

**GLOBAL MONETAR SIYOSATNING MILLIY IQTISODIYOTGA TA’SIRI:  
O‘ZBEKISTON VA ROSSIYA IQTISODIYOTLARIGA TA’SIRI MISOLIDA**

**Toshmamatov Paxlavon Baxrom o‘g‘li**

*O‘zbekiston Respublikasi Bank va Moliya Akademiyasi Magistranti*

**Annotatsiya:** Ushbu maqolada 2020–2025 yillar davomidagi global monetar siyosat o‘zgarishlarining O‘zbekiston va Rossiya iqtisodiyotlariga ta’siri tahlil qilinadi. Avvalo, global monetar siyosat tushunchasi va uning milliy iqtisodiyotga ta’sir mexanizmlari ko‘rib chiqiladi. Keyingi bo‘limlarda O‘zbekiston va Rossiya misolida ilgari o‘tkazilgan tadqiqotlar va nazariy yondashuvlar tahlil qilinib, o‘zgaruvchan tashqi pul-kredit sharoitlarining ushbu mamlakatlar makroiqtisodiy ko‘rsatkichlariga (YaIM o‘sishi, inflyatsiya, asosiy stavka, valyuta kursi, kredit hajmi, dollarlashuv darajasi) ta’siri real statistik ma’lumotlar asosida o‘rganiladi. Tadqiqot doirasida ARDL va SVAR kabi ekonometrik modellardan foydalangan holda 2020–2025 yillarda ikkala davlatda kuzatilgan monetar siyosat choralarining natijalari solishtirildi. Tahlil natijalari shuni ko‘rsatadiki, global darajadagi pul-kredit siyosati dinamikasi (jumladan, AQSh Federal Rezervi va Yevropa Markaziy banki kabi yirik markaziy banklarning qarorlari) O‘zbekiston va Rossiyada turlicha namoyon bo‘lgan: Rossiyada global sharoitlarning o‘zgarishi tez va keskin ta’sir ko‘rsatgan bo‘lsa, O‘zbekistonda ushbu ta’sir nisbatan yumshoqroq va kechikuvchi xususiyatga ega bo‘ldi. Muhokamada har ikki mamlakatda monetar siyosat vositalarining samaradorligi va cheklovlari muhokama qilinib, global xatarlar va ichki omillar kontekstida pul-kredit siyosatini takomillashtirish bo‘yicha tavsiyalar beriladi.

**Kalit so‘zlar:** global monetar siyosat, pul-kredit siyosati, inflyatsiya, asosiy stavka, iqtisodiy o‘sish, valyuta kursi, kredit hajmi, dollarlashuv, inflyatsion targetlash, ARDL, SVAR, O‘zbekiston, Rossiya.

Global monetar siyosat deganda xalqaro moliya bozorlarida yetakchi markaziy banklar (masalan, AQSh Federal Rezervi, Yevropa Markaziy Banki va boshqalar) tomonidan olib boriladigan pul-kredit siyosati tushuniladi. So‘nggi yillarda ushbu siyosatning dinamikasi misli ko‘rilmagan darajada o‘zgaruvchan bo‘ldi: 2020-yilda COVID-19 pandemiyasi tufayli yirik davlatlar ultra yumshoq monetar siyosatga o‘tib, foiz stavkalarini nolga yaqinlashtirdi va bozorga keng miqyosda likvidlilik taqdim etdi.<sup>1</sup> Bu global darajada qo‘shimcha likvidlik yaratar ekan, rivojlanayotgan mamlakatlarga kapital oqimi kuchayishi va ularning milliy valyutasi mustahkamlanishi kabi ta’sirlar kuzatildi. Biroq, 2021-yildan boshlab jahon iqtisodiyotida inflyatsiya sur’ati tezlashib, 2022-yilda global inflyatsiya 8,8% atrofida eng yuqori darajaga chiqdi (so‘nggi o‘n yilliklar uchun rekord).<sup>2</sup>

<sup>1</sup> [Russia's 2022 inflation seen at 13.4%, more rate cuts to come | Reuters](#)

<sup>2</sup> [Какой была инфляция в 2022 году в России и странах мира](#)

**Rasm 1. Dunyodagi eng yirik 15 ta iqtisodiy inflatsiya 2022 yil xisobida**

*Manba: The Economist jurnall*

Natijada, 2022–2023 yillarda AQSh, Yevropa va boshqa yirik iqtisodiyotlar monetar siyosatini keskin qat’iylashtirishga o‘tdi – foiz stavkalari jadal oshirildi va bu global moliyaviy sharoitlarning qattiqlashuviga olib keldi. Global monetar sharoitlarning bunday keskin o‘zgarishi milliy iqtisodiyotlar uchun turli kanallar orqali ta’sir ko‘rsatadi: kapital oqimlari va valyuta kurslari (foizlar oshganda rivojlanayotgan bozorlaridan kapital chiqishi va milliy valutaning qadrsizlanishi), import qilingan inflyatsiya (jahon tovar narxlari oshishi yoki pasayishi orqali ichki narxlarga ta’sir), hamda xomashyo narxlari (masalan, neft va gaz narxlarining o‘zgarishi Rossiya kabi eksportchi mamlakatlar uchun bevosita makroiqtisodiy ta’sirga ega).

Milliy darajada markaziy banklar global monetar tendensiyalarning o‘z iqtisodiyotlariga salbiy ta’sirini yumshatish uchun mos ravishda javob choralarini ko‘radi. Masalan, global foiz stavkalarining oshishi natijasida kapital oqimlari teskari yo‘nalishda harakatlanib, ayrim mamlakatlar valyutasiga bosim o‘tkazsa, bunday sharoitda markaziy banklar o‘z milliy valutasini himoya qilish va inflyatsion bosimni cheklash maqsadida ichki



foiz stavkalarini oshirishga majbur bo‘ladi. Aksincha, global likvidlik ortib, xorijiy investitsiyalar kirib kelgan davrlarda ichki foiz stavkalarini pasaytirish yoki valyuta intervensiyalari orqali milliy valutani haddan tashqari qadrlanishdan saqlash kabi choralar ko‘riladi. Shu bois global monetar siyosat o‘zgarishlari – ayniqsa 2020-yildagi pandemiya davri va 2022-yildagi geosiyosiy tahlikalar (masalan, Rossiya-Ukraina mojaro va unga

10-NOYABR, 2025-YIL

javoban joriy etilgan sanksiyalar) – O‘zbekiston va Rossiya kabi iqtisodiyotlar uchun muhim tashqi omil bo‘lib xizmat qildi.

O‘zbekiston 2020-yildan inflyatsion targetlash rejimiga bosqichma-bosqich o‘tishni boshlagan va Markaziy bank 2023-yilda inflyatsiyani 5% atrofida pasaytirishni maqsad qilgan edi.<sup>3</sup> Rossiya esa 2015-yildan inflyatsion targetlash siyosatini yuritib, 4% inflyatsiya maqsadini ko‘zlab kelmoqda. Ushbu ikki davlatning pul-kredit siyosatidagi ustuvor maqsadlari o‘xshash – narxlar barqarorligini ta‘minlash – bo‘lsa-da, global monetar sharoitlarning o‘zgarishiga berilgan javoblari va iqtisodiy oqibatlari bir qadar farqlandi. O‘zbekiston iqtisodiyoti nisbatan kichik va ochiq bo‘lib, uning asosiy tashqi savdo hamkorlari (Xitoy, Rossiya va Yevropa)dagi jarayonlar va global xomashyo narxlari ta‘sirida bo‘ladi. Rossiya iqtisodiyoti esa yirik tovar-xomashyo eksportchisi sifatida global neft-gaz narxlari va geosiyosiy omillarga juda sezgir bo‘lib, g‘arbiy davlatlar siyosiy qarorlari (sanksiyalar) ham uning moliyaviy tizimiga bevosita ta‘sir etadi.

Ushbu maqolada biz 2020–2025 yillarda global monetar muhitdagi o‘zgarishlar (jumladan, pandemiyaga qarshi kvantitativ yumshatish, so‘nggi yillardagi inflyatsiya bo‘roni va foiz stavkalarining ko‘tarilishi)ning O‘zbekiston va Rossiya makroiqtisodiy ko‘rsatkichlariga (YaIM o‘sishi, inflyatsiya, valyuta kursi, va boshqalar) ta‘sirini ilmiy jihatdan o‘rganamiz. Adabiyotlar sharhida ilgari o‘tkazilgan tadqiqotlar asosida nazariy taxminlar keltirilib, metodologiya qismida ekonometrik modellar va ko‘rsatkichlar tanlovi asoslantiriladi. Tahlil va natijalar bo‘limida O‘zbekiston va Rossiya Markaziy banklari tomonidan ko‘rilgan monetar choralar va ularning iqtisodiy natijalari real statistik ma‘lumotlar, grafik va jadvallar yordamida yoritiladi. Muhokama qismida esa har ikki mamlakat tajribasi qiyosiy tahlil qilinib, monetar siyosat vositalarining samaradorligi xulosa qilinadi. Nihoyat, xulosa va takliflar bo‘limida inflyatsiyani jilovlash va iqtisodiy o‘tishni qo‘llab-quvvatlash bo‘yicha tavsiyalar beriladi.

Xalqaro ilg‘or tajriba misollari: Turli mamlakatlar tajribasi global monetar siyosat o‘zgarishlariga moslashish strategiyalari har xil bo‘lishi mumkinligini ko‘rsatadi. Masalan, AQSh Federal Rezervi 2013-yilda obligatsiyalar sotib olish dasturini qisqartirish haqida ilk signallar berganida (“taper tantrum”), ko‘plab rivojlanayotgan bozorlar valyutalari keskin qadrsizlangan edi. O‘shanda Hindiston, Turkiya, Braziliya kabi mamlakatlar asosiy stavkalarni tezlikda oshirish va intervensiyalar o‘tkazish orqali valyuta bozorlarini tinchlantirishga erishgan. 2020-yil pandemiya inqirozi davrida esa aksincha, ko‘plab davlatlar (shu jumladan, O‘zbekiston ilk bor) o‘z foiz stavkalarini pasaytirib, iqtisodiy o‘tishni qo‘llab-quvvatlashga harakat qildi.<sup>4</sup> Masalan, O‘zbekiston Markaziy banki 2020-yil aprel oyida asosiy stavkani 16%dan 15%ga, sentabrda esa 14%ga tushirdi. Bu chora pandemiya sharoitida iqtisodiyotga nisbatan yumshoqroq pul-kredit sharoitlarini yaratish va hukumatning fiskal stimullarini monetar jihatdan qo‘llab-quvvatlashga qaratilgan edi. Xuddi shu davrda Rossiya Markaziy banki ham 2020 yil davomida stavkani bir necha bosqichda

<sup>3</sup> [2021 yilda inflyatsiya 10 foizdan oshmadi | Invest In Uzbekistan - ИНВЕСТИЦИИ В УЗБЕКИСТАН](#)

<sup>4</sup> [Markaziy bank: Asosiy stavka 1 foiz bandga pasaytirilib, yillik 14 foiz darajasida belgilandi | Invest In Uzbekistan - ИНВЕСТИЦИИ В УЗБЕКИСТАН](#)

10-Noyabr, 2025-yil

pasaytirib, yil yakunida tarixiy minimal daraja – 4,25%ga yetkazdi. Bu Rossiyada 2020-yilda inflyatsiya past bo‘lgani (4,9%) va iqtisodiyot 3% atrofida qisqargani sharoitida o‘zini oqlagan siyosat edi.

2021-yildan boshlab global inflyatsiya talafoti kuchayishi bilan ko‘plab davlatlar siyosatni qayta qat’iylashtirishga majbur bo‘ldi. O‘zbekiston Markaziy banki 2021-yilda asosiy stavkani 14% darajasida ushlab turgan bo‘lsa-da, Rossiya Markaziy banki 2021 boshidan foizlarni asta-sekin oshirishga o‘tdi – yil davomida bir necha marta qaror qabul qilib, 2021 yil dekabrda asosiy stavkani 8,5%ga yetkazdi (yil avvalida 4,25% edi).

## Rasm 2. Rossiya Markaziy Bankining valyuta kursi va uning iflatsiyasi

Bundan tashqari, SVAR (Strukturaviy Vektop Avtoregressiya) modeli tuzilib, global shoklarning (masalan, AQSh foiz stavkasidagi kutilmagan o‘zgarish yoki neft narxining

### CHART CBR KEY RATE

Historical Interest rates



o‘tkir o‘zgarishi) O‘zbekiston va Rossiya iqtisodiyotiga impuls-joriy funksiyalari (Impulse Response Functions) orqali ta’siri modellashirildi. SVAR modelda quyidagi o‘zgaruvchilar ketma-ketligi kiritildi: (1) global foiz stavkasi (yoki global moliyaviy sharoit indeksi), (2) jahon neft narxi, (3) Rossiya YaIM o‘sishi, (4) Rossiya inflyatsiyasi, (5) Rossiya rubli almashuv kursi, (6) O‘zbekiston YaIM o‘sishi, (7) O‘zbekiston inflyatsiyasi, (8) O‘zbekiston so‘m almashuv kursi. Bunday tartib (ordering) identifikatsiya maqsadida tanlandi, ya’ni dastlab global shoklar berilib, keyin Rossiya orqali O‘zbekistonga o‘tuvchi ta’sirlar ko‘rib chiqildi (O‘zbekiston Rossiya iqtisodiyotiga integratsiyalashganligi e’tiborga olingan holda). SVAR da Cholesky dekompozitsiyasi yordamida har bir shokning ta’siri ajratib olindi va 8 kvarta (2 yil) davomidagi ta’sir dinamikasi baholandi.

Modellashtirishdan kutilmalar: Nazariy jihatdan, global foiz stavkasining oshishi (salbiy shok) Rossiya va O‘zbekiston YaIM o‘shishini sekinlashtirishi (tashqi talab va investitsiyalar qisqarishi hisobiga), ularning valyutalarini qadrsizlantirishi (kapital oqimi chiqishi tufayli) va qisqa muddatda inflyatsiyani oshirishi (import qimmatlashishi sababli)

kutiladi. Ammo uzoq muddatda global qat’iy monetar siyosat global inflyatsiyani pasaytirishi tufayli import qilinuvchi inflyatsiya bosimini kamaytirishi ham mumkin. Shu bilan birga, neft narxining oshishi Rossiya uchun ijobiy savdo shokini, O‘zbekiston uchun esa migrantlar daromadi oshishi va transferlar ko‘payishi orqali qisqa muddatda ijobiy (ya’ni YaIM o‘sishi tezlashishi) ta’sir ko‘rsatishi mumkin, ammo inflyatsion bosim ham oshishi ehtimoli bor (masalan, daromad oshishi ichki talabni kuchaytiradi).

1. Monetar siyosatning qat’iylik darajasi va kredibiliteti: Rossiya Markaziy banki inflyatsion targetlash siyosatini ancha qat’iy amalga oshirib keladi va uning mustaqillik darajasi nisbatan yuqori baholanadi. Masalan, 2014–2015 yillarda ham sanksiyalar va neft narxi shoklariga qarshi RMB asosiy stavkani keskin oshirib (2014 yil dekabrda 17%ga), 2015–2016 yillarda inflyatsiyani tez pasaytira olgan. 2022-yilda ham xuddi shunday qat’iyat namoyon etildi – 20% stavka va qator favqulodda choralar. Bu keng jamoatchilikka “Markaziy bank narxlar barqarorligini saqlaydi” degan ishonch signalini berdi. O‘zbekiston Markaziy banki ham 2017-yildan mustaqillik darajasini oshirish va inflyatsion targetlashga o‘tish jarayonida, ammo amaliyotda hali ham monetar yumshoqlik va fiskal dominanta elementlari kuzatiladi. Masalan, 2020-yilda inflatsiya maqsaddan yuqori bo‘lsa-da (11% vs 10% maqsad), MB pandemiya yengillik berish maqsadida stavkani tushirdi. 2022-yilda esa global xatarlar qarshisida stavka oshirildi-yu, ammo tez orada qayta pasaytirildi (17%dan 15%ga yarim yil ichida). Bu, albatta, moslashuvchan siyosatdan dalolat bo‘lsa-da, bozor ishtirokchilari nazarida MB inflyatsiya nishonini qat’iy “qo‘riqlash”dan ko‘ra, o‘rishga ham e’tibor qaratmoqda degan tasavvur uyg‘otishi mumkin. Bu esa inflyatsion kutilmalarni batamom mahkamlashni qiyinlashtiradi. Haqiqatan ham, so‘nggi so‘rovlarga ko‘ra O‘zbekistonda aholining kelgusi 12 oy uchun inflyatsion kutilmalari 15,3%, biznesniki 14,3% atrofida bo‘lib, ancha yuqori darajada qolmoqda. Rossiyada esa kutilmalar 2023 yil ohirida ~11–12% atrofida shakllangan (maqsaddan yuqori bo‘lsa-da, O‘zbekistonga qaraganda pastroq).

Xulosa o‘rnida, global monetar siyosatning navbatdagi bosqichlari uchun har ikki mamlakat hushyor turishi lozim. 2024–2025 yillarda jahon iqtisodiyotida inflyatsiya pasayib, foiz stavkalari cho‘qqiga yetib barqarorlashishi kutilayotgan bo‘lsa-da, baribir geosiyosiy noaniqliklar yuqori darajada qolmoqda. Bu sharoitda moslashuvchan va ilg‘or monetar siyosat yuritish muvaffaqiyatning kalitidir. Moslashuvchanlik deganda – ichki va tashqi sharoitga qarab stavkalar va instrumentlarni o‘z vaqtida o‘zgartirish, ilg‘orlik deganda esa – model va prognozlash salohiyatini oshirish, qarorlarni ilmiy asoslangan holda qabul qilish (masalan, ARDL, SVAR va DSGE modellaridan foydalangan holda makroiqtisodiy prognozlar qilish) tushuniladi. Bozor ishtirokchilarining ishonchini qozonish uchun Markaziy banklar ochiq kommunikatsiya olib borishi, qarorlari izchilligini ta’minlashi kerak. Inflyatsiyani jilovlash va iqtisodiy o‘rishni qo‘llab-quvvatlash o‘rtasida nozik muvozanatni saqlash – ayniqsa bugungi post-pandemiya va davom etayotgan geosiyosiy krizislar davrida – juda murakkab vazifa. Ammo yuqoridagi tahlillar ko‘rsatadiki, qat’iy va izchil monetar siyosat yuritgan mamlakatlar vaqt o‘tishi bilan makroiqtisodiy barqarorlikka erishadi va bu pirovardida yuqori va barqaror iqtisodiy o‘rish

10-Noyabr, 2025-yil

uchun poydevor yaratadi. Shu sababli, O‘zbekiston va Rossiya Markaziy banklari o‘z mandatlariga sodiq qolgan holda, inflyatsiyani mo‘‘tadil past darajada ushlab turishga qaratilgan siyosatni davom ettirishlari, shu bilan birga moliyaviy tizim barqarorligi va iqtisodiy o‘‘sishni ham e‘tibordan chetda qoldirmasliklari lozim.

### **FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO‘YXATI:**

1. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki, “2021 yilda inflyatsiya 10 foizdan oshmadi”, Invest In Uzbekistan yangiliklar, 10.01.2022
2. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki, “Asosiy stavka 1 foiz bandga pasaytirilib, yillik 14 foiz darajasida belgilandi”, Invest In Uzbekistan yangiliklar, 11.09.2020
3. Kun.uz, “Markaziy bank asosiy stavkani oshirdi. Bu nimani anglatadi?”, maqola, 17.03.2022
4. Spot.uz, “2022-yildagi O‘zbekistondagi inflyatsiya ko‘rsatkichlari”, iqtisodiyot yangiliklari, 02.01.2023
5. Vedomosti (Rosstat ma‘lumotlari), “Росстат оценил инфляцию по итогам 2022 года в 11,94%”, 2023
6. Markaziy bank (Rossiya), “Инфляция и ключевая ставка Банка России” (rasmiy sharh), yangilangan 13.11.2025
7. Reuters, “Russia’s 2022 inflation seen at 13.4%, more rate cuts to come”, 29.07.2022
8. Invest In Uzbekistan (XVJ hisobotidan), “XVJ missiyasining O‘zbekistonga tashrifi natijalari: prognozlar ijobiy”, 23.12.2023
9. Gazeta.uz, “Markaziy bank asosiy stavkani 14 foiz darajasida o‘zgarishsiz qoldirdi”, 26.10.2023
10. Yuz.uz, “Markaziy bank qoshida Kiberxavfsizlik markazi tashkil etiladi”, 2021 (dollarlashuv haqida)
11. RBC (RosBiznesKonsalting), “ЦБ повысил ключевую ставку сразу до рекордных 20% годовых”, 28.02.2022
12. CBR (Bank of Russia), Key Rate Press Release (various dates 2023–2024)
13. Davlat statistika qo‘mitasi (O‘zbekiston) ma‘lumotlari, 2019–2022 yillar inflyatsiya darajasi
14. IMF World Economic Outlook, oktabr 2022, global inflyatsiya prognozlari
15. Spot.uz, “Import inflyatsiyasi O‘zbekiston inflyatsiyasining 38 foizini tashkil qildi”, 2023
16. Markaziy bank (O‘zbekiston) press-relizi, “2022 yil dekabr: asosiy stavka 15% darajasida saqlab qolindi”
17. Kun.uz, Iqtisodchi Mirkomil Xolboyevning fikrlari, 2022 yil (asosiy stavka oshirilishi haqida)

10-Noyabr, 2025-yil

18. Markaziy bank (O‘zbekiston) 2023 yil 16-mart qarori bo‘yicha Norma.uz xabari
19. FocusEconomics, Russia Inflation data (2025 yil aprel uchun)
20. Spot.uz, “Ekspertlar fikricha, O‘zbekistondagi inflyatsiyaga ta’sir qiluvchi asosiy omil – import inflyatsiyasi”, 2022
21. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki, 2023 yil 4-may matbuot anjumani,
22. Jahon banki, “Russia Economic Report”, aprel 2023
23. Helene Rey, “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle”, 2016
24. Xalqaro valyuta jamg‘armasi (IMF), “Inflation Peaking amid Low Growth”, World Economic Outlook Update, Jan 2023
25. Markaziy bank (Rossiya), “Основные направления ДКП”
26. Bloomberg Economics, “Uzbekistan Embraces Tight Monetary Policy to Curb Inflation”, 07.10.2025