



Ўзбекистон
Республикаси
Марказий банки

2026 йил II чорак

ПУЛ-КРЕДИТ
СИЁСАТИ
ШАРҲИ

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки

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

5%



© Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, 2026 йил



Ҳужжатнинг электрон версияси Ўзбекистон Республикаси Марказий банки веб-сайтининг «Пул-кредит сиёсати нашрлари» бўлимидаги «Пул-кредит сиёсати шарҳи» кичик бўлимида жойлаштирилган.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг расмий веб-сайти: www.cbu.uz

Маълумотларни ҳисобга олишнинг якуний санаси: 2026 йил 29 июль.

Мазкур ҳужжат Пул-кредит сиёсати департаменти томонидан тайёрланган.

Таклиф ва мулоҳазаларингизни қуйидаги манзилга юборишингиз мумкин:

E-mail: sinogamov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22

МУНДАРИЖА

ҚИСҚАРТМАЛАР	5
РЕЗЮМЕ	6
I. ЎРТА МУДДАТЛИ МАКРОИҚТИСОДИЙ ПРОГНОЗЛАР	9
1.1. Ташқи иқтисодий шароитларнинг ривожланиш истиқболлари	9
1.2. Макроиқтисодий прогнозлар.....	14
1.3. Инфляцион кутилмалар	20
1.4. Пул-кредит сиёсати истиқболи.....	23
1.5. Макроиқтисодий ривожланишдаги ноаниқликлар ва хатарлар.....	25
1-ҳавола. Муқобил сценарийлар асосида инфляция прогнозларининг шаклланиши	30
2-ҳавола. Энергия субсидияларини ислоҳ қилиш: халқаро тажриба ва макроиқтисодий оқибатлар	32
3-ҳавола. Ўзбекистонда тез ва секин мослашувчан нархлар динамикаси таҳлили	35
II. ЖОРИЙ МАКРОИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР	38
2.1. Ички иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб омиллари	38
2.2. Инфляция динамикаси таҳлили	43
4-ҳавола. Истеъмол саватининг асосий гуруҳлари инфляцияси.....	44
2.3. Пул-кредит шароитлари.....	46
1-илова. Ноаниқликлар шароитида пул-кредит сиёсати коммуникацияси: асосий ставка траекториясини эълон қилишдан қарор қабул қилиш мантиғини тушунтиришга ўтиш.....	51
2-илова. Нархлар шаклланишидаги ахборот асимметриясини камайтиришда сунъий интеллектнинг ўрни	54

ҚИСҚАРТМАЛАР

ЯИМ	-	ялпи ички маҳсулот
ИНИ	-	истеъмол нархлари индекси
РСАК	-	реал самарали алмашув курси индекси
ХВЖ	-	Халқаро Валюта Жамғармаси
ФЗТ	-	АҚШ Федерал Захира Тизими
PMI	-	Purchasing Managers' Index, ишлабилармонлик фаоллиги индекси
UZONIA	-	пул бозоридаги бир кунлик операциялар бўйича ўртача тортилган фоиз ставка
СИ	-	сунъий интеллект
QPM	-	Чораклик прогнозлаштириш модели
FPAS	-	Forecasting and Policy Analysis System, макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаштириш тизими
РЕПО	-	қайта сотиб олиш битими

РЕЗЮМЕ

Сўнгги ойларда инфляциянинг пасайиш суръати секинлашиб, айрим тақлиф омиллари ҳамда ташқи иқтисодий шароитлар таъсирида нархларга босимлар сақланиб қолмоқда. Ички талабнинг юқори суръатларда ўсиши давом этмоқда.

Юқори ички талаб, энергия тарифлари ўзгаришининг иккиламчи таъсирлари ҳамда ташқи иқтисодий муҳитдаги ноаниқликлар шароитида инфляциянинг 5 фоизлик мақсадли даражасига эришиши қатъий пул-кредит шароитларини давом эттиришни тақозо этмоқда. Марказий банк бошқаруви 2026 йил 29 июлдаги йиғилишида асосий ставкани 14 фоиз даражасида ўзгаришсиз сақлаб қолди.

Июнь ойида умумий инфляция тезлашиб йиллик 6,4 фоизни ташкил этди. Инфляциянинг тезлашиши асосан тартибга солинадиган энергия тарифларининг ошиши ҳамда кўмир нархларининг эркинлаштирилиши билан изоҳланади.

Базавий инфляция 5,7 фоизни ташкил этиб, сўнгги ойларда деярли ўзгаришсиз шаклланди. Шу билан бирга, иккинчи ярим йилликда тартибга солинадиган нархлар ошишининг иккиламчи таъсирлари инфляциянинг барқарор таркибий қисмларида намоён бўлиши мумкин.

Аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари пасайишдан тўхтаб, май ойига нисбатан сезиларли ўзгаришларсиз шаклланди. Июнь ойида аҳолининг кутилмалари 10,1 фоизни, тадбиркорлар кутилмалари эса 9,9 фоизни ташкил этди.

Нархлари 5 фоиздан юқори ошган товар ва хизматлар улушининг кўпайиши ҳамда базавий инфляциянинг пасайишдан тўхтагани иқтисодиётда инфляцион босимлар сақланиб қолаётганидан далолат бермоқда.

2026 йил якунлари бўйича умумий инфляция прогнози 6,5 фоиз даражасида ўзгаришсиз сақлаб қолинди.

Иқтисодиётда юқори фаоллик давом этмоқда. Жорий йилнинг биринчи ярим йиллигида ялпи ички маҳсулот реал ҳисобда 8,5 фоизга ўсди. Чакана савдо ва хизматлар ҳажмининг юқори ўсиш суръатлари истеъмол фаоллигининг, инвестициялар динамикаси эса инвестицион талабнинг юқорилиги билан ифодаланмоқда.

Мамлакатга жалб этилаётган инвестициялар, жумладан тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ҳажмининг барқарор ошиб бораётгани, шунингдек, йилнинг иккинчи ярмида кутилаётган фискал харажатлар иқтисодий фаоллик ҳамда ички талабни давомий қўллаб-қувватлаши кутилмоқда. 2026 йил якунида иқтисодий ўсиш 7,5-8 фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда.

Глобал иқтисодиётда геосиёсий зиддиятларнинг кучайиши фонида жаҳон бозорида озиқ-овқат ва хомашё нархларининг ошиши бўйича хатарлар сақланиб қолмоқда. Шунингдек, савдо ҳамкор мамлакатлардаги ёнилғи таклифи билан боғлиқ узилишлар, логистика ва ташиш харажатларининг ортиши билан бирга келгусида импорт нархлари орқали ички инфляцияга қўшимча босим яратиши мумкин.

Шу билан бирга, глобал инфляциянинг пасайиш жараёни вақтинчалик тўхташи ва қатор мамлакатларда пул-кредит сиёсатининг қатъийлаштирилиши ташқи молиявий шароитларнинг аввал кутилганидан узоқроқ муддат қатъий бўлиши эҳтимолини оширмоқда. Бу эса ташқи молиялаштириш шароитлари бўйича ноаниқликларни сақлаб қолмоқда.

Инфляция прогнози атрофидаги хатарлар баланси оширувчи томонга оғишган бўлиб қолмоқда.

Айни пайтда пул-кредит шароитлари қатъий даражада шаклланган. Иқтисодиётда реал ижобий фоииз ставкалари аҳолининг жамғаришга бўлган мойиллигини қўллаб-қувватлашга ҳамда кредитлаш суръатларининг мўтадиллашувига хизмат қилмоқда.

Жорий пул-кредит шароитлари иқтисодиётдаги юқори талаб фонида инфляцион босимларни чеклаш ҳамда тариф ўзгаришларининг иккиламчи таъсирларини жиловлаш учун етарли даражада қатъий деб баҳоланмоқда.

Марказий банк инфляция ва инфляцион кутилмалар динамикаси, ички талаб омиллари ҳамда ташқи иқтисодий шароитлардаги ўзгаришларни диққат билан кузатиб боради ва нархлар барқарорлигини таъминлаш учун зарур бўлган пул-кредит шароитларини шакллантиришда давом этади.

Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати инфляцияни 5 фоизлик мақсадли даражагача пасайтириш, макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш ва аҳолининг харид қобилиятини сақлашга қаратилган бўлиб қолади.

1-жадвал. Асосий макроиқтисодий кўрсаткичлар прогнози,
йиллик ўзгариши, фоизда.

Кўрсаткичлар	2024 (факт)	2025 (факт)	Асосий сценарий прогнозлари		
			2026	2027	2028
Инфляция даражаси	9,8	7,3	6,5 (6,5)*	5 (5)	5 (5)
ЯИМнинг реал ўсиши	6,7	7,7	7,5-8 (7-7,5)	6-7 (6-7)	6-7 (6-7)
Якуний истеъмол харажатлари ўсиши	9,5	7,9	6,5-7,5 (6-7)	6-7 (6-7)	6-7 (6-7)
- уй хўжаликлари	11,5	9,5	7,5-8 (6,5-7,5)	6,5-7,5 (6,5-7,5)	6,5-7,5 (6,5-7,5)
- давлат бошқарув органлари	1,2	0,7	2-3 (2-3)	2-3 (2-3)	2-3 (2-3)
Ўзлаштирилган инвестициялар	31,3	10,5	12-16 (12-16)	7-10 (7-10)	7-10 (7-10)
Умумий фискал баланс (ЯИМга нисбатан)	-3,1	-2,1	-3 (-3)	-3 (-3)	-3 (-3)
Экспорт (олтинсиз) ўсиши	18,4	21,3	19-23 (12-16)	8-12 (8-12)	8-12 (8-12)
Импорт ўсиши	4,8	18,5	15-20 (15-20)	8-12 (8-12)	8-12 (8-12)
Пул ўтказмалари ўсиши	30	27,6	12-16 (12-16)	8-12 (8-12)	8-12 (8-12)
Кредит қўйилмалари қолдиғи ўсиши	14	15,3	12-15 (14-16)	12-14 (12-14)	12-14 (12-14)

* қавсда 2026 йил I чорак учун Пул-кредит сиёсати шарҳидаги прогнозлар;

Манба: QPM чораклик прогнозлаштириш ва молиявий дастурлаш моделлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

I. ЎРТА МУДДАТЛИ МАКРОИҚТИСОДИЙ ПРОГНОЗЛАР

1.1. Ташқи иқтисодий шароитларнинг ривожланиш истиқболлари

2026 йилнинг II чорагида жаҳон иқтисодиёти Яқин Шарқдаги геосиёсий кескинликлар таъсирига кутилганидан тезроқ мослашди. Энергия таъминотидаги узилишларнинг бир қисми захиралар ҳисобидан қоплангани, қайта тикланувчи энергия манбалари улушининг ортиши, айрим мамлакатларда амалга оширилган фискал рағбатлантириш чоралари ҳамда сунъий интеллект билан боғлиқ инвестицияларнинг фаоллашиши глобал иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлади.

Шу билан бирга, энергия ва логистика харажатларининг юқори даражада сақланиб қолиши жаҳон иқтисодиёти ривожланиши истиқболларига оид ноаниқликларни кучайтирмоқда.

Асосий савдо ҳамкор мамлакатларда иқтисодий фаолликнинг нисбатан барқарор давом этиши мамлакатимиз экспортига ташқи талаб ва пул ўтказмалари оқимларини қўллаб-қувватлаши кутилмоқда. Шу билан бирга, энергия нархларининг юқори ўзгарувчанлиги ҳамда логистика харажатларининг эҳтимолий ошиши ташқи инфляцион хатарлар сифатида сақланиб қолмоқда.

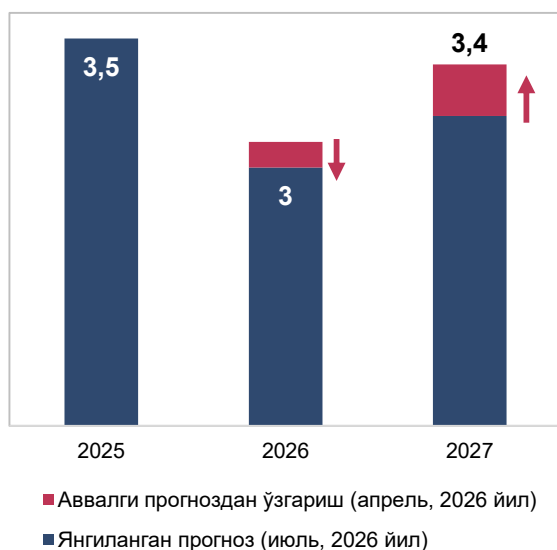
Халқаро Валюта Жамғармасининг янгиланган¹ прогнозларига кўра, жаҳон иқтисодиёти ўсиши 2026 йилда 3,0 фоизгача секинлашиши (аввалги прогнозга нисбатан 0,1 фоиз бандга паст), 2027 йилда эса 3,4 фоизга (аввалги прогнозга нисбатан 0,2 фоиз бандга юқори) ўсиши кутилмоқда (1.1.1-расм). Бу қисқа муддатда геосиёсий шоклар ва юқори энергия харажатларининг иқтисодий фаолликка чекловчи таъсири сақланиши, келгуси йилда эса энергия таъминоти ва логистика занжирларининг босқичма-босқич тикланиши билан изоҳланади.

Шу билан бирга, ишлаб чиқариш соҳасидаги ишбилармонлик фаоллиги индекси (PMI) ва глобал таъминот занжирларидаги босимлар келгуси чоракларда иқтисодий ўсиш суръатлари маълум даражада секинлашиши мумкинлигини кўрсатмоқда (1.1.2-расм).

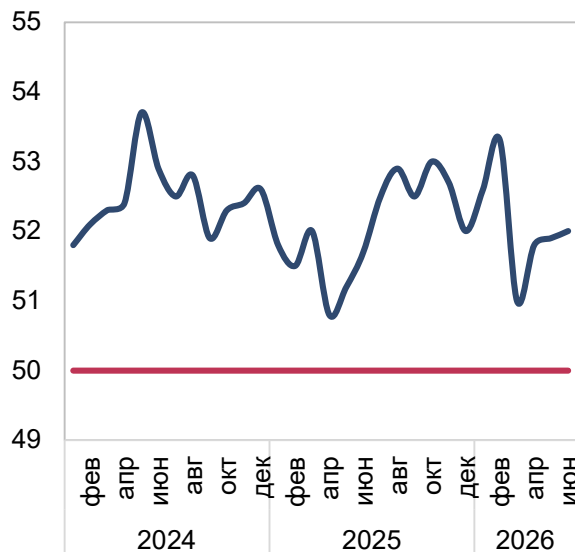
2026 йилда жаҳонда инфляциянинг пасайиш жараёни вақтинча тўхтаб, нархлар ўсиши тезлашиши кутилмоқда.

¹ ХВЖ, Жаҳон иқтисодиёти истиқболлари, 2026 йил июль
(<https://www.imf.org/en/publications/weo/issues/2026/07/08/world-economic-outlook-update-july-2026>).

1.1.1-расм. Глобал иқтисодий ўсиш истиқболлари, фоизда



1.1.2-расм. Ишбилармонлик фаоллиги индекси (PMI)



Манба: ХВЖ.

Манба: S&P Global.

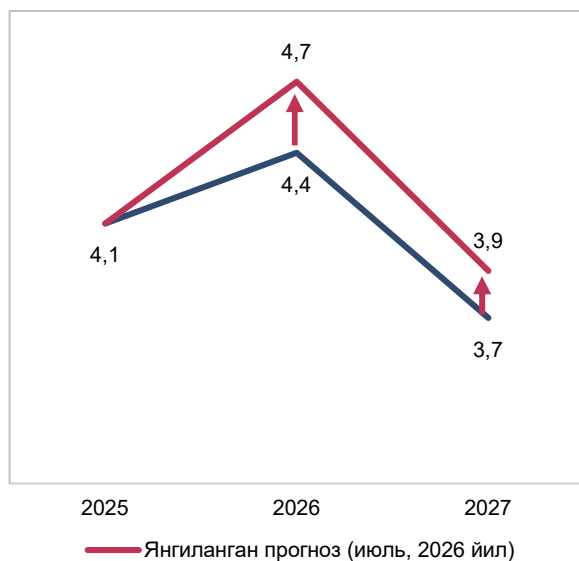
ХВЖ ҳисоб-китобларига кўра, глобал инфляция 2025 йилдаги 4,1 фоиздан 2026 йилда 4,7 фоизгача ошиши (аввалги прогнозга нисбатан 0,3 фоиз бандга юқори) прогноз қилинган. 2027 йилда эса инфляция 3,9 фоизгача пасайиши кутилмоқда (аввалги прогнозга нисбатан 0,2 фоиз бандга юқори) (1.1.3-расм).

Глобал инфляциянинг тезлашишида энергия нархларининг ўсиши асосий омил бўлмоқда. Шу билан бирга, аксарият мамлакатларда базавий инфляция нисбатан барқарор шаклланмоқда. Бироқ қисқа муддатли инфляцион кутилмаларнинг ошиши ҳамда энергия харажатларининг транспорт, минерал ўғитлар ва озиқ-овқат нархларига ўтиши иккиламчи таъсирлар кучайиши эҳтимолини сақлаб қолмоқда.

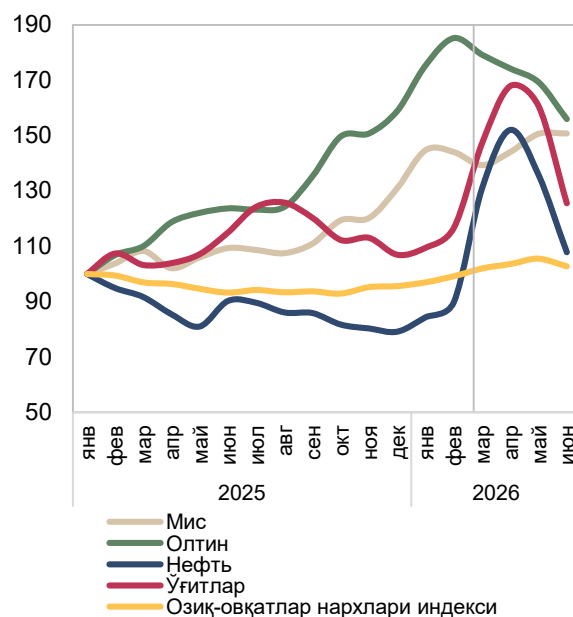
Узоқ муддатли инфляцион кутилмалар нисбатан барқарор шаклланаётган бўлса-да, инфляциянинг таргетдан юқори даражада шаклланиши ҳамда валюта курслари динамикаси аксарият марказий банклар томонидан қатъий пул-кредит шароитларини узоқроқ сақлаш заруратини юзага келтирмоқда.

2026 йилнинг II чорагида энергия нархлари апрель ойидаги энг юқори даражалардан пасайган бўлса-да, можародан олдинги даражага нисбатан сезиларли юқори сақланиб қолди (1.1.4-расм). ХВЖнинг базавий сценарийсига кўра, Ҳормуз бўғози орқали юк ташиш ҳажмлари 2026 йил июль ойидан босқичма-босқич тикланиб, 2027 йил март ойига келиб барқарорлашиши кутилмоқда.

1.1.3-расм. Глобал инфляция прогнози, фоизда



1.1.4-расм. Жаҳон хомашё нархлар динамикаси, 2025 йил январь ойи = 100%



Манба: ХВЖ.

Манба: Жаҳон банки.

Бунда 2026 йилда нефть нархлари ўртача 31,8 фоизга, минерал ўғитлар 26 фоизга ва озиқ-овқатлар 8 фоизга қимматлашиши прогноз қилинмоқда. Бу маълум даражада ташқи таклиф томондан инфляцияга қўшимча босимлар яратиши мумкин.

Геосиёсий ноаниқликлар, инфляцион хатарлар ва ҳимоя активларига бўлган талаб юқорилиги қимматбаҳо металллар нархларини юқори даражада сақлаб туриши кутилмоқда. Бироқ глобал пул-кредит шароитларининг узоқроқ қатъий даражада сақланишига оид кутилмалар сўнгги ойларда олтин нархларида маълум даражада тўғриланишларни юзага келтирмоқда.

Мис ва бошқа базавий металлларга талаб маълумотлар марказлари, энергетика инфратузилмаси ва юқори технологияли ишлаб чиқаришнинг кенгайиши ҳисобига қўллаб-қувватланмоқда. Шу билан бирга, Хитойда ички талабнинг кутилганидан сустроқ шаклланиши ёки сунъий интеллект билан боғлиқ инвестицион кутилмаларнинг қайта баҳоланиши ушбу металллар нархларига пасайтирувчи босим кўрсатиши мумкин.

Умуман олганда, жаҳон хомашё бозорларида нархлар юқори ўзгарувчан ва турли йўналишда шаклланмоқда. Шу билан бирга, уларнинг мамлакат савдо шартлари ва иқтисодиётига умумий таъсири ижобий қолмоқда.

Асосий савдо ҳамкор мамлакатлардаги тенденциялар

2026 йилнинг II чорагида **Хитой** иқтисодиётида ўсиш суръатлари пасайиб, 4,3 фоизни ташкил этди. Иқтисодий фаоллик асосан юқори технологияли ишлаб чиқариш ва экспорт ҳисобига қўллаб-қувватланган бўлса, ички истеъмол ва хусусий инвестициялар нисбатан сустлигича қолмоқда.

ХВЖ прогнозларига кўра, Хитой иқтисодий ўсиши 2026 йилда 4,6 фоиз, 2027 йилда эса 4,1 фоизни ташкил этиши кутилмоқда. Келгуси даврда ҳам юқори технологияли тармоқлар ва экспорт иқтисодий ўсишнинг асосий драйверлари бўлиб қолиши кутилмоқда. Шу билан бирга, кўчмас мулк бозоридаги муаммоларнинг сақланиб қолаётгани, ички талабнинг сустлиги ва энергия нархларининг юқори даражада шаклланиши иқтисодий ўсиш суръатларини чекловчи асосий омиллар сифатида баҳоланмоқда.

Июнь ойида йиллик инфляция 1 фоизни ташкил этди. Асосий ставка сифатида қараладиган бир йиллик кредит ставкаси йиллик 3 фоиз даражасида ўзгаришсиз сақланиб қолмоқда (*1.1.5-расм*). Инфляциянинг паст даражада шаклланаётганига қарамай, иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлашда асосий эътибор фискал чораларга қаратилиши кутилмоқда. Шу боис, яқин муддатда пул-кредит шароитларида кескин ўзгаришлар кутилмайди.

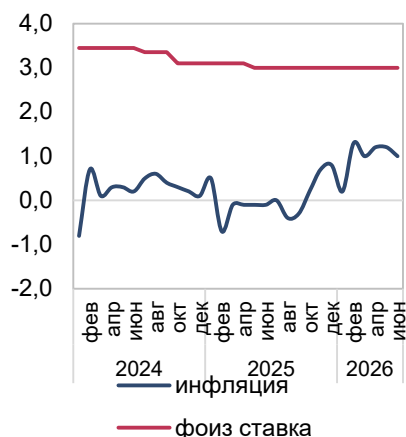
Россияда иқтисодий ўсиш йил бошидаги секинлашишидан сўнг II чоракда иқтисодий фаолликда маълум даражада тикланиш кузатилди. ХВЖ прогнозларига кўра, Россия иқтисодиётининг ўсиш суръати 2026 ва 2027 йилларда 1 фоиз атрофида шаклланиши кутилмоқда.

2026 йил июнь ойида йиллик инфляция 6 фоизни ташкил этди ва йил якунига 6-7 фоиз бўлиши ҳамда 4 фоизлик таргетига 2027 йилда етиб келиши прогноз қилинмоқда.

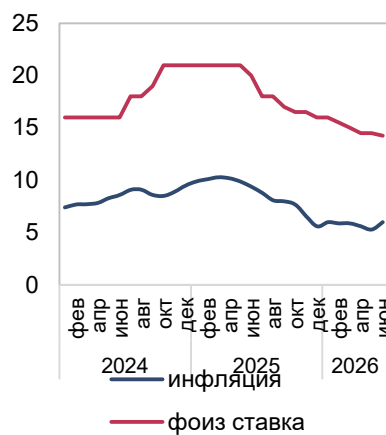
Асосий инфляцион хатарлар автомобиль ёнилғиси бозори, транспорт ва логистикадаги вазият ва уларнинг иккиламчи таъсирлари билан боғлиқ. Бу ҳолат транспорт ва ишлаб чиқариш харажатлари орқали инфляцияга иккиламчи босимни кучайтириши, шунингдек инфляцион кутилмаларга таъсир кўрсатиши мумкин.

1.1.5-расм. Савдо ҳамкорларда инфляция динамикаси ва асосий ставкалари

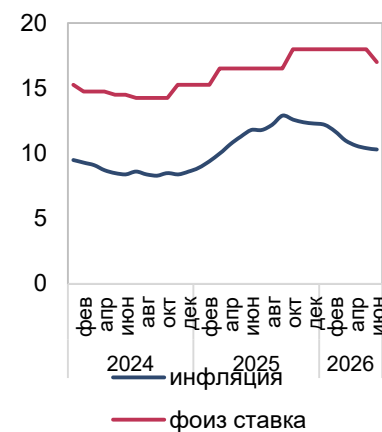
Хитой



Россия



Қозоғистон



Манба: тегишли мамлакатлар марказий банклари ва статистика идоралари маълумотлари асосида.

Қозоғистонда 2026 йилнинг биринчи ярмида иқтисодий ўсиш 4,1 фоизни ташкил этди. Ўсиш, асосан, қурилиш, қайта ишлаш саноати, транспорт ва савдо соҳалари ҳисобига қўллаб-қувватланди. Нефть қазиб олиш ҳажмининг пасайиши иқтисодий фаолликни чекловчи омил бўлди. ХВЖ прогнозларига кўра, Қозоғистон иқтисодиёти 2026 йилда 4,6 фоизга, 2027 йилда эса 4,4 фоизга ўсиши кутилмоқда.

Июнь ойида йиллик инфляция 10,3 фоизгача секинлашиши шароитида Қозоғистон Миллий Банки асосий ставкасини 17 фоизгача (1 фоиз бандга) пасайтирди. Шу билан бирга, ички талабнинг юқори шаклланиши, бюджет харажатларининг кенгайиши, коммунал тарифлар ҳамда ёқилғи нархларининг ошиши инфляция учун асосий хатарлардан бўлиб қолмоқда.

Сўнги ойларда тенгенинг мустаҳкамланиши инфляцион босимларни маълум даражада юмшатган бўлса-да, келгусида унинг динамикаси нефть нархлари, экспорт тушумлари ва ички талабга боғлиқ бўлиб қолади.

Асосий савдо ҳамкор мамлакатлар иқтисодий ўсиши барқарор давом этиши Ўзбекистон маҳсулотларига ташқи талабни қўллаб-қувватлаб боради.

Бироқ минтақа ёнилғи бозоридаги вазият ҳамда нефть маҳсулотлари нархларининг юқори ўзгарувчанлиги инфляцион хатарларни сақлаб қолмоқда. Ушбу омиллар импорт нархлари орқали мамлакатимиздаги инфляция динамикасига маълум даражада оширувчи таъсир кўрсатиши мумкин.

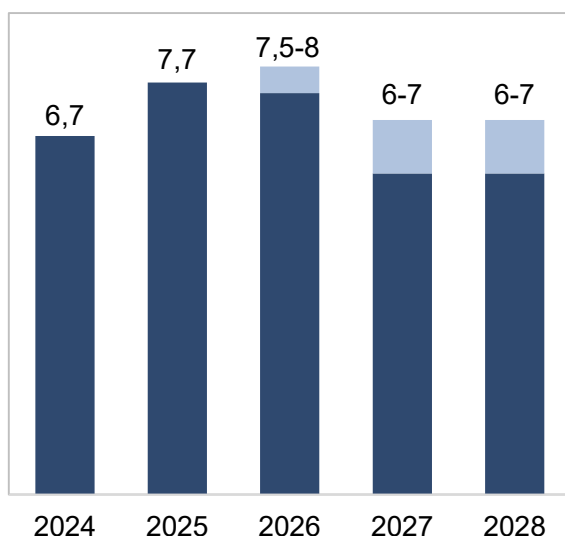
1.2. Макроиктисодий прогнозлар

Макроиктисодий ривожланишнинг асосий сценарийсига кўра иқтисодий фаоллик юқори ички талаб ҳисобига қўллаб-қувватланади ва жорий йил якунига ўсиш 7,5-8 фоиз атрофида баҳоланмоқда ва келгуси йилларда мувозанатлашиши кутилмоқда. Инфляция эса йил якунига қадар иккиламчи омиллар таъсирида 6,5 фоиз атрофида шаклланиши ҳамда 2027 йилда пасаявчи трендга қайтиши ва таргетга эришиши прогноз қилинмоқда.

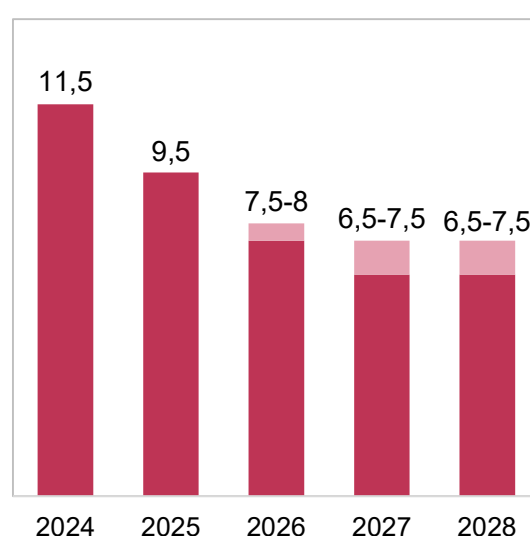
Иқтисодий ўсиш. Асосий сценарийда жорий иқтисодий фаоллик ва инвестициялар ўсишининг давом этиши, ташқи нарх конъюнктурасининг нисбатан қулай шаклланиши фонида бюджет харажатларининг ортиши ва истеъмол талаби ўсишининг юқори сақланишини инobatга олган ҳолда, 2026 йил якунлари бўйича иқтисодий ўсиш прогнози 7,5-8 фоизгача (апрель ойидаги прогноз – 7-7,5 фоиз) оширилди (1.2.1-расм).

Ички талаб. Асосий сценарийга кўра иқтисодиётда истеъмол фаоллиги юқори даражада сақланиб қолади. Аҳоли даромадлари, хусусий секторда иш ҳақларининг юқори суръатларда ўсиши, пул ўтказмалари оқимининг кўпайиши ҳамда меҳнат бозоридаги барқарор фаоллик истеъмол талабини қўллаб-қувватлаб боради. Бу, ўз навбатида, чакана савдо ва хизматлар, шунингдек, истеъмол товарлари импорти ҳажмлари ўсишини қўллаб-қувватлайди.

1.2.1-расм. ЯИМнинг реал ўсиш суръатлари прогнози, фоизда

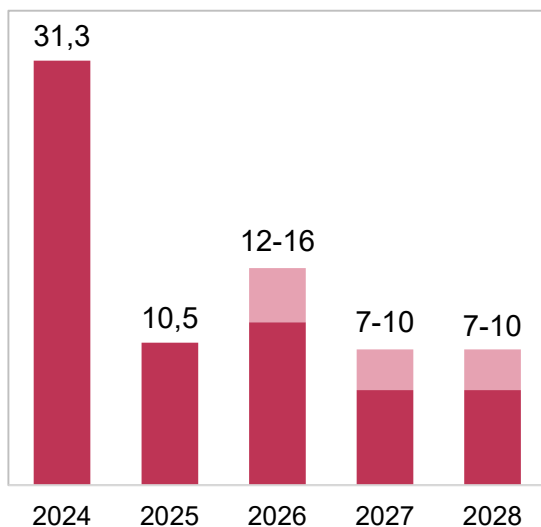


1.2.2-расм. Шахсий истеъмолнинг реал ўсиш суръатлари, фоизда

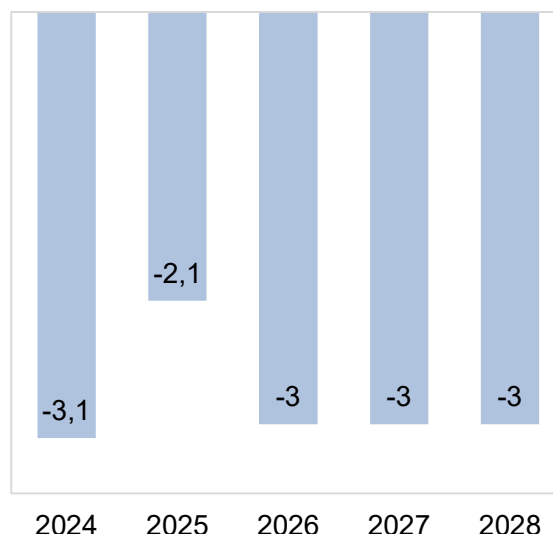


Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

1.2.3-расм. Ўзлаштирилган инвестицияларнинг реал ўсиш суръатлари, фоизда



1.2.4-расм. Умумий фискал баланси прогнози, ЯИМга нисбатан, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Истеъмол талабининг жорий динамикаси аввалги кутилмалардан юқори шаклланаётганини ҳисобга олиб, 2026 йилда хусусий истеъмолнинг реал ўсиши 7,5-8 фоиз (*аввалги прогноз – 6,5-7,5 фоиз*) даражада бўлиши прогноз қилинмоқда (1.2.2-расм).

Саноат, энергетика, инфратузилма, қурилиш ва транспорт соҳаларидаги йирик лойиҳалар инвестицион талабни қўллаб-қувватлаши ва инвестицион фаоллик ҳам юқори даражада давом этиб, ишлаб чиқариш қувватларининг кенгайиши ва иқтисодиёт салоҳиятининг ошишига хизмат қилиши кутилмоқда.

2026 йилда асосий капиталга инвестицияларнинг реал ўсиши 12-16 фоиз даражасида бўлиши тахмин қилинган (1.2.3-расм).

Фискал шароитлар. Давлат бюджети жорий йилнинг биринчи ярим йиллигида профицит билан шаклланган бўлса-да, янгиланган бюджет параметрларига мувофиқ, йилнинг иккинчи ярмида бюджет харажатларининг ошиши кутилмоқда. Шунингдек, йил якуни бўйича умумий фискал тақчилликнинг ЯИМга нисбатан 3 фоиз атрофида шаклланиши прогноз қилинган² (1.2.4-расм).

² 2026-2028 йиллар учун Фискал стратегия, Иқтисодиёт ва молия вазирлиги.

Ўрта муддатли истиқболда фискал консолидациянинг давом этиши кутилмоқда. Бироқ иқтисодий фаоллик ва ички талаб юқори даражада сақланаётган шароитда давлат харажатларининг кенгайиши фискал сиёсатнинг ялпи талабга рағбатлантирувчи таъсирини сақлаб қолади. Шу жиҳатдан, фискал сиёсатнинг жорий проциклик хусусияти иқтисодиётдаги ижобий талаб тафовутининг қисқаришини секинлаштириши мумкин.

Ташқи савдо ва ташқи талаб. Экспорт фаоллиги юқори даражада сақланиб, бунда олтинсиз экспорт ҳажмларида барқарор ўсиш кузатилмоқда.

Ташқи бозорлардаги нисбатан қулай нарх конъюнктураси, жумладан мис нархларининг юқори даражада шаклланиши, озиқ-овқат маҳсулотларига ташқи талабнинг ортиши ҳамда айрим хомашё маҳсулотлари бўйича ишлаб чиқариш ва экспорт имкониятларининг кенгайиши товарлар экспортини қўллаб-қувватлаб боради.

Шунингдек, хизматлар экспортининг кенгайиши, хусусан туризм ва транспорт хизматларига ташқи талабнинг юқори сақланиб қолиши экспорт тушумларининг ўсишига қўшимча ҳисса қўшиши кутилмоқда.

Мазкур омилларни инобатга олиб, 2026 йилда олтинсиз экспорт ўсиши прогнози 19-23 фоизгача (*аввалги прогноз – 12-16 фоиз*) оширилди.

Импорт ўсиш суръатлари йил бошидаги юқори кўрсаткичларга нисбатан бироз мўтадиллашган бўлса-да, иқтисодий фаоллик ва инвестиция талабининг юқорилиги импорт ўсишини қўллаб-қувватлаб боради. 2026 йил якунлари бўйича импорт ўсиши аввалги прогноз доирасида 15-20 фоиз атрофида бўлиши кутилмоқда.

Тўлов балансининг жорий операциялар ҳисоби. 2026 йилда жорий операциялар ҳисоби тақчиллиги ЯИМга нисбатан 3-3,5 фоиз доирасида шаклланиши прогноз қилинмоқда. Ушбу баҳолаш олтинсиз экспорт тушумларининг барқарор ўсиши, ишлаб чиқарилган олтиннинг салмоқли қисми экспортга йўналтирилишини, юқори иқтисодий ва инвестицион фаоллик фонидида импорт ҳажмларининг кенгайиши, шунингдек, меҳнат фаолиятидан олинадиган даромадлар ва трансчегаравий пул ўтказмалари оқимларининг ўсишини назарда тутди.

Халқаро пул ўтказмалари ўсиши ўтган йилдаги юқори суръатлардан сўнг нисбатан барқарор динамикага қайтиб, 2026 йил якунида 12-16 фоиз атрофида шаклланиши кутилмоқда. Кейинги даврда пул ўтказмалари динамикаси меҳнат мигрантларини қабул қилувчи мамлакатлардаги макроиқтисодий шароитларига боғлиқ бўлади.

Бирламчи даромадлар бўйича, айти пайтда, халқаро молия бозорларида фоиз ставкаларининг аввалги кутилмаларга нисбатан юқорироқ даражада сақланиши ташқи қарзларга хизмат кўрсатиш бўйича фоиз харажатларининг маълум даражада шаклланишига олиб келиши кутилмоқда.

Шунингдек, хорижий инвестициялар ҳажмининг ортиши билан дивидендлар ва реинвестиция қилинган даромадлар бўйича тўловлар ҳам ўсиб бориши мумкин. Бир вақтнинг ўзида ташқи активлар, жумладан халқаро захиралардан олинadиган инвестицион даромадлар мазкур чиқимларни қисман қоплаши кутилмоқда.

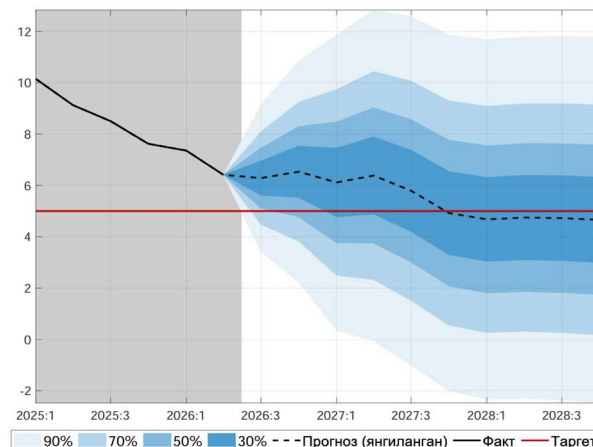
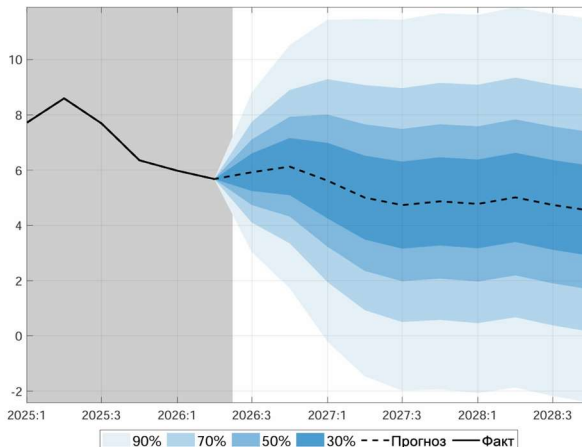
Натижада, пул ўтказмалари ва бошқа жорий трансфертлар бўйича ижобий сальдо товарлар ва хизматлар савдосидаги манфий сальдонинг бир қисмини қоплаши ва жорий операциялар ҳисоби тақчиллигининг прогноз доирасида шаклланишига хизмат қилиши кутилмоқда.

Жорий операциялар ҳисоби тақчиллигининг тўғридан-тўғри ва портфель инвестициялари, ташқи қарз маблағлари ҳамда бошқа капитал оқимлари ҳисобидан етарли даражада молиялаштирилиши валюта бозорида талаб ва таклиф мувозанатини қўллаб-қувватловчи муҳим омил бўлиб қолиши кутилмоқда.

Умуман олганда, ташқи сектор бўйича асосий сценарий ташқи тушумлар манбаларининг босқичма-босқич диверсификацияланиб бориши, жорий операциялар ҳисоби тақчиллигининг барқарор даражада шаклланиши ҳамда валюта бозорида нисбатан мувозанатли шароитларнинг давом этишини назарда тутди.

Инфляция прогнози. 2026 йил учун инфляция прогнози 6,5 фоиз даражасида ўзгаришсиз сақланиб қолди (1.2.5-расм).

Бунда йил якунига қадар тартибга солинадиган нархлар нисбатан барқарор шаклланиши асос қилиб олинган. Йилнинг иккинчи ярмида биринчи ярим йилликдаги тартибга солинадиган нархлар ва ёнилғи нархлар ошишининг иккиламчи таъсирлари инфляцияга қўшимча босим кўрсатиши мумкин.

1.2.5-расм. Умумий инфляция прогнози, фоизда**1.2.6-расм. Базавий инфляция прогнози, фоизда**

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Иқтисодиётдаги қатъий пул-кредит шароитлари давом эттирилиши аҳоли ва бизнеснинг жамғариш фаоллигини рағбатлантириб, кредитлашнинг мувозанатли ўсишига ҳамда иккиламчи инфляцион таъсирларни чеклашга хизмат қилади.

Шунингдек, асосий сценарийга кўра ташқи муҳитдаги ноаниқликларга нисбатан импорт инфляцияси мувозанатли шаклланади. Бунда, алмашув курсининг нисбатан барқарор шаклланиши бўйича ижобий кутилмалар импорт инфляциясини чекловчи асосий омиллардан бўлиб хизмат қилади.

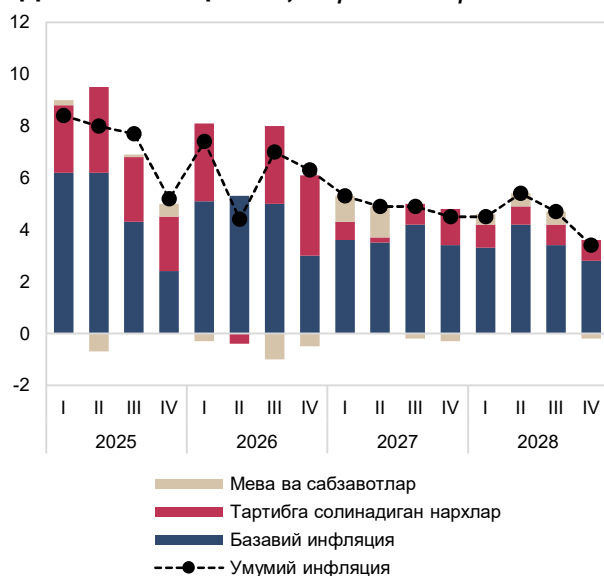
Базавий инфляция 2026 йил якунида 6 фоиз атрофида шаклланиши, 2027 йилда эса 4,7 фоизгача пасайиши кутилмоқда. Ўрта муддатда базавий инфляциянинг 4–5 фоиз оралиғида барқарорлашиши прогноз қилинмоқда (1.2.6-расм).

Натижада умумий инфляция босқичма-босқич пасайиши давом этиб, 2027 йилда 5 фоизлик таргет даражасигача секинлашиши прогноз қилинмоқда.

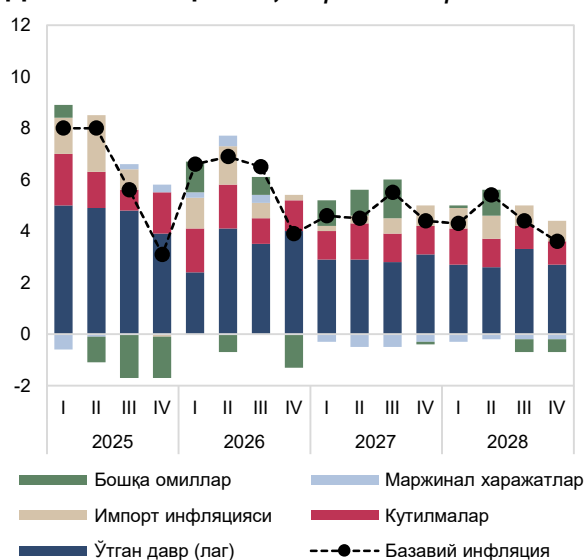
Умумий инфляциядаги қисқа муддатли тебранишлар, асосан, мева ва сабзавотлар ҳамда тартибга солинадиган нархларнинг ўзгариши билан боғлиқ бўлади (1.2.7-расм). Ўрта муддатдаги дезинфляцион тренд базавий инфляциянинг пасайиши, хусусан, инфляция инерцияси ва инфляцион кутилмалар таъсирининг босқичма-босқич камайиши билан белгиланади (1.2.8-расм).

Шу билан бирга, инфляцион кутилмалар базавий инфляцияни оширувчи омил сифатида сақланиб қолади. Уларнинг таъсири пасайишига қарамай, прогноз даврида дезинфляция жараёнини секинлаштириши мумкин. Импорт инфляциясининг таъсири эса нисбатан чекланган бўлиши кутилмоқда.

**1.2.7-расм. Умумий инфляция
прогнози медианаси
декомпозицияси, чораклик фоизда**



**1.2.8-расм. Базавий инфляция
прогнози медианаси
декомпозицияси, чораклик фоизда**



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

1.3. Инфляцион кутилмалар

Инфляцион кутилмалар динамикаси

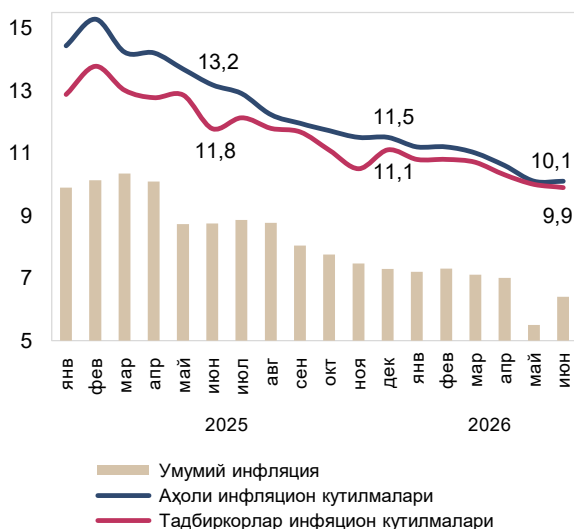
2026 йилнинг апрель-май ойларида аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмаларида пасайиш тенденцияси сақланиб қолди. Бироқ, июнь ойида энергия тарифларининг оширилиши натижасида иқтисодиёт субъектларининг инфляцион кутилмалари пасайишдан тўхтаб, май ойига нисбатан сезиларли ўзгаришларсиз сақланиб қолди. Жумладан, июнь ойида аҳолининг инфляцион кутилмалари 10,1 фоизни, тадбиркорлар кутилмалари эса 9,9 фоизни ташкил этди (1.3.1-расм).

Шунингдек, чорак давомида инфляцион кутилмалар умумий инфляциядан сезиларли даражада юқори шаклланиб, ушбу тафовут қарийб 4 фоиз бандни ташкил этди (1.3.2-расм).

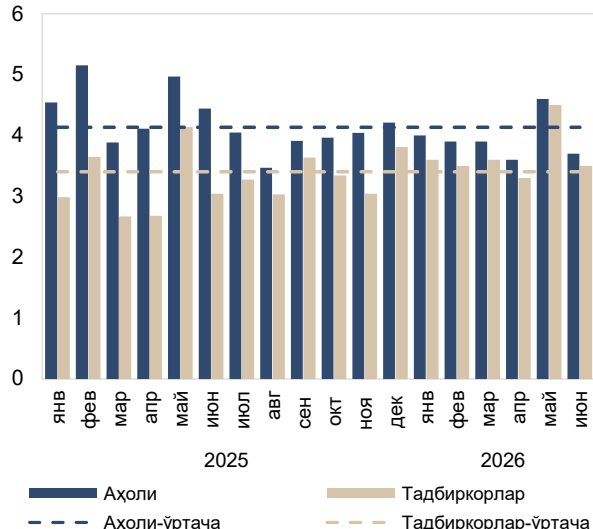
Инфляцион кутилмаларнинг умумий инфляцияга нисбатан юқори шаклланиши сўнгги йиллардаги тартибга солинадиган нархлар динамикаси ва аҳолининг қисқа муддатли нарх ўзгаришларига юқори таъсирчанлиги билан изоҳланади.

Келгусида мазкур тафовутни қисқартириш ва инфляцион кутилмаларни жиловлашда Марказий банк томонидан қатъий пул-кредит шароитларини таъминлаш ҳамда фаол коммуникация сиёсатини олиб бориш муҳим аҳамият касб этади.

1.3.1-расм. Келгуси 12-ойлик инфляцион кутилмалар ва умумий инфляция динамикалари, фоизда



1.3.2-расм. Инфляцион кутилмалар ва умумий инфляция орасидаги тафовут, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

1.3.3-расм. Аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари омиллари, респондентларнинг улуши, фоизда

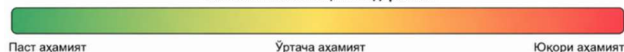
Аҳоли

	2025						2026					
	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн
Коммунал хизматларнинг қимматлашиши	51	48	46	46	49	50	48	44	45	51	59	56
Ёқилғи ва энергия ресурслари қимматлашиши	45	41	41	42	40	47	47	40	41	44	45	46
Транспорт харажатларининг ошиши	27	26	25	25	24	29	30	25	25	27	29	27
Иш ҳақи ва нафақаларининг ошиши	34	31	27	26	23	25	22	24	19	24	15	23
Монополия ва нархларнинг сунъий оширилиши	24	22	22	23	20	24	22	20	19	22	23	22
Асосий озиқ-овқатларнинг қимматлашиши	24	26	25	27	26	26	23	24	23	28	19	19
Валюта курсининг ўзгариши	30	24	22	22	20	23	24	28	27	27	19	19

Тадбиркорлар

	2025						2026					
	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн
Коммунал хизматларнинг қимматлашиши	47	45	44	47	46	46	43	44	40	50	59	58
Ёқилғи ва энергия ресурслари қимматлашиши	42	40	41	45	42	45	44	42	43	48	49	51
Транспорт харажатларининг ошиши	31	31	30	33	30	37	35	34	33	39	33	37
Иш ҳақи ва нафақаларининг ошиши	34	33	29	25	23	26	24	23	24	26	18	24
Хомашё нархларининг қимматлашиши	25	24	26	28	26	25	24	27	26	33	19	23
Солиқ юкининг юқорилиги	26	24	24	23	21	24	20	23	23	27	19	19
Валюта курсининг ўзгариши	31	25	22	21	19	23	26	31	24	28	16	18

Омилнинг нисбий аҳамият даражаси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2026 йилнинг апрель-июнь ойларида ўтказилган сўровлар натижаларига кўра, уй хўжаликлари ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари шаклланишига бир қатор омиллар таъсир кўрсатди. Жумладан, коммунал хизматлар ва ёқилғи-энергия ресурслари қимматлашиши, транспорт харажатлари ҳамда иш ҳақи ошиши асосий омиллар сифатида қайд этилди (1.3.3-расм).

1.3.4-расм. Инфляцион кутилмалар омиллари ва кутилмалар бўйича сифат баҳолари орасидаги боғлиқлик

Аҳоли

	Юқори ошади	Бироз ошади	Ўзгармайди	Бироз пасаёди	Пасаёди
Коммунал хизматларнинг қимматлашиши					
Ёқилғи ва энергия ресурслари қимматлашиши					
Транспорт харажатларининг ошиши					
Иш ҳақи ва нафақаларининг ошиши					
Монополия ва нархларнинг сунъий оширилиши					
Асосий озиқ-овқат маҳсулотларининг қимматлашиши					
Доллар курсининг ошиши					

Тадбиркорлар

	Юқори ошади	Бироз ошади	Ўзгармайди	Бироз пасаёди	Пасаёди
Коммунал хизматларнинг қимматлашиши					
Ёқилғи ва энергия ресурслари қимматлашиши					
Транспорт харажатларининг ошиши					
Иш ҳақи ва нафақаларининг ошиши					
Хомашё нархларининг қимматлашиши					
Солиқ юкининг юқорилиги					
Доллар курсининг ошиши					

Омилнинг нисбий аҳамият даражаси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Жорий йилнинг июнь ойи якунлари бўйича ўтказилган сўровлар натижалари асосида иқтисодиёт субъектларининг келгусида нархлар ўзгариши бўйича сифат баҳолари ҳамда инфляцион кутилмалар шаклланишига таъсир кўрсатувчи асосий омиллари ўртасидаги боғлиқлик таҳлил қилинди (1.3.4-расм).

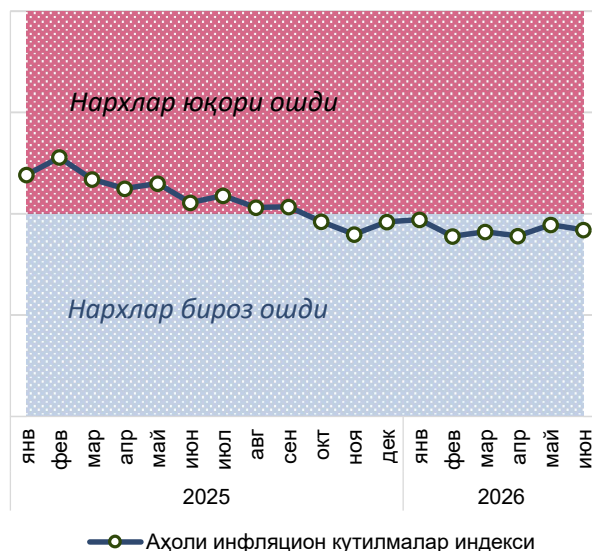
Таҳлил натижалари келгусида нархларнинг “юқори ошиши” ёки “бироз ошиши”ни қайд этган аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари асосан коммунал хизматлар ҳамда ёқилғи-энергия ресурслари нархларининг қимматлашиши билан боғлиқ эканлигини кўрсатди. Бу эса, тартибга солинадиган нархлар иқтисодиёт субъектларининг инфляцион кутилмаларига таъсир этувчи асосий омиллардан бири бўлиб қолаётганидан далолат беради.

Мазкур натижалар инфляцион кутилмаларни жиловлашда тартибга солинадиган нархлар бўйича қарорларнинг олдиндан эълон қилиниши ва босқичма-босқич амалга оширилиши муҳим аҳамият касб этишини тасдиқлайди.

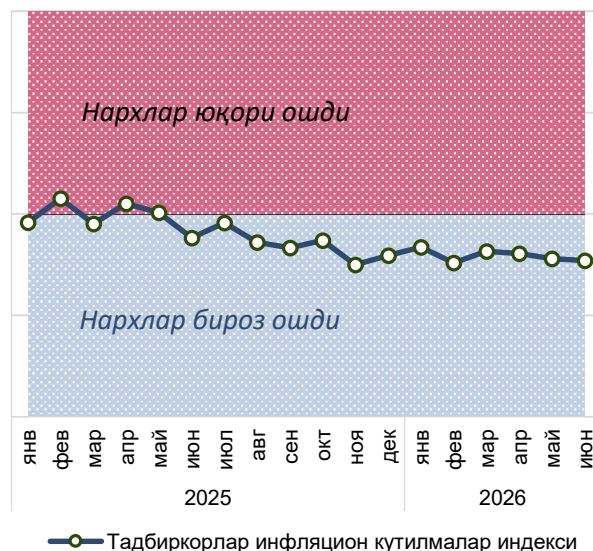
Шунингдек, чорак давомида аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалар бўйича сифат баҳоларида эҳтиёткорона ёндашув сақланиб қолди (1.3.5-расм).

1.3.5-расм. Аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари инфляцион кутилмалар бўйича баланс индекслари

Аҳоли



Тадбиркорлар



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

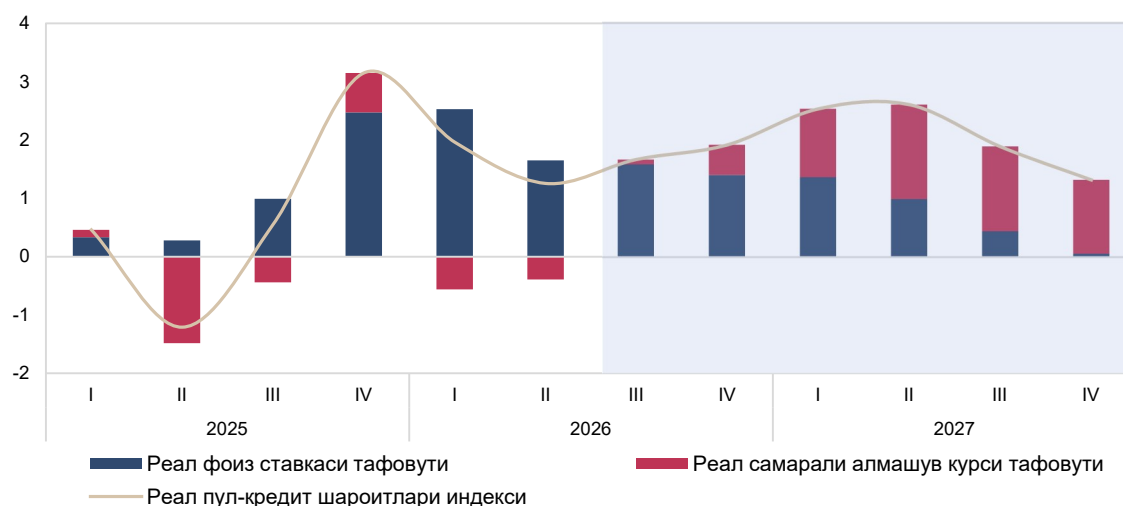
1.4. Пул-кредит сиёсати истиқболи

Марказий банк мамлакатда инфляция 5 фоизлик таргет доирасида барқарор шаклланиб, унинг кескин ўсиши бўйича хатарлар бартараф этилгунга қадар қатъий пул-кредит шароитларини сақлаб қолади.

Пул-кредит сиёсати асосий ставка орқали пул-кредит шароитларининг қатъийлигига, шу орқали эса ялпи талаб ва инфляцияга таъсир кўрсатади.

Жумладан, Марказий банк томонидан иқтисодиётда ижобий реал фоиз ставкаларини таъминлаш орқали реал пул-кредит шароитларини етарли даражада қатъий бўлишига қаратилган чоралар давом эттириб борилади. Бунда, иқтисодиётда инфляция таргет даражасига етиб, барқарорлашгандан сўнг нейтрал фазасига ўтилади (1.4.1-расм).

1.4.1-расм. Реал пул-кредит шароитлари индекси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Ички талабнинг юқори даражада шаклланиши, жаҳон бозорларида озиқ-овқат, энергия маҳсулотлари нархлари ва логистика харажатларининг ошиши, ҳамда айрим мамлакатлар марказий банкларининг қатъий сиёсатни давом эттириши инфляциянинг барқарор пасайишига нисбатан муайян хатарлар сақланиб қолаётганини ҳисобга олиб, Марказий банк пул-кредит шароитларини қатъий сақлаб қолади.

Ўз навбатида, жорий пул-кредит шароитларининг сақланиб қолиши ва макропруденциал чораларнинг таъсири остида, кредит қўйилмаларининг ўсиш суръатлари 2026 йилда аввалги прогнозга нисбатан пасайтирилиб, 12-15 фоиз доирасида бўлиши кутилмоқда.

Шу билан бирга, Марказий банк пул-кредит сиёсатини юритишда жорий иқтисодий ва молиявий ҳолатни доимий равишда кузатиб, прогнозларни янгилаб боради. Агар инфляцияни оширувчи хатарлар юзага келиши эҳтимоли ошса қўшимча қатъийлаштириш бўйича чоралар кўради.

Аксинча, келгуси чоракларда ҳам инфляция ва инфляцион кутилмалар барқарор пасайишда давом этган тақдирда асосий ставкани босқичма-босқич пасайтириш фазасига ўтилиши мумкин.

Бунда ушбу фазага ўтишда фискал сиёсатдаги қатъийлаштириш давом эттирилиши муҳим омил бўлиб қолади. Бюджет харажатларининг ўсиши суръати мақбуллашиши ҳамда солиқ даромадларининг ЯИМга нисбатан тезроқ ўсиши инфляцион босимларнинг қисқаришига хизмат қилади.

Шунингдек, пул-кредит сиёсати бўйича қарорлар, уларнинг сабаблари ва истиқболдаги йўналишлар ҳақидаги аниқ ва тизимли ахборот бериш орқали аҳоли ва бошқа бозор иштирокчиларининг кутилмалари инфляция таргети атрофида шаклланишига кўмаклашилади.

Бундан ташқари, прогноз даврида реал фоиз ставкалари тафовутининг ижобий даражада таъминланиши истеъмол талабини жилавлашга ҳамда миллий валютадаги депозитларнинг жозибадорлигини оширишга ёрдам беради. Бу, ўз навбатида, базавий инфляциянинг прогноз доирасида шаклланиши ва умумий инфляция даражасининг 5 фоизлик таргетгача пасайиши учун зарур шарт-шароитлар яратади.

1.5. Макроиқтисодий ривожланишдаги ноаниқликлар ва хатарлар

Макроиқтисодий ривожланишга таъсир кўрсатиши мумкин бўлган ташқи ва ички хатарлар мавжуд бўлиб, қисқа муддатда инфляцияни оширувчи хатарлар устунлигича қолмоқда.

Хусусан, ялпи талабнинг юқори даражада сақланиши, инфляцион кутилмаларнинг таргетдан юқорилиги, тартибга солинадиган нархлар ўзгариши ва ташқи энергия нархлари бўйича ноаниқликлар инфляциянинг пасайиш суръатига асосий хавфларни юзага келтирмоқда.

Шу билан бирга, ички валюта бозоридаги юқори валюта таклифи, ташқи талабнинг сустлашиши ва ташқи молиявий шароитларнинг қатъийлашиши инфляцион босимни пасайтирувчи омиллар бўлиб хизмат қилиши мумкин. Мазкур хатарларнинг амалга ошиш эҳтимоли ва инфляцияга таъсири пул-кредит сиёсати қарорларида мунтазам қайта баҳолаб борилади.

Инфляцияни оширувчи ички ноаниқликлар ва хатарлар

Ялпи талабнинг таклифдан юқори ўсиши. Асосий сценарийда йил якунида ўсиш 7,5-8 фоиз доирасида шаклланиши ва пул-кредит ҳамда фискал сиёсатларнинг қатъийлиги таъсирида 2027 йилда маълум даражада мўтадиллашиб, ўзининг потенциал даражасига яқинлашиши кутилмоқда. Бироқ истеъмол ва инвестиция талаби жорий суръатларда сақланиб қолса, ижобий талаб тафовути узоқроқ давом этиб, базавий инфляцияга қўшимча босим юзага келтириши мумкин. Бу таъсир, айниқса, талаб омилларига таъсирчан бўлган хизматлар инфляциясида намоён бўлади.

Фискал сиёсатнинг проциклик хусусиятда давом этаётгани. Жаҳон бозорида олтин нархларининг юқори даражада сақланиши бюджет даромадлари орқали харажат имкониятларини кенгайтирмоқда. Иқтисодий фаоллик юқори бўлган шароитда давлат харажатларининг юқори суръатда ўсиши ялпи талабни қўшимча рағбатлантириб, дезинфляция жараёнини секинлаштириши мумкин.

Инфляцион кутилмаларнинг юқори даражада сақланиб қолиши. Июнь ойида аҳолининг инфляцион кутилмалари 10,1 фоизни, тадбиркорлар кутилмалари 9,9 фоизни ташкил этиб, умумий инфляциядан қарийб 4 фоиз бандга юқори шаклланди. Натижалар кутилмаларнинг коммунал хизматлар ва ёқилғи-энергия ресурслари нархлари динамикасига юқори сезгирлигини кўрсатмоқда.

Кутилмаларнинг инфляция таргетидан баланд шаклланиши нарх ва иш ҳақи қарорларига таъсир қилиб, инфляцион босимнинг барқарор тус олиши хавфини оширади.

Тартибга солинадиган нархлар бўйича ноаниқликлар. Энергия ресурслари нархларини эркинлаштириш доирасида чоралар инфляциянинг асосий сценарийдан юқори шаклланишига олиб келиши мумкин. Ушбу чораларнинг иккиламчи таъсирлари 2027 йилда ҳам давом этиб, инфляциянинг 5 фоизлик таргетга яқинлашишини кечиктириши эҳтимоли мавжуд.

Меҳнат бозори омили. Биринчи ярим йилликда аҳолининг реал умумий даромадлари 9,2 фоизга, реал ўртача иш ҳақи 10,8 фоизга ошди. Иш ҳақи ўсишининг меҳнат унумдорлиги ўсишидан юқори шаклланиши бирлик меҳнат харажатларини ошириб, хизматлар ва қайта ишлаш саноатида нарх босимини кучайтириши мумкин.

Инфляцияни оширувчи ташқи ноаниқликлар ва хатарлар

Энергия ва ёнилғи таклифи. Ҳормуз бўғози орқали ташиш имкониятларининг тикланиши кечикиши ёки геосиёсий кескинликларнинг қайта кучайиши нефть ва нефть маҳсулотлари нархларини янада ошириши мумкин. Бу ички ёнилғи нархлари, транспорт харажатлари ва ишлаб чиқариш таннари орқали инфляцияга ўтиши мумкин.

Шунингдек, савдо ҳамкор мамлакатларда автомобиль ёнилғиси бозоридаги ноқулай вазият минтақавий нархларга қўшимча босим яратиши эҳтимоли мавжуд (*мазкур хатар таъсири 1-муқобил сценарийда таҳлил қилинган*).

Озиқ-овқат нархлари. Нефть ва ёнилғи нархларининг юқори шаклланиши қишлоқ хўжалиги, хусусан, ғалла етиштириш ва йиғиб олиш харажатларини ошириши мумкин. Шу билан бирга, Европада ёз фаслининг ноодатий иссиқ келиши ғалла ҳосилига салбий таъсир бўйича хавотирларни кучайтирмоқда. Бу жаҳон бозорида ғалла нархларининг ошиши ва импорт буғдой ҳамда буғдой уни нархлари орқали ички инфляцияга қўшимча босим бериши мумкин (*мазкур хатар таъсири 2-муқобил сценарийда таҳлил қилинган*).

Ташқи сектор мувозанати. Биринчи ярим йилликда импорт 21 фоизга ўсиб, олтинсиз экспорт 31,6 фоизга кенгайган бўлса-да, жами экспорт олтин экспорти ҳажмининг қисқариши ҳисобига пасайди.

Жорий ҳисоб тақчиллиги ЯИМга нисбатан 3-3,5 фоиз даражасида шаклланиши прогноз қилинмоқда. Импорт талабининг кутилганидан юқори бўлиши ёки олтин нархлари конъюнктурасининг ёмонлашуви тақчилликнинг кенгайишига ва уни молиялаштириш шартларининг қаттиқлашувига олиб келиши мумкин. Бундай ҳолатда алмашув курси орқали импорт инфляциясининг ошиши хатари кучаяди.

Олтин нархи. Олтин нархларининг юқори даражада сақланиши экспорт тушумлари ва валюта захираларини қўллаб-қувватласа-да, бюджет даромадларини ошириб, фискал рағбатлантириш имкониятларини кенгайтириши мумкин. Бунда ялпи талаб ва инфляцияга оширувчи таъсир кўрсатиши эҳтимоли мавжуд. Аксинча, олтин нархларининг кескин пасайиши ташқи сектор ва фискал позицияга бир вақтнинг ўзида салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

Пасайтирувчи (дезинфляцион) хатарлар

Асосий сценарийга нисбатан инфляциянинг пастроқ шаклланишига олиб келиши мумкин бўлган асосий омиллар қуйидагилар:

Ички валюта бозоридаги қулай вазият. Аҳолининг валюта сотуви ва хариди ўртасидаги ижобий тафовут юқори шаклланиши, хорижий инвестиция ва кредит жалб қилиш ҳажми ошиб бориши ҳамда экспорт хомашё товарларнинг жаҳон нархлари конъюнктураси ижобий шаклланиши ички валюта бозорида таклиф юқори давом этиши бўйича кутилмаларни шакллантирмоқда. Соф валюта таклифининг кенгайиши алмашув курси барқарорлигини қўллаб-қувватлаб, импорт инфляциясининг кутилганидан паст шаклланишига хизмат қилиши мумкин.

Ташқи молиявий шароитларнинг қатъийлашиши. Глобал инфляциянинг 2026 йилда 4,7 фоизгача тезлашиши прогноз қилинаётган шароитда етакчи марказий банклар пул-кредит шароитларини кутилганидан узоқроқ муддат қатъий сақлаши мумкин. Бу ташқи молиялаштириш қийматининг юқори шаклланишига, капитал оқимларининг сусайишига ва инвестиция дастурларини молиялаштириш шартларининг қаттиқлашувига олиб келиши эҳтимолини оширади. Бу, ўз навбатида, мамлакатимизда инвестицион талаб сусайишига сабаб бўлиши мумкин.

Ташқи талабнинг сустрлашиши. Савдо ҳамкор мамлакатларда иқтисодий фаолликнинг кутилганидан паст шаклланиши экспорт тушумлари ва пул ўтказмалари ўсишини секинлаштириши мумкин. Бу ички истеъмол талабини мўътадиллаштириб, инфляцион босимни пасайтириши эҳтимоли бор.

Хатарлар баланси

2-жадвал. Инфляция прогнози атропоидаги асосий хатарлар

Хатар омили	Асосий канал	2026 йилга тахминий таъсир, фоиз банд	Эҳтимоллик
Ялпи талабнинг юқори сақланиб қолиши ва проциклик фискал сиёсат	Талаб инфляцияси, хизматлар	$+(0,5-0,7)$ ↑	Ўртача-паст
Тартибга солинадиган нархларнинг қўшимча оширилиши	Бевосита + иккиламчи таъсирлар	$+(0,7-0,9)$ ↑	Ўртача
Ташқи энергия ва озиқ-овқат нарх шоклари	Импорт инфляцияси + иккиламчи таъсирлар	$+(0,3-0,5)$ ↑	Ўртача
Валюта бозоридаги кулай вазиятнинг давом этиши	Курс, импорт нархлари	$-(0,1-0,3)$ ↓	Ўртача
Жаҳон хомашё нархларининг прогноздан тез пасайиши	Импорт инфляцияси	$-(0,2-0,4)$ ↓	Паст

Изоҳ: таъсир баҳолари QPM модели ва экспертлар баҳолари асосида шартли ҳисобланган бўлиб, индикатив хусусиятга эга.

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Хатарларга нисбатан пул-кредит сиёсатининг ёндашуви

Марказий банк қарорларини олдиндан белгиланган ставка траекториясига эмас, балки янгиланган маълумотлар ва хатарларнинг юзага келиши даражаси асосида қабул қилади. Бунда:

иккиламчи таъсирлар базавий инфляция ва инфляцион кутилмаларда кутилганидан кенгроқ намоён бўлса ёки ялпи талаб босими сақланиб қолса, пул-кредит шароитларининг қатъийлиги оширилади;

тартибга солинадиган нархлар бўйича бир марталик ўзгаришлар инфляцион кутилмаларга ва нархларни белгилаш амалиётига ўтмаса, Марказий банк уларнинг бевосита таъсирига реакция қилмайди;

инфляция ва инфляцион кутилмаларнинг барқарор пасайиши давом этса, тартибга солинадиган нархлар бўйича ноаниқликлар камайган ҳамда кутилмалар билан инфляция ўртасидаги тафовут қисқарган тақдирда, асосий ставкани пасайтириш масаласи кўриб чиқилади;

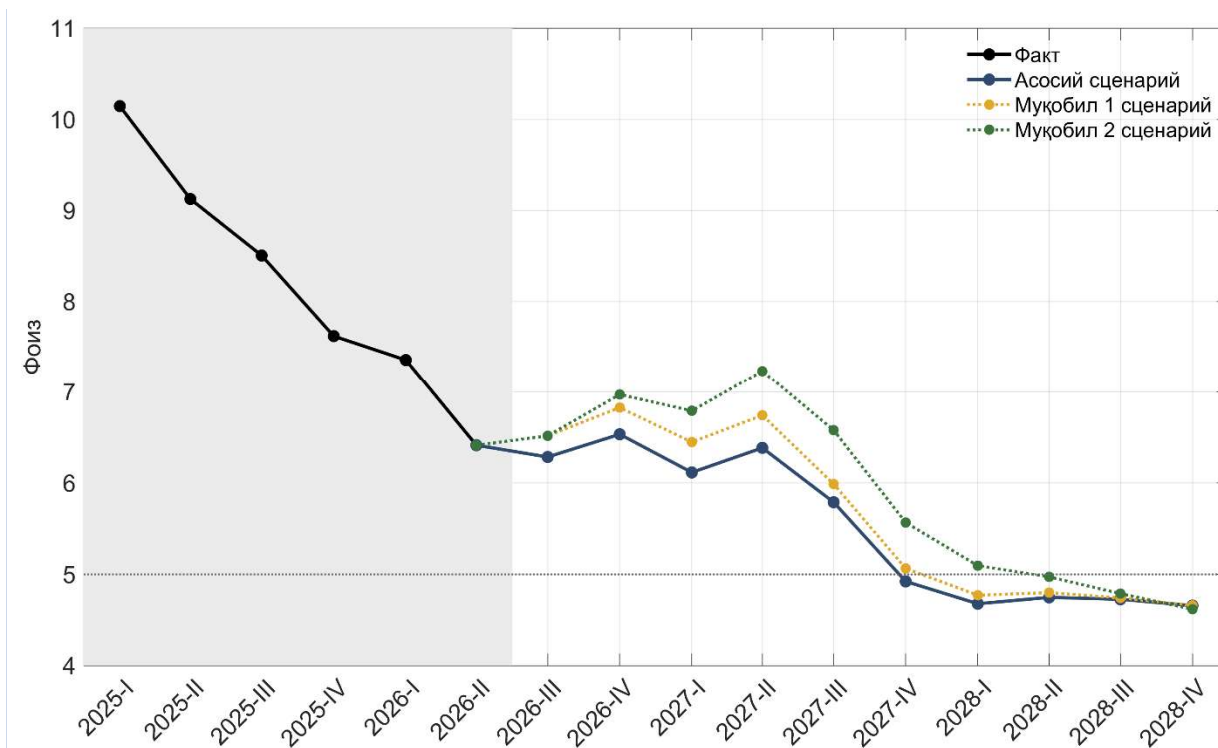
ликвидлик омили пул-кредит шароитларининг амалдаги қатъийлигини сусайтирган ҳолларда, Марказий банк стерилизация операцияларининг кўлами ва муддатларини мослаштириб боради.

Барча ҳолатларда Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати инфляцияни ўрта муддатда 5 фоизлик мақсадли даражагача пасайтириш ва нархлар барқарорлигини таъминлашга қаратилган бўлиб қолади.

Муқобил сценарийлар асосида инфляция прогнозларининг шаклланиши

Марказий банк томонидан тартибга солинадиган нархларнинг ўзгариш кўлами, минтақадаги ёнилғи таклифи ва бугдой нархлари бўйича ноаниқликларни инобатга олган ҳолда, асосий сценарийга қўшимча равишда 2 та муқобил сценарий доирасида инфляция прогнозлари шартли равишда баҳоланди. Барча сценарийларда нарх ўзгаришлари 2026 йилнинг III-IV чорақларида амалга ошиши назарда тутилган.

Муқобил сценарийларнинг барчасида умумий инфляциянинг дастлабки ошиши нарх шокларининг бевосита таъсири ҳисобига шаклланади. Кейинги даврларда эса ушбу таъсир ишлаб чиқариш ва транспорт харажатлари, шунингдек, инфляцион кутилмалар орқали базавий инфляцияга ўтиб, таъсирнинг қамрови кенгайиши мумкин.

1-расм. Инфляция прогнозлари: сценарийлар бўйича қиёсий динамика

Манба: Модель натижалари.

Биринчи муқобил сценарий.

Сўнгги даврларда асосий етказиб берувчи мамлакатларда нефтни қайта ишлаш қувватларининг вақтинча чекланиши ва ёнилғи экспортига жорий этилган чекловлар минтақада бензин таклифининг қисқаришига олиб келиши мумкин.

Мазкур сценарийда автомобиль пропан ҳамда бензин нархларининг шартли қўшимча 15 фоизга ошиши назарда тутилган. Бунда нарх ошишининг умумий инфляцияга бирламчи тўғридан-тўғри таъсири 0,22 фоиз бандни ташкил этади.

Ушбу сценарийда умумий инфляция 2026 йил якунида 6,8 фоиз даражасида шаклланиб, асосий сценарийга нисбатан 0,3 фоиз банд юқори бўлиши мумкин.

Мазкур тафовутнинг 0,22 фоиз банди тартибга солинадиган нархлар, 0,08 фоиз банди эса базавий инфляция ҳиссасига тўғри келади.

Мазкур сценарий доирасида асосий ставка 2027 йил якунигача асосий сценарийга нисбатан ўртача 0,5 фоиз банд қўшимча қатъийлаштиришни тақозо қилади. Натижада иккиламчи таъсирлар чекланган қўламда намоён бўлиши кўзда тутилган бўлиб, умумий инфляциянинг асосий сценарийдан тафовути 2027 йил IV чорагида 0,1 фоиз бандгача қисқариши ва умумий инфляция 5 фоиз атрофида шаклланиши кутилмоқда.

Иккинчи муқобил сценарий.

Иккинчи муқобил сценарийда биринчи муқобил сценарий шартларига қўшимча равишда буғдой жаҳон нархининг шартли равишда 30 фоизга ошиши назарда тутилган. Бунда минтақада автомобиль ёнилғиси нархларининг ошиши асосий савдо ҳамкорларда ғалла ҳосилини йиғиб олиш харажатларини ошириши, шунингдек, Европада ғалла ҳосили камайиши бўйича хавотирларнинг кучайиши ҳисобга олинган.

Ушбу сценарий доирасида ёнилғи ва буғдой нархлари ошишининг дастлабки иккиламчи таъсирлари ички бозорда буғдой уни нархининг 12,2 фоизга ва нон маҳсулотлари нархининг эса 7,3 фоизга ошиши орқали намоён бўлиши кутилмоқда.

Ёнилғи нархларининг таъсири асосан тартибга солинадиган нархлар орқали юзага келса, буғдой нархларининг ошиши ун ва нон маҳсулотлари орқали бевосита базавий инфляцияга таъсир қилади. Шу сабабли мазкур сценарийда инфляцион босимнинг кенгроқ қамровга эга бўлиши кутилмоқда.

Бунда умумий инфляция 2026 йил якунида 7 фоиз даражасида шаклланиб, асосий сценарийга нисбатан 0,5 фоиз банд юқори бўлиши мумкин. Мазкур тафовутнинг 0,23 фоиз банди базавий инфляция, 0,22 фоиз банди эса тартибга солинадиган нархлар ҳиссасига тўғри келади.

Биринчи муқобил сценарийдан фарқли равишда, мазкур сценарийда умумий инфляцияга иккиламчи таъсирлар қўлами нисбатан юқори бўлиши баҳоланмоқда. Бунга жавобан асосий ставканинг қатъийлик даражаси

2027 йил якунигача асосий сценарийга нисбатан ўртача 1 фоиз бандга юқори шаклланиши натижасида умумий инфляция 2027 йил якунида 5,5 фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинган.

Умуман, сценарийлар натижалари тартибга солинадиган нархлар шокининг инфляцияга таъсири қисқа муддатда юқори бўлса-да, инфляцион кутилмалар ва харажатлар орқали иккиламчи таъсирларнинг кучайиши инфляциянинг таргетга қайтиш муддатини сезиларли узайтириши мумкинлигини кўрсатмоқда.

Энергия субсидияларини ислоҳ қилиш: халқаро тажриба ва макроиқтисодий оқибатлар

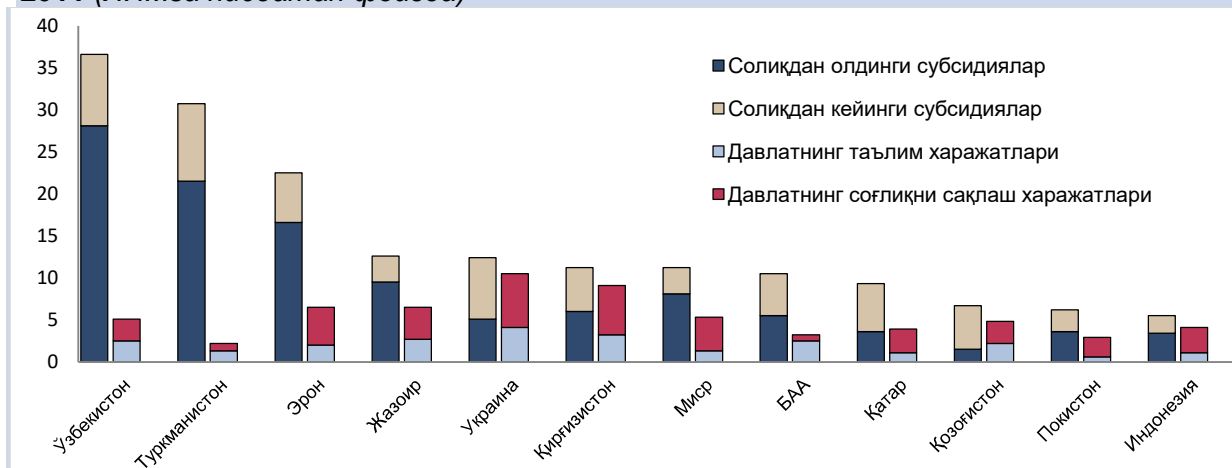
Ривожланаётган мамлакатларда энергия ресурслари нархларини маъмурий тартибда паст даражада сақлаш аҳолини ижтимоий қўллаб-қувватлаш, ишлаб чиқариш харажатларини камайтириш ва нархлар ўсишини қисқа муддатда чеклаш воситаси сифатида қўлланилади. Бироқ узоқ муддатда кенг қўламли ва номанзилли субсидиялар бюджет барқарорлиги, ресурсларнинг самарали тақсимланиши, энергетика инфратузилмасини модернизация қилиш ва инвестиция фаоллигига салбий таъсир кўрсатади.

Халқаро Валюта Жамғармаси энергия субсидияларини “нарх фарқи” — *price-gap* ёндашуви асосида баҳолайди. Унга кўра, субсидия истеъмолчи тўлайдиган амалдаги нарх билан иқтисодий жиҳатдан асосланган таққослама нарх ўртасидаги фарқдан иборат. Нефть маҳсулотлари, табиий газ ва кўмир учун транспорт ва тақсимот харажатлари ҳисобга олинган жаҳон бозори нархи, электр энергияси учун эса ишлаб чиқариш, инвестиция, узатиш ва тақсимот харажатларини тўлиқ қоплайдиган тариф даражаси таққослама асос ҳисобланади.

Солиқларгача бўлган субсидиялар энергия ресурсларини ишлаб чиқариш ва етказиб бериш харажатларининг истеъмолчи тўлайдиган нарх ҳисобидан қопланмайдиган қисмини англатади. Солиқлардан кейинги субсидиялар эса стандарт солиқларни тўлиқ қўлламаслик ҳамда энергия истеъмолининг экологик ва ижтимоий зарарларини нархларда акс эттирмасликни ҳам қамраб олади.

ХВЖ баҳоларига кўра, 2011 йилда солиқларгача бўлган глобал энергия субсидиялари 480 млрд долларни ёки жаҳон ЯИМининг 0,7 фоизини ташкил этган. Салбий ташқи таъсирлар ва солиқ имтиёзлари ҳисобга олинганда, солиқлардан кейинги субсидиялар 1,9 трлн долларга ёки жаҳон ЯИМининг 2,5 фоизига етган. Айрим даврларда Ўзбекистон, Қирғизистон, Туркменистон ва Украинада энергия субсидиялари ҳажми ЯИМнинг 5 фоизидан юқори баҳоланган.

1-расм. Расм. Солиқлардан кейинги субсидиялар ва ижтимоий харажатлар, 2011 (ЯИМга нисбатан фоизда)



Манба: IMF Fossil Fuel Subsidies Database, 2024, current policies (U1) scenario.

Ўзбекистонда энергия субсидияларининг салмоқли қисми бюджетда тўғридан-тўғри акс этмайдиган яширин шаклда юзага келади. Тарифларнинг ишлаб чиқариш, етказиб бериш ва инфратузилмани модернизация қилиш харажатларини тўлиқ

қопламаслиги давлат энергетика корхоналарининг молиявий йўқотишларини оширади.

Натижада бюджет компенсациялари ва давлат кафолатли қарзларга эҳтиёж ортиб, инвестиция дастурлари кечикиши мумкин.

Шунингдек, энергия субсидиялари ижтимоий ҳимоянинг самарали ва манзилли воситаси ҳисобланмайди. Тадқиқотларга кўра, ёқилғи субсидияларидан олинадиган умумий нафнинг 43 фоизи энг юқори даромадли 20 фоиз уй хўжаликлари ҳиссасига тўғри келади. Энг кам таъминланган қатлам эса субсидияларнинг фақатгина 7 фоизидан фойдаланади. Бундан ташқари, тарифлар ошиши кам таъминланган аҳоли реал даромадларига кучлироқ таъсир кўрсатади. Шу сабабли, умумий нарх субсидияларидан манзилли ижтимоий трансфертларга босқичма-босқич ўтиш зарур.

Халқаро тажриба ислохот натижаси тарифларнинг қанчага оширилишига эмас, балки жараённинг қандай режалаштирилиши, аҳолига тушунтирилиши ва ижтимоий таъсирларнинг қандай юмшатилишига боғлиқлигини кўрсатади. Ўрганилган 22 мамлакатдаги 28 та ислохот эпизодидан 12 таси муваффақиятли, 11 таси қисман муваффақиятли ва 5 таси муваффақиятсиз деб баҳоланган.

Муваффақиятли ислохотнинг асосий шартлари қуйидагилар:

Биринчидан, комплекс ва узоқ муддатли стратегия ишлаб чиқилиши лозим. Бунда, ислохот мақсадлари, тарифларни ўзгартириш босқичлари, амалга ошириш муддатлари, компенсация чоралари, молиялаштириш манбалари ва масъул ташкилотлар белгиланиши керак. Тарифларни оширишдан олдин уларнинг аҳоли реал даромадлари, инфляция, ишлаб чиқариш харажатлари, бизнес рақобатбардошлиги ва бюджетга таъсири баҳоланиши зарур. Эронда 2010 йилда тарифлар оширилишидан аввал аҳолига компенсация тўловлари олдиндан амалга оширилгани мослашувни енгиллаштирган. Индонезиянинг 1998 йилги ва Нигериянинг 2011 йилги ислохотларида эса режалаштиришдаги камчиликлар паст натижадорликка сабаб бўлган.

Иккинчидан, коммуникация ва шаффофлик таъминланиши зарур. Аҳолига субсидияларнинг ҳақиқий қиймати, улардан қайси даромад гуруҳлари кўпроқ фойдаланаётгани, паст тарифларнинг бюджет ва хизмат сифатига таъсири ҳамда компенсация механизмлари очиқ тушунтирилиши лозим. ХВЖ баҳоларига кўра, фаол ахборот сиёсати ислохот муваффақияти эҳтимолини қарийб уч баробар оширади. Тежалган маблағларнинг таълим, соғлиқни сақлаш, ижтимоий ҳимоя ва энергетика инфратузилмасига йўналтирилиши бўйича очиқ ҳисобот берилиши жамоатчилик ишончини мустаҳкамлайди.

Учинчидан, тарифларни босқичма-босқич мослаштириш ва шаффоф нарх шакллантириш механизмини жорий этиш мақсадга мувофиқ. Тарифларни бир марталик кескин ошириш аҳоли даромадлари, ишлаб чиқариш харажатлари ва инфляцион кутилмаларга кучли таъсир кўрсатиши мумкин. Ўрганилган 23 та муваффақиятли ёки қисман муваффақиятли ислохотларнинг 17 тасида субсидиялар босқичма-босқич қисқартирилган ва жараён ўртача беш йил давом этган. Бундай ёндашув аҳоли ва корхоналарга истеъмол ҳамда технологияларни янги нарх шароитларига мослаштириш имконини беради.

Шу билан бирга, ислохот натижаларининг барқарорлигини таъминлаш учун тарифларни ишлаб чиқариш харажатлари ва ташқи нархлар динамикасига мувофиқ қайта кўриб чиқувчи **олдиндан белгиланган шаффоф формула** жорий этилиши зарур. Автоматик нарх шакллантириш механизми тариф қарорларига сиёсий таъсирни камайтиради ва субсидияларнинг қайта юзага келиш хавфини чеклайди.

Тўртинчидан, давлат энергетика корхоналари самарадорлиги оширилиши лозим. Тарифларнинг оширилиши соҳадаги муаммоларни автоматик ҳал қилмайди. Ислохот корпоратив бошқарувни такомиллаштириш, операцион харажатларни мақбуллаштириш, тўловлар йиғилувчанлигини ошириш, техник ва тижорат йўқотишларини қисқартириш ҳамда инвестиция қарорлари шаффофлигини таъминлаш билан бирга амалга оширилиши зарур.

Арманистон, Бразилия ва Кения тажрибаси тарифлар оширилиши хизмат сифати яхшиланиши билан бирга амалга оширилган тақдирдагина жамоатчилик томонидан ижобий қабул қилинишини кўрсатади.

Бешинчидан, кам таъминланган аҳоли манзилли ҳимоя қилиниши керак. Манзилли пул трансфертлари умумий нарх субсидияларига нисбатан самаралироқдир. Индонезияда аҳолининг қарийб 35 фоизини қамраб олган трансфертлар ижтимоий норозиликни юмшатишда муҳим ўрин тутган. Компенсациялар тарифлар ошишининг реал таъсирига мувофиқ белгиланиши ва нарх оширилишидан аввал ёки у билан бир вақтда тўланиши лозим.

Макроиқтисодий сиёсат билан мувофиқлаштириш. Тариф ислохотларини фискал, пул-кредит ва ижтимоий сиёсат билан мувофиқлаштириш муҳим. Энергия нархларининг ошиши дастлаб истеъмол нархларига бевосита, кейинчалик транспорт, коммунал хизматлар ва ишлаб чиқариш таннархи орқали бошқа нархларга билвосита таъсир кўрсатади.

Агар ушбу таъсирлар иш ҳақи, инфляцион кутилмалар ва корхоналарнинг нарх белгилаш амалиётига таъсир кўрсатса, бир марталик ўзгариш барқарор инфляцион босимга айланиши мумкин. Шу сабабли тарифларни ошириш муддати ва кўлами олдиндан белгиланиши, аҳоли ва бизнесга аниқ ахборот берилиши, компенсациялар ўз вақтида етказилиши ҳамда иккиламчи таъсирлар мунтазам мониторинг қилиниши зарур.

Пул-кредит сиёсати бир марталик маъмурий нарх ўзгаришига эмас, балки унинг базавий инфляция, иш ҳақи ва инфляцион кутилмаларга тарқалиш хавфига эътибор қаратиши лозим. Субсидиялар қисқариши ҳисобига тежалган маблағлардан фойдаланиш ҳам умумий талабга ортиқча босим яратмаслиги керак.

Умуман, энергия ресурсларини кенг кўламда ва номанзилли субсидиялаш қисқа муддатда аҳоли ва корхоналар учун нархларни паст даражада сақласа-да, узоқ муддатда жиддий иқтисодий муаммоларни келтириб чиқаради. Шунингдек, бундай сиёсат фискал хатарларни кучайтиради, давлат энергетика корхоналарининг молиявий барқарорлигини заифлаштиради, инфратузилмани модернизация қилиш имкониятларини чеклайди ҳамда энергиядан самарасиз фойдаланишни рағбатлантиради.

Шу боис энергия тарифларини иқтисодий асосланган даражага босқичма-босқич яқинлаштириш, умумий нарх субсидияларидан эҳтиёжманд аҳолини манзилли қўллаб-қувватлаш тизимига ўтиш ва энергетика корхоналари самарадорлигини ошириш зарур. Бу жараён корпоратив бошқарув, тўлов интизоми ва инвестиция механизмларини такомиллаштириш билан бирга амалга оширилиши лозим.

Ўзбекистонда тез ва секин мослашувчан нархлар динамикаси таҳлили

Инфляция таркибини тез мослашувчан ва секин мослашувчан нархларга ажратиб таҳлил қилиш инфляцион жараёнларнинг шаклланиш механизмларини чуқурроқ тушуниш имконини беради. Бундай ёндашув инфляциянинг қайси қисми ташқи омиллар таъсирида, қайси қисми эса ички иқтисодий шароитлар ва инфляцион кутилмалар ҳисобига юзага келаётганини ажратишга хизмат қилади.

Тез мослашувчан нархлар одатда ташқи иқтисодий шоклар, халқаро хомашё нархлари, транспорт харажатлари, алмашув курси ҳамда талаб ва таклифдаги қисқа муддатли ўзгаришларга тез жавоб беради. Шу сабабли улар жорий инфляциядаги ўзгаришларни акс эттирувчи индикатор сифатида қаралади. Бироқ ушбу нархлар юқори ўзгарувчанлиги сабабли ўрта муддатли инфляцион тенденцияларни баҳолаш учун етарли ахборот бермайди.

Секин мослашувчан нархлар эса, аксинча, қисқа муддатли шокларга камроқ таъсирчан бўлиб, асосан ички иқтисодий шароитлар, хизматлар бозори, иш ҳақи динамикаси ҳамда иқтисодий субъектларнинг инфляцион кутилмалари таъсирида шаклланади. Шу боис секин мослашувчан нархлар ўрта ва узоқ муддатли инфляцион босимларни ҳамда инфляцион кутилмаларнинг қай даражада барқарорлашганини баҳолашда муҳим аҳамият касб этади.

Пандемия даврида халқаро бозорларда хомашё нархлари, таъминот занжирларидаги узилишлар ва ташиш харажатларининг кескин ошиши дастлаб тез мослашувчан нархлар инфляциясининг юқори суръатларда ўсишига олиб келди. Шу билан бирга, ушбу даврда тўпланиб қолган истеъмол талаби тикланиши ички бозорда қўшимча нарх босимларини юзага келтирди.

Мазкур инфляцион босимлар вақт ўтиши билан иқтисодий субъектларнинг инфляцион кутилмаларига ҳам таъсир кўрсатди. Натижада секин мослашувчан нархлар инфляцияси ҳам тезлашди. Бу эса дастлаб ташқи омиллар таъсирида юзага келган инфляцион босимларнинг аста-секин ички иқтисодиётга сингиб бораётганини англатмоқда.

Таҳлил натижаларига кўра, Ўзбекистонда истеъмол товарлари нархлари ўртача 3,06 ойда камида бир марта ўзгариб туради. Бу кўрсаткич нархларнинг бозор шароитларидаги ўзгаришларга нисбатан тез мослашишини кўрсатса-да, айрим гуруҳларда, айниқса хизматлар секторида, нархларнинг нисбатан секин мослашишини ҳамда инфляцион босимларнинг иқтисодиёт бўйлаб бир хил тезликда шаклланмаслигини англатади.

Нархлари ушбу ўртача кўрсаткичдан камроқ ўзгариб турадиган товар ва хизматлар секин мослашувчан деб таснифланиб, уларнинг истеъмол саватидаги улуши 4,8 фоизни, нархларнинг ўртача мослашиш даври эса 17,36 ойни ташкил этди. Аксинча, нархлари тезроқ ўзгариб турадиган товар ва хизматлар истеъмол саватининг 83,4 фоизини ташкил этиб, уларнинг нархлари ўртача 1,08 ойда ўзгариб туради.

(Истеъмом саватининг 11,8 фоизини ташкил этувчи мавсумий хусусиятга эга бўлган 39 та маҳсулотлар ҳамда кузатув даври етарли бўлмаганлиги сабабли 25 та товар ва хизматлар ҳисобга олинмаган).

Бу истеъмом саватидаги товар ва хизматлар нархларининг катта қисми бозор шароитларидаги ўзгаришларга нисбатан тез мослашаётганини англатади.

Бироқ секин мослашувчан нархлар истеъмом саватининг нисбатан кичик қисмини қамраб олгани ҳамда асосан тартибга солинадиган товар ва хизматлардан ташкил топгани сабабли, мазкур индекс умумий инфляцион жараёнларни тўлиқ ифодалаш имкониятини чеклайди. Шу боис унинг таҳлилий аҳамияти бошқа базавий инфляция кўрсаткичлари билан биргаликда баҳоланганда юқорироқ бўлади.

Таркибий гуруҳлар кесимида озиқ-овқат ва ноозиқ-овқат маҳсулотлари нархларининг нисбатан юқори ўзгариш частотаси қайд этилди (*мос равишда 1,04 ва 1,5 ой*). Хизматлар гуруҳи нархлари эса бошқа гуруҳларга нисбатан анча секин мослашиб, нархларнинг ўртача ўзгариш даври 9,01 ойни ташкил этди.

Нархлари тез мослашувчан товарлар асосан мева-сабзавотлар, дори ва тиббиёт воситалари, қурилиш материаллари ҳамда дон, ун ва нон маҳсулотлари гуруҳида кузатилди. Аксинча, секин мослашувчан нархлар асосан таълим, ахборот ва коммуникация ҳамда коммунал хизматлар гуруҳига тўғри келди (1-жадвал).

1-жадвал. Асосий товар ва хизматлар гуруҳларининг нарх мослашиши ўртача давомийлиги, 2021-2026 йиллар.

Номланиши	Истеъмом саватидаги вазни (фоизда)	Нарх мослашиши ўртача давомийлиги (ойларда)
Умумий товар ва хизматлар	100	3,1
Озиқ-овқат маҳсулотлари	41,2	1,0
Ноозиқ-овқат маҳсулотлари	32,5	1,5
Хизматлар	26,3	9,0
Асосий гуруҳлар		
Мева-сабзавотлар	8,4	1,0
Дори ва тиббиёт воситалари	3,1	1,0
Қурилиш материаллари	2,2	1,0
Дон, ун ва нон маҳсулотлари	7,3	1,1
Транспорт хизматлари	3,5	1,9
Таълим хизматлари	3,0	16,8
Ахборот ва коммуникация хизматлари	2,0	14,5
Коммунал хизматлар	6,6	15,8
Тез мослашувчан нархлар	83,4	1,1
Секин мослашувчан нархлар	4,8	17,4

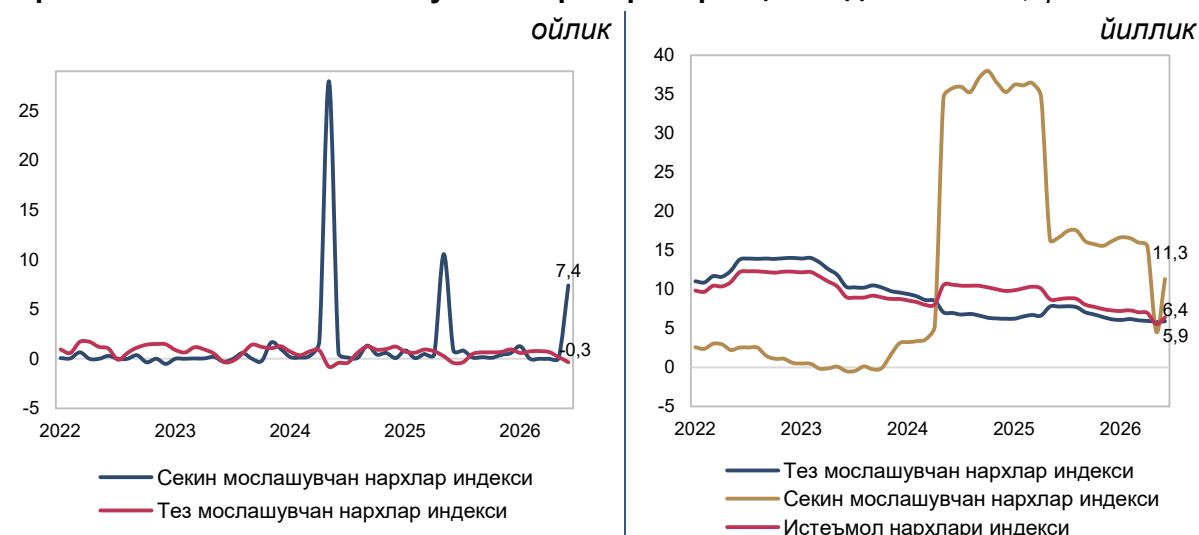
Манба: Миллий статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари

Июнь ойида тез мослашувчан нархлар ойлик инфляцияси -0,3 фоизни ташкил этган бўлса, секин мослашувчан нархлар ойлик инфляцияси 7,4 фоизга тенг бўлди (1-расм).

Ҳисоб-китобларга кўра, тез мослашувчан нархлар индекси умумий истеъмол нархлари индекси динамикасига нисбатан яқин шаклланган бўлса, секин мослашувчан нархлар индекси сезиларли даражада юқорида шаклланди. Хусусан жорий йил июнь ойида тез мослашувчан нархларнинг йиллик инфляцияси 5,9 фоизни ташкил этган бўлса, секин мослашувчан нархлар инфляцияси 11,3 фоизга тенг бўлган. Бунда жорий йилнинг июнь ойида электр энергияси тарифларининг оширилиши секин мослашувчан нархлар индексининг тезлашишига асосий ҳисса қўшди.

Таҳлил даврида секин мослашувчан нархлар инфляцияси маъмурий нархлар ва тарифлар қайта кўриб чиқилиши таъсирида юқори тебранишларни қайд этди. Шу билан бирга, тез мослашувчан нархлар инфляцияси бозор шароитларига тез мослашиши ҳисобига нисбатан барқарор динамикани сақлаб қолди ва инфляцион босимнинг кенг миқёсда кучаймаганини кўрсатмоқда.

1-расм. Тез ва секин мослашувчан нархлар инфляцияси динамикаси, фоизда



Манба: Миллий статистика қўмитаси маълумотлари Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Умумий инфляция пасаяётган шароитда секин мослашувчан нархлар инфляциясининг юқори даражада сақланиб қолиши иқтисодиётдаги инфляцион босимлар ҳали тўлиқ бартараф этилмаганидан далолат бериши мумкин.

II. ЖОРИЙ МАКРОИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР

2.1. Ички иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб омиллари

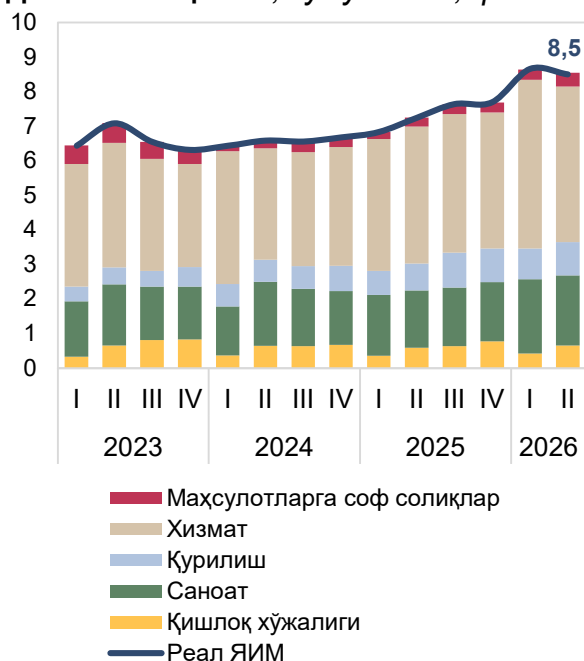
Иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб юқори даражада сақланиб, ишлаб чиқариш тафовути ижобий шаклланмоқда. Инвестиция ва истеъмол фаоллиги, шунингдек, фискал харажатларнинг ўсиши қисқа муддатда талаб босимларини кучайтирмоқда.

Валюта бозорида соф валюта таклифининг ошиши ва алмашув курсининг нисбатан барқарорлиги ҳам импорт инфляциясини чекловчи омил бўлиб қолмоқда.

Мазкур шароитда ялпи талабнинг таклиф имкониятларидан юқори шаклланиши инфляция учун асосий ички хатарлардан бири бўлиб қолмоқда. Қатъий пул-кредит шароитлари эса ушбу талаб босимларини мувозанатлаштириш ва инфляцияни ўрта муддатли таргетга яқинлаштиришда муҳим аҳамият касб этмоқда.

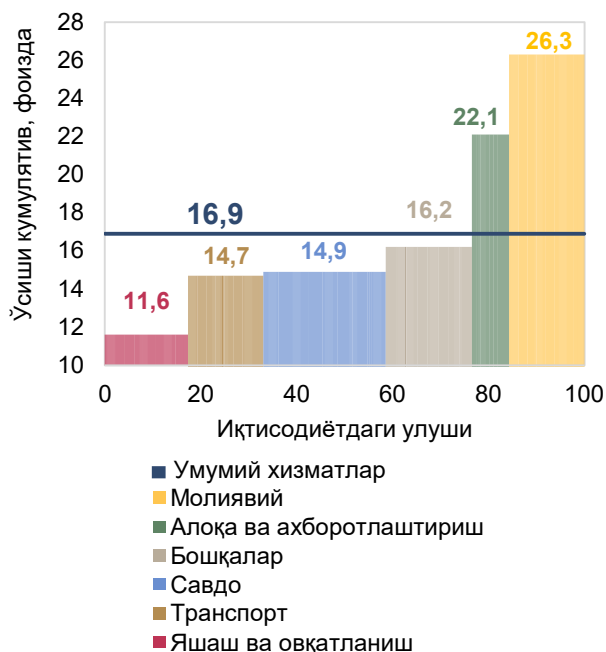
2026 йилнинг II чорагида иқтисодий фаоллик юқори даражада сақланиб, биринчи ярим йилликда реал ЯИМ 8,5 фоизга ўсди. Иқтисодий ўсиш кенг қамровли тус олиб, асосий тармоқларда, айниқса, хизматлар, ишлаб чиқариш саноати ва қурилишда юқори фаоллик кузатилди (2.1.1-расм). Баҳолашларга кўра, ишлаб чиқариш тафовути ижобий шаклланиб, ялпи талаб иқтисодиётнинг жорий таклиф имкониятларидан юқори даражада шаклланаётганини кўрсатмоқда.

2.1.1-расм. ЯИМ реал ўсиши декомпозицияси, кумулятив, фоизда



Манба: Миллий статистика қўмитаси

2.1.2-расм. Хизматлар соҳаси таркиби



Жорий йилнинг январь-июнь ойларида хизматлар ҳажми ўтган йилнинг мос даврига нисбатан реал ҳисобда 16,9 фоизга ошди. Бунда савдо ва транспорт хизматлари ушбу ўсишнинг асосий қисмини таъминлаши иқтисодиётда талаб омиллари фаоллигини ифодаламакда (2.1.2-расм).

Саноат ишлаб чиқаришининг 8 фоизлик ўсиши, асосан, қайта ишлаш саноатида ишлаб чиқариш имкониятларининг кенгайиши ҳисобига таъминланди. Қурилиш соҳасида ҳам юқори фаоллик давом этди.

Ички талаб. Ички талабнинг юқори даражада сақланиши, асосан, истеъмол ва инвестицион фаоллигининг юқорилиги билан изоҳланади.

Жорий йилнинг январь-июнь ойларида аҳоли умумий даромадлари реал ҳисобда 9,2 фоизга, ўртача иш ҳақи реал ҳисобда 10,8 фоизга ошиши истеъмол фаоллигини қўллаб-қувватламакда (2.1.3-расм). Мазкур даврда мамлакатга ташриф буюрган туристлар сонининг ўтган йилнинг мос даврига нисбатан қарийб 25 фоизга ўсиши ҳам истеъмол талабига оширувчи таъсир кўрсатди.

Ушбу даврда инвестицион фаоллик ҳам юқори даражада давом этиб, асосий капиталга ўзлаштирилган инвестициялар реал ҳисобда 17,5 фоизга ошди (2.1.4-расм).

2.1.3-расм. Реал иш ҳақи ва даромадларнинг ўсиш суръати, фоизда



2.1.4-расм. Асосий капиталга ўзлаштирилган инвестицияларнинг реал ўсиши, фоизда



Манба: Миллий статистика қўмитаси

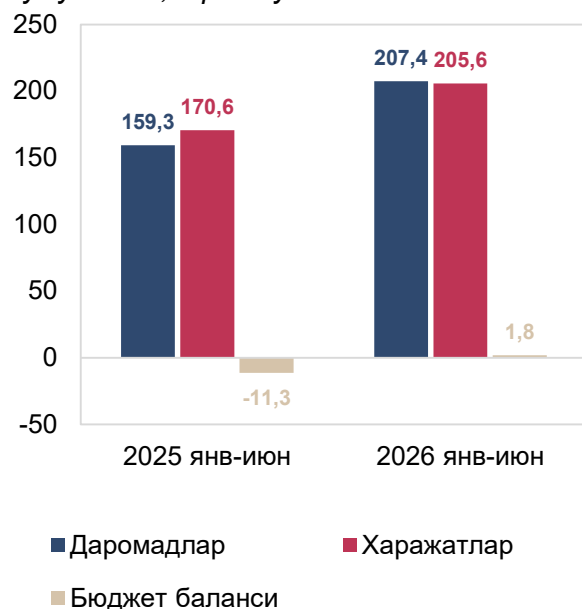
Инвестицияларнинг юқори ўсиши ишлаб чиқариш қувватларини кенгайтиришга хизмат қилса-да, инвестицион ва истеъмол талабининг бир вақтда юқори шаклланиши қисқа муддатда инфляцияга бўлган ялпи талаб босимини кучайтириши мумкин.

Фискал ҳолат. 2026 йилнинг биринчи ярим йиллигида бюджет даромадларининг харажатларга нисбатан юқорироқ шаклланиши натижасида давлат бюджети 1,8 трлн сўм профицит билан ижро этилди (2.1.5-расм).

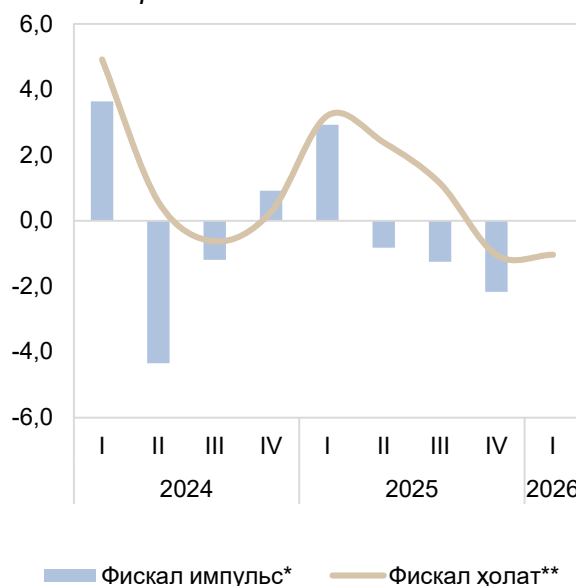
I чорақда фискал импульс ялпи талабга нисбатан нейтрал даражага яқинлашди. Бу, асосан, юқори иқтисодий ўсиш ва жаҳон бозорида олтин нархларининг қулай конъюнктураси шароитида бюджет даромадларининг жадал ошиши билан изоҳланади. Шу билан бирга, харажатларнинг юқори суръатларда ўсишда давом этиши ички талаб ва иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватламоқда (2.1.6-расм).

Шу билан бирга, йилнинг иккинчи ярмида харажатларнинг янада кенгайиши фискал импульснинг ижобий шаклланишига ва фискал сиёсатнинг проциклик таъсири кучайишига олиб келиши мумкин.

2.1.5-расм. Давлат бюджети баланси, кумулятив, трлн сўм



2.1.6-расм. Фискал ҳолат³⁴, ЯИМга нисбатан фоизда



Манба: Иқтисодиёт ва молия вазирлиги асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари. Изоҳ: Консолидациялашган бюджет даромади ва харажатлари ҳамда фискал ҳолатларнинг ЯИМга нисбатини ҳисоблашда соф чорақлик ЯИМ маълумотларидан фойдаланилган.

³ Фискал ҳолат (fiscal stance) – фискал сиёсатнинг ялпи талаб ва иқтисодий ўсишга таъсирини кўрсатиб, унинг рағбатлантирувчи, чекловчи ёки нейтрал эканлигини ифодаловчи кўрсаткич.

⁴ Фискал импульс (fiscal impulse) – жорий (t) даврда юритилаётган фискал сиёсатнинг аввалги даврга (t-1) нисбатан рағбатлантирувчи ёки чекловчи бўлиб шаклланганлигини акс эттиради.

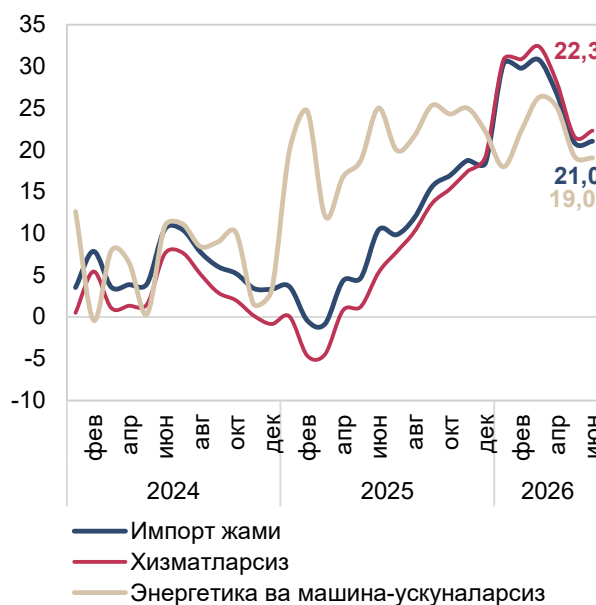
Ташқи савдо ва ташқи талаб. 2026 йилнинг январь–июнь ойларида импорт ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 21 фоизга ўсди (2.1.7-расм). Импорт таркибида озиқ-овқат ва бошқа якуний истеъмол товарлари, шунингдек, машина ва ускуналарнинг юқори ўсиши мос равишда истеъмол ва инвестицион талабнинг жадаллашувини акс эттирди.

Шу билан бирга, машина ва ускуналар импортининг кенгайиши ўрта муддатда янги ишлаб чиқариш қувватларини шакллантириш ва ички тақлиф имкониятларини кенгайтиришга хизмат қилади.

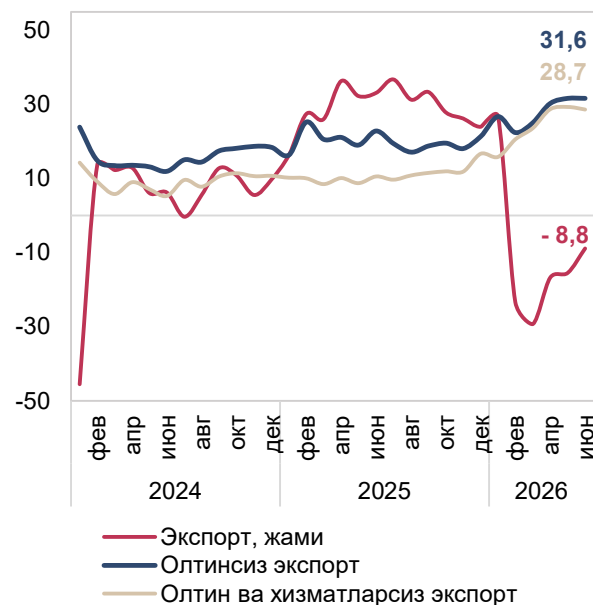
Жами экспорт 8,8 фоизга қисқарган бўлса-да, олтинсиз экспорт 31,6 фоизга, олтин ва хизматларсиз экспорт эса 28,7 фоизга ўсди (2.1.8-расм). Жами экспорт динамикасидаги пасайиш олтин экспорти ҳажмининг қисқариши билан боғлиқ бўлиб, олтинсиз экспортнинг юқори ўсиши ташқи талаб ва экспорт салоҳияти барқарорлигини кўрсатмоқда.

Трансчегаравий пул ўтказмалари, олтинсиз экспорт тушумлари ва аҳолининг валюта сотуви ҳисобига ички валюта бозорида соф валюта тақлифи сезиларли ошди (2.1.9-расм). Хусусан, аҳолининг валюта сотуви ва хариди ўртасидаги ижобий тафовут 5,5 млрд долларни ташкил этиб, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 1,7 баробарга ўсди.

2.1.7-расм. Импорт ўсиш суръатлари, кумулятив, фоизда



2.1.8-расм. Экспорт барқарор компонентларининг ўсиш суръатлари, кумулятив, фоизда



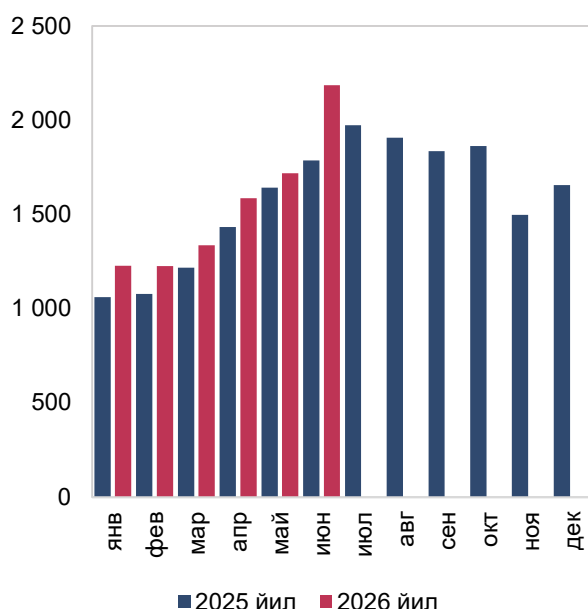
Манба: Миллий статистика қўмитаси

Шу билан бирга, мамлакатга хорижий инвестицияларнинг барқарор жалб қилиниши (*жами инвестицияларнинг 69,5 фоизи*) ҳам ички валюта бозорида таклифни қўллаб-қувватламоқда.

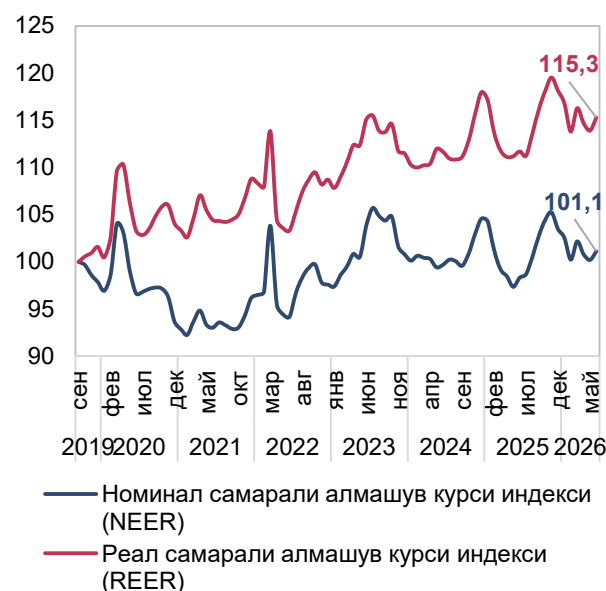
Ушбу омиллар валюта бозорида талаб ва таклиф мувозанатини қўллаб-қувватлаб, алмашув курси барқарорлигига ижобий таъсир кўрсатмоқда.

Реал самарали алмашув курси (РСАК). РСАК динамикасида 2026 йилнинг апрель ва май ойларида пасайиш кузатилган бўлса, июнда мустаҳкамланиш қайд этилди (2.1.10-расм). Умуман олганда, II чорақда РСАК 0,9 фоизга пасайди.

2.1.9-расм. Трансчегаравий пул ўтказмалари ҳажми, млн. долл



2.1.10-расм. Реал самарали алмашув курси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бунда асосий таъсир савдо ҳамкорлари валюталарининг сўмга нисбатан мустаҳкамланиши билан изоҳланади. Бу, ўз навбатида, ташқи талабни қўллаб-қувватловчи муҳим омил бўлмоқда.

2.2. Инфляция динамикаси таҳлили

2026 йилнинг II чорагида **умумий инфляция** 6,4 фоизгача пасайди. Ушбу пасайиш, асосан, 2025 йилдаги энергия тарифлари оширилишининг юқори база таъсири чиқиб кетиши билан изоҳланади.

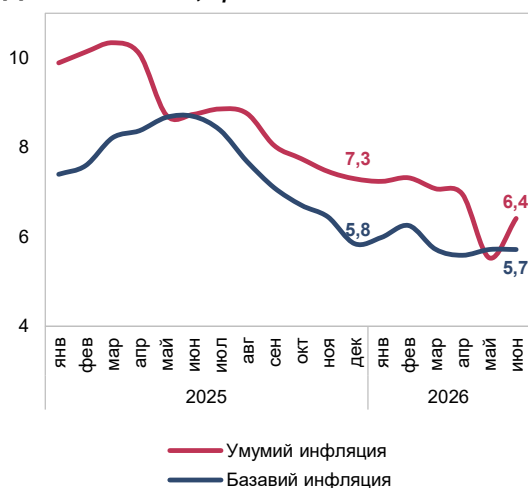
Май ойида умумий инфляция йиллик 5,5 фоизгача секинлашган бўлса, июнь ойида энергия тарифларининг оширилиши таъсирида бироз тезлашди. Йил бошидан умумий инфляция 0,9 фоиз бандга пасайди (2.2.1-расм).

Базавий инфляция чорак давомида деярли ўзгаришсиз 5,7 фоиз даражасида шаклланди. Бунда ноозиқ-овқатлар ва хизматлар базавий инфляциясининг пасайиши, озиқ-овқатлар базавий инфляциясининг тезлашиши билан бирга кечди.

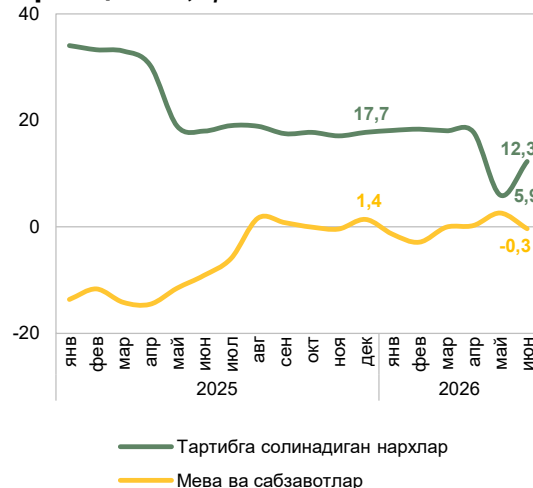
Базавий инфляция йил бошига нисбатан деярли ўзгармагани ҳамда унинг муқобил кўрсаткичлари, хусусан, қисқартирилган ИНИ ҳам ўзгаришсиз сақланиб қолаётгани ва ИНИ медианаси бироз тезлашгани иқтисодиётда айрим инфляцион босимлар сақланиб қолаётганини кўрсатмоқда (2.2.3-расм).

Буни инфляциянинг барқарор кўрсаткичлари ҳам намоён этмоқда. Йиллик инфляцияси тезлашган товар ва хизматлар улуши март ойидан буён ошиши ҳамда ИНИ саватида нархлари 5 фоиздан юқори ўсиши кузатилаётган товар ва хизматлар улуши пасайиш тенденциясидан тўхташи инфляцияга талаб омиллари таъсири сақланиб қолаётганига ишора бермоқда (2.2.4-расм).

2.2.1-расм. Умумий ва базавий инфляциянинг йиллик ўзгариши динамикаси, фоизда



2.2.2-расм. Тартибга солинадиган нархлар ҳамда мева ва сабзавотлар инфляцияси, фоизда



Манба: Миллий статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари

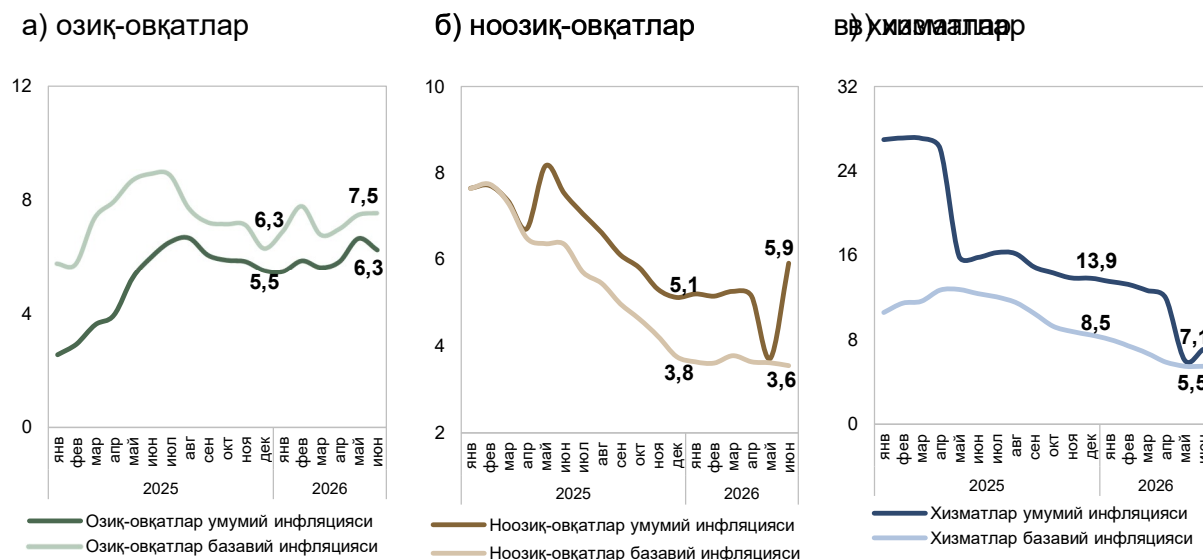
Истеъмол саватининг асосий гуруҳлари инфляцияси

Озиқ-овқат маҳсулотлари. Май ойида айрим сабзавотлар ва гўшт маҳсулотлари нархларининг ошиши таъсирида озиқ-овқатлар инфляцияси 6,7 фоизгача тезлашди. Июнь ойида меваларнинг мавсумий таклифи ортиши натижасида нархлар ўсиши секинлашиб, озиқ-овқатлар инфляцияси 6,3 фоизгача пасайди. Шунга қарамай, озиқ-овқатлар инфляцияси йил бошига нисбатан 0,8 фоиз бандга юқори шаклланмоқда. Бунда озиқ-овқатлар базавий инфляцияси йил бошидан ўсувчи трендда бўлиб, июнь ойида 7,5 фоизга етди. Ушбу динамика истеъмол талаби фаоллигини намоён этмоқда.

Ноозиқ-овқат маҳсулотлари. Май ойида автомобиль учун метан нархлари оширилишининг юқори база таъсири чиқиб кетиши ҳисобига ноозиқ-овқатлар инфляцияси 3,7 фоизгача пасайди. Июнь ойида эса тошқўмир ва автомобиль учун метан нархининг оширилиши ҳамда пропан ва бензин нархлари ўсишининг тезлашиши ноозиқ-овқатлар инфляциясининг 5,9 фоизгача кўтарилишига олиб келди. Бунда ноозиқ-овқатлар базавий инфляцияси барқарор 3,6 фоиз атрофида шаклланмоқда.

Хизматлар. Хизматлар инфляцияси электр энергия ва тармоқ газ нархлари юқори база таъсири чиқиб кетиши натижасида апрель ойидаги 12 фоиздан май ойида 6,1 фоизгача секинлашди. Июнь ойида тармоқ газ ва электр энергияси тарифларнинг навбатдаги оширилиши натижасида хизматлар инфляциясининг 7,1 фоизгача тезлашган бўлса-да, хизматлар базавий инфляцияси 5,5 фоизни ташкил этди.

1-расм. ИНИ асосий гуруҳлари инфляцияси динамикаси, фоизда

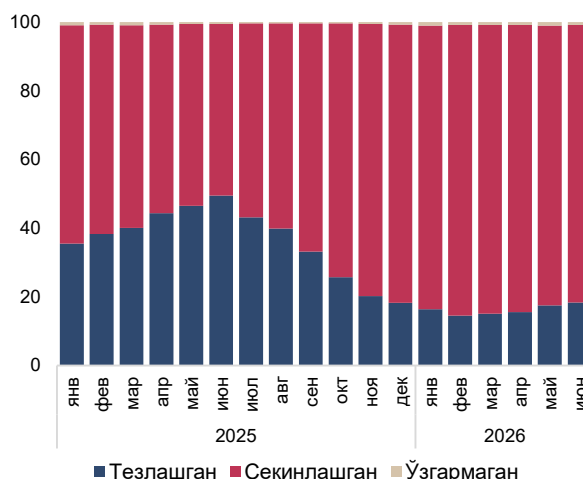


Манба: Миллий статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари

2.2.3-расм. Базавий инфляция, қисқартирилган инфляция ва ИНИ медианаси динамикаси, фоизда



2.2.4-расм. Йиллик солиштирма нарх ўзгаришлари, фоизда



Манба: Миллий статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари

Тартибга солинадиган нархлар инфляцияси ўтган йилги юқори база таъсирларининг чиқиб кетиши ҳисобига май ойида 5,9 фоизгача пасайди. Июнь ойида электр энергияси ва тармоқ газ, автомобиль учун метан ҳамда тошқўмир нархларининг оширилиши (*умумий инфляцияга бевосита таъсири 1 фоиз банд*) натижасида ушбу гуруҳ инфляцияси 12,3 фоизгача тезлашди (2.2.2-расм).

Мазкур тартибга солинадиган нархларнинг ошиши июнь ойидаги бевосита таъсиридан ташқари келгуси чоракларда транспорт ва ишлаб чиқариш харажатлари ошиши орқали бошқа истеъмол нархларига иккиламчи инфляцион босимларни ҳам кучайтириши мумкин.

Мева ва сабзавотлар инфляциясида февраль-май ойларидаги тезлашишдан сўнг чорак охирида сезиларли секинлашиш (*май ойига нисбатан -2,9 фоиз банд*) кузатилди.

Шу билан бирга, ташқи иқтисодий муҳитдаги ноаниқликларнинг сақланиб қолаётгани, жумладан, геосиёсий кескинликлар, импорт таъминотида юзага келиши мумкин бўлган узилишлар, транзит ва ташиш йўналишларининг ўзгариши шароитида импорт товарларнинг нархлари кўтарилиши орқали ички нархларга қўшимча босим яратиши мумкин.

Бундан ташқари, энергия нархлари оширилишининг иккиламчи таъсирлари билан бир қаторда истеъмол талабининг ортаётгани пул-кредит шароитлари қатъийлигини узоқроқ давом эттиришни тақозо этади.

2.3. Пул-кредит шароитлари

2026 йилнинг II чорагида ички талабнинг юқори суръатларда ўсиши ва ташқи иқтисодий муҳитдаги ноаниқликларнинг кучайиши инфляциян хатарларнинг сақланиб қолишига олиб келди. Ушбу шароитда пул-кредит сиёсатининг етарли даражада қатъийлигини таъминлаш мақсадида асосий ставка йиллик 14 фоиз даражасида сақлаб қолинди.

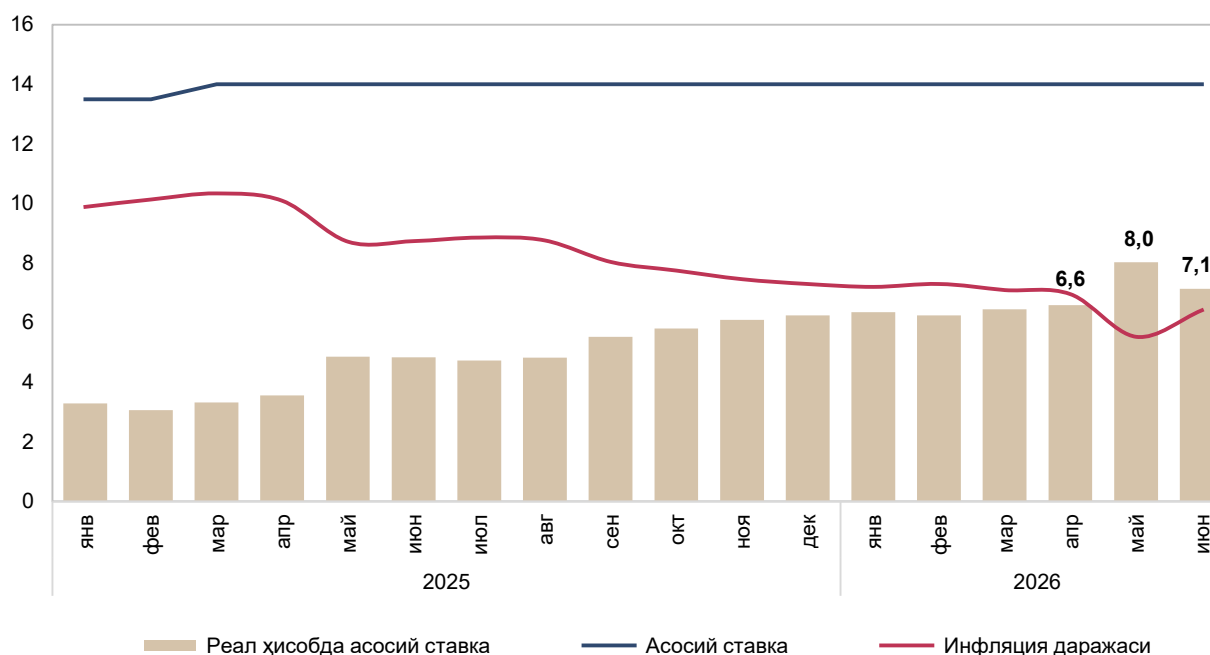
Реал ҳисобда⁵ асосий ставка чорак якунида 7,1 фоизгача етди. Бу, асосан, инфляциянинг пасайиши билан боғлиқ бўлиб, пул-кредит шароитларининг қатъийлигини таъминловчи омил бўлди (2.3.1-расм).

Шу билан бирга, II чорақда банк тизимида ликвидлик профицити сезиларли ошди. Апрель-июнь ойларида ликвидлик профицитининг ўртача кунлик қолдиғи 74,4 трлн сўмни (I чорақда - 55,4 трлн сўм) ташкил этган бўлса, июнь ойида 81,2 трлн сўмга етди (2.3.2-расм).

Ликвидлик профицитининг ошишига асосан бюджет операциялари таъсир кўрсатди. II чорақда уларнинг таъсири 30,6 трлн сўмни ташкил этди (I чорақда - 11,3 трлн сўм) (2.3.3-расм).

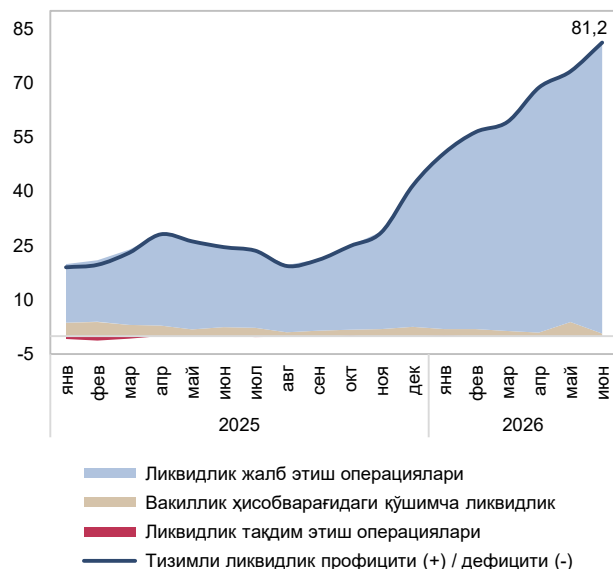
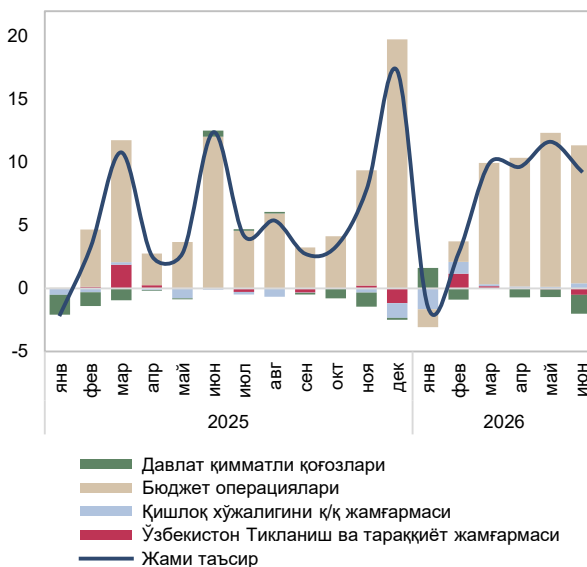
Марказий банк ликвидлик профицитининг пул бозори фоиз ставкаларига юмшатувчи таъсирини чеклаш мақсадида ликвидликни жалб қилиш инструментларидан фаол фойдаланди.

2.3.1-расм. Асосий ставканинг реал даражаси динамикаси, фоизда



⁵ Асосий ставканинг реал даражасини ҳисоблашда умумий инфляциядан фойдаланилган.

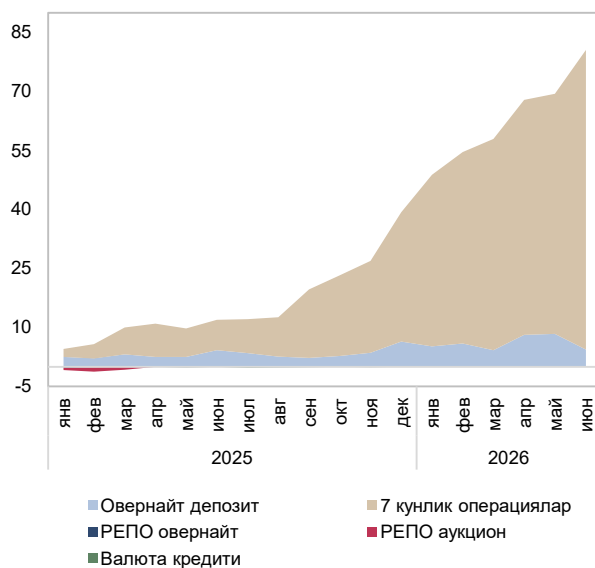
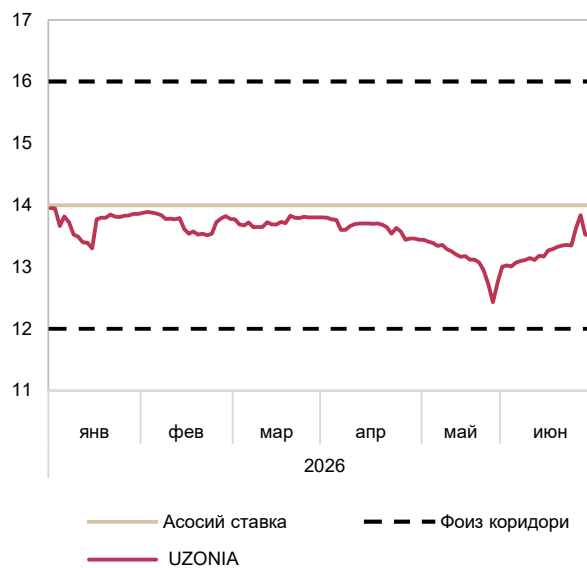
Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2.3.2-расм. Банк тизими ликвидлиги динамикаси, трлн сўм**2.3.3-расм. Бюджет операциялари таъсири, трлн сўм**

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Хусусан, II чорақда 7 кунлик Марказий банк облигацияларининг ўртача кунлик қолдиғи 65,6 трлн сўм (I чорақда - 48,7 трлн сўм) ва овернайт депозитлар бўйича ўртача кунлик қолдиқ 7 трлн сўмга (I чорақда - 5,1 трлн сўм) етди (2.3.4-расм).

Ликвидлик профицити юқори бўлганлиги сабабли банклар томонидан Марказий банкнинг ликвидлик тақдим этиш операцияларига талаби деярли шаклланмади, бунда кун давомидаги кредит инструменти мустасно.

2.3.4-расм. Марказий банкнинг пул-кредит операциялари, трлн сўм**2.3.5-расм. UZONIA кўрсаткичининг йил бошидан кунлик динамикаси, фоизда**

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2026 йил 16 июлдан бошлаб ликвидликни жалб қилишда 7 кунлик Марказий банк облигациялари ўрнига 7 кунлик РЕПО аукционлари амалиёти йўлга қўйилди.

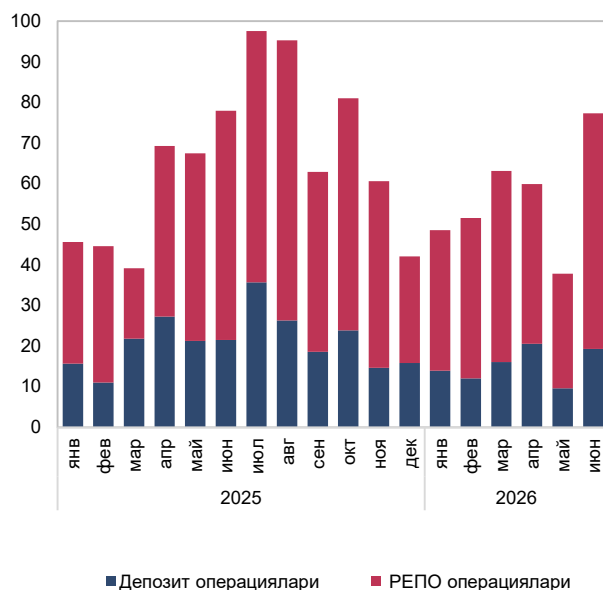
Шунингдек, РЕПО битимлари бўйича бир қатор чекловлар, жумладан, сотиб олинган облигацияларнинг иккиламчи бозордаги муомаласига доир чекловлар бекор қилинди ҳамда кутилмаган ликвидлик тебранишларини юмшатиш учун “тўғрилаш” РЕПО аукционларини ўтказиш тартиби жорий этилди. Ушбу ўзгаришлар банкларнинг ликвидликни бошқариш имкониятларини кенгайтириб, пул-кредит сиёсати трансмиссиясини кучайтиришга хизмат қилади.

Пул бозоридаги фоиз ставкалари чорак давомида фоиз коридори доирасида шаклланди ва II чоракда ўртача UZONIA ставкаси 13,4 фоизни ташкил этди (2.3.5-расм).

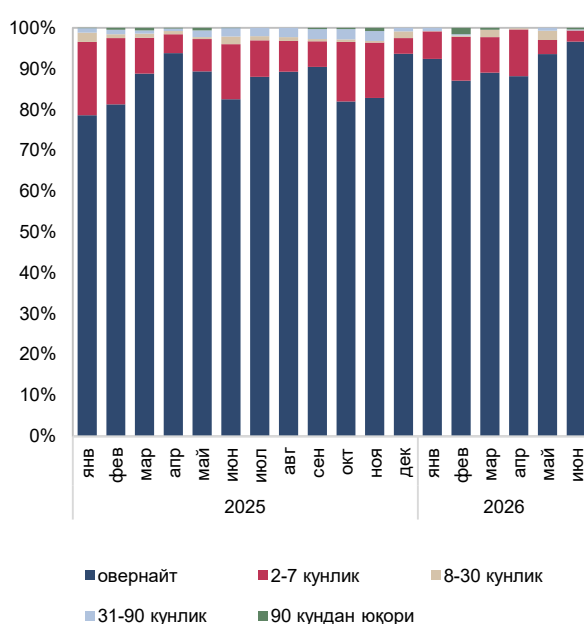
Банклараро пул бозоридаги операциялар ҳажми эса 7 фоизга ошиб, 175 трлн сўмга етди (I чоракда - 163 трлн сўм). РЕПО операцияларининг пул бозоридаги ўртача улуши 72 фоиз даражасида сақланди (2.3.6-расм).

Муддатлар кесимида овернайт амалиётларининг пул бозоридаги улуши 93 фоизгача ошди (I чоракда - 89 фоиз) (2.3.7-расм). Бу пул бозорида қисқа муддатли ликвидлик операцияларига талаб юқори эканини кўрсатади.

2.3.6-расм. Пул бозори ҳажми, трлн сўм



2.3.7-расм. Муддатлар кесимида пул бозори амалиётлари, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

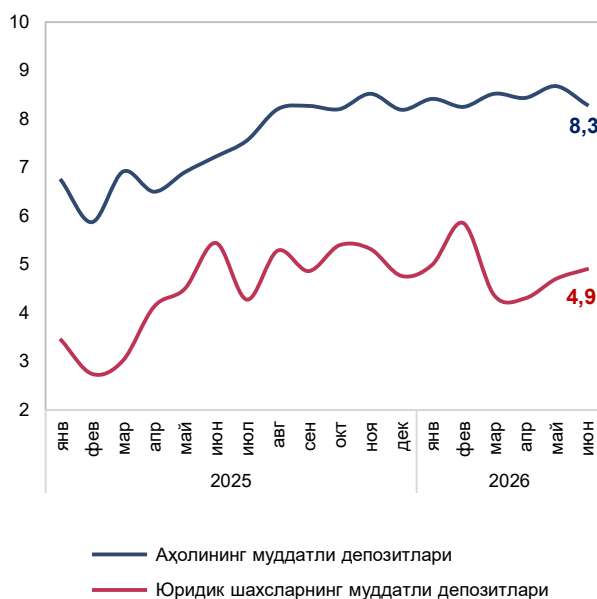
Қатъий пул-кредит шароитлари миллий валютадаги депозитларнинг жозибadorлигини сақлаб қолди. Июнь ойида аҳоли депозитлари бўйича ўртача реал фоиз ставка⁶ 8,3 фоизни, корпоратив депозитлар бўйича эса 4,9 фоизни ташкил этди (2.3.8-расм).

Натижада миллий валютадаги депозитлар йиллик ҳисобда 46,1 фоизга ўсиб, 279 трлн сўмга етди. Айниқса, юридик шахсларнинг миллий валютадаги муддатли ва жамғарма депозитлари юқори суръатларда йиллик 70,3 фоизга ўсиб, 59,4 трлн сўмга тенг бўлди. Аҳолининг депозитлари эса 41,7 фоизга ошиб, 125,4 трлн сўмга етди (2.3.9-расм).

Депозитлар бўйича реал фоиз ставкалар кредит қийматига ҳам таъсир кўрсатди. Июнь ойида аҳоли кредитлари бўйича ўртача реал фоиз ставка 10,3 фоизни, корпоратив кредитлар бўйича реал фоиз ставкалар 10,8 фоизни ташкил этди (2.3.10-расм).

Иқтисодиётга ажратилган кредитлар қолдиғи йиллик ўсиши мақбуллашиб, 12,9 фоизни ташкил этди ва 1 июль ҳолатига жами кредитлар қолдиғи 699 трлн сўмга тенг бўлди. Бунда, аҳолига берилган кредитлар қолдиғи йиллик ҳисобда 19,9 фоизга ўсган бўлса, корпоратив кредитлар ўсиш суръати 13,4 фоизга тенг бўлди (2.3.11-расм).

2.3.8-расм. Миллий валютадаги депозитлар бўйича реал фоиз ставкалар, фоизда

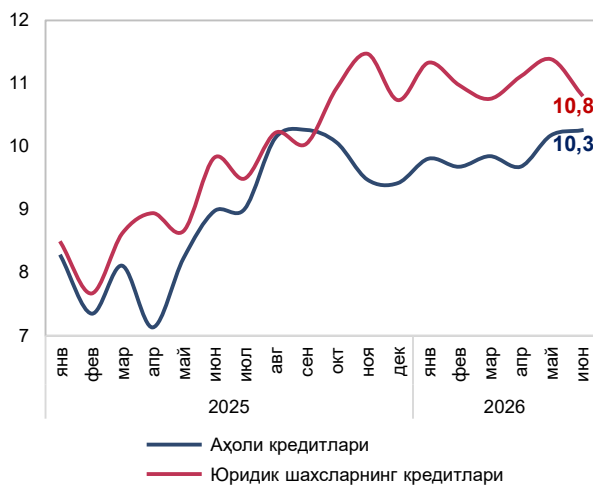
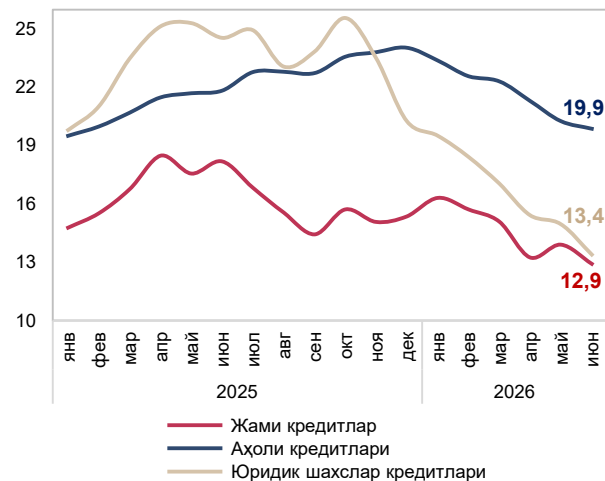


2.3.9-расм. Миллий валютадаги депозитларнинг ўсиш динамикаси, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

⁶ Ставкаларнинг реал даражасини ҳисоблашда аҳоли ва бизнес инфляцион кутилмаларидан фойдаланилган.

2.3.10-расм. Миллий валютадаги кредитлар бўйича реал фоиз ставкалар, фоизда**2.3.11-расм. Иқтисодиётга ажратилган кредитлар қолдиғи ўзгариши, фоизда**

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Умуман олганда, жорий йилнинг II чорагида пул-кредит шароитлари асосан қатъий шаклланди ва пул бозоридаги ликвидлик профицити шароитида ялпи талабни тийиб туришда муҳим аҳамият касб этди.

Жумладан, миллий валютадаги муддатли ва жамғарма депозитларнинг барқарор юқори суръатларда ошиши, миллий валютада ажратилган кредитларнинг ўсиш суръати секинлашиши йил бошидан инфляцион босимларни жиловлашга хизмат қилмоқда.

Келгусида инфляциянинг 5 фоизлик таргетга босқичма-босқич яқинлашишини таъминлаш мақсадида пул-кредит шароитларининг етарли даражада қатъийлиги сақлаб борилади. Бунда пул-кредит сиёсати позицияси ички талаб, инфляция ва инфляцион кутилмалар динамикаси, шунингдек, ташқи иқтисодий шароитлар ва ликвидлик ҳолатига қараб шакллантирилади.

Ноаниқликлар шароитида пул-кредит сиёсати коммуникацияси: асосий ставка траекториясини эълон қилишдан қарор қабул қилиш мантиғини тушунтиришга ўтиш

Олдиндан сигналлар бериш ёндашуви (forward guidance) пул-кредит сиёсати коммуникациясининг асосий воситаларидан бири бўлиб, асосий ставканинг кутилаётган келгуси траекторияси ҳақида ахборот беришни назарда тутди. Ушбу ёндашув 2008 йилги глобал молиявий инқироздан сўнг инфляцияни таргетлаш режимидаги кўплаб марказий банклар амалиётида кенг қўлланила бошлади. Нисбатан барқарор ва иқтисодий жараёнларни баҳолаш имкони юқори бўлган макроиқтисодий шароитларда юзага келиши мумкин бўлган шокларни олдиндан аниқлаш ҳар доим ҳам имконли бўлмаса-да, уларнинг иқтисодиётга таъсирини етарлича ишончли баҳолаш мумкин эди. Бу эса эълон қилинган асосий ставка траекториясини янги маълумотлар келиб тушган тақдирда ҳам кескин ўзгартирмасдан сақлаш имконини бериб, мазкур коммуникация воситасининг самарадорлигини таъминлаган.

Сўнгги йилларда ушбу ёндашувнинг самарадорлиги пасайди. Пандемия оқибатлари, энергия ва озиқ-овқат нархларидаги кескин ўзгаришлар, ташқи савдо сиёсатидаги янгиликлар ҳамда геосиёсий кескинликлар таклиф томонидан юзага келадиган шокларни кўпайтирди. Бундай шоклар ва уларнинг иқтисодиётга таъсирини олдиндан баҳолаш талаб омиллари билан боғлиқ ўзгаришларга нисбатан анча мураккаб.

Шу сабабли макроиқтисодий прогнозлар тез-тез қайта кўриб чиқилмоқда, эълон қилинган асосий ставка траекториялари эса янги маълумотлар таъсирида сезиларли ўзгармоқда. Бу бозор иштирокчилари учун ноаниқликни ошириши ва ставка траекториясидаги ўзгаришлар етарлича тушунтирилмаса, марказий банк коммуникациясига бўлган ишончни сусайтириши мумкин.

Ушбу шароитда пул-кредит сиёсати коммуникациясида асосий эътибор ставка траекториясини олдиндан кўрсатишдан қарор қабул қилиш тамойилларини тушунтиришга (framework guidance) босқичма-босқич ўтмоқда. Бунда марказий банк инфляция, иқтисодий фаоллик, инфляцион кутилмалар ва бошқа муҳим кўрсаткичлар ўзгарганда пул-кредит сиёсати қандай йўналишда шаклланишини тушунтиради.

Ушбу ёндашувда сиёсатнинг олдиндан тушунарли бўлиши маълум ставка траекториясига эмас, балки янги маълумотлар асосида қарорлар қандай ва қайси тамойиллар бўйича қабул қилинишига боғлиқ. Бу коммуникациянинг шаффофлигини сақлаш билан бирга, пул-кредит сиёсатини ўзгарувчан иқтисодий шароитларга мослаштириш имконини беради (1-жадвал).

Қарор қабул қилиш тамойилларига асосланган коммуникация ягона базавий прогноз билан чекланмайди. Бозор иштирокчилари нафақат энг эҳтимолий макроиқтисодий сценарийни, балки иқтисодий шароитлар прогноздан фарқ қилган тақдирда Марказий банк қандай қарор қабул қилиши ва пул-кредит сиёсатини қай тарзда мослаштиришини ҳам тушуниши муҳим.

1-жадвал. Олдиндан сигналлар бериш ва қарор қабул қилиш тамойилларининг қиёсий тавсифи

Кўрсаткичлар	Олдиндан сигналлар бериш (forward guidance)	Қарор қабул қилиш тамомойилларини тушунтириш (framework guidance)
Коммуникация объекти	Асосий ставканинг кутилаётган келгуси траекторияси	Пул-кредит сиёсати реакцияси функцияси
Таҳлилий асос	Ягона базавий прогноз	Базавий прогноз ва муқобил сценарийлар
Асосий афзаллик	Яқин муддатли ставка бўйича кутилмаларни барқарорлаштиради	Шаффофликни сақлаган ҳолда сиёсатнинг мослашувчанлигини таъминлайди
Асосий чеклов	Ставка траекторияси қайта кўриб чиқилганда ишонч пасайиши мумкин	Марказий банкнинг иқтисодий шароитга жавобан қарор қабул қилиш қондасини бозор иштирокчилари томонидан тўғри талқин қилиниши

Манба: Марказий банк мутахассислари томонидан тузилган жадвал

Шу сабабли сценарийли таҳлил прогнозлаштириш ва коммуникация жараёнининг муҳим таркибий қисмига айланиб бормоқда.

Инфляцион таргетлаш режимидаги марказий банклар асосий прогноз билан бир қаторда ноаниқликларнинг асосий манбаларини қамраб олувчи муқобил сценарийларни ҳам ишлаб чиқмоқда. Ушбу сценарийлар алоҳида прогноз сифатида эмас, балки турли ташқи ва ички шароитларда иқтисодиёт қандай ривожланиши ва пул-кредит сиёсати қайси ҳолатларда ўзгариши мумкинлигини баҳолаш воситаси сифатида қўлланилади. Бу бозор иштирокчиларига Марказий банкнинг турли иқтисодий шароитларда қандай қарор қабул қилишини яхшироқ тушуниш имконини беради ҳамда асосий ставканинг олдиндан белгиланган траекториясини эълон қилиш заруратини камайтиради.

Халқаро амалиётда пул-кредит сиёсати қарорларини ноаниқлик ва хатарларни ҳисобга олган ҳолда қабул қилишга асосланган ёндашувлар кенгайиб бормоқда. Хусусан, АҚШ Федерал Захира Тизими (ФЗТ) коммуникация ёндашувини қайта кўриб чиқиб, асосий ставканинг келгуси траекториясини олдиндан кўрсатишдан кўра, қарорларни келиб тушаётган иқтисодий маълумотлар, бозор сигналлари ва хатарлар асосида қабул қилишга кўпроқ эътибор қаратмоқда. Бунда бозор иштирокчилари муайян ставка йўналишига боғланиб қолмасдан, иқтисодий маълумотларни мустақил баҳолаши, ФЗТ эса янги шароитларга мос равишда қарор қабул қилиш имкониятини сақлаб қолиши назарда тутилади.

Европа Марказий банки ҳам қарор қабул қилишда фақат базавий прогноз билан чекланмасдан, унинг атрофидаги хатарлар ва ноаниқликларни ҳам ҳисобга олишга ўтмоқда.

Шу мақсадда муқобил сценарийлар ва қўшимча таҳлилларидан фойдаланилиб, иқтисодий шароитлар асосий прогноздан фарқ қилган тақдирда пул-кредит сиёсати қандай мослашиши мумкинлиги баҳоланади. Бу юқори ва кутилмаган шокларга нисбатан пул-кредит сиёсатининг мослашувчанлигини оширишга хизмат қилади.

Арманистон Марказий банки мазкур ёндашувни FPAS Mark II тизими доирасида институционалаштирди. Ушбу тизимда пул-кредит сиёсати ягона базавий прогноз асосида энг мақбул қарорни топиш жараёни сифатида эмас, балки ноаниқлик шароитида хатарларни бошқариш жараёни сифатида қаралади. Бунда бир нечта эҳтимолий сценарийлар таҳлил қилиниб, турли шароитларда барқарорроқ натижа берадиган ва эҳтимолий йўқотишларни чеклайдиган пул-кредит сиёсати қарорларига устуворлик берилади.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки амалиёти

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки коммуникациясида ҳам асосий эътибор пул-кредит сиёсати қарорлари турли иқтисодий шароитларда қандай шаклланишини тушунтиришга босқичма-босқич кўчмоқда.

Хусусан, 2026-2028 йилларга мўлжалланган Пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишларида базавий прогноз билан бир қаторда муқобил сценарийлар ҳамда уларга мос пул-кредит сиёсати чоралари тақдим этилди. Бу иқтисодий шароитлар базавий прогноздан фарқ қилган тақдирда Марказий банк сиёсати қандай мослашиши мумкинлигини олдиндан тушунтиришга хизмат қилади.

2026-2028 йилларга мўлжалланган асосий йўналишларда сценарийли ёндашув янада такомиллаштирилиб, ташқи ва ички хатарлар алоҳида баҳолана бошланди. Бу турли шокларнинг макроиқтисодий кўрсаткичларга эҳтимолий таъсирини ва бундай шароитларда пул-кредит сиёсати бўйича қандай қарорлар қабул қилиниши мумкинлигини алоҳида кўриб чиқиш имконини беради.

Шунингдек, 2026 йил I чорак учун Пул-кредит сиёсати шарҳида инфляция прогнози базавий, ижобий ва салбий сценарийлар доирасида тақдим этилди. Уларда ташқи шароитлар, тартибга солинадиган нархлар, импорт нархлари, валюта курси ва бошқа хатар омилларининг инфляцияга эҳтимолий таъсири баҳоланди.

Шу тариқа, Марказий банк коммуникациясида муайян асосий ставка траекториясини олдиндан белгилашдан кўра, иқтисодий шароитлар ўзгарганда қарорлар қайси омиллар ва тамойиллар асосида қабул қилинишини тушунтиришга кўпроқ эътибор қаратиш марказий банклар ўртасида оммалашмоқда. Бу юқори ноаниқлик шароитида пул-кредит сиёсати қарорларининг шаффофлиги ва изчиллигини оширишга хизмат қилади.

Нархлар шаклланишидаги ахборот асимметриясини камайитиришда сунъий интеллектнинг ўрни

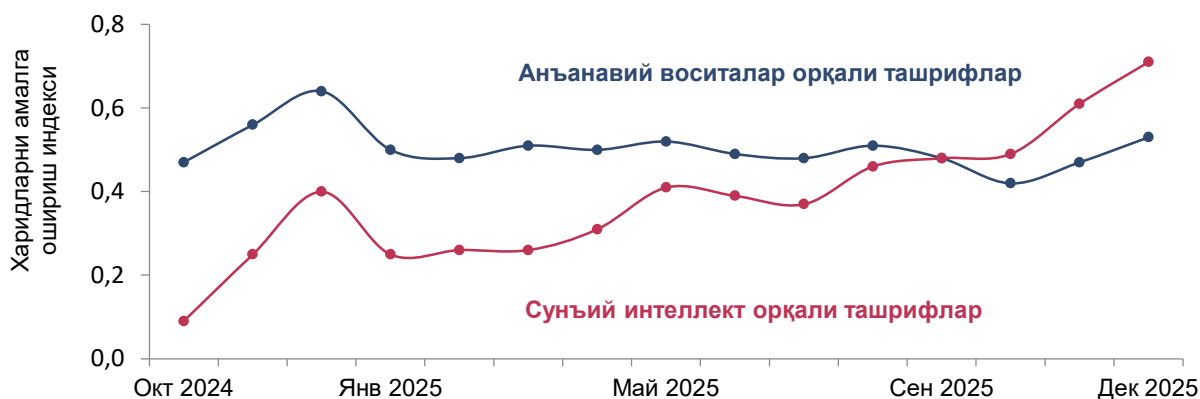
Марказий банкнинг асосий мақсади бўлган нархлар барқарорлигини таъминлаш кўп жиҳатдан иқтисодиётда нархларнинг бозор тамойиллари асосида самарали шаклланишига боғлиқ. Нархлар талаб ва таклифдаги ўзгаришларни тўлиқ ҳамда ўз вақтида акс эттиргандагина иқтисодий субъектлар учун ишончли сигнал вазифасини бажаради, ресурслар самарали тақсимланади ва пул-кредит сиёсати қарорларининг иқтисодиётга таъсири кучаяди. Шу нуқтаи назардан, нарх шаклланишини чекловчи омиллардан бири бўлган ахборот асимметриясини камайитириш муҳим аҳамиятга эга.

Ахборот асимметрияси сотувчи ва харидорнинг товар нархи, сифати, хусусиятлари ва муқобил таклифлар тўғрисида турли даражада ахборотга эга бўлишини англатади. Жорж Акерлофнинг “лимонлар бозори” модели ушбу ҳолат бозор механизмларининг самарасиз ишлашига олиб келиши мумкинлигини назарий жиҳатдан асослаб берган. Истеъмолчи муқобил таклифлар ҳақида етарли маълумотга эга бўлмаганда, сотувчилар рақобат шароитида шаклланиши мумкин бўлган нархдан юқориқ нарх белгилаш имкониятига эга бўлади. Натижада бир хил товарнинг турли сотувчилардаги нархлари ўртасида катта тафовут юзага келади.

Сўнгги йилларда сунъий интеллект (СИ) технологияларининг ривожланиши ахборот асимметриясини камайитириш учун янги имкониятларни яратмоқда. СИнинг таъсири, асосан, қидирув харажатларини камайитириш, маҳсулот сифати тўғрисидаги сигналларни яхшилаш ва талаб ҳамда таклифни мувофиқлаштириш каналлари орқали намоён бўлади.

Биринчидан, СИ асосидаги қидирув тизимлари, нарх агрегаторлари ва таҳлилий платформалар истеъмолчиларга турли сотувчиларнинг нархлари, чегирмалари ва етказиб бериш шартларини қисқа вақтда таққослаш имконини беради. Жорж Стиглернинг қидирув харажатлари назариясига кўра, ахборот излашнинг қимматлиги нархлар тафовути сақланиб қолишининг асосий сабабларидан биридир. СИ ушбу харажатларни камайитириб, истеъмолчиларнинг муқобил таклифларни аниқлаш имкониятини кенгайтиради.

1-расм. Онлайн савдо платформаларига ташриф буюрувчиларнинг харидни амалга ошириш даражаси: СИ орқали ва анъанавий воситалар ташрифлар



Манба: Adobe Digital Insights интернет нашри.

Натижада сотувчилар ўртасидаги рақобат кучаяди, ахборот етишмаслиги ҳисобига шаклланидиган нарх устамалари ва бир хил товарлар бўйича нархлар тафовути қисқаради.

Таҳлилларга кўра, СИ-чатботлар орқали чакана савдо сайтларига кирган истеъмолчиларнинг харидни амалга ошириш даражаси 2024 йил охиридан бошлаб изчил ўсган ва 2025 йил сентябрида анъанавий рақамли воситалар орқали келган харидорлар кўрсаткичидан юқори бўлган. Бу СИ воситалари ёрдамида маҳсулот ва нархлар тўғрисида олдиндан маълумот тўплаган истеъмолчилар бозорга тўлиқроқ ахборот билан кириши ва ўз эҳтиёжига мос таклифни тезроқ аниқлашини кўрсатади (1-расм).

Иккинчидан, СИ товар ва хизматлар сифати тўғрисидаги ахборотни умумлаштириш имконини беради. Табиий тилни қайта ишлаш алгоритмлари кўплаб истеъмолчи шарҳлари, рейтинглари ва шикоятларини таҳлил қилиб, маҳсулотнинг сифати, етказиб бериш тезлиги ва нарх-сифат нисбати бўйича тизимли хулоса шакллантиради. Бу харидорларнинг фақат сотувчи тақдим этган ахборотга боғлиқлигини камайтиради, сифатли маҳсулотларнинг тўғри нархланишига ёрдам беради ва паст сифатли товарларни юқори нархда сотиш имкониятини чеклайди.

Учинчидан, СИ тарихий сотувлар, мавсумийлик, об-ҳаво, логистика ва истеъмолчилар хулқ-атворини таҳлил қилиш орқали талабни аниқроқ прогнозлашга хизмат қилади. Бу ишлаб чиқарувчилар ва сотувчиларга ишлаб чиқариш ҳажми ҳамда товар захираларини бозор эҳтиёжига мослаштириш, ортиқча маҳсулот ёки тақчиллик хавфини камайтириш имконини беради. Натижада талаб ва таклиф номутаносиблигидан келиб чиқадиган кескин нарх тебранишлари юмшайди.

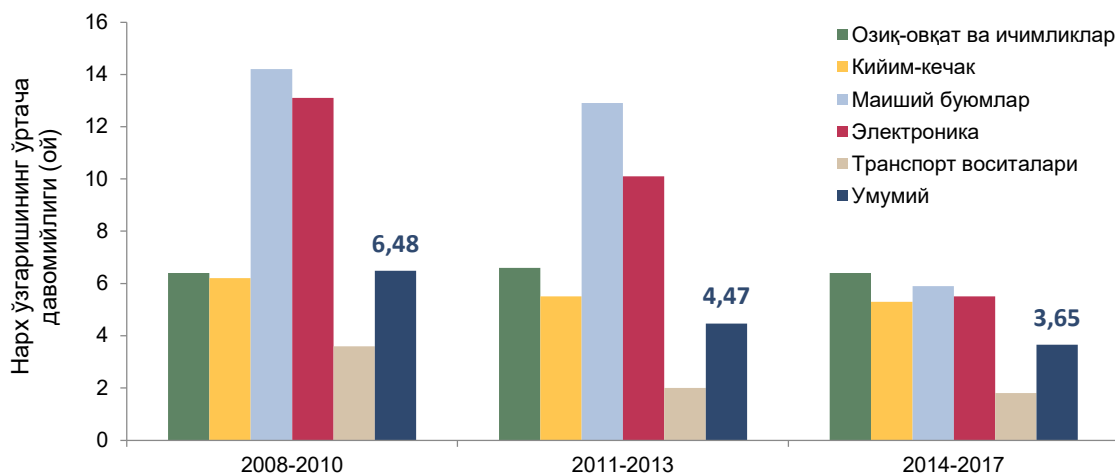
Ахборот асимметриясининг камайиши пул-кредит сиёсати самарадорлигига ҳам таъсир кўрсатади. Рақамли савдо ва СИ воситалари нархларни кузатиш ва қайта кўриб чиқиш жараёнини тезлаштиради. Городниченко ва Талавера тадқиқоти онлайн нархлар анъанавий савдо нуқталаридаги нархларга нисбатан тез-тез ўзгаришини кўрсатган. АҚШда нархларнинг ўртача ўзгармаслик муддати 2008-2010 йиллардаги 6,5 ойдан 2014-2017 йилларда 3,7 ойгача қисқарган. Ушбу тенденция электрон тижорат улуши тез ўсган маиший буюмлар ва электроника тармоқларида айниқса яққол намоён бўлган (2-расм).

Нархларнинг иқтисодий шароитларга тезроқ мослашиши асосий ставка ўзгаришларининг ялпи талаб, валюта курси ва ишлаб чиқариш харажатлари орқали инфляцияга таъсирини тезлаштириши мумкин. Шу билан бирга, нархларнинг юқори частотада ўзгариши қисқа муддатли тебранишларни ҳам кучайтириши мумкин. Шу сабабли Марказий банк учун вақтинчалик нарх ўзгаришларини барқарор инфляцион тенденциялардан ажратиш муҳим аҳамият касб этади.

Нархлар ҳақидаги маълумотларнинг кенг ва тезкор тарқалиши инфляцион кутилмаларнинг ҳақиқий нарх динамикасига яқинлашишига ҳам ёрдам беради. Истеъмолчилар турли сотувчилар нархларини таққослаш имконига эга бўлганда, алоҳида товардаги юқори нархни бутун бозорга хос тенденция сифатида қабул қилиш эҳтимоли камайдиган. Бу инфляцион кутилмаларнинг асоссиз ошишини чеклаб, Марказий банк коммуникациясининг самарадорлигини оширади.

Бироқ СИНинг нарх шаклланишига таъсири бир томонлама эмас. Алгоритмик нархлаш сотувчиларга рақобатчилар нархларини реал вақт режимида кузатиш ва ўз нархларини автоматик мослаштириш имконини беради.

2-расм. Нархларнинг мослашувчанлиги: рақамли рақобат таъсири



Манба: Adobe Digital Insights интернет нашри.

Айрим ҳолатларда бу нарх рақобатини кучайтирса, бошқа шароитларда алгоритмлар нархларни юқори даражада ўзаро мувофиқлаштириши мумкин. Айниқса, бир нечта сотувчи бир хил алгоритм, дастур ёки маълумотлар манбасидан фойдаланганда бундай хавф ортади.

Шунингдек, СИ истеъмолчининг харид тарихи, жойлашуви ва тўловга тайёрлиги асосида шахсийлаштирилган нарх таклиф қилиши мумкин. Алгоритмнинг ишлаш тамойили шаффоф бўлмаса, бир хил товарнинг турли харидорларга турлича нархда таклиф қилиниши нарх дискриминацияси ва истеъмолчилар ишончининг пасайишига олиб келади. Бундан ташқари, тўлиқ бўлмаган ёки сифатсиз маълумотлар асосида ишлайдиган моделлар талаб ва нархлар тўғрисида нотўғри хулосалар чиқариши мумкин.

Ўзбекистонда электрон тижорат, рақамли тўловлар ва онлайн платформалар ривожланиб бораётгани нархлар тўғрисидаги маълумотлар қамровини кенгайтирмоқда. Шу муносабат билан Марказий банк томонидан асосий истеъмол товарлари ва хизматлар бўйича онлайн нархларни автоматик йиғиш ва таҳлил қилиш тизимини ривожлантириш мақсадга мувофиқ. Ушбу маълумотлар ҳудудлар, савдо нуқталари ва сотувчилар бўйича нархлар тафовутини баҳолаш, инфляцион хатарларни эрта аниқлаш ва қисқа муддатли инфляция прогнозларини такомиллаштириш учун хизмат қилиши мумкин.

Хулоса қилиб айтганда, сунъий интеллект нархларни автоматик таққослаш, маҳсулот сифати тўғрисидаги ахборотни умумлаштириш ва талабни аниқроқ прогнозлаш орқали бозордаги ахборот асимметриясини камайтиришга хизмат қилади. Бу нарх сигналларининг аниқлиги, рақобат муҳити ва инфляцион жараёнлар шаффофлигини ошириб, пул-кредит сиёсати трансмиссиясини кучайтиришга хизмат қилади.