт операцияларга кейинги иш кунидан таъсир эта бошламоқда. Бироқ, пул бозоридан банкларнинг депозит ва кредит хизматлари бўйича фоиз ставкаларига ўтиши одатда бироз секин кечади. Хусусан, молия бозорлари ва алтернатив инструментлар етарлича ривожланмаган жорий шароитда фоиз ставкалари ўзгаришининг таъсири секинроқ юзага чиқади.

Шу ўринда, давлат қимматли қоғозлари эмиссиясининг мунтазам ошириб борилаётганлиги ва банклараро РЕПО бозори фаоллигининг ортиши нисбатан узоқроқ муддатли ликвидлик нархи шаклланишида ижобий таъсир кўрсатиб, фоиз ставка трансмиссияси самарадорлигини ошираётганлигини таъкидлаш жоиз.

Экспорт тушумлари, хорижий инвестициялар, пул ўтказмалари ва капитал оқимлари кўринишидаги **валюта тушумларининг келгуси тенденцияси** шароитида сўмнинг ўрта муддатли истиқболда ҳам реал ҳисобда **маълум даражада мустақамланиб бориши** кутилмоқда. Бу эса, инфляция даражасини пасайтиришга қаратилган **нисбатан қатъий** пул-кредит шароитларини таъминлаш мақсадларига мос келади.

Ўзбекистон шароитида алмашув курсининг **эркин сузувчи режимда** шаклланиши фоиз канали орқали **мустақил пул-кредит сиёсатини юритиш** имконини кенгайтиради.

Ўз навбатида, алмашув курси каналининг **инфляцияга таъсири юқори** бўлиб, бу асосан аҳолининг умумий инфляцион кутилмаларида **девальвацион кутилмалар** ўрнининг муҳимлиги ва **истеъмол саватида импорт товарлари салмоқли улушга эгаллиги** билан изоҳланади.

Марказий банк томонидан амалга оширилган сўнги баҳолашларга кўра, алмашув курси **1 фоизга** ўзгаришининг **базавий инфляцияга** узоқ муддатли умумий таъсири **0,2 фоизга** тенг бўлиб, бунда **базавий озиқ-овқат маҳсулотлари** нархига таъсири (**0,33 фоиз**) нисбатан юқоридир.

Ўрта муддатли даврда валюта курси канали самарадорлигини оширишда асосий эътибор курснинг **эркин сузувчи режимда** шаклланиши шароитларини янада кенгайтириш ва бозор иштирокчиларининг **курсни шаклланишидаги ролини** оширишга қаратилади.

Алмашув курсининг бозор иштирокчилари кутилмалари асосида эркин шаклланиши **ташқи хатарларни юмшатовчи** аҳамият касб этиб, мамлакат олтин-валюта захираларига босимни минималлаштиради ва **инфляцияга ўтувчи таъсирларни** камайишига хизмат қилади. Бунда, Марказий банкнинг ички валюта бозорига интервенциялари фақатгина **“олтин-валюта захиралари нейтраллиги тамойили”** доирасида алмашув курсидаги кескин тебранишларнинг олдини олиш мақсадида амалга ошириб борилади.

Шунингдек, ўрта муддатли истиқболда **капитал ҳаракатини босқичма-босқич эркинлаштириш** мақсад қилинган бўлиб, 2024 йилдан давлат қимматли қоғозлари бозорида **норезидентлар иштирокининг** бошланиши кутилмоқда. Мамлакатга капитал оқимининг ортиши бир томондан, валюта таклифини ошириш орқали **алмашув курсини мустақамловчи** аҳамият касб этса, иккинчи томондан, **инқирозли ва шок вазиятларда** ушбу капиталнинг чиқиш кетиши бўйича хатарларни ҳам кучайтиради.

Шу сабабли, капитал ҳаракатини эркинлаштириш жараёни **эҳтиёткорона ёндашувни** ва биринчи навбатда, **узоқроқ муддатли барқарор капитал кирими** учун шароит яратиш боришни тақозо этади. Бу эса, ўз навбатида, қисқа муддатли **спекулятив капитал ҳаракатининг** макроиқтисодий барқарорликка салбий таъсирини камайитиришга шароит яратади.

Ўз навбатида, 2022 йил октябрь ойида йўлга қўйилган **банклараро**

**валюта фьючерслари бозори фаоллигини ошириш** ва банкларнинг **валюта хатарларини бошқариш** имкониятларини янада кенгайтириш ҳам мўлжалланган.

Ушбу бозорнинг фаол ишлаши, тижорат банкларига ўз миқдорлари билан **валютавий форвард ва своп операцияларини** амалга ошириш имконини беради. Натижада **валюта позициясидаги номуносивликлар нисбатан юқори бўлган** юридик шахслар валюта курси билан боғлиқ **эҳтимолий хатарларни бошқариш** орқали ташқи шоклар шароитида ҳам ўз **фаолиятлари барқарорлигини сақлаб қолиш** имкониятига эга бўлади.

### Кредит канали

Трансмиссион механизмнинг кредит каналида банкларнинг **кредит ажратиш имконияти** ва манбалари шаклланиши марказий аҳамият касб этиб, жорий йилда ҳам банклар асосан ички манбаларга таянди ва натижада омонатлар бозорида рақобат кучайиб борди.

Глобал инфляцион жараёнларда ташқи молиявий шароитларнинг узоқроқ муддат қатъий сақланиб қолиши кутилаётган бўлиб, келгуси йилларда ҳам ички ресурсларга бўлган талаб ошиб боради. Бунда, банклар валюта позицияси бўйича меъёрлар ҳисобига миллий валютада кредитлар ажратиш устувор аҳамият касб этади ва кредитлар долларлашуви пасайиб боради.

Келгуси йилларда ҳам **кредитлар долларлашувини** қисқартириш, **имтиёзли кредитлаш** амалиётидан босқичма-босқич воз кечиш ва кредит қўйилмалари ўсишининг **номинал ЯИМ ўсишига** мос бўлишига эришиш бўйича ўзаро мувофиқлашган чоралар кўриб борилади. Бу эса пул-кредит сиёсати бўйича қабул қилинаётган қарорлар **трансмиссиясининг яхшиланишига** ва инфляцияга **монетар омиллар** таъсирининг камайишига хизмат қилади.

## 4-ҳавола

## Пул-кредит сиёсати самарадорлигини чекловчи омиллар

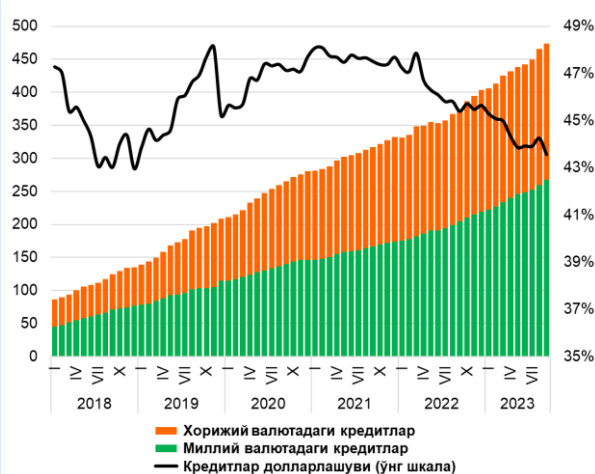
Пул-кредит сиёсати самарадорлиги бу борада қабул қилинаётган қарорларнинг иқтисодий жараёнларга ва пировардида, инфляция даражасига трансмиссияси билан боғлиқ. Инфляцион таргетлаш режимда пул-кредит сиёсатининг асосий инструменти Марказий банкнинг асосий ставкаси бўлиб, у бўйича қабул қилинган қарорлар пул-кредит операциялари орқали, биринчи навбатда, миллий валютадаги қисқа муддатли ликвидлик нархини тартибга солишга хизмат қилади ва келгуси даврларда депозитларнинг фоиз ставкаларидаги ўзгаришлар орқали узоқ муддатли активлар нархлари ўзгаришига шароит яратади.

Пул-кредит сиёсати самарадорлиги бир томондан, молиявий воситачиликнинг етарли даражада ривожланмаганлиги ҳисобига активлар нархи шаклланишида пул бозоридаги фоиз ставкаларининг таъсирчанлик даражасини пастлиги билан чекланса, иккинчи томондан, банк тизимида депозитлар, кредитлар ва мажбуриятлар долларлашувининг юқорилиги, имтиёзли кредитлаш амалиёти ва инфляцион кутилмаларнинг жиловланмаганлиги каби сабаблар таъсирида юқори бўлмайди.

Долларлашув даражасининг юқорилиги пул-кредит ва валюта сиёсатларининг мақсадларига эришишига ва уларнинг самарадорлигига салбий таъсир кўрсатади. Хусусан, иқтисодийётда транзакция ва битимларнинг маълум қисмини хорижий валютада амалга оширилиши пул-кредит сиёсати трансмиссиясининг фоиз каналига салбий таъсир кўрсатади ва валюта курсининг инфляцияга бўлган таъсирини кучайтиради. Шунингдек, молиявий долларлашув юқори кредит ва ликвидлик хатари орқали молиявий барқарорликка ҳам салбий таъсир этади.

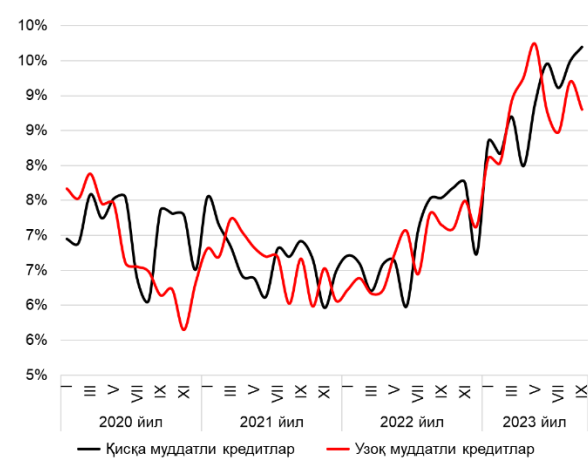
Ўзбекистонда молиявий долларлашув даражаси аксарият МДҲ давлатларидаги каби юқори шаклланган бўлиб, сўнгги йилларда юритилаётган пул-кредит ва фискал сиёсат таъсирида пасайиб бормоқда (1-расм). Хусусан, иқтисодий ўтиш даврида амалга оширилаётган таркибий ўзгаришлар, ислохотлар ва лойиҳаларни молиявий қўллаб-қувватлашда ташқи манбалардан кенг фойдаланилганлиги, глобал фоиз ставкаларининг пастлиги ҳисобига 2018-2021 йилларда тижорат банклари томонидан ташқи кредит линиялари фаол жалб этилади.

1-расм. Кредитлар долларлашуви динамикаси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2-расм. Хорижий валютадаги кредитлар бўйича фоиз ставкалари



Бироқ, глобал инфляциянинг юқори даражада шаклланишига жавобан 2022 йилнинг иккинчи ярмидан бошлаб етакчи давлатлар томонидан базавий фоиз ставкаларининг сезиларли оширилиши ҳисобига ташқи ресурслар нархи қимматлашиб (2-расм), банкларнинг ташқи кредит линияларини жалб этиш имконияти пасайиб бормоқда.

Натижада кредитлар долларлашуви 2021 йилнинг декабрь ойидаги 47,7 фоиздан жорий йилнинг сентябрига келиб 43,6 фоизгача пасайди. Шу билан бирга, ташқи молиявий ресурслар нархининг юқори сақланиши ва очиқ валюта позициялари бўйича чекловлар банкларнинг ички ресурслар ҳисобидан хорижий валютада кредит бериш имкониятини қисқартириши сабабли келгуси йилларда кредитлар долларлашувининг янада пасайиши кутилмоқда.

Иқтисодиётда валюта курси қадрсизланиши ва кутилмалар ўртасида ассимметриянинг мавжудлиги, узоқ йиллар давомида депозитлар долларлашувининг юқори (2018-2021 йилларда ўртача 40-42 фоиз) шаклланишига сабаб бўлган (3-расм).

Сўнги йилларда нисбатан қатъий пул-кредит шароитларининг таъминланиши ҳисобига миллий валютадаги муддатли депозитлар бўйича юқори ижобий реал фоиз ставкаларининг шаклланиши ва сўмдаги муддатли омонатлар фоиз ставкаларининг валюта курсининг йиллик қадрсизланишидан ҳам юқорилиги (4-расм) аҳолининг сўмда жамғариш кайфиятига ижобий таъсир ўтказди.

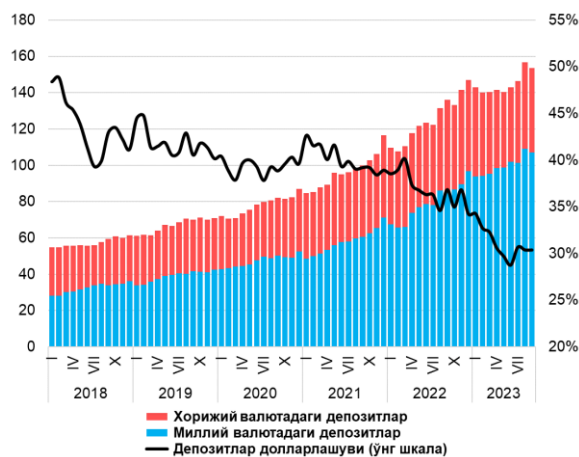
Натижада депозитлар долларлашуви 2021 йил якунидаги 38,9 фоиздан 2023 йил 1 октябрь ҳолатига 30,4 фоизгача, шу жумладан, аҳоли омонатларининг долларлашуви 22,3 фоизгача пасайди.

Келгусида иқтисодиётда фоиз ставкаларининг реал ҳисобда ижобий сақланиши, валюта курсининг кутилаётган барқарор шаклланиши ва банк тизимида ички ресурсларга бўлган талабнинг юқорилиги миллий валютадаги депозитларнинг юқори суръатларда ўсишига ва депозитлар долларлашувининг янада пасайишига хизмат қилади.

Пул-кредит сиёсати самарадорлигини чекловчи яна бир муҳим омил имтиёзли кредитлаш амалиёти ҳисобланади.

Имтиёзли кредит деганда, миллий валютада Марказий банк асосий ставкаси ёки ундан паст даражада ва хорижий валютада давлат кафолати асосида жалб этилган ресурслар ҳисобидан ажратилган кредитлар тушунилади.

**3-расм. Депозитлар долларлашуви динамикаси**



**4-расм. Миллий ва хорижий валютадаги муддатли омонатларнинг таққослама даромадлилиги**



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Ҳозирги пайтда аҳоли турмуш даражасини яхшилаш, уларнинг кичик тадбиркорлик ғояларини қўллаб-қувватлаш ва инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш мақсадида турли давлат дастурлари доирасида имтиёзли кредитлаш амалиётини босқичма-босқич бозор тамойилларига ўтказиш бўйича чоралар кўрилмоқда.

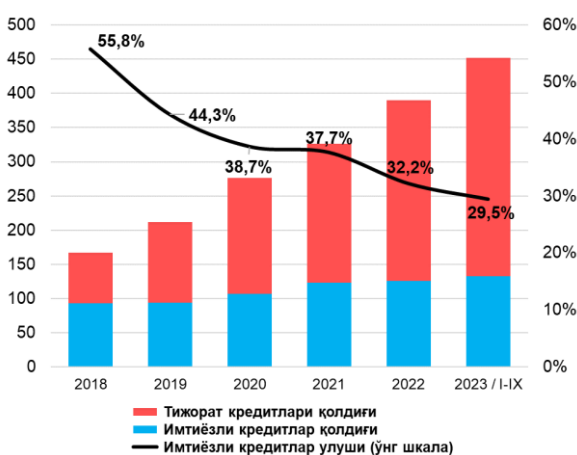
Бу тадбирлар доирасида имтиёзли кредитларнинг улуши йилдан-йилга пасайиб бораётган бўлса ҳам, нисбатан юқориликча сақланиб қолмоқда. Хусусан, ажратилган жами кредитлар ҳажмида имтиёзли кредитлар улуши 2018 йилдаги 49,1 фоиздан жорий йилнинг дастлабки 9 ойида 17,5 фоизгача пасайган бўлса, имтиёзли кредитларнинг жами кредит қўйилмаларидаги улуши 2018 йил якунидаги 55,8 фоиздан жорий йил 1 октябрь ҳолатига 29,5 фоизгача қисқарди (5-6-расмлар).

Умуман олганда, пул-кредит сиёсати трансмиссияси самарадорлигини оширишда инфляцияни пасайтириш бўйича чора-тадбирларнинг давом эттирилиши, миллий валютадаги ижобий реал фоиз ставкаларининг сақланиб қолиши, капитал бозорларини ва алтернатив жамғариш инструментларини ривожлантириш бўйича тизимли чораларнинг амалга оширилишининг долзарблиги келгуси йилларда ҳам сақланиб қолади.

**5-расм. Ажратилган кредитларда имтиёзли кредитлар улуши**



**6-расм. Кредит қўйилмалари қолдиғида имтиёзли кредитлар улуши**



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.



## 3.2. Марказий банк таҳлилий-прогнозлаштириш салоҳиятини ривожлантириш йўналишлари

Марказий банклар макроиқтисодий сиёсат бўйича **қарорларни қабул қилишда** кенг қўламли маълумотлардан фойдаланиб, чуқур ва тегишли эмпирик таҳлилларга таянади. Иқтисодиётда кечаётган ўзгаришларнинг фундаментал омилларини таҳлил қилиш учун моделлаштириш ва прогнозлаш инструментларидан фойдаланиб, уларни доимий равишда такомиллаштириб боради.

Бу, биринчи навбатда, иқтисодиётдаги турли ўзгаришлар ва шоклар билан боғлиқ бўлиб, Марказий банкдан прогнозларни тайёрлашда ушбу омилларни тўғри моделлаштириш ва доимий равишда иқтисодий параметрларни баҳолашга тайёр бўлишни талаб этади.

Иккинчидан, бугунги кунда макроиқтисодий кўрсаткичларни таҳлил ва прогноз қилишда **Big Data** (кенг қамровли маълумотлар) асосида **Artificial Intelligence (AI)** – сунъий интеллект ва **Machine Learning (ML)** – машинавий ўрганиш моделларидан фойдаланиш кенгаймоқда. Бу эса, Марказий банкдан моделлаштириш ва прогнозлашда ушбу соҳадаги янгилликлар асосида ривожлантириш имкониятларини кўриб чиқишга ундайди.

Шу сабабли, Марказий банк ҳар доим **янги шароитларни** ҳисобга олган ҳолда келгуси йиллар учун таҳлилий-прогнозлаш салоҳиятини такомиллаштириш режасини ишлаб чиқиш бўйича фаол иш олиб боради.

Бундан кўзланган **асосий мақсад** – Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати соҳасида ҳар томонлама асосланган қарорлар қабул қилиш ва бу қарорларнинг иқтисодиётнинг бошқа соҳалари ва кўрсаткичларига таъсирларини оширишдир.

Ички ва ташқи макроиқтисодий кўрсаткичларни мониторинг қилиш, таҳлил ва прогнозлаштириш учун ходимларнинг доимий малакасини ошириб бориш, асосий иқтисодий кўрсаткичларни мунтазам равишда кузатиш, миллий иқтисодиёт ривожланиши сценарийларини ишлаб чиқиш ва улар бўйича прогнозларни тайёрлашда асосий макроиқтисодий боғлиқликларни тўғри акс эттира оладиган мос моделлардан фойдаланиш муҳим вазифалардан ҳисобланади.

Ҳозирда макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаш жараёнларида бир қатор модел гуруҳларидан фойдаланиб келинмоқда. Хусусан, инфляция даражасини қисқа муддатли прогнозлаштиришда **яхлит сузувчи ўртача авторегрессион модели (ARIMA)**, **Байес вектор авторегрессияси (BVAR)** моделлари, ўрта муддатли прогнозларни шакллантиришда **Чораклик прогноз-лаштириш моделлари (QPM)**, QPM натижалари ва молиявий дастурлаш модели боғлиқликлари асосида макроиқтисодий кўрсаткичларнинг прогнозларини баҳоловчи **макромодел**, ялпи ички маҳсулот ҳажмини реал ўсишини қисқа муддатли даврлар учун прогноз

қилишда **кўп факторли регрессия моделлари** (DFM, VAR ва ARDL) қўлланилиб келинмоқда.

2023 йилда ҳам макроиқтисодий қарорларни баҳолаш ва таркибий ўзгариш ҳамда ислохотларни иқтисодий ривожланишга таъсирларини ўрганиш имконини берувчи **динамик стохастик умумий мувозанат моделини** (DSGE) ишлаб чиқиш ишлари фаол давом эттирилади. Келгуси йилда ушбу моделни ишлаб чиқишнинг навбатдаги босқичи давом эттирилади ва моделдан амалиётда фойдаланишга ўтилади.

Шунингдек, хорижий марказий банклар билан ҳамкорликда онлайн тизим маълумотлари асосида инфляция даражасини баҳолаш (**e-CPI**) ва инфляцияни қисқа муддатли прогнозлаштириш моделлари қаторини кенгайтириш режалаштирилган.

Бундан ташқари, халқаро консалтинг компаниялари билан ҳамкорликда келгуси йилларда ҳам таҳлилий-прогнозлаштириш салоҳиятини ошириш ва макроиқтисодий прогнозлаштириш учун **эконометрик моделлар қаторини** кенгайтириш мақсадида:

инфляцияни таҳлил қилишда **дисперсия** ва **ўртача четланишлар** усулларидан кенг фойдаланиш;

**машинавий ўрганиш** ва **онлайн кузатувлар** натижалари асосида **e-cpi** прогнозларини ишлаб чиқиш;

**Машинавий ўрганиш (machine learning)** - бу компьютерда дастурни ўқитиш ёки дастурнинг мавжуд маълумотлардан фойдаланган ҳолда берилган вазифаларни мустақил ҳал қилиш алгоритми ҳисобланади. Ушбу усулнинг афзаллиги катта маълумотлар

базасидан фойдаланган ҳолда нисбатан аниқроқ прогнозлаштирилади.

**RLS** баҳолаш усули ва **VECM** моделлари асосида инфляция прогнозларини амалга ошириш;

**RLS (restricted least squares)** - регрессия тенгламалари параметрларини баҳолаш усули бўлиб, ушбу усул орқали олдиндан маълум бўлган ахборот ёки чекловларни баҳолаш жараёнига киритиш имконини беради. Бу усул ҳисоб-китобларнинг аниқлиги ва ишончилигини оширади. RLS усулидан фойдаланиб, квадрат хатолар йиғиндисини минималлаштирган ҳолда, ушбу чекловларнинг бажарилишини таъминлаш мумкин.

**VECM (vector error correction model)** - векторли авторегрессия моделининг махсус тури бўлиб, бунда модел параметрларини баҳолашда хатоликни тузатиш ўзгарувчиси қўшилади. Ушбу усулнинг анаъанавий усуллардан афзаллиги, баҳолашнинг зарурий шартларидан бири, таҳлил қилинаётган вақт қаторининг стационар бўлиши талабини юмшатиш имконини беради, яъни амалиётда кузатиладиган коинтеграция мавжуд бўлган ўзгарувчиларни боғлиқлик даражасини баҳолаш имконини беради.

**MIDAS** ва **FAMIDAS** моделлари асосида ЯИМ прогнозлари ишлаб чиқиши кўзда тутилган.

**MIDAS (mixed-data sampling)** ва **FAMIDAS (factor augmented mixed-data sampling)** регрессиялари – бу келгусидаги паст частотали маълумотларни жорий ва кечикаётган юқори частотали кўрсаткичлар билан боғлаш ва ҳар бир прогноз горизонти учун турли хил прогнозлаш моделларини ишлаб чиқиш имконини берувчи тўғридан-тўғри прогнозлаш воситаларидир.

Ушбу модел турли частоталардан бир алоҳида юқори частотали олинган наъмунавий маълумотлар билан кўрсаткични ўз ичига олиб, бу потенциал мослашувчан ишлаши ва паст частотали фойдали маълумотларни йўқотиш ва ўзгарувчини бевосита прогноз қилиши нотўғри тавсифлаш муаммоларини мумкин. Жумладан, у регрессиядаги ҳар бартараф этади.

### 3.3. Пул-кредит сиёсати коммуникацияси самарадорлигини ошириш чоралари

Марказий банк пул-кредит сиёсатини инфляцион таргетлаш режимида юритишида **коммуникация сиёсатининг аҳамияти** юқори эканлигини инобатга олиб, келгуси йилларда ҳам пул-кредит коммуникациясида **шаффофлик ва самарадорликни оширишга** алоҳида эътибор қаратилади.

Ушбу йўналишда **асосий мақсад** – пул-кредит сиёсати бўйича қарорлар, таҳлил ва прогнозларни кенг жамоатчиликка етказиш орқали иқтисодиёт субъектлари, шу жумладан, бозор иштирокчиларининг **инфляцион ва макроиқтисодий кутилмаларига** самарали таъсир кўрсатиш ҳисобланади.

Пул-кредит сиёсати коммуникациясининг самарадорлиги иқтисодиётда **рационал инфляцион кутилмалар** шаклланишига хизмат қилади. **Рационал кутилмалар** – иқтисодий агентларнинг мавжуд **энг яхши (тўғри) маълумотларга асосланиб** қарор қабул қилиши ва кутилаётган тенденцияларидан **хулоса чиқаришини** назарда тутати.

Пул-кредит сиёсати коммуникациясини ривожлантириш мақсадида халқаро молия ташкилотлари ва хорижий марказий банклардан **техник кўмак дастурлари** жалб этилаётган бўлиб, бугунги кунда **Европа тикланиш ва тараққиёт банки** ёрдамида жалб этилган техник кўмак доирасида:

пул-кредит сиёсати коммуникацияси бўйича **илғор хорижий тажрибадан** фойдаланиш;

келгусида қабул қилиниши мумкин бўлган қарорлар бўйича **олдиндан сигналлар бериш** (“*forward guidance*”);

коммуникация инструментлари ва каналларини **эксперт баҳолашдан** ўтказиш ҳамда коммуникация **самарадорлигини баҳолаш** механизмларини такомиллаштириш режалаштирилган.

Умуман олганда, пул-кредит сиёсати коммуникациясини такомиллаштириш ва самарадорлигини ошириш **қуйидаги йўналишларда** амалга оширилади:

#### 1. Аҳолининг пул-кредит сиёсати бўйича саводхонлиги ва хабардорлигини ошириш.

Инфляцион ва макроиқтисодий кутилмаларнинг шаклланиши кўп жиҳатдан **пул-кредит сиёсатидан хабардорлик** даражасига боғлиқ ҳисобланади. Хабардорлик даражасини ошириш мақсадида **мунтазам равишда** Марказий банк расмий саҳифаларида пул-кредит сиёсатига боғлиқ мавзулар бўйича инфографикалар, таҳлилий шарҳлар, тадқиқотлар, видеороликлар ва бошқа материаллар жойлаштириб бориш фаоллаштирилади.

Давр талабларидан келиб чиқиб, **видеоконтентлар сонини ошириш**, иқтисодий мавзуларда ташкил этиладиган пресс-клуб ва муҳокамаларда Марказий банк иштирокини таъминлаш ҳамда **олий ўқув юртлари ва таълим муассасаларида** пул-кредит сиёсати соҳасида олиб борилаётган ишлар

бўйича **семинарлар** ташкил этиш режалаштирилган.

Иқтисодиёт субъектларини пул-кредит соҳасидаги ўзгаришлар ва қабул қилинаётган қарорлар юзасидан **ўз вақтида** (*масаланинг актуаллик давридан четлашмаган ҳолда*) хабардор қилиш **стратегик тамойиллардан** бири бўлиб қолади.

**2. Мақсадли (таргет) аудиторияларнинг қизиқиш ва эҳтиёжларига мос келувчи коммуникация инструментларини такомиллаштириш.**

Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати коммуникациясидан фойдаланувчилар **турли категорияда** бўлиб, уларнинг кўникмалари ва ахборотга бўлган эҳтиёжларини инобатга олган ҳолда **мақсадли гуруҳларга ажратиш** ҳамда мос келувчи коммуникация инструментларидан фойдаланиш мақсад қилинган.

Хусусан, **молия бозори иштирокчилари** ва **таълим муассасалари вакиллари** кўникмалари турлича бўлиб, Марказий банк дастлабки гуруҳ эҳтиёжларини **статистик кўрсаткичлар шаффоф-лигини ошириш** ва **кенг кўламли таҳлилларни** эълон қилиш орқали кейинги гуруҳ эҳтиёжларини эса **инфографика** ва **видеошарҳлар** орқали қондиришни режалаштирган.

Ушбу йўналишда пул-кредит сиёсати **коммуникация воситалари**, жумладан, асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича пресс-релизлар, пул-кредит сиёсати шарҳлари ва асосий йўналишлари, инфляцион кутилмалар ҳамда бошқа чуқур макроиқтисодий тадқиқотларга асосланган таҳлиллар

мақсадли аудиторияларнинг **тушуниш даражасидан** келиб чиқиб такомиллаштириб борилади ва **маълумотлар асимметриясига йўл қўйилмайди**.

Хусусан, **энг муҳим ва тезкор маълумотлар**, шу жумладан, Марказий банк асосий ставкаси бўйича қарорлар ва у бўйича эълон қилинадиган пресс-релизлар **3 та тилда** (*ўзбек, рус ва инглиз*) ва **барча коммуникация каналларида бир вақтнинг ўзида** эълон қилиб бориш давом эттирилади.

**Алоқа каналларини** ривожлантиришда ахборот воситачилари, жумладан, **оммавий ахборот воситалари вакиллари** билан узлуксиз маълумот алмашувини давом эттириш, пул-кредит сиёсатига оид мавзуларни кенг жамоатчиликка ёритилишида кўмаклашиш, Марказий банк расмий сайти навигациясини яхшилаш ва уни **асосий маълумотлар базасига айлантириш** ишлари янада кучайтирилади.

**3. Эълон қилинадиган шарҳлар сифатини ошириш ва таҳлил кўламини кенгайтириш.**

Пул-кредит сиёсати соҳасида эълон қилинадиган **материаллар сифатини ошириш** мақсадида халқаро молия институтлари ва хорижий марказий банклар томонидан ташкил этилаётган **семинарлар** ва **ўқув курсларида** тегишли мутахассисларни доимий иштирокини таъминлаш орқали уларнинг **таҳлилий-прогнозлаш салоҳиятини оширишга** алоҳида эътибор қаратилади.

Хусусан, “**Ўзбекистон иқтисодиёти учун умумий мувозанат (DSGE) модели**” амалиётга жорий этилиши ҳам

амалга ошириладиган **тадқиқотлар кўламини кенгайтиришга**, экспертлик қарашларини модел ёрдамида **асослантиришга** ва жамоатчиликка тақдим этиладиган таҳлилий материалларни **мазмунан бойитишга** хизмат қилади.

Шу билан бирга, ЕТТБнинг техник кўмак миссияси доирасида пул-кредит сиёсати соҳасида эълон қилинадиган **ҳар бир материал** тажрибали мутахассислар иштирокида **таҳлилий ва танқидий нуқтаи назардан** кўриб чиқилади ва такомиллаштириб борилади.

#### **4. Коммуникация интизомига риоя қилиш ва эълон қилиш графигини ишлаб чиқиш.**

Пул-кредит сиёсати бўйича **хабардорликни** ва Марказий банкнинг ушбу йўналишдаги **ҳисобдорлигини ошириш** масаласи **коммуникация интизомига риоя қилишни** ва барча маълумотларни олдиндан белгиланган режа-графикка мувофиқ эълон қилиш заруриятини юзага келтирмоқда.

Бунда бозор иштирокчиларига кутилаётган маълумотларнинг ўз вақтида тақдим этилиши уларнинг **рационал қарор қабул қилишига** ва шу орқали **пул-кредит сиёсати трансмиссиясининг яхшиланишига** хизмат қилади.

Бугунги кунда **статистик кўрсаткичларни** эълон қилиш бўйича **“нашрлар календари”** мавжуд бўлиб, ушбу механизмни **пул-кредит сиёсати соҳасида** эълон қилинадиган барча материаллар (*шарҳлар, таҳлилий маълумотлар ва инфографикалар*) бўйича жорий этиш режалаштирилмоқда. Бунда Марказий банк расмий веб-сайтнинг **пул-кредит сиёсати бўлими** ҳар 3 тилда қайта кўриб чиқилади ва доимий равишда тўлдириб борилади.

Умуман олганда, Марказий банк **ўрта муддатли истиқболда** пул-кредит сиёсати коммуникациясини янада кучайтириш, шаффофлигини ошириш ва шу орқали **инфляцион кутилмаларни жиловлаш** бўйича ишларни фаол давом эттиради.



## ИЛОВАЛАР

1-илова

### 2024 йилда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йиғилишлари графиги

2024 йилда Марказий банк Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш юзасидан йиғилишлари қуйидаги график асосида ўтказилади:

25 январь;

14 март;

25 апрель;

13 июнь;

25 июль;

12 сентябрь;

24 октябрь;

12 декабрь.

Барча Бошқарув йиғилишлари яқунлари бўйича Марказий банк расмий веб-саҳифасида Марказий банк пресс-релизи эълон қилинади.

Шунингдек, 25 январь, 25 апрель, 25 июль ва 24 октябрдаги таянч Бошқарув йиғилиши натижалари бўйича Марказий банк раҳбарияти иштирокида матбуот анжумани ўтказилади ва “Пул-кредит сиёсати шарҳи” эълон қилиб борилади.

## Меҳнат бозоридаги тенденциялар: иш ҳақи ва меҳнат унумдорлиги ошишининг инфляцияга таъсири

Меҳнат бозоридаги шароитларнинг ўзгариши иқтисодиётдаги нархлар даражасига таъсир кўрсатиши мумкин бўлган муҳим омиллардан бири саналади. Иқтисодий назарияга кўра, иш ҳақининг ошиши аҳоли даромадлари ва ялпи истеъмолнинг ошишига ҳамда бунинг натижасида тегишли таклиф билан таъминланиши кечикиши ҳисобига, истеъмол нархларининг қимматлашишига олиб келиши мумкин.

Амалиётда иш ҳақи ва нархлар ўртасида боғлиқлик доим ҳам кузатилмаслиги мумкин. Буни сабабларидан бири меҳнат унумдорлигининг<sup>7</sup> меҳнат харажатлари билан бир хил ёки юқори суръатларда ўсиб бориши ҳисобланади.

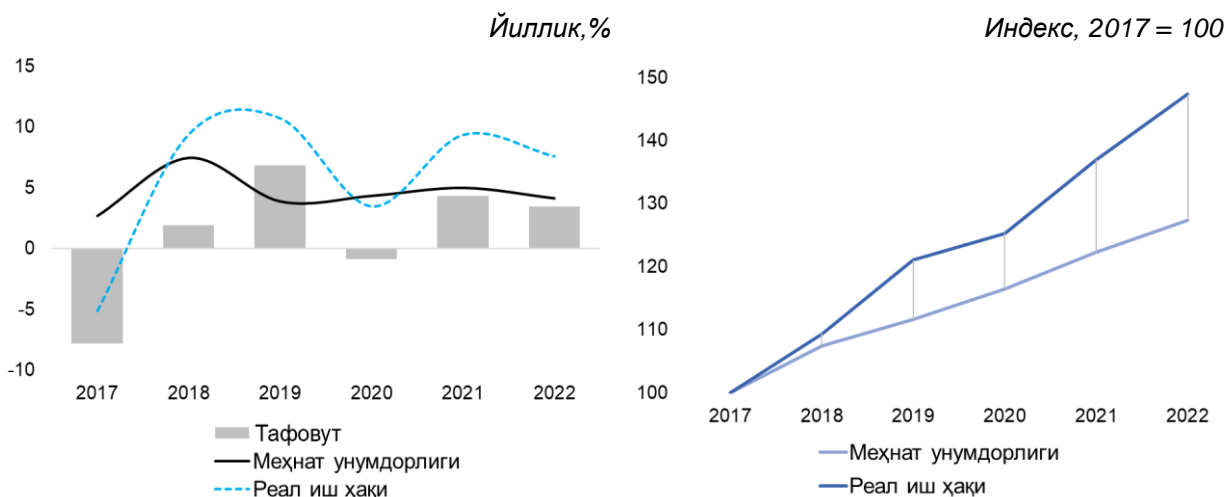
Тадқиқотларга кўра, агар иш ҳақининг реал қиймати ошиши меҳнат унумдорлигининг “адекват” тарзда ошиши ҳисобига юзага келса, бу ўзгариш нархларга деярли таъсир ўтказмайди, яъни корхоналар ишлаб чиқарган якуний маҳсулоти миқдори ошиши эвазига, уларнинг юқори ойлик харажатлари бир маҳсулот таннархини оширмайди<sup>8</sup>.

Аксинча, иш ҳақининг ўсиши меҳнат унумдорлиги ошишига нисбатан юқори бўлса, таннарх харажатлари кўпайиши ҳамда истеъмол талаби ортиши орқали талаб ва таклиф инфляцияси вужудга келиши мумкин.

Меҳнат унумдорлиги, реал иш ҳақи ҳамда бир бирлик меҳнат харажати кўрсаткичлари 2017-2022 йиллар учун таҳлил қилинди. Натижалар меҳнат унумдорлиги йиллик ўртача 4-4,5 фоиз, реал даромадлар эса 6-7 фоиз атрофида ўсиб келаётганини кўрсатмоқда.

Реал даромадларнинг ўсиши меҳнат унумдорлигига нисбатан юқори бўлиб, ўртадаги тафовут катталашиб бормоқда. Ушбу тафовут 2018-2019 ҳамда 2021-2022 йилларда кўпроқ намоён бўлган (1-расм).

### 1-расм. Меҳнат унумдорлиги ва реал иш ҳақи динамикаси

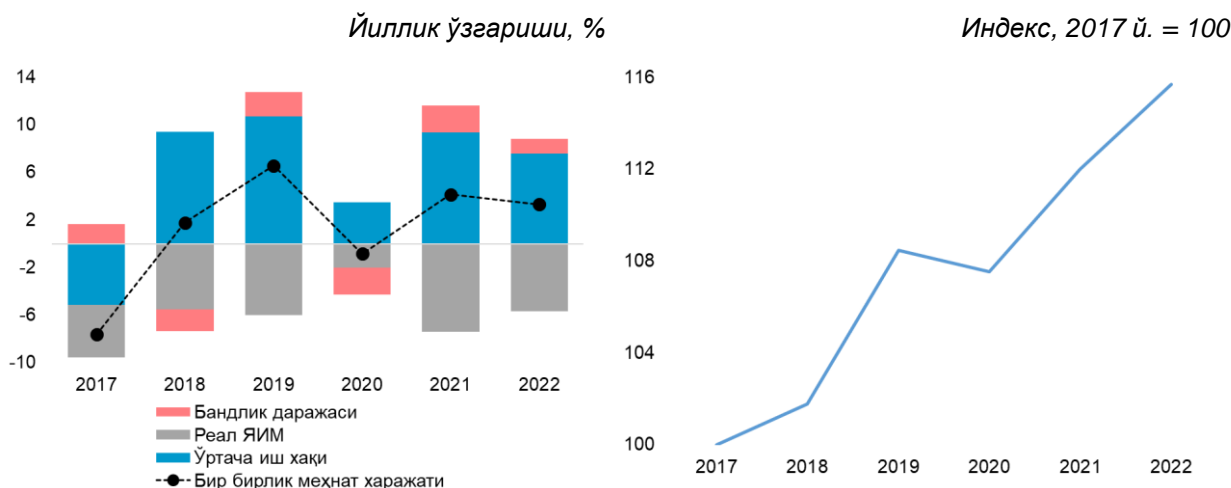


Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

<sup>7</sup> Меҳнат унумдорлиги маҳсулот ишлаб чиқаришда фойдаланилган меҳнат ресурсларининг қанчалик самарадор эканлигини ифодаловчи кўрсаткичдир. Бунда ҳар бир ходим ёки ҳар бир ишланган соат ҳисобига қанча бирлик маҳсулот ишлаб чиқарилгани ўлчанади.

<sup>8</sup> Hess, Gregory D. and Schweitzer, Mark, Does Wage Inflation Cause Price Inflation? (April 2000). FRB of Cleveland Policy Discussion Paper No.1.

## 2-расм. Бир бирлик меҳнат учун харажатлар динамикаси



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

Ҳисоб-китобларга кўра, 2017 йил бошидан 2022 йил якунигача аҳолининг реал даромадлари жами 47 фоизга, меҳнат унумдорлиги эса 27 фоизга кўпайган ва ўртадаги фарқ 20 фоиз бандга етган.

Фарқнинг кенгайиб бориши бир бирлик меҳнат харажатлари ҳам ўсиб боришида намоён бўлди. Компонентлар бўйича таҳлилга кўра, асосан ойлик иш ҳақининг ошириши ҳисобига ўртача иш ҳақининг сезиларли даражада кўпайганлигини кўриш мумкин (2-расм).

### Ўртача ойлик иш ҳақи ошишининг умумий инфляцияга миқдорий таъсири

Ўртача ойлик иш ҳақи ва умумий инфляция ўртасидаги боғлиқликни ўрганиш бўйича таҳлиллар, ушбу икки кўрсаткич ўртасида ижобий боғлиқлик мавжудлигини кўрсатмоқда (3-4-расмлар).

Таҳлиллар Моханти ва Марк Клау (2001)<sup>9</sup> томонидан ривожланаётган давлатларда инфляцияга талаб ҳамда тақлиф омилларининг таъсирини миқдорий баҳолаш бўйича амалга оширилган тадқиқотга асосланади.

Мазкур тадқиқотда талаб омиллари таъсирини ҳисобга олиш учун ЯИМ ва пул массасининг тафовути ҳамда ўртача иш ҳақи ўзгариши кўрсаткичларидан фойдаланилди.

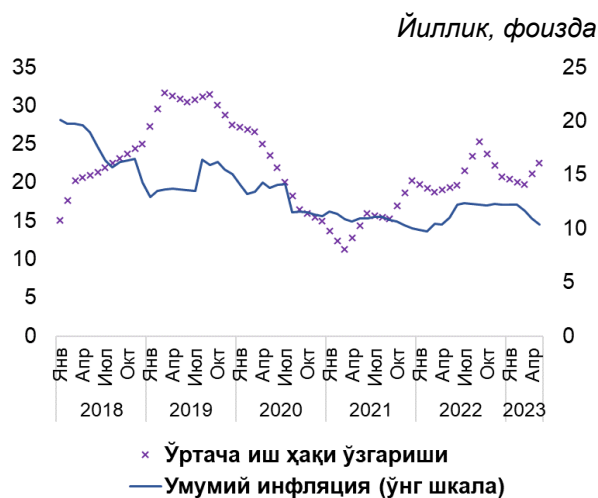
Модель тенгламаларига тақлиф омилларидан импорт инфляцияси ҳамда таннарх харажатлари таъсирларини баҳолаш учун алмашув курси ўзгариши, жаҳон озиқ-овқат маҳсулотлари нархлари индекси ҳамда ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси каби кўрсаткичлар киритилди.

Натижалар ўртача иш ҳақининг 1 фоизга ошиши умумий инфляцияни кейинги уч ойда 0,21-0,28 фоиз бандга, йил давомида эса 0,29 фоиз бандга тезлашишига сабаб бўлиши мумкинлигини кўрсатмоқда.

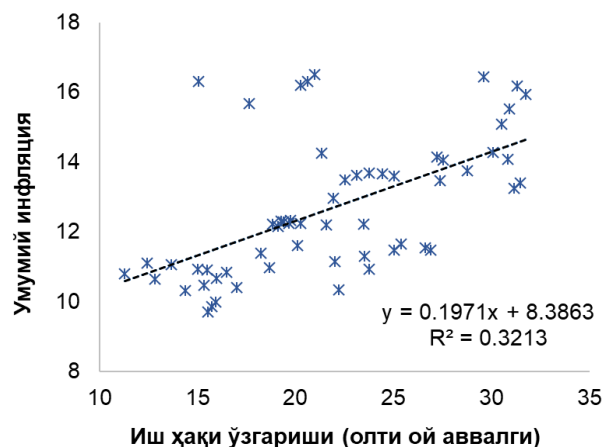
Шунингдек, ўртача иш ҳақининг ошиши умумий инфляцияга талаб омиллари билан бир қаторда, ишлаб чиқариш харажатларининг ўсиши билан ҳам таннархга оширувчи босимни вужудга келтиради (6-расм).

<sup>9</sup> Mohanty and Marc Klau, *Modelling aspects of the inflation process and the monetary transmission mechanism in emerging market countries: What determines inflation in emerging market economies?* 8th ed. (Bank for International Settlements, 2001), 1-38.

**3-расм. Умумий инфляция ва ўртача иш ҳақи ўзгариши динамикаси**

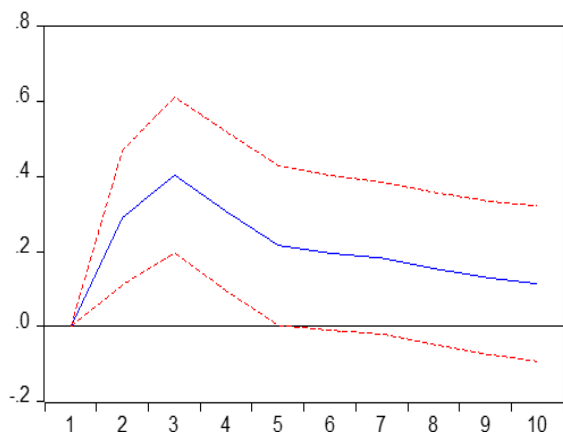


**4-расм. Умумий инфляция ва олти ой аввалги ўртача иш ҳақининг ўзгариши корреляцияси**

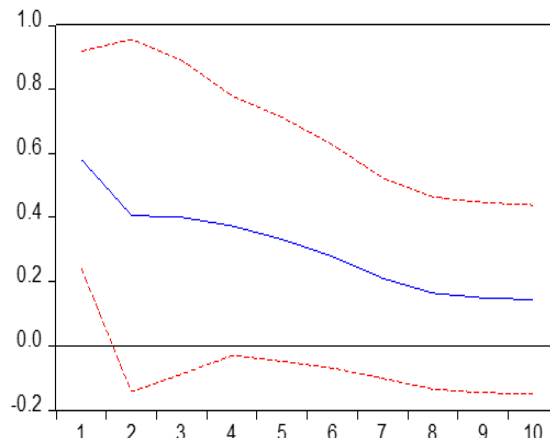


Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

**5-расм. Иш ҳақи оширилишига умумий инфляциянинг жавоб таъсири**



**6-расм. Иш ҳақи оширилишига ишлаб чиқариш нархларининг жавоб таъсири**



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бугунги кунда таклиф омилларининг етарли даражада шакланмагани шароитида аҳоли даромадлари юқори суръатларда ошиб бориши иқтисодиётда инфляцион босимларнинг узокроқ муддат сақланиб қолиши бўйича хулосалар бермоқда.

Шу ўринда, таклиф омилларининг яхшиланиши кўп жиҳатдан ишлаб чиқариш ва меҳнат унумдорлигини оширишга ҳамда истеъмол бозорларида рақобат муҳитини ривожлантириш бўйича амалга оширилаётган таркибий ислохотларнинг самарадорлигига боғлиқ бўлади.

## Чакана кредитлар бозори ва қарз юки ошиши билан боғлиқ хатарлар

Сўнги йилларда иқтисодиётдаги эркинлашиш жараёнлари, молиявий хизматларнинг оммабоплиги ортиши ҳисобига кредит қўйилмаларида юқори ўсиш суръатлари кузатилди. Бунда аҳолига ажратилган кредитлар ҳажми 2019-2023 йилларда ўртача йиллик 48,2 фоизга ошиб, иқтисодиётга кредит қўйилмалари ўсишига юқори ҳисса қўшди (1-расм).

Аҳолига ажратилган чакана кредитларнинг йиллик ўсиш суръатларида 2020 йилнинг II ярмидан бошлаб мувозанатлашув кузатилган бўлса ҳам, 2022 йилнинг II ярмидан тижорат банкларининг автокредитлар ва микроқарзлар ажратиш фаоллигининг кескин ортиши ҳисобига чакана кредитларнинг йиллик ўсиш суръатида тезлашиш кузатилмоқда.

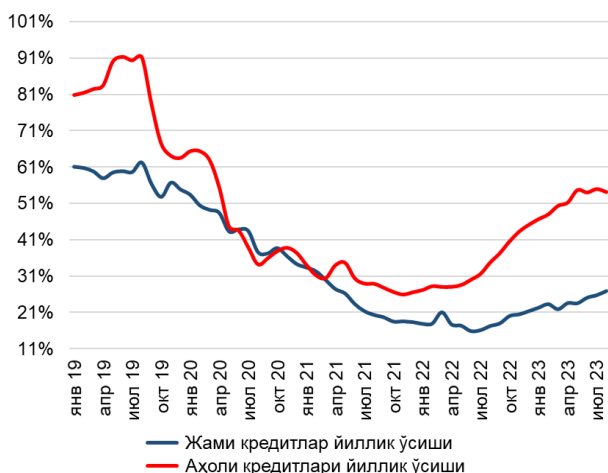
Ўсиб бораётган талаб ва турмуш даражасининг яхшиланиши истеъмолчиларнинг ипотека ва истеъмол кредитларига бўлган талабининг ўсишига хизмат қилмоқда. Жумладан, 2020-2023 йилларда ажратилган кредитларда автокредитлар (ўртача улуши – 29 фоиз), ипотека кредитлари (23 фоиз), микроқарз ва микрокредитларнинг (38 фоиз) улуши юқори бўлди (2-расм).

Кредитлашнинг юқори даражаси аҳолининг молиявий ҳолати, ялпи истеъмол ҳажми ва пировардида, иқтисодий ўсиш кўрсаткичларига ижобий таъсир кўрсатишига қарамай, тизимда маълум хатарларни юзага келтириши ва молиявий барқарорликка таъсир кўрсатувчи хатарларни кучайтириши мумкин. Шунинг учун узоқ муддатли истиқболда банкларнинг молиявий барқарорлигини таъминлашда кредитлаш тенденцияларини мақбуллаштириш муҳим аҳамият касб этади.

Ушбу хатарларни баҳолашда кредитларнинг депозитларга нисбати ва аҳолининг қарзга хизмат кўрсатиш кўрсаткичлари ўзига хос ўринга эга. Кредитларнинг депозитларга нисбати банк тизими учун ликвидлик хатарини, хорижий депозитлар ва линияларга боғлиқлик даражасини, қарзга хизмат кўрсатиш кўрсаткичи эса кредит хатарини ўзида ифода этади.

Аҳоли кредитларининг депозитларига бўлган нисбати юқори (2019-2023 йилларда ўртача - 167 фоиз) ва сўнги йилларда янада ортган бўлиб, кредитларга бўлган юқори талаб асосан ташқи ва марказлашган ресурслар ҳисобидан қоплаб келинган (3-расм).

**1-расм. Аҳоли кредитлари динамикаси (йиллик ўсиш, фоизда)**



**2-расм. Аҳолига ажратилган кредитлар таркиби (улуши, фоизда)**



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бироқ, 2022 йилнинг II ярмидан бошлаб ташқи молиялаштиришнинг қимматлашиши ҳисобига тижорат банклари кўпроқ ички ресурсларга эътибор қаратаётганлиги ҳисобига келгуси чорақларда ушбу нисбатнинг маълум даражада яхшиланиши кутилмоқда.

Қарзга хизмат кўрсатиш кўрсаткичи (*debt-to-service ratio*) аҳолининг кредитлар бўйича ҳар ойлик тўловларининг аҳоли даромадларига нисбатини ўзида ифода этади. Ушбу кўрсаткичдан қарз олувчиларнинг молиявий имкониятларини баҳолаш ва уларнинг кредитларни тўлаш қобилиятини аниқлаш учун кенг қўлланилади.

Бошқача айтганда, қарзга хизмат кўрсатиш кўрсаткичи аҳоли даромадларининг қанча қисми қарз мажбуриятларини бажариш учун сарфланишини ҳисоблашдан иборат. Агар ушбу кўрсаткич юқори бўлса, бу келгусида молиявий тизим барқарорлигига бўлган хатарлар эҳтимолини оширади.

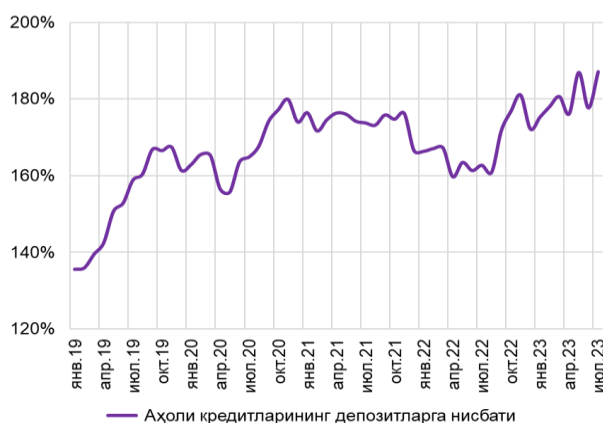
Қарзга хизмат кўрсатиш кўрсаткичи<sup>10</sup> (*debt-to-service ratio*) сўнги чорақларда сезиларли ошган бўлиб, юқорида таъкидланганидек, чакана кредитлардаги ўсиш суръатлари билан изоҳланади. Ушбу кўрсаткич 2021 йил I чорақдаги 7,4 фоиздан 2023 йилнинг II чорағида 12 фоизгача ошган (4-расм).

Шунингдек, иқтисодиётдаги кредитлаш ҳажмига баҳо беришда аҳоли кредитларнинг ЯИМга нисбати кўрсаткичдан кенг фойдаланилади ва ушбу кўрсаткич орқали давлатлар кесимида молиявий оммабоплик ҳолатини солиштириш мумкин.

Мамлакатимизда ушбу кўрсаткич 2017 йилдаги 4 фоиздан 2022 йил якуни бўйича 11 фоизгача ортган. Таққослаш учун ушбу кўрсаткич Озарбайжондан биров юқори бўлиб, Грузия, Арманистон, Россия ва Қозоғистондаги кўрсаткичларга нисбатан сезиларли даражада паст ҳисобланади (5-расм).

Иқтисодий ҳамкорлик ва тараққиёт ташкилотининг (OECD) аҳоли қарзи кўрсаткичи мамлакатдаги уй хўжалиқларининг молиявий барқарорлиги ва фаровонлигини таҳлил қилиш учун муҳим кўрсаткич ҳисобланиб, аҳолининг барча қарз мажбуриятларининг соф ихтиёрий даромадларига нисбатини ўзида акс эттиради.

### 3-расм. Аҳоли кредитларининг депозитларга нисбати



### 4-расм. Аҳолининг чорақлик қарзга хизмат кўрсатиш кўрсаткичи



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

<sup>10</sup> Кредитлар бўйича асосий қарз қолдиғи ва фоиз тўловлари бўйича харажатлар ҳажмининг аҳолининг умумий даромадларига нисбати асосида ҳисобланган чорақлик кўрсаткич.



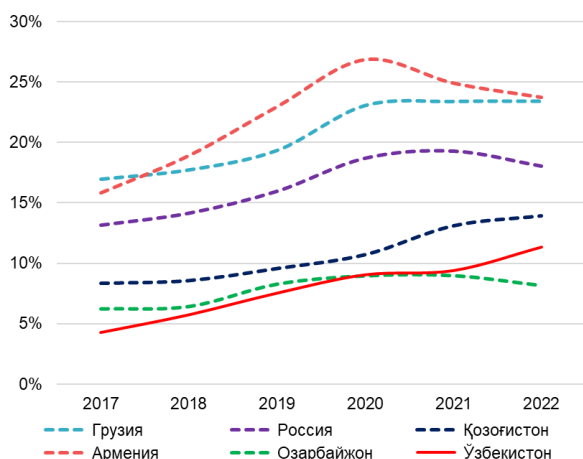
Ушбу кўрсаткичнинг юқори бўлиши аҳолининг молиявий қийинчиликларга дуч келиши ёки тўловга лаёқатсиз бўлиши эҳтимолини ифода этади. Ўзбекистон учун аҳоли қарзи кўрсаткичи 17 фоизга тенг бўлиб, ИХТТ томонидан ҳисобланган аксарият ривожланаётган давлатлар кўрсаткичларига нисбатан анча паст ҳисобланади. Солиштириш учун ушбу кўрсаткич Чехия ва Эстонияда 70 фоиздан юқори, Венгрия ва Литвада 45 фоиз ҳамда Россия ва Латвияда 37 фоизга тенг (6-расм).

Аҳоли даромадлари динамикаси келгуси даврлар учун қарз юқини прогноз қилишда муҳим ҳисобланиб, мамлакатимизда сўнги йилларда аҳоли даромадларининг реал ҳисобда юқори ўсаётганлиги (йиллик ўртача 5-6 фоиз) кузатишмоқда (7-расм).

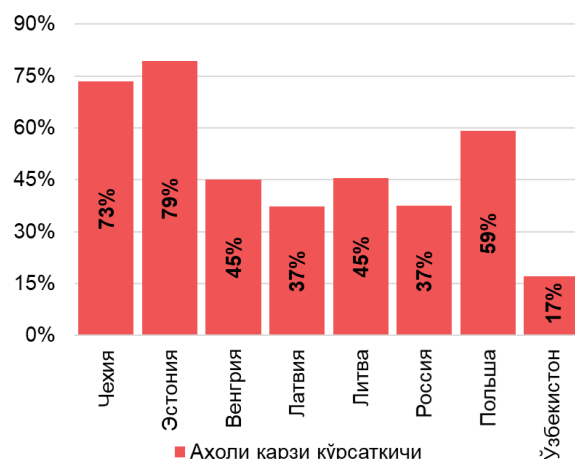
Юқори иқтисодий ўсиш кўрсаткичларининг сақланиб қолиши ўрта муддатли истиқболда ҳам аҳоли даромадларида юқори ўсиш суръатлари кузатилишини билдиради.

Шунингдек, аҳоли даромадларининг кредитларига нисбати аҳолининг янги кредитлар олиш учун “буферини” ўзида акс эттиради. Мазкур кўрсаткич 2023 йилнинг II чорагида 157 фоизга тенг бўлиб, келгуси йилларда ҳам аҳолининг кредит хизматларига бўлган юқори талабининг сақланиб қолишини ўзида ифода этади (8-расм).

### 5-расм. Аҳоли кредитларининг ЯИМга нисбати



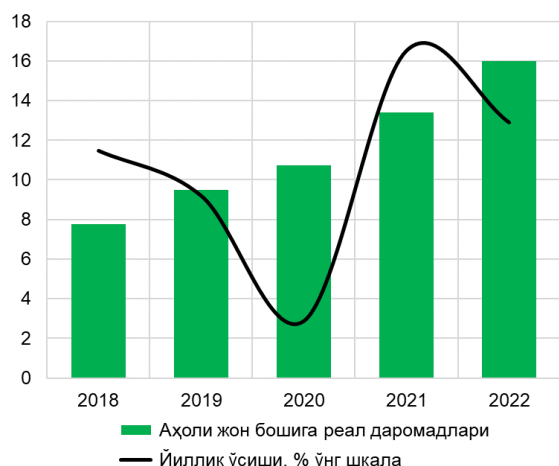
### 6-расм. Аҳоли қарзи кўрсаткичи



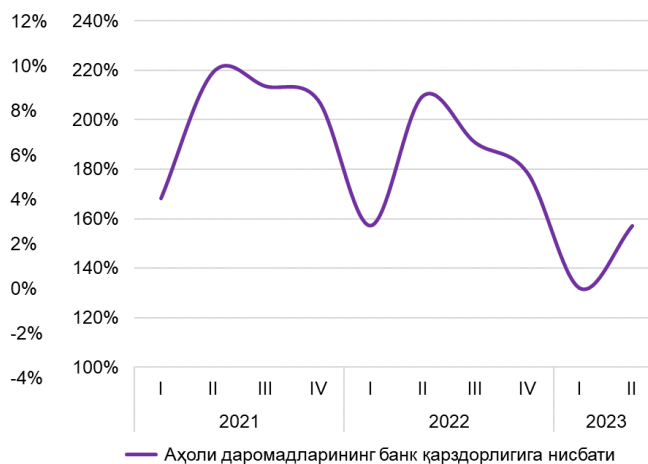
Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Манба: ИХТТ (2023), Аҳоли қарзи (кўрсаткич).

### 7-расм. Аҳоли жон бошига реал даромадлар



### 8-расм. Аҳоли даромадларининг банк қарздорлигига нисбати



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

Аҳоли кредитлари ялпи истеъмол талабига ва иқтисодий ўсиш кўрсаткичларига ижобий таъсир кўрсатиши билан бирга, инфляция даражасига босимларни юзага келтириши ва қарз юқининг юқори ўсиши шароитида молиявий тизим барқарорлиги бўйича хатарларга ҳам сабаб бўлиши мумкин.

Аввалги йилларда аҳолига кредит ажратиш амалиёти маълум даражада чекланганлиги сабабли мамлакатимизда чакана кредитларнинг жами кредит қўйилмаларидаги улуши ёки ЯИМга нисбати паст даражада бўлиб, сўнгги 4-5 йилдаги юқори ўсиш суръатлари айнан жамғариб келинган “кечиккан талаб”нинг юзага чиқишини ўзида ифода этади.

Аҳоли кредитлари бўйича юқорида қайд этилган кўрсаткичлар маълум мувозанат даражасига етмаганлиги сабабли ўрта муддатли истиқболда ҳам кредитларга бўлган юқори талабнинг сақланиб қолиши кутилмоқда. Бунда, чакана кредитларга бўлган “чанқоқлик” сабабли аҳолининг фоиз ставкалари ўзгаришига таъсирчанлиги нисбатан паст бўлиб, аҳоли кредитлари ўсишини мувозанатлаштиришда макропруденциал сиёсат чораларидан фаол фойдаланиш аҳамияти ошиб бормоқда.

## Пул-кредит сиёсатининг иқтисодий таъсирини баҳолашда динамик стохастик умумий мувозанат (DSGE) моделидан фойдаланиш имкониятлари

Динамик стохастик умумий мувозанат (DSGE) моделлари иқтисодий агентлар, бозорлар, марказий банк ва ҳукумат ўртасидаги ўзаро муносабатларни ўрганиш учун назарий асосни таъминлаб, пул-кредит сиёсатидаги ўзгаришлар оқибатларини таҳлил қилиш, эҳтимолий рискларни ва трансмиссион механизм самарадорлигини баҳолашга хизмат қилади.

Ўзбекистон иқтисодиёти учун яратилаётган DSGE модели кичик очик иқтисодий фаразига (маҳаллий иқтисодиётдаги талаб ва таклифнинг жаҳон нархлари ва халқаро фоиз ставкаларига таъсир қилмаслиги) асосланиб, янги Кейнс туридаги макроиқтисодий модел ҳисобланади.

Модел нархларнинг секин ўзгариши (sticky prices) ва номинал иш ҳақи тушунчасини қамраб олиб, бу иқтисодий харажатлар (истеъмол, инвестициялар ёки давлат харажатлари) – талаб – ўзгаришининг ишлаб чиқариш ҳажми – таклиф – ўзгаришига таъсирини ҳисобга олиш имконини беради.

Модел ЯИМнинг тузилиши ва асосий таркибий қисмларини ўз ичига олиб, бунда уни ҳисоблашнинг барча учта ёндашуви: ишлаб чиқариш, харажатлар ва даромадлар усулларининг ўзаро мувофиқлиги таъминланади.

Моделда уй хўжаликлари, компаниялар, ҳукумат, марказий банк ва ташқи дунё каби агентлар қамраб олинган.

**Уй хўжаликлари** (истеъмолчилар) ишлаб чиқариш жараёнини ишчи кучи билан таъминлайди ва истеъмол товарларини сотиб олади. Улар бугунги қарорларини келажакдаги нафлиликни (фойдалиликни) ҳисобга олган ҳолда қабул қиладилар, бунда узоқроқ келажак кичикроқ аҳамиятга (вазнга) эга. Шунингдек, улар истеъмол қилишни маъқул кўрадилар ва меҳнат қилишни хушламайдилар.

Истеъмол ва жамғариш бўйича қарорлар қатъий белгиланган сондаги “чексиз яшовчи” уй хўжаликлари томонидан қабул қилинади. Мухим фаразлардан бири шуки, уй хўжаликлари бутун умрлари учун нафлиликнинг кутилмасини максималлаштирадилар, яъни улар жорий истеъмолга оид қарорларида унинг келажакдаги истеъмолга таъсирини ҳам эътиборга олишади.

Уй хўжаликлари қуйидаги гуруҳларга бўлинади:

- жамғарувчи уй хўжаликлари – ишчи кучини тақдим этади, капитал эгаси ҳисобланади ва келажакдаги нафлиликни кўзлаб, истеъмол ва инвестициялар бўйича қарор қабул қилади;

- жамғармайдиган уй хўжаликлари – улар ҳам ишчи кучи билан таъминлайди, лекин даромадларининг ҳаммасини истеъмол қилганликлари туфайли жамғарма қилолмайдилар ва натижада улар инвестиция қилишга қодир эмаслар.

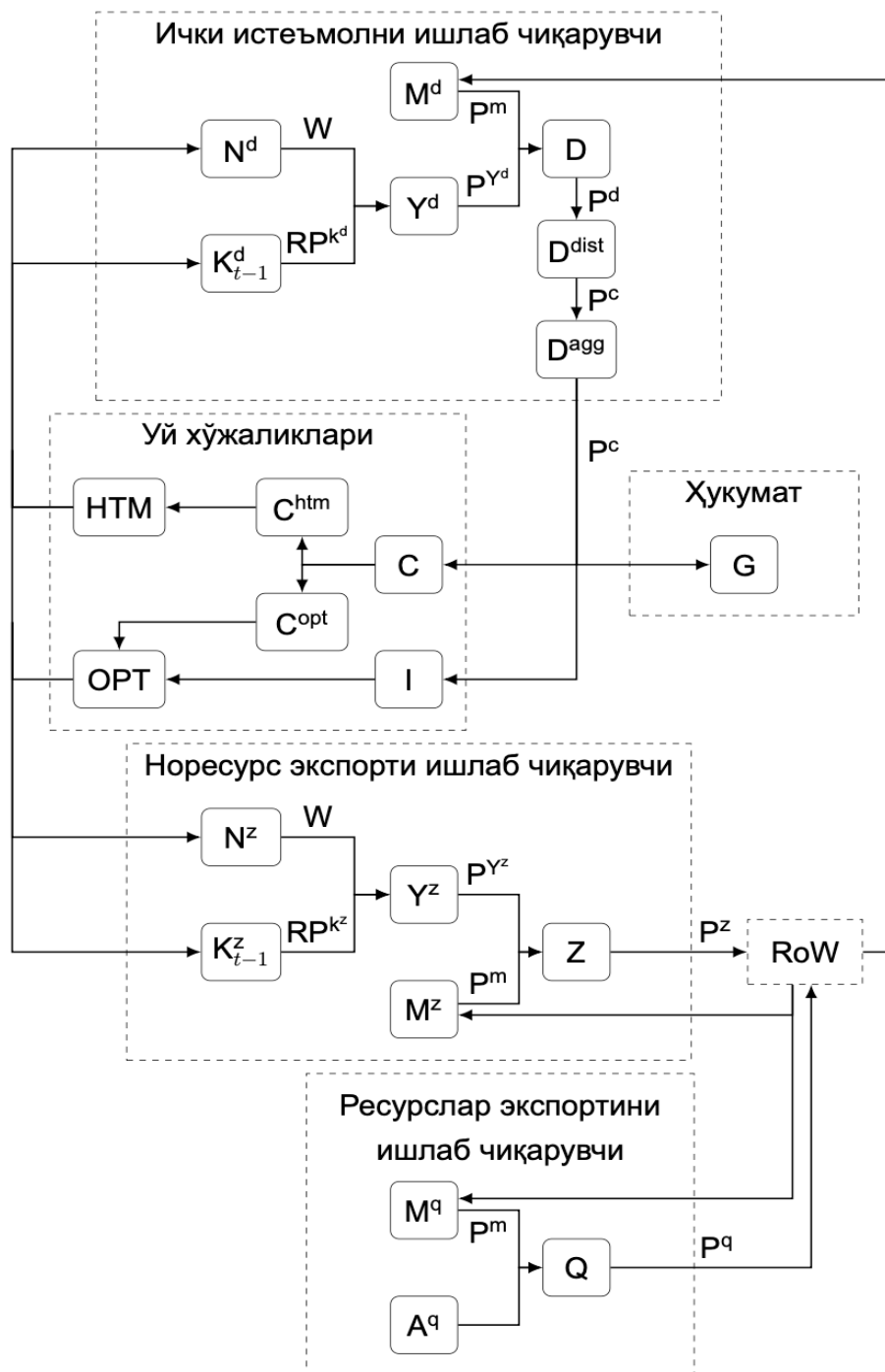
Уй хўжаликларининг бюджет чегараси – бу уларнинг харажатларининг даромадларига мос келиши. Уй хўжаликлари бюджет чегарасини ҳисобга олган ҳолда максимал нафлиликка эришишга эътибор қаратиб, ўзларининг хатти-ҳаракатларини оқилона (rational expectations assumption) танлайдилар.

**Фирмалар** уй хўжаликларидан ишчи кучини ёллаб ва капитални ижарага олиб, кейинчалик шахсий истеъмол ва инвестиция мақсадларида ишлатилиши мумкин бўлган товарлар ва хизматлар ишлаб чиқаради ва етказиб беради. Фирмаларнинг асосий мақсади

келажакдаги барча даромадларнинг жорий қийматини ҳисобга олган ҳолда ишлаб чиқаришдан максимал фойда олишдир.

Моделда фирмалар уч турга бўлинади: ички истеъмол товарлари ишлаб чиқарувчилар, экспортга норесурс товарлар ва ресурслар ишлаб чиқарувчилар.

1-расм. DSGE модель структураси (товарлар ҳаракати)



Бунда:  $N$  - меҳнат (иш вақти соатларда ўлчанади),  $K_{t-1}$  - давр бошидаги капитал қолдиғи,  $M$  - импорт қилинадиган товарлар,  $Y$  - оралиқ товарлар,  $D$  - ички истеъмол учун якуний маҳсулот,  $C$  - уй хўжаликлари истеъмоли,  $I$  - инвестиция,  $G$  - давлат истеъмоли,  $Z$  - норесурс экспорти учун якуний маҳсулот,  $A^q$  - табиий ресурслар,  $Q$  - экспорт қилинадиган ресурс,  $P^c$ ,  $P^d$ ,  $P^m$ ,  $P^{Y^d}$ ,  $P^{Y^z}$ ,  $P^z$ ,  $P^q$  - мос тармоқларнинг нарх даражаси,  $W$  - иш ҳақи,  $RP^k$  - капиталнинг ижара нархи. Агентлар: OPT (optimizers) - жамғарувчи уй хўжаликлари (savers), HTM (hand-to-mouth) - жамғармайдиган уй хўжаликлари,  $D^{dist}$  - дистрибуторлар,  $D^{agg}$  - агрегатор, RoW (rest of the world) - ташқи дунё.

Ишлаб чиқариш (реал иқтисодиёт) ва инфляция ўртасидаги боғлиқлик моделга нархларни белгилаш ҳуқуқига эга бўлган агентни қўшиш орқали таъминланади. Шу муносабат билан ички истеъмол товарини ишлаб чиқариш жараёни уч босқичга бўлинади:

- 1) капитал, ишчи кучи ва импорт компонентларидан оралиқ маҳсулот ишлаб чиқариш;
- 2) нарх ўрнатиш ҳуқуқига эга дистрибьюторлар томонидан якуний маҳсулотни ишлаб чиқариш учун оралиқ товарларни тақсимлаш;
- 3) агрегатор томонидан оралиқ маҳсулотни якуний маҳсулот кўринишига келтириш.

Экспортга норесурс товар ишлаб чиқарувчи фирмалар худди оралиқ товар ишлаб чиқарувчилар каби фаолият юритади, лекин улардан фарқли равишда барча маҳсулотлари экспорт қилинади.

Экспорт товарларини ишлаб чиқарувчилар табиий ресурслар ва импорт қилинган асбоб-ускуналардан фойдаланиб, маҳсулот ишлаб чиқарадилар ва жаҳон нархида чет элга экспорт қиладилар.

Моделда **марказий банкнинг** пул-кредит сиёсати Филлипс эгри чизиғи ва инфляциянинг прогноз қийматидан келиб чиққан ҳолда инфляциянинг таргет доирасида бўлишига қаратилган.

**Ҳукумат** ўз фаолиятини тасдиқланган бюджет даромадлари ва харажатлари асосида амалга оширади. Бюджет даромадлари уй хўжаликлари ва фирмалар томонидан тўланадиган солиқлар ҳисобидан шаклланади. Ушбу маблағлар давлат хизматларини кўрсатиш ва инфратузилмани ривожлантириш учун ишлатилади, шунингдек, уй хўжаликлари ва фирмаларга субсидиялар (трансферлар) шаклида ажратилади.

Давлат қарзининг ўсишига олиб келувчи бюджет тақчиллиги юзага келганда, ҳукумат уни қимматли қоғозлар чиқариш ва уларни жамғарувчи уй хўжаликлари ва ташқи дунёга белгиланган фоиз ставкаларида таклиф қилиш орқали қоплайди.

Уй хўжаликлари ҳукуматдан марказий банкнинг пул-кредит сиёсати асосида белгиланадиган ва инфляцияни барқарорлаштиришга қаратилган рисксиз фоиз ставкаси бўйича давлат қимматли қоғозларини сотиб олсалар ҳам, уларнинг вақтлараро инвестиция қилиш бўйича қарорлари уй хўжалиқларининг риск учун тўловларини (risk premium) ҳам ҳисобга олувчи фоиз ставкасига асосланади.

Умумий мувозанатни таъминлайдиган солиқ-бюджет сиёсатига нисбатан моделнинг чеклови бюджет қоридаси бўлиб, у фискал сиёсатнинг хатти-ҳаракатларини белгилайди. Қоида шундан иборатки, давлат қарзининг ялпи ички маҳсулотга нисбати бўйича узоқ муддатли мақсад белгиланади ва қачонки қарзининг ялпи ички маҳсулотга нисбати мақсадли кўрсаткичдан четлашса, модел солиқ-бюджет сиёсатини қатъийлаштириш ёки юмшатиш орқали уни мақсадли кўрсаткичга етказишга ҳаракат қилади.

Бунда қарзнинг ЯИМга нисбатини барқарорлаштириш бюджет даромадлари ёки харажатларини уларнинг комбинациясини тузатиш орқали амалга оширилади.

Модел Рикардо мувозанатини кўрсатиб, унга кўра давлат харажатлари молиялаштирилишининг турли шакллари реал иқтисодиётга таъсир қилиш нуқтаи назаридан эквивалентдир. Рикардо мувозанатининг намоён бўлишида уй хўжалиқларининг оқилона ва бутун келажакни ҳисобга олишлари тўғрисидаги фараз асосий ролни ўйнайди.

Давлат сектори хусусий секторнинг оптималлаштириш бўйича қарорларига бевосита таъсир кўрсатмайди, балки иқтисодиётга фақат ҳукумат талаби орқали таъсир кўрсатади. Бунда узоқ муддатда давлат истеъмолини молиялаштириш манбаси (солиқлар ёки давлат қарзи ҳисобидан) муҳим ҳисобланмайди (Ricardian equivalence).

**Ташқи дунё** давлат қимматли қоғозларини сотиб олади ва уй хўжаликлари жамғармалари учун ташқи активлар тақдим этади. Шунингдек, ташқи дунёдан уй хўжаликлари пул ўтказмалари оқимини қабул қилиб олади.

Моделда миллий валютадаги импорт нархи хорижий валютада белгиланган жаҳон импорт нархи ва валюта курсининг кўпайтмаси сифатида аниқланади. Импорт ва экспорт нархлари ўртасидаги фарқ халқаро савдо шартларини (*terms of trade*) ифодалайди. Мисол учун, савдо шартлари яхшиланганда, мамлакат импорт учун тўлагандан кўра экспорт учун кўпроқ тўлов олади.

Моделда валюта курси эркин сузувчи сифатида қаралади ва ташқи талаб савдо шартлари орқали билвосита ифодаланади. Кичик очик иқтисодиёт фаразига кўра хорижий валютадаги жаҳон нархлари ва халқаро фоиз ставкалари экзоген деб ҳисобланади, яъни чет эл валютасидаги импорт нархлари ушбу товарларга бўлган Ўзбекистоннинг талабига боғлиқ эмас. Бундай вазиятда модел барқарорлигини таъминлаш учун узоқ муддатдаги ўзгармас нисбий нархлардан (*relative prices*) фойдаланилади. Импорт ҳажмининг ўсиши маҳаллий валютадаги импорт нархларига таъсир қилади, аммо импорт нархлари хорижий валютада ўзгармайди. Ортиқча импорт ташқи номутаносибликларни келтириб чиқаради, бу эса савдо балансини ёмонлаштиради ва мамлакатнинг соф халқаро инвестиция позициясига таъсир кўрсатади. Натижада маҳаллий валютадаги нархлар ошади ва миллий валюта курси қиймати пасаяди.

Мамлакатнинг соф халқаро инвестиция позицияси ва номинал айирбошлаш курси ўртасида алоқа ўрнатиш учун риск мукофотини ўз ичига олган қопланмаган фоиз паритетидан (*uncovered interest rate parity*) фойдаланилади. Қопланмаган фоиз паритети халқаро фоиз ставкасининг миллий валютанинг кутилаётган қадрсизланиши ва риск мукофотига кўпайтмаси маҳаллий фоиз ставкасига тенглигини англатади. Риск мукофоти мамлакатнинг соф халқаро инвестиция позициясига боғлиқ бўлиб, инвестицион позициянинг ёмонлашиши риск мукофотининг ошишига олиб келади, бу эса ўз навбатида, маҳаллий валютанинг қадрсизланишига сабаб бўлади.

DSGE моделлари эконометрик ва ярим-таркибий моделларга нисбатан бир қанча устунликларга эга. Жумладан:

– *микроиқтисодий асосларга эгаллиги*: модел уй хўжаликлари, фирмалар ва иқтисодиётдаги бошқа агентларнинг хатти-ҳаракатларини оптималлаштиришига асослангани учун унда индивидуал хатти-ҳаракатларнинг ўзаро мувофиқлиги таъминланади;

– *назарий изчиллик*: модел иқтисодий назарияга асосланади ҳамда оқилона кутилмалар ва агентлар хатти-ҳаракатларининг оптималлаштириши натижаси бўлган иқтисодий мувозанат шартларидан иборат бўлиб, ушбу назарий изчиллик тадқиқотчиларга турли иқтисодий ҳодисаларнинг асосий механизмини ўрганиш имконини берувчи яхши тузилган моделни тақдим этади;

– *мослашувчанлик*: модел тадқиқотчи ва пул-кредит сиёсати бўйича қарор қабул қилувчиларнинг амалий ва назарий эҳтиёжларидан келиб чиққан ҳолда муайян саволларга жавоб топиш учун мослаштирилиши мумкин;

– *пул-кредит сиёсати таҳлили*: модел кучли назарий тузилиши ва микро асосларга эгаллиги туфайли пул-кредит сиёсати соҳасидаги турли ҳаракатларнинг оқибатларини таҳлил қилиш учун мустаҳкам асос яратади. Улар тадқиқотчиларга кенг қамровли назарий тажрибалар ўтказиш, турли сиёсат воситаларининг таъсирини баҳолаш ва сиёсат юритиш бўйича ўрнатилган қоидаларининг оқибатларини ўрганиш имконини беради.



### Давлат харажатлари ошишига иқтисодиётнинг жавоби таҳлили

Макроиқтисодий таҳлилнинг долзарб масалаларидан бири, бу – давлат харажати ўзгаришининг иқтисодиётга таъсирини баҳолашдир. Шу мақсадда, Ўзбекистон учун ишлаб чиқилган DSGE модели ёрдамида давлат харажатлари ошишининг иқтисодиётга таъсири ўрганилди.

Бунда таъсир (кейинги ўринларда – шок) кўрсатувчи ўзгарувчи сифатида давлат истеъмолининг ЯИМга нисбатан 1 фоиз бандга ошиши олинган бўлиб, ушбу ҳолатда моделнинг макроиқтисодий мувозанатнинг янги ҳолатига ўтиш жараёни таҳлил қилинди (2-расм).

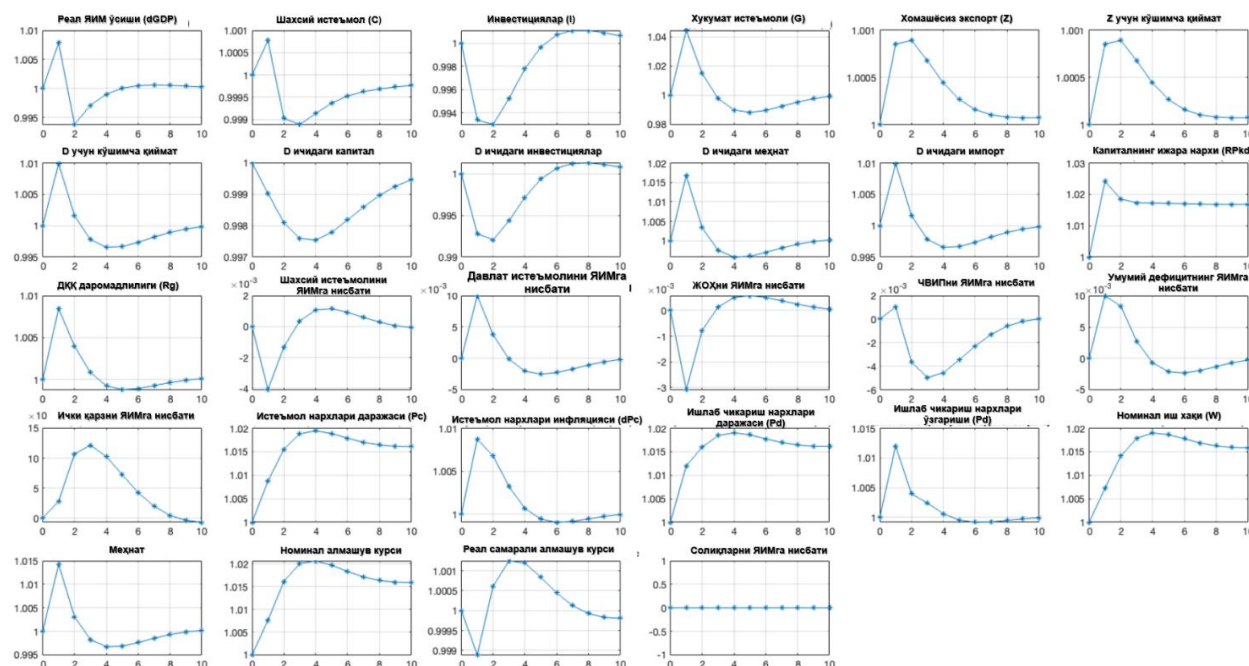
Моделда давлат харажатларининг даромадлардан ортган қисмини (тақчилликни) қоплаш учун молиявий манбалари аниқланиши зарур. Давлат харажатларини молиялаштириш ташқи ёки ички (уй хўжаликлари) манбалардан қарз олиш ёки уй хўжалик ва корхоналардан олинган солиқларини кўпайтириш орқали амалга оширилиши мумкин.

Қаралаётган шок фақат давлат харажатлари ўзгаришини назарда тутганлиги сабабли солиқлар ўзгармайди ҳамда тақчиллик давлат қарзи жалб қилиш орқали қопланади.

Шок симуляцияси натижаларига кўра, биринчи босқичда бюджет тақчиллиги ЯИМга нисбати 1 фоизга ошади. Даромад кўпайиши юз бермаганлиги сабабли бу кўрсаткич тўлиқлигича давлат истеъмоли ошиши ҳисобига бўлади. Давлат қарзи ҳажми ҳам тақчилликка мос равишда ортади.

Бироқ, давлат қарзининг ЯИМга нисбати бюджет тақчиллигига (1 фоизга) номутаносиб равишда ошади. Бундай тафовутга давлат харажатларининг фискал мультипликатори сабаб бўлади<sup>11</sup>.

**2-расм. Давлат харажатларининг оширувчи шокнинг иқтисодиётга таъсири**



Манба: Модел натижалари.

<sup>11</sup> Фискал мультипликатор - ишлаб чиқариш ўзгаришининг фискал дефицитнинг экзоген ўзгаришига нисбати.

Ҳукумат томонидан истеъмол талабининг ортиб бориши туфайли дистрибьюторлар ўз маржаларини оширадilar. Бу ўз навбатида, нархларнинг ўсишига олиб келади. Шунингдек, бу тақсимловчиларга ишлаб чиқарувчиларнинг товарларни етказиб бериш учун яхшироқ нарх таклиф қилиш имконини беради. Бу ҳолатда ишлаб чиқаришдаги маржинал нарх кўтарилиши кузатилади. Бироқ, ишлаб чиқарувчи нархларининг “секин ўзгарувчанлиги” сабабли уларнинг жорий ҳолатга мослашуви секинроқ кечади.

Таъкидлаш керакки, давлат харажатларини ошиши иқтисодиётда ялпи талабнинг ортишига олиб келиб, бу қуйидаги иккита жараённи вужудга келтиради: Биринчидан, монопол ҳисобланган тақсимловчилар юқори устамаларни талаб қилишни, иккинчидан, ишлаб чиқаришни рағбатлантириш учун ишлаб чиқарувчиларга баландроқ харид нархини таклиф қилишни бошлайди.

Ушбу ҳолатда инфляциянинг тезлашишини олдини олиш мақсадида Марказий банк фоиз ставкани кўтариш орқали давлат қимматли қоғозлари жозибаторлигини оширади. Бу эса, капитал нархининг ошишига олиб келади.

Қимматли қоғозлар бўйича юқори даромадлилик ҳамда капитал нархининг юқорилиги инвестицион харажатларнинг ошишига олиб келиб, корхоналарнинг капиталга инвестиция қилишини чеклайди. Бунинг ўрнига корхоналар ишлаб чиқаришни ошириш мақсадида ишчи кучини кўпайтиришни афзал кўрадilar.

Биринчи даврда, жорий меҳнат унумдорлигини сақлаб қолган ҳолда қўшимча меҳнат кучини жалб қилиш иқтисодиётда иш ҳақи ошишини тақозо этади. Ушбу даврда капитал миқдори ўзгаришсиз қолади.

Иқтисодиётда иш ҳақи ҳамда бандлик ошиши билан уй хўжаликларининг даромадлари ҳам кўпаяди. Бунга улар ўз маблағларининг жамғаришга бўлган муносабатига қараб турлича жавоб берадилар. Бу ҳолатда даромадларини жамғармайдиган истеъмолчилар истеъмол харажатларини кўпайтирадилар.

Аксинча, жамғарувчи уй хўжаликлари давлат харажатлари ва иш ҳақи ошиши вақтинчалик ҳолат эканини ва бунда давлат қарзи ошиши келгусида солиқларнинг кўтарилиши ёки давлат харажатларининг қисқаришига сабаб бўлиши мумкинлигини инобатга оладilar. Натижада улар истеъмол харажатларини ўзгартирмайдilar.

Шундай қилиб, ҳукумат томонидан иқтисодиётда яратилган қўшимча талаб янги қувватларни шакллантириш орқали эмас, балки кўпроқ ишчи кучини жалб қилиш орқали ишлаб чиқаришни ошириш ёки импортни кўпайтириш билан таклифни барқарорлаштириши мумкин.

Уй хўжаликларининг келгусида давлат қарзи барқарорлашиши бўйича кутилмалари шароитида капиталга бўлган талабнинг камайиши ҳамда инвестицияларнинг қисқариши кузатилиши мумкин.

Бундан ташқари, номинал валюта курси ўзгармаган шароитда инфляциянинг ортиши реал алмашув курсининг ошишига олиб келади. Бу эса импортни янада жозибатор қилади.

Иш ҳақининг ошиши ҳамда реал алмашув курсининг мустаҳкамланиши хомашё бўлмаган экспорт секторининг рақобатбардошлигини пасайтиради. Шунга қарамай, иш ҳақи ўсиши (0,7 фоиз) ва номинал валюта курси қадрсизланиши (0,8 фоиз) ўртасидаги тафовут туфайли ушбу секторда ишлаб чиқариш ҳажми 0,1 фоизга ошади.

Иккинчи босқичда, иқтисодиётда реал иш ҳақи пасаяди ва номинал иш ҳақини оширишни талаб қилади. Бу эса узоқ муддатли истиқболда номинал иш ҳақи ва истеъмол

нархларининг тенг даражада ошишига олиб келади (натижада иш ҳақининг реал ўсиши ўзгаришсиз бўлади).

Шунингдек, маҳаллий ишлаб чиқариш учун импорт ҳажми ишлаб чиқариш даражасининг ошишига мутаносиб равишда ортади. Бунга сабаб, ички ишлаб чиқаришда сарфланадиган хомашёнинг маълум бир қисми импорт орқали қопланади.

Бу эса жорий операциялар ҳисоби тақчиллигини юзага келтириб, валюта курсига таъсир кўрсатади ва уни иш ҳақиға нисбатан қадрсизланишига сабаб бўлади. Дастлабки босқичда бу тақчиллик қарз олиш орқали импорт ўсишини молиялаштириш билан ёпилади. Бироқ, бу ўзгаришлар вақтинчалик бўлиб, қарзларни қайтариш даврида хорижий валютага талаб ортади ҳамда алмашув курсининг қадрсизланишига олиб келади.

Умуман олганда, давлат харажатларининг ошиши дастлаб ички ишлаб чиқаришни рағбатлантиради ҳамда вақтинча иш ўринларини кўпайтиради. Бироқ, узоқ муддатли истиқболда ишлаб чиқаришнинг кўпайишига хизмат қилмайди.

Харажатлар кўпайишининг мультипликатив таъсири ҳам вақтинчалик ва чекланган бўлиб, бунда биринчи йил давлат харажатлари реал ЯИМни қарийб 1 фоизга оширади. Бироқ, кейинги йилларда бу таъсир йўқолиб боради.

Хулоса қилиб айтганда, давлат харажатларининг кўпайиши узоқ муддатда иқтисодиётда нархларнинг ўсиши ҳамда алмашув курсининг қадрсизланиши хатарларини кучайтиради.

## Инфляцион кутилмаларнинг шаклланишига алмашув курси ва тартибга солинадиган нархлар ўзгариши таъсири

Бугунги кунда кўплаб марказий банклар самарали пул-кредит сиёсатини юритиш мақсадида иқтисодий субъектларнинг инфляцион кутилмаларини ўрганиб, унга таъсир қилувчи асосий омилларни доимий равишда таҳлил қилиб борадилар.

Инфляция даражаси шаклланишида аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари асосий омиллардан бири ҳисобланиб, уй хўжалиқларнинг истеъмол, инвестиция ҳамда иш ҳақи бўйича кутилмалари, шунингдек, тадбиркорларнинг нарх сиёсати бўйича қарорларини қабул қилишда муҳим аҳамиятга эга.

Шу сабабли, марказий банклар учун паст ва барқарор инфляция даражасига эришишда иқтисодий агентларнинг узоқ муддатли инфляцион кутилмаларини жиловлашлари муҳим аҳамият касб этади.

Макроиқтисодий омилларнинг инфляцион кутилмаларга таъсирини баҳолаш бўйича кўплаб таҳлиллар олиб борилган. Хусусан, Жонунг (1981) оддий регрессия моделидан (Ordinary Least Squares - OLS) фойдаланган ҳолда Швеция аҳолисининг инфляцион кутилмаларига таъсир кўрсатувчи омилларни таҳлил қилган. Натижалар сезилган инфляция даражасининг 1 фоиз бандга ошиши швед аҳолисиг инфляцион кутилмаларининг 0,5 фоизга ошишига олиб келишини кўрсатган.

Шунингдек, Соммер ва Троёнг (2009) ҳам ушбу давлат мисолида тизимли векторли авторегрессия (Vector Autoregressive - VAR) моделини қўллаган ҳолда инфляция даражаси ўзгаришининг инфляцион кутилмаларга таъсири юзасидан таҳлиллар ўтказган. Модел натижаларига кўра, инфляция даражасининг 1 фоиз бандга ўсиши, швед аҳолиси нархлар бўйича кутилмаларининг 0,4 фоизга кўтарилишига сабаб бўлади.

Мамлакатимизда ҳам иқтисодий агентларнинг инфляцион кутилмаларига таъсир кўрсатувчи макроиқтисодий омилларни аниқлаш бўйича таҳлиллар амалга ошириб борилади. Модел тенгламаларига алмашув курси ўзгариши, тартибга солинадиган нархлар, сезилган ҳамда умумий инфляция даражаси, қисқа муддатли фоиз ставкалари, ЯИМнинг реал ҳажми ҳамда ташқи қарз каби ўзгарувчилар киритилади.

Таҳлилларда ўзгарувчиларнинг коэффициентлари 2018 йилнинг январь ойдан 2023 йилнинг сентябрь ойигача бўлган даврдаги маълумотлар асосида OLS ва VAR моделларидан фойдаланиб миқдорий баҳолаш амалга оширилди.

*OLS моделининг аҳоли инфляцион кутилмалари тенгламаси:*

$$hh\_E\pi_t = \gamma_0 + \gamma_1 Per\_inf_t + \gamma_2 Inf_t + \gamma_3 Exch_t + \gamma_4 Reg_t + \gamma_5 Inter\_rate_t + \gamma_6(L)rgdp_t + \gamma_7(L)debt_t + \varepsilon_t$$

*OLS моделининг корхоналар инфляцион кутилмалари тенгламаси:*

$$bs\_E\pi_t = \gamma_0 + \gamma_1 Per\_inf_t + \gamma_2 Inf_t + \gamma_3 Exch_t + \gamma_4 Reg_t + \gamma_5 Inter\_rate_t + \gamma_6(L)rgdp_t + \gamma_7(L)debt_t + \varepsilon_t$$

Эмпирик натижалар валюта курси ҳамда тартибга солинадиган нархлар ўзгаришининг аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмаларига статистик жиҳатдан сезиларли ва ижобий таъсир кўрсатишини кўрсатмоқда.

**1-жадвал. Модел тенгламаларига киритилган ўзгарувчилар рўйхати**

Инфляцион кутилмалар омиллари	Шартли белгиси
Аҳолининг инфляцион кутилмалари	$hh\_E\pi_t$
Тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмалари	$bs\_E\pi_t$
Сезилган инфляция даражаси	$Per\_inf_t$
Инфляция	$Inf_t$
Алмашув курси	$Exch_t$
Тартибга солинадиган нархлар ўзгариши	$Reg_t$
Қисқа муддатли фоиз ставкаси	$Inter\_rate_t$
ЯИМнинг реал ўсиши	$rgdp_t$
Ташқи қарз	$debt_t$

Валюта курсининг 1 фоиз бандга қадрсизланиши аҳоли инфляцион кутилмаларининг 0,1 фоизга, тадбиркорлар инфляцион кутилмаларининг 0,15 фоизга ошишига олиб келиши аниқланди. Тартибга солинадиган нархларнинг 1 фоиз бандга оширилиши эса бизнес вакиллари кутилмаларининг 0,13 фоизга кўтарилишига сабаб бўлади.

Шунингдек, сезилган инфляциянинг 1 фоиз бандга ўсиши аҳоли ва тадбиркорлар инфляцион кутилмаларининг мос равишда 0,54 ва 0,56 фоизга ошишига олиб келади. Таҳлиллар жорий инфляциянинг 1 фоиз бандга тезлашиши натижасида уй хўжаликлари кутилмаларининг 0,2 фоизга, бизнес вакиллари кутилмаларининг эса 0,4 фоизга ошишига сабаб бўлишини кўрсатмоқда.

Шунингдек, инфляцион кутилмаларнинг иқтисодий ўсиш билан тўғри боғлиқлик, қисқа муддатли фоиз ставкаси ўзгариши билан эса тескари боғлиқлик мавжудлиги аниқланди.

**2-жадвал. Инфляцион кутилмалар регрессия модели натижалари**

Инфляцион кутилмалар омиллари	Аҳоли	Тадбиркор
Сезилган инфляция даражаси	0.537***	0.564***
Инфляция	0.185**	0.394***
Алмашув курси	0.112***	0.145***
Тартибга солинадиган нархлар ўзгариши	0.128***	0.133***
Қисқа муддатли фоиз ставкаси	-0.165	-0.02
ЯИМнинг реал ўсиши	2.993***	2.114***
Ташқи қарз	-2.063*	-1.761
Кузатувлар сони	60	60
R-квадрати <sup>12</sup>	0.85	0.88

<sup>12</sup> Регрессия моделида R-квадрат коэффиценти мустақил ўзгарувчиларнинг танланган комбинацияси қарам ўзгарувчидаги дисперсияни қанчалик даражада тушунтириб беришини кўрсатади. R-квадрат коэффиценти қийматининг диапазони 0 дан 1 гача.

*Векторли авторегрессия модели (VAR) натижалари*

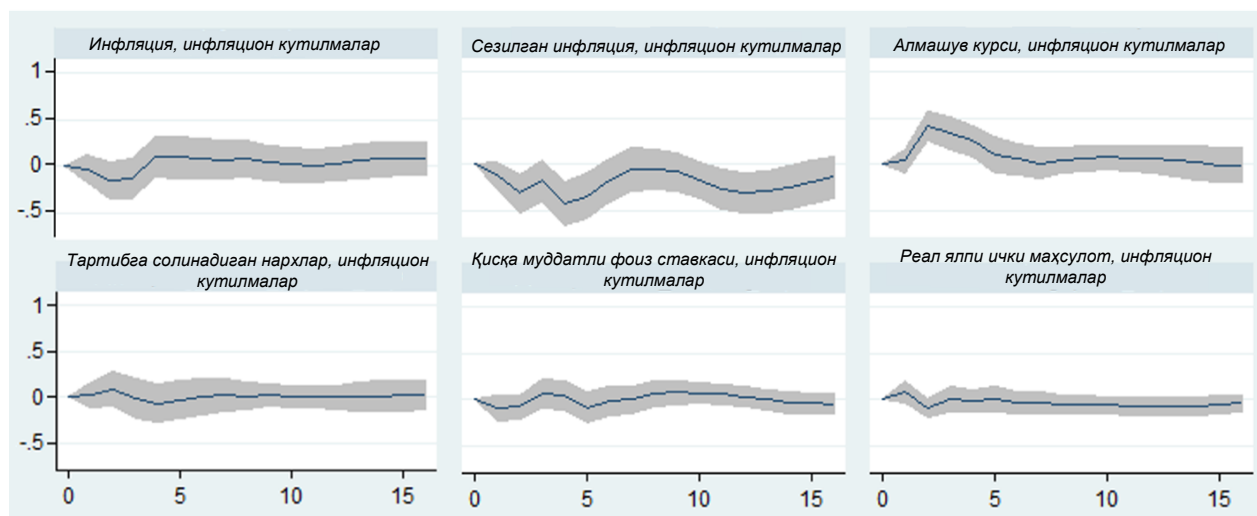
Иқтисодий агентларнинг инфляцион кутилмалари валюта курси ва тартибга солинадиган нархлар ўзгаришига таъсирчанлиги VAR модели орқали баҳоланди.

VAR моделининг тенгламаси:

$$Y_t^n = \alpha X_t^n + \beta Z_t^n + \varepsilon_t, n \in 1, 6$$

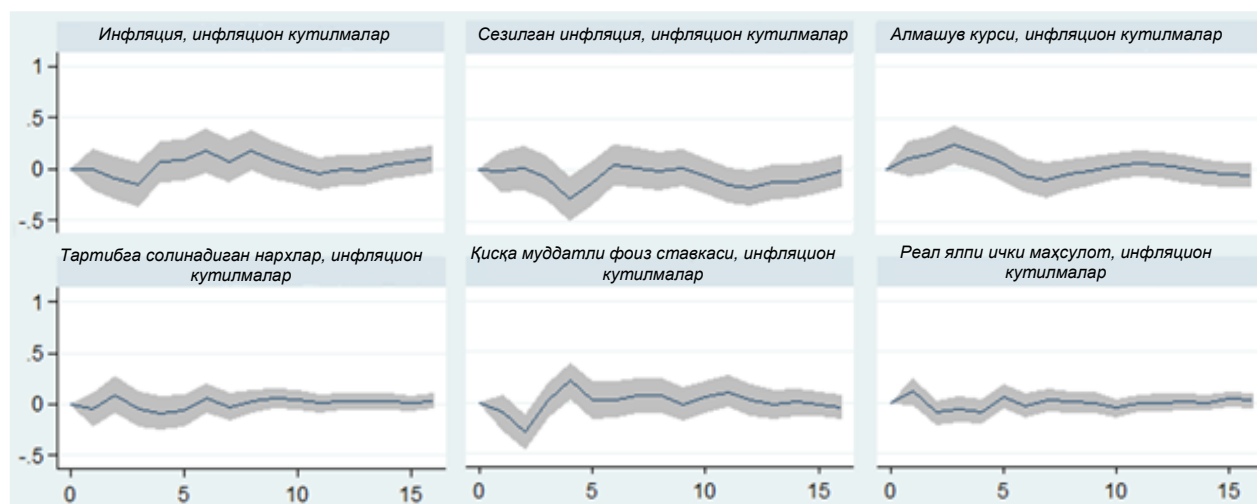
Бунда  $Y_t^n$  - эндоген ўзгарувчиларнинг вектори,  $X_t^n$  -  $n$  гуруҳи учун эндоген ўзгарувчиларнинг ажратилган қийматлари матрицаси ва  $Z_t^n$  - экзоген ўзгарувчиларнинг вектори.

### 1-расм. Аҳоли инфляцион кутилмаларининг макроиқтисодий кўрсаткичлар ўзгаришига таъсирчанлиги



Манба: Модел натижалари.

### 2-расм. Тадбиркорлик субъектлари инфляцион кутилмаларининг макроиқтисодий кўрсаткичлар ўзгаришига таъсирчанлиги



Манба: Модел натижалари.



Модел натижалари миллий валюта курсининг ўртача қийматидан 1 бирлик стандарт четланиши аҳоли инфляцион кутилмаларини бир чорақда 0,25 фоиз бандга ошишига олиб келса, тартибга солинадиган нархларнинг ўртача қийматидан 1 стандарт четланиши келгуси чорақда кутилмаларни 0,2 фоиз бандга ўсишига сабаб бўлади.

Иқтисодий субъектларнинг инфляцион кутилмалари ва умумий инфляция ўртасида узоқ муддатли ижобий боғлиқлик мавжуд бўлиб, инфляция даражасининг ўртача қийматидан 1 стандарт четланиши аҳоли кутилмаларини 0,2 фоиз бандга ошишига олиб келади. Бунда тўлиқ таъсир икки чорақдан кейин вужудга келади.

Миллий валюта курсининг ўртача қийматидан 1 стандарт четланиши маҳаллий тадбиркорлар инфляцион кутилмаларининг бир чорақ давомида 0,4 фоиз бандга ошишига сабаб бўлади.

Шунингдек, тартибга солинадиган нархларнинг ўртача қийматидан 1 стандарт четланиши келгуси 2 ойда тадбиркорларнинг нархлар бўйича кутилмаларини 0,2 фоиз бандга ўсишига таъсир кўрсатади. Жорий инфляцияни ўртача қийматидан 1 стандарт четланиши корхоналарнинг инфляцион кутилмаларини 0,1 фоиз бандга оширади ва бу таъсир 12 ойгача давом этади.

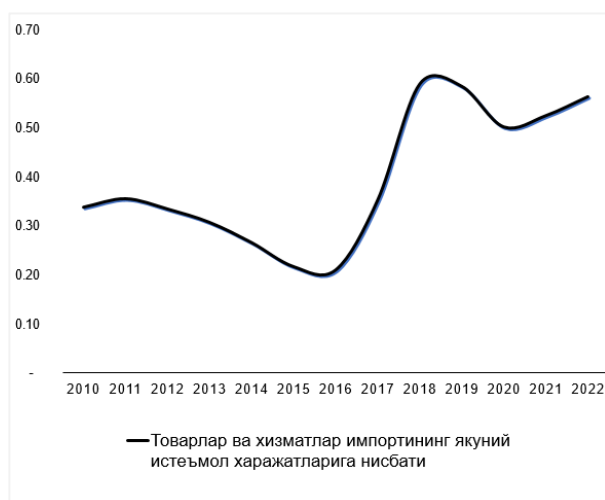
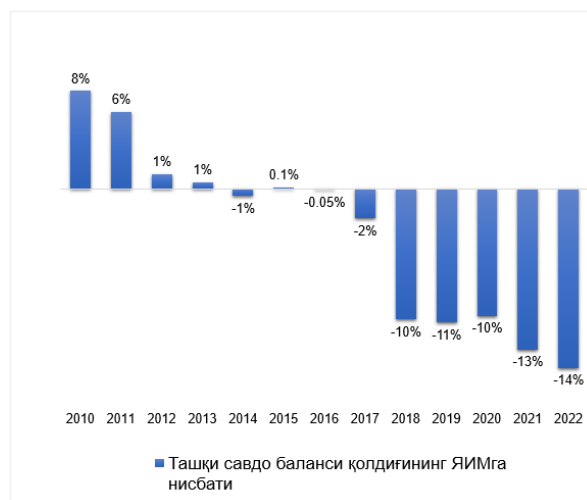
**Бюджет харажатлари ўсишининг мамлакат ташқи савдо балансига таъсири**

Давлат бюджети ва жорий ҳисоб тақчилликлари ўртасидаги боғлиқлик кўплаб тадқиқотчилар томонидан ўрганилган. Уларнинг бир гуруҳи экспансион характердаги бюджет харажатларининг тўлов балансига, хусусан, жорий ҳисоблар балансига таъсири бўлмаслиги ёки ижобий таъсир кўрсатишини таъкидлаган. Бунда бюджет тақчиллиги капитал харажатларнинг кўпайиши натижасида вужудга келиши ва узоқ муддатли истиқболда ушбу харажатлар иқтисодиётнинг ишлаб чиқариш салоҳиятини ошириши орқали экспортни қўллаб-қувватлашини назарда тутган.

Тадқиқотчиларнинг бошқа бир гуруҳи эса мавжуд икки томонлама тақчиллик назариясини тасдиқлаган. Икки томонлама тақчиллик назариясида бюджет харажатларининг ўсиши мамлакатда ишлаб чиқарилган товарлар ва хизматларга тўғридан-тўғри талабни яратишдан ташқари, давлат ижтимоий харажатларининг устунлиги фонид аҳоли томонидан қўшимча талабни рағбатлантиради. Ялпи талабни қондириш учун етарли бўлмаган ички ишлаб чиқариш ҳажми импортнинг ўсишига олиб келади ва ушбу канал орқали мамлакат ташқи савдо балансига босим ўтказилади. Бюджет тақчиллигининг ўсиши импорт канали орқали жорий ҳисоб тақчиллигининг ошишига олиб келиши мумкин. Икки томонлама тақчилликнинг узоқ йиллар сақланиб қолиши, бюджет харажатлари самарадорлигининг пастлигига ишора қилади.

Бюджет тақчиллигининг жорий ҳисоб тақчиллигига таъсири Шри-Ланка мисолида яққол кўриш мумкин. Ҳукуматнинг йиллар давомида бюджет харажатларининг катта қисми ижтимоий соҳа ва норентабел инфратузилма лойиҳаларига йўналтирилганлиги бюджет тақчиллиги ўсишига сабаб бўлган. Вужудга келган тақчилликнинг ташқи қарз ҳисобига молиялаштирилиши эса, ўз ўрнида, жорий ҳисоб тақчиллигининг ошишига олиб келган.

Узоқ йиллар давом этган икки томонлама тақчиллик мамлакатнинг 2022 йилда ташқи мажбуриятлар бўйича дефолт эълон қилишига сабаб бўлган.

**1-расм. Импортнинг якуний истеъмол харажатларига нисбати****2-расм. Ташқи савдо баланси қолдиғининг ЯИМга нисбати**

Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида.

Ўз навбатида, сўнги йилларда Ўзбекистонда рағбатлантирувчи фискал позиция шароитида импорт ҳажмларининг ўсиб бораётганлиги ички талабни қўллаб-қувватлаш билан боғлиқ (1-расм). Импортнинг ўсиши мамлакат ташқи савдо балансида сезиларли босим ўтказмоқда (2-расм).

Бунда, умумий импорт ҳажмининг якуний истеъмолга сарфланган харажатларга нисбати сўнги 5 йил давомида қарийб икки барабар ортиб, 60 фоиз атрофида шаклланмоқда. Ушбу даврда мамлакат ташқи савдо балансида ҳам тақчиллик кенгайиб, ўтган йил якуни бўйича 14,2 фоизга тенг бўлди.

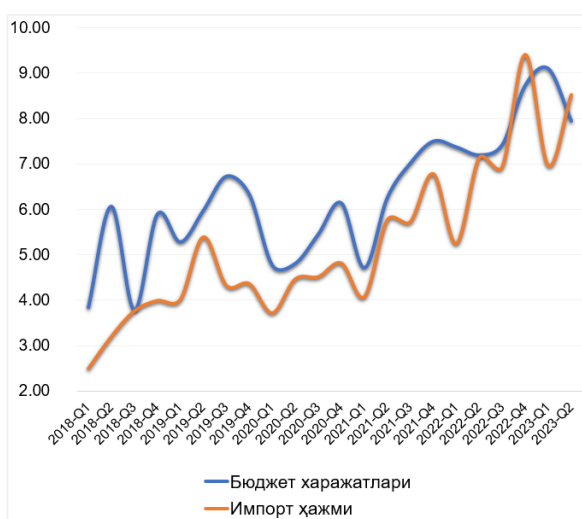
Давлат бюджети таркибида жорий харажатларнинг салмоқли улуши (ўртача 75-80 фоиз) иқтисодиётда қўшимча талабнинг шаклланишига билвосита таъсир кўрсатиб, маҳаллий ишлаб чиқаришнинг чекланганлиги шароитида бюджет харажатлари ўзгаришига импортнинг таъсирчанлигини оширмоқда.

Шу билан бирга, давлат харажатлари ва импорт ҳажми ўртасидаги боғлиқлиги (корреляция коэффиценти) 84 фоизни ташкил этиб, улар ўртасида сезиларли боғлиқлик мавжудлигини кўрсатмоқда.

Эмпирик таҳлилларга кўра, фискал харажатларнинг 1 фоизга оширилишининг импорт ҳажми ўсишига яхлит таъсир давридаги кумулятив мультипликатор эффекти 0,6 фоизга етиши мумкин.

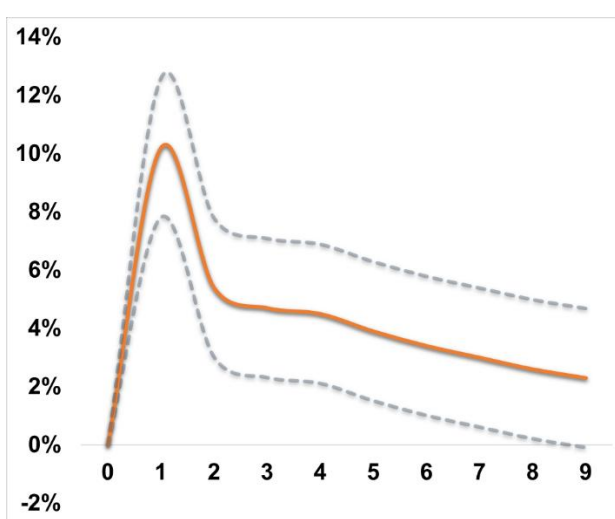
Таҳлилларга кўра, мамлакатда нисбатан узоқ даврда икки томонлама тақчилликнинг давоми этиши кузатилмоқда, бу эса келгусида фискал харажатлар самарадорлигини ошириш, иқтисодиётда давлат улушини қисқартириш, ишлаб чиқариш салоҳиятини ривожлантириш, иқтисодиётни диверсификация қилиш ва экспорт ҳажмини оширишга қаратилган таркибий ислохотларни изчил давом эттириш заруриятини янада кучайтирмоқда.

**3-расм. Фискал харажатлар ва импортнинг ўзгариши, млрд. долл.**



Манба: Статистика агентлиги.

**4-расм. Бюджет харажатларининг 1 стандарт четланишига импортнинг жавоб реакцияси**



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

## ГЛОССАРИЙ

<b>Асосий фоиз ставкаси (асосий ставка)</b>	– тижорат банклари учун қарз олиш фоиз ставкасини ҳамда қарз олувчилар учун кредит харажатларини белгилаб берувчи фоиз ставкаси; асосий фоиз ставкасининг ўзгариши банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларига таъсир кўрсатади.
<b>Базавий инфляция</b>	– мавсумий ва маъмурий хусусиятга эга бўлган омиллар таъсирида бўлган айрим товарлар ва хизматлар (мева-сабзавотлар, ёқилғи, йўловчи транспортининг айрим турлари, алоқа хизматлари, уй-жой коммунал хизматлари ва бошқалар) нархларининг ўзгаришини ҳисобга олмаган ҳолда ҳисобланадиган инфляция.
<b>Банк тизимининг ликвидлиги</b>	– тижорат банкларининг Ўзбекистон Республикаси Марказий банкида очилган миллий валютадаги вакиллик ҳисобварақларидаги пул маблағлари қолдиқлари.
<b>Банклараро пул бозори</b>	– миллий ва хорижий валюталардаги маблағларни жойлаштириш ва жалб қилиш бўйича қисқа муддатли (одатда бир йилгача) биржа савдо операцияларини ташкил этиш ва ўтказиш тизими.
<b>Вақт тафовути (лаг)</b>	– бир иқтисодий ҳодисани унга боғлиқ бўлган бошқа иқтисодий ҳодисага маълум вақт кечикиш билан таъсир қилиш кўрсаткичи; иккита боғлиқ ҳодиса ёки ҳодисаларнинг юзага келиши ўртасидаги оралиқ вақт.
<b>Даромадлилик эгри чизиғи</b>	– иқтисодиёт ва молияда, маълум бир қарз воситаси (масалан, давлат қимматли қоғозлари) фоиз ставкаларининг (даромадлилигининг) муддатларидан келиб чиқиб ўзгаришини кўрсатадиган эгри чизиқ. Даромадлилик эгри чизиғи муҳим иқтисодий кўрсаткич ҳисобланиб, пул-кредит сиёсатига оид қарорларни иқтисодиётга узатилишида марказий рол ўйнайди. Ушбу эгри чизиқ динамикаси шаклланиши асосида инвесторларнинг келажақдаги фоиз ставкалари, иқтисодий ўсиш ва инфляция даражаси каби макроиқтисодий кўрсаткичлар бўйича кутилмаларини ифодалайдиган маълумот манбаи ҳисобланади.
<b>Депозит аукционлари</b>	– банк тизими умумий ликвидлигини бошқариш ва ликвидлигининг таркибий профицити шароитида ортиқча ликвидликни банк тизимидан вақтинча олиш мақсадида Марказий банк томонидан тижорат банклари вакиллик ҳисобварағидаги маблағларни аукцион фоиз ставкаларида (одатда бир ёки икки ҳафталик) депозитларга жалб қилиш операциялари.
<b>Жорий операциялар ҳисоби</b>	– бу мамлакат тўлов балансининг бир қисми ҳисобланиб, унда резидентлар ва норезидентлар ўртасидаги товарлар, хизматлар, бирламчи ва иккиламчи даромадлар (ишчилар иш ҳақи, инвестициядан олган даромадлар ва бошқалар) оқими акс этирилади.

<b>Иқтисодий цикл</b>	– иқтисодий ривожланишнинг табиий шакли бўлиб, бунда ишлаб чиқариш ўсиши, бандлик ва ЯИМ ўсиши иқтисодиётнинг пасайиш (рецессия) давлари билан алмашади.
<b>Инвестицион талаб</b>	– хўжалик юритувчи субъектларнинг ўз фаолиятини юритиш ва кенгайтириш учун фойдаланадиган жисмоний капитал объектлари (машина, ускуналар, материаллар, хомашё ва ҳ.к.) ва хизматларга бўлган талаб. Инвестицион талаб иқтисодиётдаги ялпи талабнинг бир қисмидир.
<b>Инерцион инфляция</b>	– инфляциянинг узоқ муддатли даражасидан оғишга олиб келган шоклардан сўнг узоқ муддатли мувозанат даражасигача секинлик билан қайтиш тенденцияси.
<b>Инфляцион кутилмалар</b>	– аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг келгуси давр учун инфляция даражаси тўғрисидаги тахминлари. Инфляция кутилмаларига асосланиб, ишлаб чиқарувчилар ва истеъмолчилар, сотувчилар ва харидорлар ўзларининг келгусидаги инвестиция, кредит, молиявий ҳамда нарх сиёсатини белгилайдилар, даромадлар, харажатлар ва тахминий фойда ҳажмини баҳолайдилар.
<b>Инфляцион кутилмаларни живовлаш</b>	– аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг келгуси ўрта муддатли давр учун тахмин қилаётган инфляция даражаларини маълум бир миқдорий кўрсаткичга (инфляцион таргетга) боғланиши.
<b>Инфляцион таргет</b>	– узоқ муддатли иқтисодий ўсиш ва нархлар барқарорлигига замин яратадиган инфляциянинг олдиндан расмий эълон қилинган мақсадли кўрсаткичи.
<b>Инфляцион таргетлаш режими</b>	– пул-кредит сиёсати режими бўлиб, унда Марказий банк инфляциянинг ўрта муддатли миқдорий даражасини белгилайди ва эълон қилади. Бунда пул-кредит инструментлари жорий инфляцияни миқдорий кўрсаткичига эришишга йўналтирилади.
<b>Инфляциянинг монетар омиллари</b>	– Ўрта муддатли истиқболда Марказий банк пул-кредит сиёсати воситалари ёрдамида бевосита таъсир қилиши мумкин бўлган инфляцион омиллари.
<b>Истеъмол нархлари индекси (ИНИ)</b>	– аҳоли томонидан истеъмол учун харид қилинадиган товар ва хизматлар умумий нархлар даражасининг ўзгариш кўрсаткичи. ИНИ белгиланган товар ва хизматлар жорий даврдаги нархлари йиғиндисининг олдинги (базавий) даврдаги нархларига нисбати орқали ҳисобланади.
<b>Истеъмол талаби</b>	– иқтисодиётдаги истеъмол товарлари ва хизматларига бўлган жами талаб.
<b>Ишлаб чиқариш тафовути (ялпи ишлаб чиқариш тафовути)</b>	– жорий ва потенциал ЯИМ ўртасидаги фарқ. Ялпи ички маҳсулотдаги ижобий тафовут инфляцион тафовут деб аталади. Бу эса ялпи талаб ўсиш суръати ялпи таклиф ўсиш суръатларидан ошиб кетишини ва бу инфляцион босимни юзага келтириши мумкинлигини англатади. Аксинча, ЯИМ салбий тафовути дефляцияга олиб келадиган рецессион тафовут деб аталади.

<b>Макропруденциал чоралар</b>	– молия сектори ёки унинг алоҳида соҳаларида тизимли рискни минималлаштиришга қаратилган фаол тадбирлар мажмуи.
<b>Марказий банкнинг валюта интервенциялари</b>	– Марказий банк томонидан монетар олтинни сотиб олиш натижасида вужудга келган қўшимча ликвидликни стерилизация қилиш, шунингдек, миллий валюта курси кескин ўзгаришини олдини олиш мақсадида Марказий банкнинг валюта сотиб олиш ва сотиш орқали валюта бозоридаги иштироки.
<b>Машинавий ўрганиш (machine learning)</b>	– бу компьютерда дастурни ўқитиш ёки дастурнинг мавжуд маълумотлардан фойдаланган ҳолда берилган вазифаларни мустақил ҳал қилиш алгоритми ҳисобланади. Ушбу усулнинг афзаллиги катта маълумотлар базасидан фойдаланган ҳолда нисбатан аниқроқ прогнозлаштира олади.
<b>Маъмурий тартибга солинадиган нархлар</b>	– бозор механизмлари (талаб ва таклиф) асосида шаклланмайдиган, аксинча, ҳукумат идоралари, ташкилотлар ва корхоналар орқали алоҳида турдаги маҳсулотлар (товарлар, хизматлар)ни маъмурий йўл билан тартибга солинадиган нархлар.
<b>Молия бозори</b>	– иқтисодий бойликлар алмашинуви жараёнида вужудга келадиган иқтисодий муносабатлар тизими.
<b>Молиявий барқарорлик</b>	– ресурсларни қайта тақсимлашни ва молиявий таваккалчиликни бошқаришни таъминлаган ҳолдаги молиявий тизимнинг ўз функцияларини самарали бажарадиган, молия бозорида (унинг сегментларида) ҳаддан ташқари ўзгарувчанлик бўлмаган, ҳисоб-китобларнинг узлуксизлиги таъминланган, шунингдек, салбий шоклар таъсирини бартараф эта оладиган ва стресс ҳолатидан қайта тиклана оладиган, молия тизимининг фавқулотда ҳолатларда фаолият кўрсата оладиган молия тизимининг ҳолатидир.
<b>Молиявий тизим</b>	– турли хил молиявий воситалар ёрдамида давлат, ташкилотлар ва аҳолининг маблағларини шакллантириш ва улардан фойдаланишни таъминлайдиган молиявий ташкилотлар ва молия бозорлари мажмуи. Бунда молиявий институтлар чекланган молиявий ресурсларни бир хўжалик юритувчи субъектларидан бошқаларига қайта тақсимлайдилар.
<b>Очиқ валюта позицияси</b>	– банкнинг хорижий валютасидаги талаблари миқдори унинг хорижий валютасидаги мажбуриятлари миқдорига мос (тенг) бўлмаган ҳолатдаги валюта позицияси.
<b>Пул-кредит сиёсати</b>	– ички бозорда нархлар барқарорлигини таъминлаш мақсадида олиб борилаётган макроиқтисодий сиёсатнинг бир қисми. Пул-кредит сиёсати пул-кредит инструментларидан фойдаланиш орқали банк тизимидаги ликвидлик ҳажмини, фоиз ставкалари ва бошқа монетар кўрсаткичларни белгиланган даражада ушлаб туриш учун амалга оширилади.
<b>Пул-кредит сиёсатининг трансмиссион (узатиш) каналлари</b>	– пул-кредит сиёсати соҳасидаги қарорларнинг нархлар динамикаси ва иқтисодиётга таъсир қилиш каналлари. Марказий банк фоиз ставкаси ўзгариши ёки ўзгаришсиз қолдирилиши ва унинг келгусидаги траекторияси тўғрисидаги сигналининг молиявий бозор сегментларидан иқтисодиётнинг реал секторига



ва натижада инфляция даражасига аста-секинлик билан тарқалиш жараёни. Фоиз ставкасининг ўзгариши иқтисодиётга қуйидаги асосий каналлар орқали узатилади: фоиз, кредит, валюта, активлар нархи ва кутилмалар каналлари.

- РЕПО операциялари** – тижорат банкларининг қисқа муддатли қарз олиш учун қайта сотиб олиш келишуви асосида давлат қимматли қоғозларини Марказий банкка сотиш операциялари ёки Марказий банкнинг пул таклифи ва банк резервини бошқариш мақсадида қимматли қоғозларни тижорат банкларига сотиш операциялари (бунда давлат қимматли қоғозлари гаров вазифасини ўтайди).
- Рецессия** – иқтисодиётда ишлаб чиқаришнинг кескин камайиши ёки иқтисодий ўсишнинг сезиларли даражада секинлашиши.
- Стагфляция** – юқори инфляциянинг паст иқтисодий ўсиш билан бирга намоён бўлиши.
- Тижорат банкларининг мажбурий захиралари** – тижорат банклари томонидан Марказий банкнинг мажбурий захира талабларини бажариш учун Марказий банкка қўйиладиган пул маблағлари. Марказий банкда сақланадиган мажбурий захираларнинг минимал миқдори пул-кредит сиёсатининг мақсадларини ҳисобга олган ҳолда, Марказий банкнинг меъёрий ҳужжатлари билан депозитлар ҳажми, тури, муддатига ва банкларнинг бошқа мажбуриятларини ҳисобга олган ҳолда белгиланади. Жалб қилинган маблағларнинг ҳар бир тоифаси учун мажбурий захиралар ҳажми барча банклар учун бир хил.
- Тизимли хатарлар** – молиявий бозорнинг алоҳида иштирокчиси ёки иштирокчилар гуруҳи билан боғлиқ хатарлардан фарқли, бутун молиявий тизим ёки молия бозори фаолиятининг қулаш хавфи.
- Тренд** – кўрсаткич ўзгаришининг асосий тенденцияси. Трендлар турли хил тенгламалар билан ифодаланиши мумкин – чизиқли, логарифмик, даражали ва бошқалар. Тренднинг амалдаги тури унинг функционал моделини статистик усуллар ёки даврий қаторларни (time series) силлиқлаш йўли орқали аниқланади.
- Тўлов баланси** – маълум вақт давомида резидентлар ва норезидентлар ўртасидаги барча иқтисодий битимларни акс эттирувчи статистик ҳисобот.
- Филлипс эгри чизиғи** – инфляция ва ишсизлик даражаси ўртасидаги боғлиқликни кўрсатадиган эгри чизиқ. Филлипс эгри чизиғига кўра, ишсизликнинг паст даражаси юқори инфляцияга олиб келади.
- Фоиз коридори** – пул бозоридаги қисқа муддатли фоиз ставкаларини Марказий банкнинг асосий фоиз ставкасига (фоиз таргетига) яқинлаштириш тизими; фоиз коридорининг юқори чегараси Марказий банкнинг тижорат банкларига қарз тақдим этиш ставкаси (одатда овернайт ставкаси), қуйи чегараси эса Марказий банкнинг тижорат банкларидан депозитлар жалб қилиш ставкаси ҳисобланади.
- Халқаро пул ўтказмалари** – пул маблағларини мамлакатга ёки мамлакат ташқарисига халқаро пул ўтказмалари тизимлари орқали ўтказиш.

**Ялпи ички маҳсулот дефлятори** – маълум бир давр мобайнидаги мамлакат ҳудудида ишлаб чиқарилган ва истеъмол қилинган товар ва хизматлар нархлари умумий даражаси ўзгариши.

**Қисқартирилган инфляция** – энг юқори ва энг паст нарх ўсишига эга бўлган 10 та товар (хизматлар) гуруҳларини мос равишда истисно қилган ҳолда ҳисобланган инфляция.