



Ўзбекистон Республикаси
Марказий банки

2025 йил IV 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%



МУНДАРИЖА

РЕЗЮМЕ	3
I. ЎРТА МУДДАТЛИ МАКРОИҚТИСОДИЙ ПРОГНОЗЛАР	5
1.1. Ташқи иқтисодий шароитларнинг ривожланиш истиқболлари	5
1-ҳавола. Олтин нархи динамикаси ва прогнози.....	10
1.2. Макроиқтисодий прогнозлар.....	13
1.3. Пул-кредит сиёсати истиқболи	18
2-ҳавола. Стейблкоинлар ва уларнинг банк тизимига таъсири.....	20
1.4. Инфляцион кутилмалар ва инфляция прогнози.....	24
1.5. Макроиқтисодий ривожланишдаги ноаниқликлар ва хатарлар	29
II. ЖОРИЙ МАКРОИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР	30
2.1. Ички иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб омиллари.....	30
2.2. Инфляция динамикаси таҳлили	35
3-ҳавола. Истеъмол нархлари индекси таркибидаги товар ва хизматлар нарх ўзгаришларининг таркибий таҳлили	39
2.3. Пул-кредит шароитлари.....	42

РЕЗЮМЕ

2025 йилда иқтисодий фаоллик кутилганидан юқори даражада шаклланди ва бу жараёнда барқарор ялпи талаб омиллари устувор бўлди. Инфляция пасайиш динамикасида давом этиб, товарлар нархлари ўсиши секинлашиши кенг қамровли хусусият касб этмоқда.

Шу билан бирга, талаб омиллари таъсирида хизматлар инфляциясининг нисбатан юқори сақланиб қолиши, шунингдек, айрим озиқ-овқат товарлари нархлари ўсиши умумий инфляциянинг барқарор пасайишига муайян хатарлар туғдирмоқда.

Инфляцияни барқарор пасайиш траекториясида шаклланишини таъминлаш мақсадида асосий ставка 14 фоиз даражада сақлаб қолинди.

2025 йил декабрь ойида умумий инфляция прогноз доирасида шаклланиб, йиллик 7,3 фоизгача пасайди. Инфляциянинг пасайишига қатъий пул-кредит шароитлари, алмашув курсининг мустақамланиши ва импорт нархларининг ўзгариши базавий инфляциянинг секинлашиши таъсир кўрсатди. Хусусан, декабрь ойида базавий инфляция йиллик ҳисобда 5,7 фоизгача пасайди.

Хизматлар инфляцияси маълум даражада секинлашганига қарамасдан, талаб омиллари таъсирида умумий инфляциядан юқори даражада сақланиб қолмоқда. Шу билан бирга, иқтисодиётдаги инфляцион кутилмалар пасайиш тенденциясидан тўхтаб, декабрь ойида бироз ўсиши қайд этилди.

Ушбу омиллар инфляцияни таргет даражасигача барқарор пасайтириш учун пул-кредит шароитларини узоқроқ муддат қатъий сақлаб қолиш зарурлигини кўрсатади.

Янгиланган прогнозларга кўра, 2026 йил якунлари бўйича инфляция даражаси 6,5 фоиз атрофида шаклланиши кутилмоқда.

Юқори инвестицион фаоллик, фискал харажатлар ва пул ўтказмаларининг ортиб бориши иқтисодиётда даромадлар ўсиши ҳамда истеъмол талабини жорий йилда ҳам рағбатлантирувчи омил бўлади.

Бундан ташқари, айрим асосий озиқ-овқат товарлари таклифи билан боғлиқ хатарлар ҳамда қиш мавсумида таъминотдаги узилишлар келгуси ойларда озиқ-овқат ҳамда хизматлар нархларига оширувчи таъсир кўрсатиши мумкин.

Ташқи иқтисодий муҳитда ноаниқликлар сақланиб қолишига қарамасдан умумий таъсирлар нисбатан мўътадил бўлиши кутилмоқда. Асосий савдо ҳамкор мамлакатларда инфляция пасайиш трендига ўтди, жаҳон иқтисодиётида ўсиш суръатлари кутилганидан юқори шаклланди.

Қимматбаҳо металллар нархларининг юқори даражада ўсиши келгусида ҳам экспорт тушумлари ва бюджет даромадлари таркибида салмоқли улушга эга бўлиши прогноз қилинмоқда.

Ички валюта бозорида хорижий валюта таклифининг экспорт тушумлари, хорижий кредитлар ва пул ўтказмалари ҳисобига қўллаб-қувватланиши 2025 йилда сўмнинг 6,9 фоизга мустаҳкамланишига хизмат қилди. Бу, импорт инфляцияси босимини камайишига ва долларлашув даражасини пасайишига олиб келди ҳамда ташқи қарзга хизмат қилиш харажатларини камайтирди. Келгуси ойлarda ҳам ташқи шароитларнинг нисбатан қулай ва реал самарали алмашув курси динамикасини мувозанатли даражада шаклланиши бўйича кутилмалар мавжуд.

Жорий иқтисодий ва инвестицион фаоллик фонида йил якуни бўйича иқтисодий ўсиш суръатлари 6,5-7 фоиз атрофида шаклланиши кутилмоқда.

Банк тизимида ликвидлик профицитининг сақланиб қолиши фонида ликвидликни жалб қилиш операцияларини жадаллаштирилиши пул бозори ставкаларини асосий ставкага яқин 13,5-13,8 фоиз атрофида шаклланишини таъминлади. Натижада, ижобий реал фоиз ставкалар иқтисодиётда миллий валютадаги жамғармаларни рағбатлантириб, пул-кредит шароитларини қатъийлаштирувчи омил бўлиб қолмоқда.

Юқори ялпи талаб омиллари хусусан, фискал рағбатлантиришлар ҳамда юқори чакана кредитлаш суръатлари шароитида асосий ставкани жорий қатъий даражада сақлаб қолиш инфляцион хатарларни жиловлашга хизмат қилади.

Марказий банк келгусида ҳам инфляция динамикаси, инфляцион кутилмалар, ялпи талаб ва ташқи хатарларни диққат билан кузатиб боради.

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

I. ЎРТА МУДДАТЛИ МАКРОИҚТИСОДИЙ ПРОГНОЗЛАР

1.1. Ташқи иқтисодий шароитларнинг ривожланиш истиқболлари

Сўнги чоракларда ташқи иқтисодий шароитлар Ўзбекистон иқтисодиёти учун нисбатан қулай шаклланди. Ушбу вазият жаҳон бозорларида хомашё товарлари нархларининг ўсиши ҳамда глобал молиявий шароитларнинг юмшаши орқали намоён бўлди.

Шу билан бирга, геосиёсий ва глобал савдога боғлиқ ноаниқликлар сақланиб қолаётгани ҳамда бунга қўшимча равишда спекулятив омиллар кучайиши келгуси чоракларда ҳам айрим бозорлардаги муҳитнинг ўзгарувчанлиги давом этишига олиб келиши мумкин. Асосий савдо ҳамкорларда иқтисодий вазият турлича шаклланиб, инфляция кўрсаткичлари пасайишда давом этаётган бўлса-да, пул-кредит шароитларининг юмшатилиши эҳтиёткорона амалга оширилмоқда.

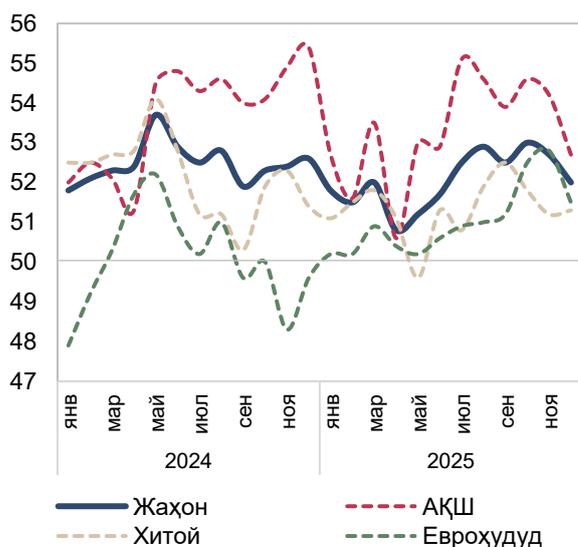
2025 йилнинг сўнги чорагида ташқи иқтисодий шароитлар нисбатан қулай йўналишда шаклланди (1.1.1-расм). Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларда иқтисодий ўсиш суръатларининг бозор кутилмаларидан юқори шаклланиши келгуси даврларда ҳам глобал талабнинг барқарор бўлишини таъминлаши мумкин. Молия ва хомашё бозорларида кузатилаётган ижобий тенденциялар ушбу ўсиш жараёнларини қўллаб-қувватлашда давом этиши кутилмоқда.

Халқаро иқтисодиётда фаолликнинг маълум даражада ошиши, асосан, сунъий интеллект билан боғлиқ соҳаларга капитал инвестициялар ҳажмининг ортиши ҳамда унинг меҳнат унумдорлигига ижобий таъсирга бўлган кутилмалар билан изоҳланади. Шунингдек, қатор икки томонлама савдо келишувларининг амалга оширилиши глобал ноаниқлик кўрсаткичининг босқичма-босқич пасайишини қўллаб-қувватлаб келмоқда (1.1.2-расм).

Қўллаб-қувватлашда рағбатлантирувчи фискал сиёсат давом этиши 2026 йилда ҳам иқтисодий ўсишни таъминловчи омил бўлиб қолади.

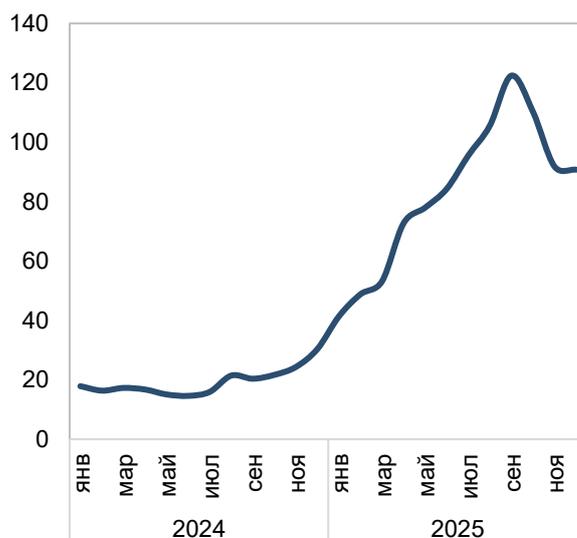
Ривожланган мамлакатларда пул-кредит сиёсатининг юмшатилиши иқтисодий фаолликка ижобий таъсир кўрсатиб, глобал молиявий шароитларнинг айрим ноаниқликларга қарамасдан нисбатан қулай шаклланишига замин яратмоқда.

1.1.1-расм. Ишбилармонлик фаоллиги индекси (PMI), бандда



Манба: S&P Global.

1.1.2-расм. Глобал ноаниқликлар индекси, фоиз бандда



Манба: www.policyuncertainty.com.

Ушбу омилларни инобатга олган ҳолда Халқаро Валюта Жамғармаси янгиланган прогнозларида 2026 йилда жаҳон иқтисодий ўсиши бўйича кутилмаларини 0,2 фоиз бандга ошириб, ўсиш суръати 3,3 фоиз атрофида бўлишини тахмин қилмоқда.

Халқаро иқтисодий истиқболлар яхшиланаётганига қарамасдан, келгуси иқтисодий ўсиш билан боғлиқ маълум хатарлар сақланиб қолмоқда. Бир томондан, сунъий интеллект билан боғлиқ компаниялар қийматининг ортиқча баҳоланиши ва келажакда ушбу компаниялар активлари нархларининг пасайиши бўйича хавотирлар мавжуд. Иккинчи томондан, айрим ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларда бюджет кўрсаткичларининг ёмонлашиши (*фискал тақчилликларнинг кенгайиши*) молия бозорларига, жумладан фоиз ставкалари орқали, салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

Шу билан бирга, геосиёсий ва халқаро савдодаги кескинликларнинг сақланиб қолиши эҳтимоли мавжуд. Айрим ҳудудларда вазият нисбатан барқарорлашган бўлса-да, алоҳида мамлакатлар ўртасида янги келишмовчиликлар юзага келмоқда.

Глобал инфляцион жараёнлар, умуман олганда, прогнозлар доирасида шаклланган. Бироқ мамлакатлар ўртасида инфляциянинг пасайиш суръатлари ҳамда пул-кредит сиёсатининг йўналишлари турлича шаклланиб бормоқда. Кўплаб мамлакатларда инфляция мақсадли даражадан юқори бўлиб, унинг янада тезлашиши билан боғлиқ хатарлар мавжуд.

Жаҳон хомашё бозорлари

Жаҳон хомашё товарлари бозорида нархларнинг ўсиши савдо шaroитларининг яхшиланишига хизмат қилмоқда. Хусусан, олтин ва мис нархлари ўсишда давом этди, уран нархлари эса нисбатан барқарор бўлди (1.1.3-расм).

Фоиз ставкаларининг пасайиши бўйича кутилмалар, марказий банклар ва инвесторлар томонидан олтинга бўлган барқарор талаб, шунингдек, геосиёсий ноаниқликлар шароитида олтин нархи ўсишда давом этмоқда. Консенсус-прогноزلарга кўра, 2026 йилда ҳам олтиннинг ўртача нархи юқори даражаларида сақланиб қолиши бўйича кутилмалар устувор бўлмоқда. (Олтин нархи динамикаси бўйича батафсил таҳлил 1-ҳаволада келтирилган).

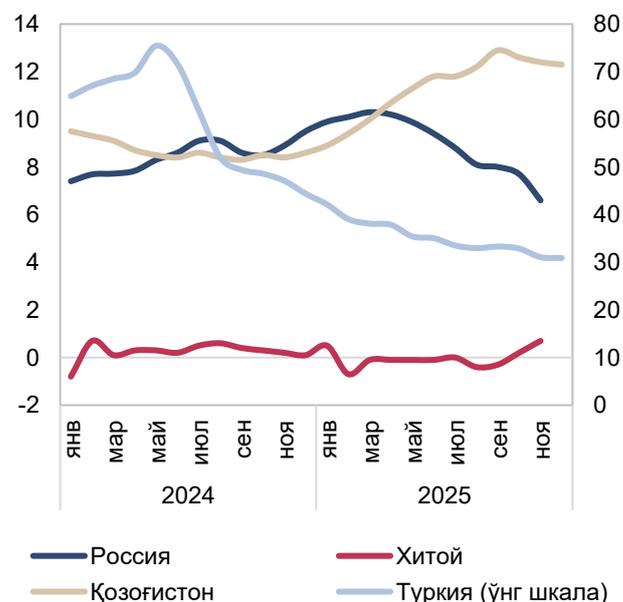
Мис бозоридаги вазият талабнинг ортиши ва таклифнинг чекланганлиги билан изоҳланади. Геосиёсий кескинликлар, миснинг стратегик аҳамиятга эга ресурс сифатида тан олинishi, шунингдек сунъий интеллект ва унга боғлиқ электр инфратузилмасининг жадал ривожланиши мисга бўлган талабни қўллаб-қувватлаши орқали 2026 йилда унинг нархига оширувчи таъсир кўрсатиши мумкин.

1.1.3-расм. Хомашё товарлари жаҳон нархи, 2024 йил январь ойи = 100%



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

1.1.4-расм. Асосий савдо ҳамкорлар инфляция даражаси, фоизда, йиллик



Манба: тегишли мамлакатларнинг статистика идоралари.

2025 йил бошидан буён уран нархлари нисбатан юқори даражада сақланиб қолган бўлса-да, Яқин Шарқдаги вазият кескинлашиши шароитида мамлакатларнинг атом энергетикасига бўлган талаби ортиши уран нархларини қўллаб-қувватлашда давом этиши кутилмоқда.

Асосий савдо ҳамкорлардаги тенденциялар

2025 йилнинг сўнги чорагида **Хитой** иқтисодиёти барқарор ўсиш суръатларини сақлаб қолган бўлса-да, саноат ишлаб чиқариши ва чакана савдо тармоқларида фаоллик суръатлари секинлашди. Бундан ташқари, инвестицион фаоллик кўчмас мулк бозорида сақланиб қолаётган муаммолар таъсирида чекланганлигича қолмоқда.

Шу билан бирга, ҳукумат томонидан ички талабни қўллаб-қувватлаш, технологик салоҳиятни ошириш ва саноатни ривожлантиришга қаратилган чора-тадбирлар ўрта муддатли истиқболда иқтисодий ўсишнинг тезлашишига хизмат қилиши кутилмоқда.

Инфляция паст даражада сақланиб, пул-кредит сиёсати нисбатан юмшоқлигича қолмоқда. 2026 йилда озиқ-овқат нархларининг бироз ошиши ҳисобига инфляциянинг мўътадил даражада – йиллик 1-2 фоиз атрофида ўсиши прогноз қилинмоқда (1.1.4-расм).

Россия иқтисодиётида сўнги чоракларда ўсиш суръатларининг секинлашуви қайд этилди. Айрим тармоқларда ташқи чекловлар таъсирида экспорт ва қайта ишлаш фаоллиги пасайган бўлса-да, бюджет харажатлари иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватламоқда.

Инфляция пасайиш тенденциясини намоён этмоқда, бироқ солиқ сиёсатидаги айрим ўзгаришлар (хусусан, *ҚҚСнинг 20 фоиздан 22 фоизгача оширилиши*) қисқа муддатда инфляцияни пасайиши тенденциясини ўзгартириши мумкин. Ушбу шароитда пул-кредит сиёсати эҳтиёткорлик билан юмшатилиши ва асосий ставканинг босқичма-босқич пасайиши кутилмоқда (1.1.5-расм).

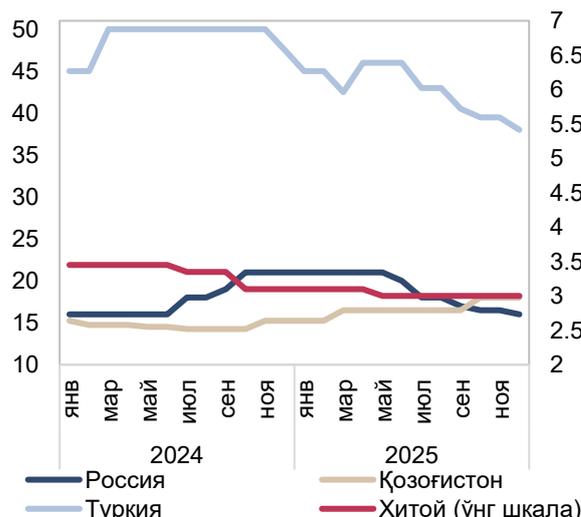
Валюта бозорида рубль курси қадри ошиб, таркибий ўзгаришлар ва қатъий пул-кредит шароитлари таъсирида мустақамланиш тренди доирасида шаклланмоқда. Шу билан бирга, ташқи муҳитдаги ноаниқликлар иқтисодий истиқболларга таъсир этувчи асосий омиллардан бири бўлиб қолмоқда.

Қозоғистон иқтисодиёти юқори ўсиш суръатларини сақлаб қолмоқда. Иқтисодий фаоллик инвестициялар, нефть қазиб олиш ҳажмининг ошиши, шунингдек транспорт, қурилиш ва саноат тармоқларидаги ўсиш ҳисобига қўллаб-қувватланмоқда. Ички талаб барқарор бўлиб, истеъмол кредитлари унинг асосий омилларидан бири бўлиб қолмоқда. Келгуси йилларда юқори база таъсири ва фискал сиёсатдаги ўзгаришлар таъсирида иқтисодий ўсиш суръатлари бироз секинлашиши мумкин.

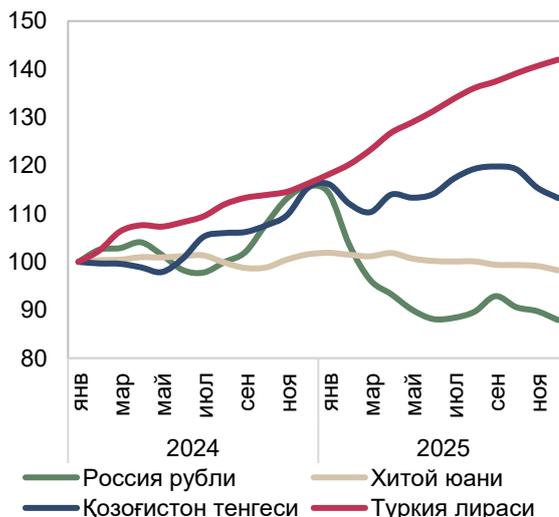
Сўнги ойларда инфляция маълум даражада секинлашган бўлса-да, инфляцион босим юқори даражада шаклланди. Ушбу шароитда пул-кредит сиёсати қатъийлигича қолмоқда.

Қозоқ тенгеси йил бошидаги қадрсизланиш тўлиқ қопланиб, сўнги ойларда бироз мустаҳкамланди (1.1.6-расм).

1.1.5-расм. Асосий савдо ҳамкорлар асосий ставкалари, фоизда



1.1.6-расм. Асосий савдо ҳамкорлар валюта курси динамикаси, 2024 йил = 100%



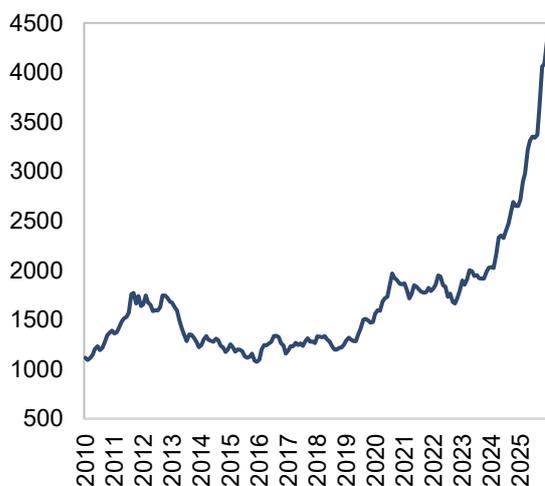
Манба: тегишли мамлакатлар марказий банклари.

Олтин нархи динамикаси ва прогнози

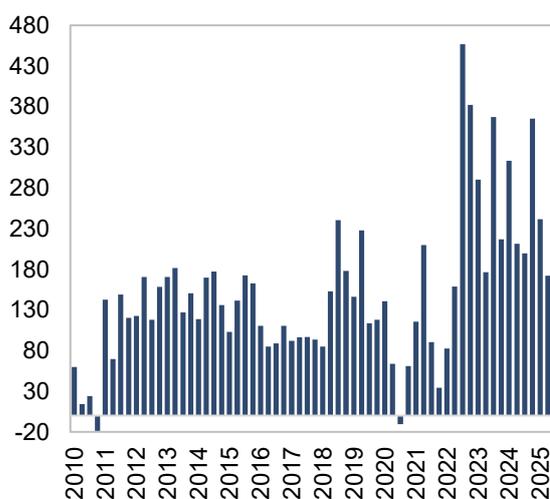
2025 йилда жаҳон бозорларида олтин нархи кескин ошиб, тарихий максимумларга етди. 2025 йил якунларига кўра, олтин нархи йиллик 64 фоизга ўсди ва 1 трой унция олтин нархи 2 624 доллардан 4 315 долларгача кўтарилди (1-расм).

Нарх шаклланиш омиллари. Олтин нархининг жорий динамикаси, биринчи навбатда, марказий банклар ва инвесторлар томонидан юқори талаб билан бирга геосиёсий ва макроиқтисодий омиллар таъсирида шаклланмоқда.

1-расм. Олтин нархи динамикаси, долл/трой унц.



2-расм. Марказий банкларнинг олтин соф хариди, тонна



Манба: Жаҳон Банки.

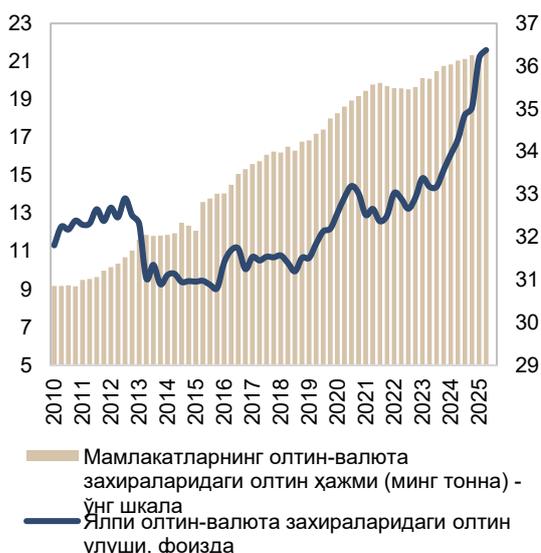
Манба: World Gold Council.

Марказий банклар юқори ноаниқликлар шароитида нисбий барқарорликка эришиш ҳамда ўзининг диверсификация стратегияси доирасида олтин захираларини оширишда давом этмоқда. Умуман олганда, марказий банклар томонидан олтиннинг соф харидлари пандемиягача бўлган даврдаги йиллик ўртача 473 тоннадан 2021-2025 йилларда йиллик ўртача 907 тоннагача кўпайди (хусусан, 2025 йилда – 863 тонна) (2-расм).

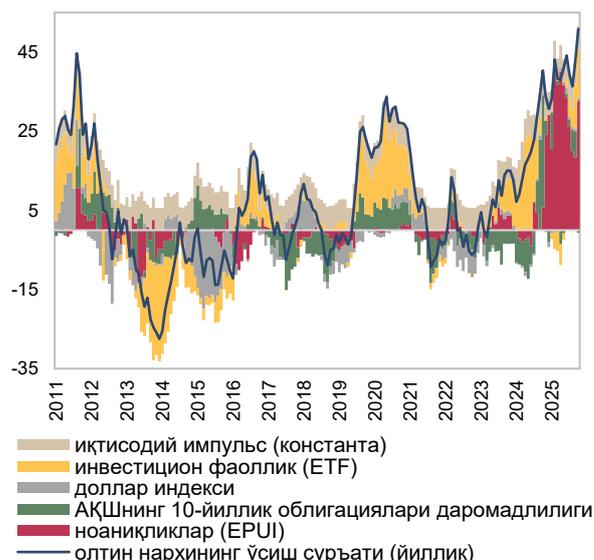
2025 йилда асосий олтин соф харид қилувчи марказий банклар қаторидан Польша, Қозоғистон, Озарбайжон, Хитой, Туркия, Чехия ва Бразилия марказий банклари ўрин олди.

Марказий банклар томонидан талабнинг ортиши ҳамда нархлар ўсиши фонида 2025 йилда мамлакатлар олтин-валюта захираларида олтиннинг улуши 20 фоиздан ошди. Олтин захираларини ошириш бўйича умумий тенденция 2008 йилги жаҳон молиявий инқирозидан кейин бошланган бўлиб, ҳозирги кунга келиб мамлакатлар халқаро захираларидаги олтиннинг физик ҳажми 36 минг тоннадан ошди (3-расм).

Олтин нархининг ўсиши инвесторлар томонидан унга қизиқишни қўллаб-қувватламоқда. 2025 йилда глобал олтин биржа фондларига (*Gold ETF*) маблағларнинг сезиларли оқими кузатилди. 2025 йилнинг III чораги якунлари бўйича олтин билан таъминланган ETF активлари йиллик ҳисобда 20 фоизга ошди.

3-расм. Олтиннинг олтин-валюта захираларидаги ўрни

Манба: ХВЖ, World Gold Council.

4-расм. Олтин нархига таъсир этувчи асосий омиллар, фоиз, ф.б.

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Олтин нархларини шакллантирувчи яна бир муҳим омил геосиёсий ноаниқликлар бўлмоқда. Халқаро низолар ва келишмовчиликлар, савдо урушлари ва сиёсий воқеалар билан боғлиқ ноаниқликларнинг таъсири сўнгги чоракларда сезиларли даражада ошди (4-расм). Айрим минтақаларда давом этаётган кескин вазият ва макроиқтисодий кўрсаткичларнинг кутилмалардан кўра фарқли даражада шаклланаётгани олтин нархларининг келгуси динамикаси шаклланишида муҳим аҳамият касб этишини кўрсатмоқда.

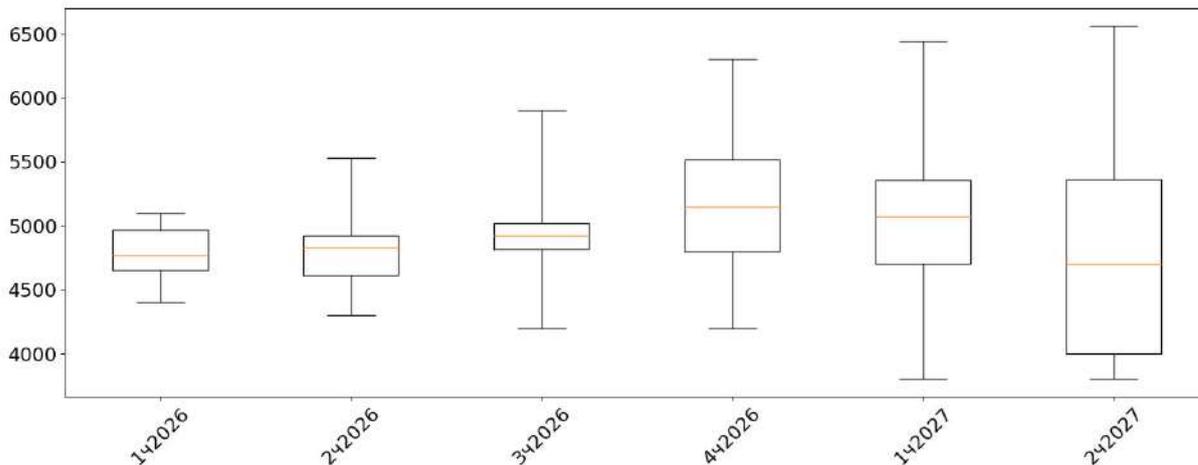
Шунингдек, глобал макроиқтисодий омиллар сифатида АҚШ доллари курсининг қадрсизланиши ва етакчи марказий банклар томонидан фоиз ставкаларининг эҳтиёткорлик билан туширилиши қайд этилмоқда. Ушбу макроиқтисодий муҳит ва мавжуд ноаниқликлар, облигациялар бўйича нисбатан паст даромадлилик ва фонд бозоридаги (айниқса *AI-компанияларга инвестициялар фонди*) қизиқ кетиш хавотирлари шароитида инвесторларнинг портфелларини олтин билан тезроқ диверсификация қилишга мойиллиги ошмоқда.

Прогнозлар. Консенсус-прогноزلарга кўра, олтиннинг ўртача йиллик нархи 2026 йилда 4400-5100 долл./унц диапазонида шаклланиши, 2027 йилнинг дастлабки чоракларида эса пасаювчи трендга ўтиши прогноз қилинмоқда.

Бозор иштирокчилари томонидан 2026 йил учун олтин нархи бўйича прогнозларнинг ошириш томонга қайта кўриб чиқилиши, нархларнинг ўсишига таъсир қилган қатор омиллар (*анъанавий талаб босими, макроиқтисодий шароитлар ва бошқалар*) келгусида барқарор бўлиб қолишини акс эттиради.

Шу билан бирга, Яқин Шарқ минтақасидаги геосиёсий вазиятнинг кескинлашиши ва ноаниқликларнинг ортиши олтин нархи ўзгарувчанлигини кучайтириб, унинг юқорироқ ўсишига олиб келиши мумкин.

5-расм. Олтин бўйича консенсус прогнозлар



Манба: Марказий банк ҳисоб китоблари, Bloomberg (25 февраль ҳолатига).

Ушбу график (*Whisker plot*, яъни “мўйловли қути”) ҳар бир чорақ бўйича прогноз қийматларининг тақсимотини кўрсатади. Расмдаги тўртбурчаклар (қутилар) маълумотларнинг 25 фоиздан 75 фоизгача бўлган қисми, яъни ўрта 50 фоизлик оралиқни ифодалайди. Унинг ичидаги чизиқ медиана бўлиб, қийматларнинг ярми ундан пастда, ярми эса ундан юқорида жойлашганини англатади. Қутидан чиққан “мўйловлар” эса энг кичик ва энг катта қийматларни кўрсатади.

1.2. Макроиқтисодий прогнозлар

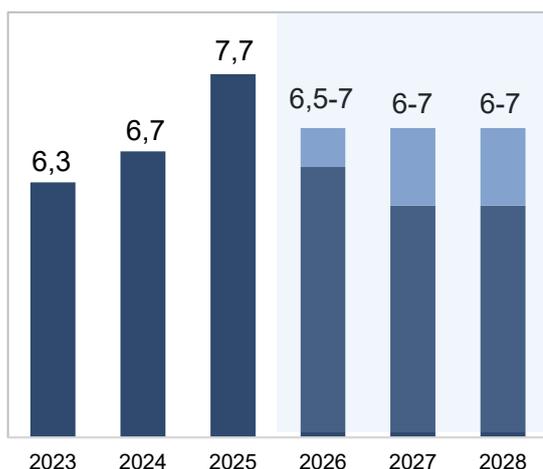
2025 йилнинг IV чорагида иқтисодий фаоллик жадаллашиб, йил якунларига кўра ЯИМ реал ўсиши 7,7 фоизни ташкил этди. Мазкур кўрсаткич октябрь ойидаги прогноздан (7,0-7,5 фоиз) юқори шаклланди.

ЯИМ ҳажмининг ошишига талаб томондан ички истеъмол ва инвестиция талабининг барқарор ўсиши, рағбатлантирувчи фискал сиёсат чоралари, шунингдек жаҳон бозорида хомашё нархларининг ошиши ва ташқи талабнинг барқарор сақланиши шароитида экспорт ҳажмининг ортиши асосий омиллар бўлди.

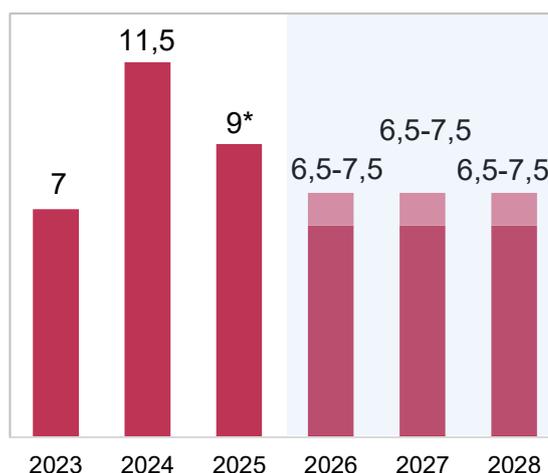
2025 йилнинг IV чорагида иқтисодий фаолликнинг кутилганидан юқори шаклланиши, иқтисодиётдаги юқори инвестицион фаоллик, кредитлаш ҳажмининг ортиши, аҳоли даромадлари кўпайиши, фискал рағбатлантиришларнинг келгуси таъсирлари ҳамда жаҳон хомашё ва молиявий бозорларидаги нисбатан қулай ташқи конъюнктура ҳисобига иқтисодий ўсиш бўйича ўрта муддатли прогноз параметрлари қайта кўриб чиқилди.

Натижада, 2026 йил якунига ЯИМ реал ўсиши 6,5-7,0 фоизгача (Пул-кредит сиёсатининг 2026-2028 йилларга мўлжалланган асосий йўналишларининг асосий сценарийсига кўра 5,5-6,5 фоиз) оширилди (1.2.1-расм).

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.

* - қўйилган;

расмларда оч ранг билан белгиланган қисмлар прогноз диапазонини ифодалайди.

Истеъмомол фаоллигининг ўсиши бўйича прогноз ҳам ошириш томонга қайта кўриб чиқилди. Аҳолининг реал даромадлари кўпайиши шароитида хусусий истеъмомол юқори ўсиши сақланиб қолмоқда.

Хусусан, аҳоли даромадлари ўсишига пул ўтказмалари оқимининг сезиларли ошиши, иқтисодий фаолликнинг кенгайиши ва меҳнатга бўлган талабнинг сақланиб қолиши шароитида иш ҳақининг барқарор юқори суръатларда ошиб бораётгани ҳисса қўшмоқда.

Истеъмомол фаоллиги чакана савдо ва умумий овқатланиш айланмаси ўсишининг жадаллашуви, кўчмас мулк бозорида битимлар сонининг ортиши, импорт қилинадиган истеъмомол товарлари ҳажмининг кўпайиши, шунингдек туристик хизматлар импорти ўсишида ҳам намоён бўлмоқда.

Янгиланган прогнозларга кўра, 2026 йил якунига уй хўжалиқларининг истеъмоли реал ўсиши 6,5-7,5 фоиз оралиғида бўлиши кутилмоқда (1.2.2-расм).

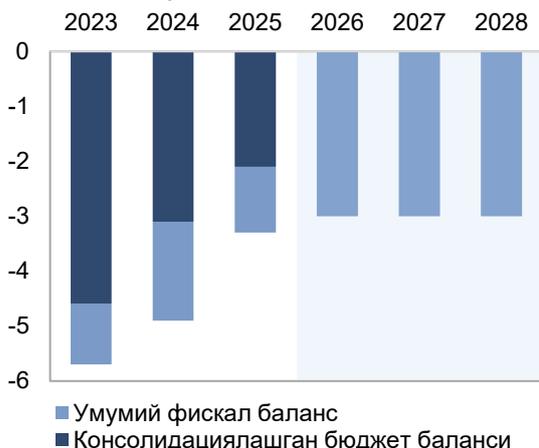
2025 йилда трансчегаравий пул ўтказмалари оқими ошиши 28 фоизни ташкил этиб, прогноз қилинган кўрсаткичлардан (16-20 фоиз) сезиларли даражада юқори шаклланди.

Бу, меҳнат мигрантларини қабул қилувчи мамлакатлар валюталарининг мустаҳкамланиши, иш ҳақининг юқори суръатларда ўсиши, анъанавий йўналишларда миграциянинг барқарор сақланиши, шунингдек даромади юқори бўлган мамлакатларга оқимларнинг кенгайиши шароитида шаклланди. Бу эса меҳнат миграциясининг мамлакатлар кесимида янада диверсификацияланишига олиб келмоқда.

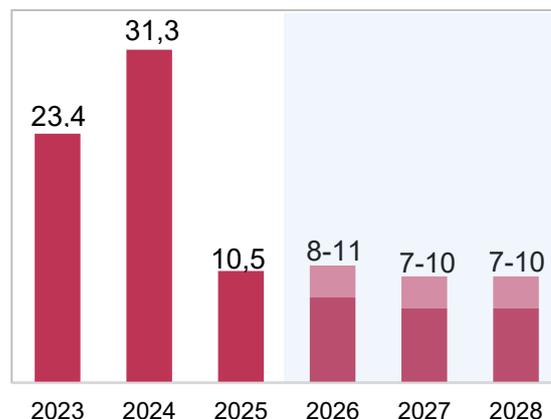
Шаклланаётган нисбатан қулай тенденцияларга қарамасдан, 2025 йилдаги юқори база ҳамда меҳнат мигрантларини қабул қилувчи асосий мамлакатлар валюталари динамикаси бўйича сақланиб қолаётган ноаниқликлар 2026 йилда пул ўтказмалари ўсиши бўйича кутилмалар ўрта муддатли тренд – 6-10 фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда.

Келгусида пул ўтказмалари оқимининг юқори суръатлари сақланиб қолган тақдирда, прогноз ошириш томонга қайта кўриб чиқилиши, шунингдек ўрта муддатли тренд параметрлари кузатилаётган демографик ва миграцион жараёнлар инобатга олинган ҳолда қайта кўриб чиқилиши мумкин.

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



1.2.4-расм. Ўзлаштирилган инвестицияларнинг реал ўсиш суръатлари, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Давлат истеъмоли ҳам юқори даражада сақланиб қолмоқда. 2025 йил якунларига кўра, консолидациялашган бюджет тақчиллигининг ЯИМга нисбати 2,1 фоизни ташкил этиб, йил бошида эълон қилинган прогноз кўрсаткичидан (3 фоиз) паст бўлди. Шу билан бирга, мазкур динамика ЯИМ кўрсаткичларининг қайта кўриб чиқилиши, шунингдек бюджет даромадлари ва харажатларининг эълон қилинган параметрлардан юқори шаклланиши билан изоҳланади.

Хусусан, 2025 йил учун Ўзбекистон Республикасининг Давлат бюджети тўғрисидаги Қонунда белгиланган параметрларга кўра, 2025 йилда давлат бюджети даромадларининг ўсиши 12,4 фоиз прогноз қилинган бўлса, амалда ушбу кўрсаткич 31 фоизни ташкил этди. Давлат бюджети харажатлари 2024 йилга нисбатан 23,5 фоизга ошган (дастлабки прогноз – 11 фоиз бўлган).

Консолидациялашган бюджет тақчиллиги нисбатан паст даражада шаклланишига қарамасдан, даромадларнинг иқтисодий циклига боғлиқ бўлмаган омиллар, хусусан, жаҳон хомашё нархлари таъсирида ўсиши фонида харажатларнинг ҳам ортиши фискал сиёсатнинг проциклик хусусияти сақланиб қолаётганини кўрсатмоқда.

Бундан ташқари, давлат дастурларини молиялаштириш учун бюджет ҳисобидан ажратилган айрим харажатлар (депозитлар ва ссудалар) ҳам ялпи талабга қўшимча таъсир кўрсатди.

Фискал сиёсат кўрсаткичлари, хусусан даромадлар ва харажатлар эълон қилинган параметрлар доирасида шаклланган тақдирда, бюджет сиёсатининг инфляцияга таъсири нисбатан чекланган бўлиши кутилмоқда.

Шу билан бирга, олтин нархлари юқори бўлган шароитда қўшимча даромадлар ҳисобидан харажатлар оширилиши, бюджет тақчиллиги белгиланган доирада сақланган тақдирда ҳам, фискал сиёсатнинг проциклик хусусиятини давом эттириб, инфляцион босимларни кучайишига хизмат қилиши мумкин.

2025 йилнинг IV чораги яқунларига кўра инвестицион фаоллик бироз секинлашди, бироқ умумий иқтисодий ўсиш суръатларидан юқори даражада сақланиб қолди. Ушбу даврда инвестициялар ўсиши ташқи инвестициялар, ташқи қарз инструментлари, ҳамда давлат инвестициялари ҳисобига таъминланди. Хусусий инвестициялар, жумладан корхоналар инвестициялари чекланганлигича қолмоқда.

Прогнозларга кўра, 2026 йилда ташқи молиявий шароитларнинг юмшаши ва ички инвестицион муҳитнинг яхшиланиши шароитида ташқи инвестициялар оқими давом этиши кутилмоқда. Ўзлаштирилган инвестициялар реал ўсиш суръати 8-11 фоиз диапазонида бўлиши прогноз қилинмоқда.

Хомашё товарлари нархларининг юқори даражада сақланиши, қишлоқ хўжалиги маҳсулотларига барқарор талаб, ҳамда хизматлар экспорти, хусусан ахборот-коммуникация, туризм ва транспорт хизматларининг барқарор ўсиши жами экспорт ўсишининг асосий омиллари бўлиб хизмат қилади.

2026 йил учун экспортнинг умумий ўсиши прогнози ошириш томонга қайта кўриб чиқилди ва 15-20 фоиз атрофида бўлиши кутилмоқда. Олтинни ҳисобга олмаган ҳолда эса ушбу кўрсаткич 13-17 фоизни ташкил этиши прогноз қилинмоқда.

2025 йилнинг IV чорагида импорт ўсиши сезиларли даражада жадаллашди ва прогноз кўрсаткичларидан юқори бўлди. Истеъмол ва инвестиция товарлари импорти ҳажми ошмоқда. Бу эса кредитлашнинг кенгайиши, фискал рағбатлантириш чоралари ҳамда аҳоли даромадларининг ўсиши билан изоҳланади.

Иқтисодий фаолликнинг юқори даражада сақланиши ишлаб чиқариш қувватларини ошириши ва ички талабни қондириш учун импортнинг янада кенгайишига хизмат қилиши кутилмоқда.

Прогнозларга кўра, 2026 йилда импорт ўсиши 10-15 фоиз атрофида бўлиши кутилмоқда.

1.2.1-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 (7)*	5 (5)	5 (5)
ЯИМнинг реал ўсиши	6,7	7,7	6,5-7 (5,5-6,5)	6-7 (6-7)	6-7 (6-7)
Яқуний истеъмол харажатлари ўсиши	9,5	7,0**	6-7 (6-6,5)	6-7 (6-7)	6-7 (5,5-6,5)
- уй хўжаликлари	11,5	7,9**	6,5-7,5 (6-7)	6-7 (5,5-6,5)	6-7 (5,5-6,5)
- давлат бошқарув органлари	1,2	3,3**	2-3 (2-3)	2-3 (2-3)	2-3 (2-3)
Умумий фискал баланс (ЯИМга нисбатан)	-3,1	-2,1	-3 (-3)	-3 (-3)	-3 (-3)
Экспорт (олтинсиз) ўсиши	18,4	21,3	13-17 (8-10)	8-12 (8-12)	8-12 (8-12)
Импорт ўсиши	4,8	18,5	10-15 (8-12)	8-12 (8-12)	8-12 (8-12)
Пул ўтказмалари ўсиши	30	27,6	6-10 (6-10)	8-12 (8-12)	8-12 (8-12)
Кредит қўйилмалари қолдиғи ўсиши	14	15,3	14-16 (12-14)	12-14 (11-13)	12-14 (10-12)

* қавсда 2025 йил III чорак учун Пул-кредит сиёсати шарҳидаги прогнозлар;

** 2025 йил январь-сентябрь маълумотлари;

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

1.3. Пул-кредит сиёсати истиқболи

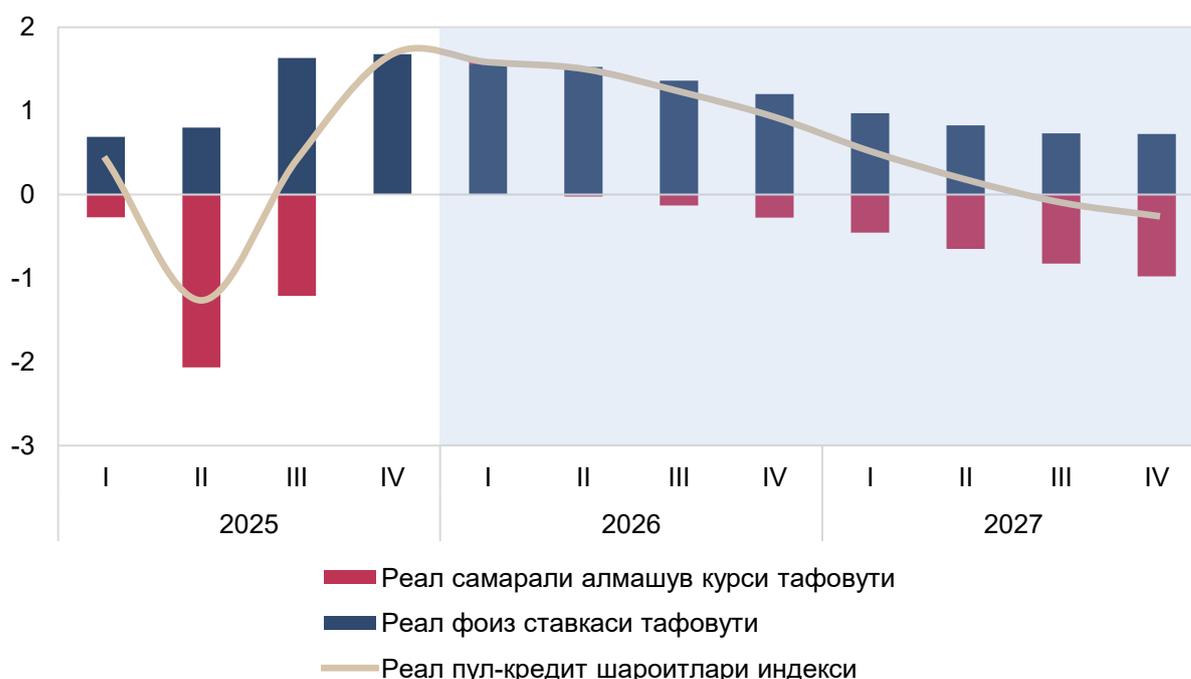
Марказий банк иқтисодиётда инфляция 5 фоизлик мақсадли кўрсаткич доирасида барқарор шаклланиб, унинг кескин ўсиши бўйича хатарлар бартараф этилгунга қадар қатъий пул-кредит шароитларини сақлаб қолади.

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

Хусусан, 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 пул-кредит шароитлари 2027 йилнинг III чорагидан бошлаб юмшатиш фазасига ўтилади (1.3.1-расм).

Талаб омиллари таъсирида хизматлар инфляциясининг нисбатан юқори сақланиб қолиши, шунингдек, айрим озиқ-овқат товарлари нархлари ўсиши умумий инфляциянинг барқарор пасайишига муайян хатарлар сақланиб қолаётганини ҳисобга олиб, Марказий банк келгуси чоракларда ҳам пул-кредит шароитларини қатъий даражада сақлаб қолади.

1.3.1-расм. Реал пул-кредит шароитлари индекси



Манба: Марказий банк ҳисоб китоблари.

Прогноз даврида реал фоиз ставкаси тафовути ижобийлигининг таъминланиши истеъмом талабини жиловлашга ҳамда миллий валютадаги депозитларнинг жозибадорлигини оширишга ёрдам беради. Бу, ўз навбатида, базавий инфляциянинг прогноз доирасида шаклланиши ва умумий инфляция даражасини 5 фоизлик таргетгача пасайиши учун зарур шарт-шароитлар яратади.

Марказий банк пул-кредит сиёсатини юритишда маълумотларга асосланган ёндашувни қўллашни давом эттиради ва жорий ҳолатни доимий равишда кузатиб, прогнозларни янгилаб боради. Агарда инфляцияни оширувчи хатарлар юзага келиши эҳтимоли ошса қўшимча қатъийлаштириш бўйича чоралар кўради, ёки аксинча, келгуси чоракларда ҳам инфляция ва инфляцион кутилмалар барқарор пасайишда давом этган тақдирда асосий ставкани пасайтириш томонга қайта кўриб чиқади.

Бюджет-солиқ сиёсати параметрлари таъсири ҳам пул-кредит шароитларини шакллантиришда инобатга олинади. Айниқса, бюджет харажатларининг иқтисодиётдаги ялпи талабга таъсири ва шу орқали юзага келиши мумкин бўлган инфляцион босимлар пул-кредит сиёсати қарорларини қабул қилишда доимий инобатга олиб борилади.

Стейблкоинлар ва уларнинг банк тизимига таъсири

Сўнги ўн йил давомида халқаро молия тизимининг рақамли трансформацияси иқтисодийда стейблкоинларнинг пайдо бўлиши ҳамда ривожланишига олиб келди. Дастлаб, криптоактивларнинг юқори тебранувчанлигидан сақланиш учун яратилган стейблкоинлар ҳозирги даврда молия тизимининг муҳим элементига айланиб бормоқда.

Стейблкоинлар (*Stable coins*) – қиймати фиат валюталар, биржа товарлари ёки смарт шартномаларга боғланган (*менлаштирилган*) рақамли токенлар бўлиб, марказлашмаган молия (*DeFi*)¹ ва анъанавий молия тизими ўртасида боғловчи воситага айланди.

Бошқа юқори тебранувчан криптоактивлардан фарқли равишда стейблкоинлар пулнинг учта классик функциясини бажаради: тўлов воситаси, қиймат бирлиги ва жамғариш воситаси.

Биткоин каби юқори ўзгарувчан криптоактивлардан фарқли стейблкоинлар нарх барқарорлигини таъминлайди. Ушбу тизимнинг қандай ишлашини тушуниш учун нарх барқарорлигини сақлаш механизмларини ажратиш кўрсатиш муҳимдир.

1. Фиат таъминоти энг оддий механизм бўлиб, бунда ҳар бир рақамли токен банк ҳисобрақамидаги пул маблағлари ёки облигация билан таъминланади. Стейблкоин нархи барқарорлиги 1:1 нисбатда тўғридан-тўғри айирбошлаш имконияти ҳисобига сақланади.

2. Крипто-гаров таъминоти: Стейблкоинлар бошқа криптовалюталар гарови остида чиқарилади. Гаров нархи тушиб кетиш хавфини олдини олиш учун “ортиқча таъминот” (*over-collateralization*) ва ликвидация механизмлари қўлланилади.

Ортиқча гаров таъминоти: 100 та стейблкоин эмиссияси учун фойдаланувчи эмиссия миқдоридан юқори бўлган крипто-активларни таъминотга қуйиши керак.

Ликвидация (*сўндириш*): гаров қиймати критик даражадан пастга тушса, смарт-контракт стейблкоинлар қийматини сақлаб қолиш учун уларни қайта сотиб олиш ва сўндириб юбориш мақсадида гаровни автоматик равишда сотиб юборади.

3. Алгоритмик механизмлар: бундай стейблкоинлар тўғридан-тўғри гаровга эга эмас. Уларнинг нархи жорий талабга қараб таклифни автоматик равишда оширадиган ёки қисқартирадиган смарт-контрактлар орқали тартибга солинади.

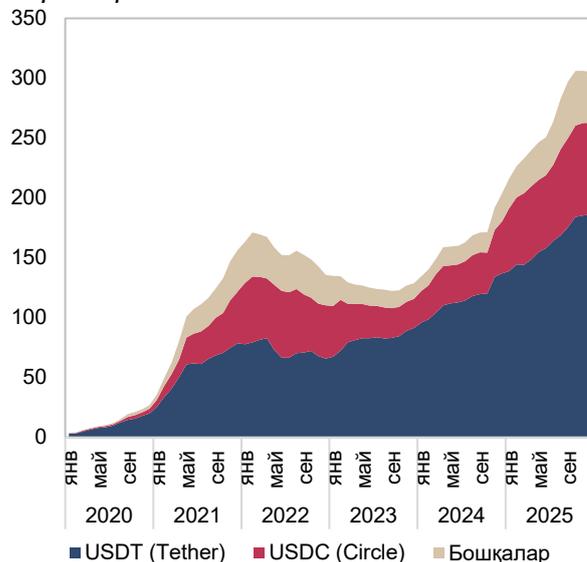
Стейблкоин нарх паритетдан юқори бўлса, алгоритм янги токенларни чиқариб, таклифни оширади (*нарх тушади*). Агар нарх паритетдан паст бўлса, алгоритм таклифни камайтириш (*нарх кўтарилиши*) учун фойдаланувчиларни токенларни сўндириб юборишга рағбатлантиради.

Халқаро молия тизимида эмиссия қилинган стейблкоинлар ҳажми 2025 йил якунига келиб 305 млрд АҚШ долларига етди (*1-расм*) ва халқаро молия институтлари прогнозларига кўра ушбу кўрсаткич келгусида яна ўсиши кутилмоқда.

¹ Марказлашмаган молия (*DeFi – Decentralized Finance*) – бу блокчейн технологияси асосида ишлайдиган молиявий хизмат ва инструментлар. Марказлашмаган молия тизими смарт-контрактлар асосида, марказий бошқарув ва инсон иштирокисиз дастурий код асосида автоматик равишда фаолият юритади.

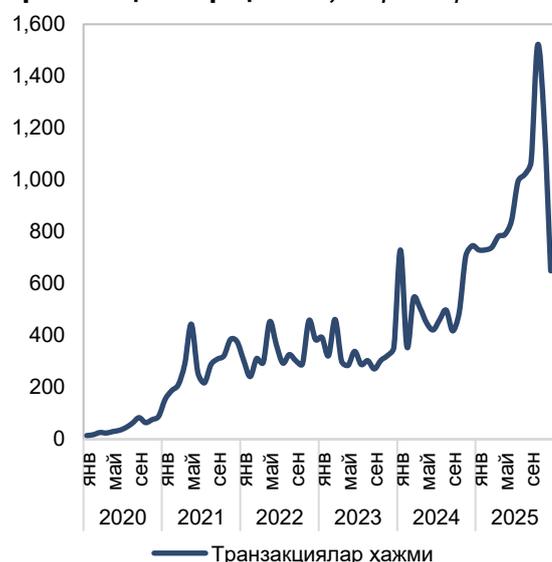
Стейблкоинлар ҳажми ўсиши билан бирга улар ёрдамида транзакциялар ҳажми ҳам юқори суръатларда ўсиб бормоқда. Хусусан, Visa таҳлилларига кўра стейблкоинлар билан 2025 йилда ойлик ўртача 925 млрд АҚШ долларда тўловлар амалга оширилган бўлиб, ушбу кўрсаткич 2024 йилга нисбатан қарийб 75 фоизга ошган (2-расм).

1-расм. Стейблкоинлар таклифи, млрд АҚШ долл



Манба: Artemis Analytics.

2-расм. Стейблкоинлар билан транзакциялар ҳажми, млрд АҚШ долл



Манба: Visa.

Шу билан бирга, муомаладаги стейблкоинларнинг асосий қисми АҚШ долларига тенглаштирилган токенларга тўғри келмоқда. Бунда, ушбу бозор сегментида Tether USD (2025 йил декабрь якунига – 186 млрд АҚШ доллари) ҳамда Circle USD (76 млрд АҚШ доллари) стейблкоинлари юқори улушга эга. Ўз навбатида, ушбу глобал токенларнинг фаол тарқалиши макроиқтисодий вазият ва банк тизимига сезиларли таъсир кўрсатади.

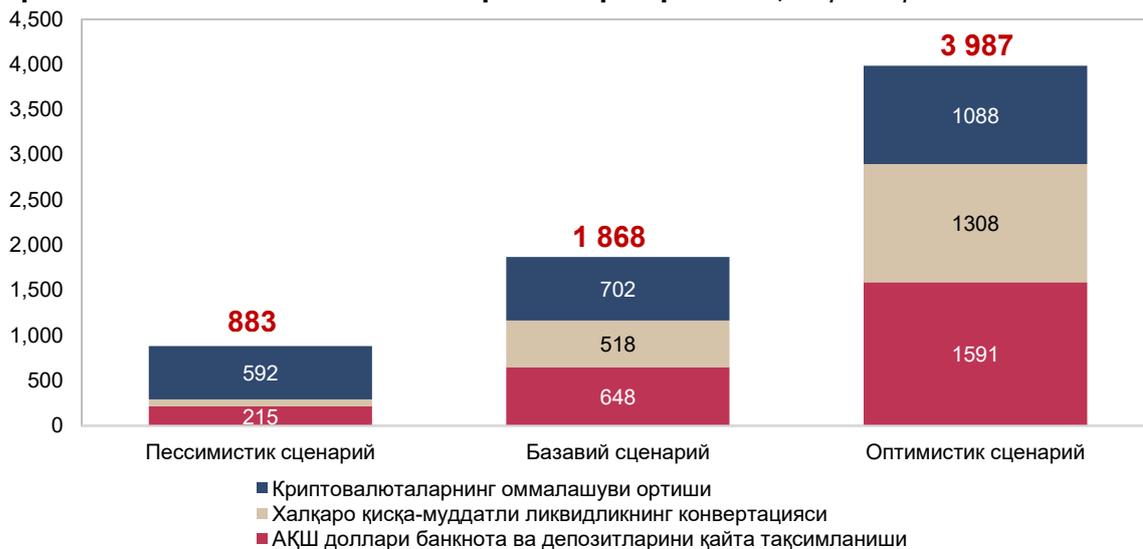
Стейблкоинларнинг амалиётга татбиқ этилиши пул-кредит сиёсатининг самарадорлиги ҳамда анъанавий банк тизимининг барқарорлигига таъсир кўрсатади. Хусусан:

Пул-кредит сиёсати самарадорлигига таъсири жиҳатидан миллий валютанинг чет эл валютасига боғланган токенлар билан алмаштирилиши миллий валютадаги маблағларга бўлган талабни камайтириши ва иқтисодиётда долларлашув даражасининг ошишига олиб келиши мумкин. Бу эса ўз навбатида Марказий банкларнинг фоиз ставкаларни самарали бошқариш имкониятини пасайтириши ёки йўқотишига олиб келади.

Шунингдек, стейблкоинлардан кундалик тўловларда кенг фойдаланиш ички нархларнинг хорижий марказий банклар пул-кредит сиёсатига боғланиб қолишига сабаб бўлади. Бу эса Марказий банкнинг инфляцияни жиловлаш қобилиятини ва мустақиллигини чеклайди.

Халқаро молия институтлари прогнозларига² кўра, стейблкоинлар ҳажми, 2030 йилда базавий сценарий бўйича 1,9 трлн АҚШ долларига етиши кутилмоқда (3-расм). Криптовалюта бозорлари юқори даражада тебранувчанлиги туфайли уларнинг прогнози пессимистик ва оптимистик сценарийларда кескин фарқ қилади.

² Citi Institute – Stablecoins 2030.

3-расм. 2030 йилга стейблкоинлар таклифи прогнози, млрд АҚШ долл

Манба: Citi Institute.

Прогнозларга кўра, криптоактивларнинг тартибга солиш ва назорат қилиш тизими аниқлиги ўсишининг натижасида халқаро бозорга институционал инвесторларнинг кириши қарийб 700 млрд долларлик оширувчи таъсир қилиши кутилмоқда.

Шунингдек, прогнозларда халқаро қисқа муддатли ликвидликнинг ҳамда АҚШ долларидаги нақд пул ва депозитларнинг стейблкоинларга конвертация бўлиши мос равишда 518 ва 648 млрд АҚШ доллар ҳажмида оширувчи таъсир кўрсатади.

Ривожланган мамлакатлар стейблкоинлар билан боғлиқ хатарларни баҳолаш ва бошқариш мақсадида ҳуқуқий нормативларни ишлаб чиқмоқда ва ушбу нормативларнинг умумий тамойилларидан (1-жадвал) келиб чиққан ҳолда стейблкоинларни Ўзбекистон бозорига татбиқ этишда қўйидаги жиҳатларга эътибор қаратилиши керак:

1. Стейблкоин эмитентлари ваколатли регулятор томонидан лицензияланган ва доимий назорат қилинадиган юридик шахслар бўлиши шарт. Бу эмитентнинг молиявий барқарорлиги ва корпоратив бошқарув стандартларига жавоб беришини кафолатлаши керак.

2. Стейблкоинлар эмитентларининг ўз мажбуриятлари бўйича доимий сўндириш қобилиятини таъминлаш учун стейблкоинлар тўлиқ юқори ликвидли активлар билан таъминланган бўлиши керак.

3. Эмитентнинг ўз мажбуриятлари ва резерв активлари бир-биридан қатъий ажратилиши (сегрегация) лозим. Бу эмитент банкрот бўлган тақдирда ҳам, резервлар фақатгина стейблкоин эгалари олдидаги қарздорликни ёпишга йўналтирилишини таъминлаш лозим.

4. Стейблкоин эгалари ҳар қандай вақтда ўз активларини номинал қийматда (фиат валютасига) қайтариб сотиб олиш ёки тўлаб бериш талабини қўйиш ҳуқуқига эга бўлишлари шарт. Бу жараён аниқ белгиланган ва шаффоф механизм асосида ишлаши лозим.

5. Стейблкоинларнинг тўлов воситаси сифатидаги вазифасини сақлаб қолиш ва уларнинг банк омонатлари функциясини бажаришини ва параллел молия тизими яратилишини олдини олиш мақсадида, эмитентлар томонидан стейблкоин эгаларига фоизлар тўланиши тақиқлаш керак.

1-жадвал. Стейблкоинларни тартибга солиш бўйича хорижий тажриба

Юрисдикциялар	Мувофиқ захира активлари	Қайтариб сотиб олиш ҳуқуқи ва чекловлар	Пруденциал талаблар	Хорижий стейблкоинларга қўлланиши
Европа Иттифоқи (ЕИ)	Резервларнинг камида 30 фоизи (тизимли аҳамиятга эга эмитентлар учун 60 фоиз) депозитлар	Санация режаси ишга туширилгунга қадар – комиссиясиз, номинал қиймат бўйича кечиктирмасдан қайтариб бериш	Таваккалчиликка асосланган ёндашув ва регулятор ихтиёри	ЕИ ҳудудида алоҳида юридик шахс ташкил этиш ҳамда ЕИ ҳудудидаги резерв активларда сақлаш
АҚШ	Нақд пул, талаб қилиб олингунча депозитлар, Федерал захира тизимидаги маблағлар, ғазначилик ДҚҚ ва улар билан тескари РЕПО операциялари	Аниқ қоидалар асосидаги ўз вақтида қайтариб бериш	Таваккалчиликка асосланган ёндашув	Резидентлари-нинг ликвид-ликка эҳтиёж-ларини қоплаш учун етарли захираларни АҚШ молия муассасаларида сақлаш
Япония	Резервларнинг 50 фоизи қисқа муддатли давлат облигацияларида ва муддатли депозитларда; қолган қисми талаб қилиб олингунча депозитлар	Кечиктирмасдан қайтариб сотиб олиш	Белгиланган минимал миқдор	Хизмат провай-дери Япония резидентлари (эгалари) учун резервлар хавфсизлигини таъминлаши шарт
Буюк Британия	“Асосий таъминот активлари” – қисқа муддатли депозитлар (камида 5 фоиз) ва ДҚҚ Тизимли аҳамиятга эга эмитентлар учун резервларнинг камида 40 фоизи Марказий банкдаги депозитларда, қолган 60 фоизи фунт стерлингда деноминация бўлган ДҚҚ	Кейинги иш кунидан кечиктирмасдан, максимал комиссия миқдори бўйича Тизимли аҳамиятга эга эмитентлар учун – ариза берилган куннинг якунигача, имкон қадар реал вақт режимида номинал қиймат бўйича қайтариш, бунда комиссиялар харажатларга мутаносиб бўлиши ва имкон қадар бепул амалга ошириш	Таваккалчиликка асосланган ёндашув	Муҳокамада

Манба: Халқаро валюта жамғармаси.

1.4. Инфляцион кутилмалар ва инфляция прогнози

Инфляцион кутилмалар динамикаси

2025 йил давомида аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари умумий инфляциянинг пасайиши фонида пасаявчи динамикани намоён этган бўлса-да, декабрь ойида кутилмалар бироз ошди. Хусусан, аҳолининг келгуси 12 ойлик инфляцион кутилмалари йил бошидаги 14,4 фоиздан ноябрда 11,5 фоизгача пасайган бўлса, декабрь ойида 11,5 фоизни ташкил этди. Шунингдек, тадбиркорлик субъектлари кутилмалари эса 12,9 фоиздан ноябрь ойида 10,5 фоизгача пасайиб, декабрда 11,1 фоизгача ошди (1.4.1-расм).

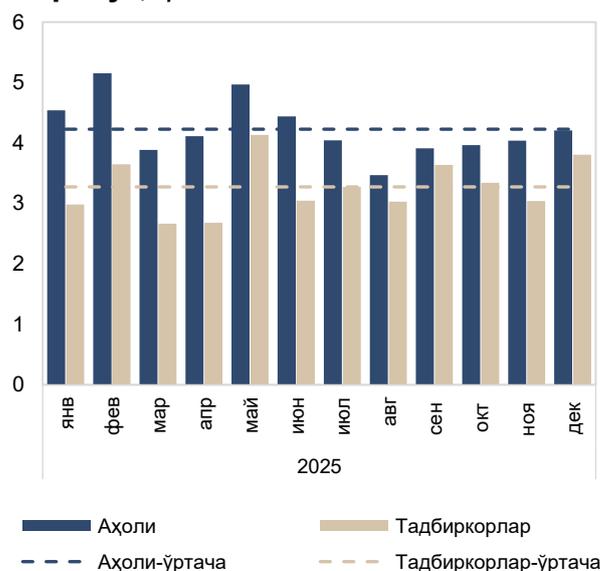
Йил давомида инфляцион кутилмаларда пасайиш тенденцияси кузатилган бўлса-да, умумий инфляция даражаси ва инфляцион кутилмалар ўртасидаги 3-4 фоиз бандлик тафовут сақланиб қолмоқда (1.4.2-расм).

Ўтказилган сўровлар натижаларига кўра, йил давомида инфляцион кутилмалари шаклланишида коммунал хизматлар, ёқилғи ва энергия ресурслари нархларининг қимматлашиши ва транспорт харажатлари ошиши асосий омиллар бўлиб хизмат қилди. Бунда кутилмаларга алмашув курси таъсири иккинчи ярим йилликда камайиб борди (1.4.3-расм).

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



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



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

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

	2025											
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сеп	окт	ноя	дек
Коммунал хизматларнинг қимматлашиши	57	63	59	59	57	50	51	48	46	46	49	50
Ёқилғи ва энергия нархининг қимматлашиши	50	52	48	47	49	45	45	41	41	42	40	47
Транспорт харажатларининг ошиши	30	31	28	29	32	30	27	26	25	25	24	29
Асосий озиқ-овқатларнинг қимматлашиши	26	28	28	26	25	22	24	26	25	27	26	26
Иш ҳақи ва нафақаларнинг ошиши	22	23	20	18	22	35	34	31	27	26	23	25
Монополия ва нархларнинг сунъий оширилиши	25	32	26	26	26	24	24	22	22	23	20	24
Валюта курсининг ўзгариши	46	41	39	38	37	27	30	24	22	22	20	23

Тадбиркорлар

	2025											
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сеп	окт	ноя	дек
Коммунал хизматларнинг қимматлашиши	54	58	52	55	54	47	47	45	44	47	46	46
Ёқилғи ва энергия ресурслари қимматлашиши	49	50	45	46	48	43	42	40	41	45	42	45
Транспорт харажатларининг ошиши	32	34	31	31	37	32	31	31	30	33	30	37
Иш ҳақи ва нафақаларнинг ошиши	26	22	23	23	24	33	34	33	29	25	23	26
Хомашё нархларининг қимматлашиши	25	27	25	27	28	25	25	24	26	28	26	25
Солиқ юкининг юқорилиги	24	27	26	27	27	25	26	24	24	23	21	24
Валюта курсининг ўзгариши	51	43	43	43	40	31	31	25	22	21	19	23

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Хусусан, валюта курси ўзгаришини келгусида нархларга таъсир қилувчи омил сифатида қайд этган аҳоли улуши йил бошидаги 46 фоиздан, йил охирида 23 фоизгача, тадбиркорларда эса 51 фоиздан 23 фоизгача камайди. Бу, асосан, 2025 йил давомида сўмнинг долларга нисбатан мустаҳкамланиши билан изоҳланади (1.4.3-расм).

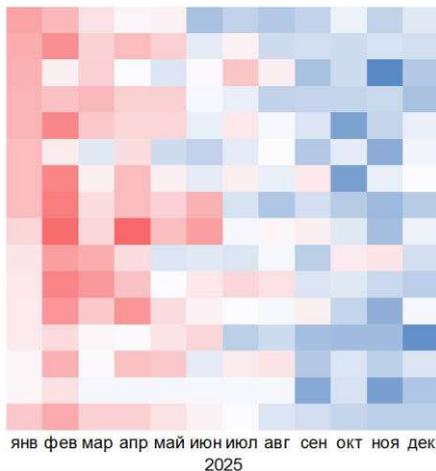
2025 йилнинг биринчи ярмида аксарият соҳалар вакилларининг инфляцион кутилмалари юқори даражада сақланиб қолган бўлса, иккинчи ярмида эса барча соҳалар кутилмалари пасайиб боргани қайд этилди. Шу билан бирга, аҳоли орасида қурилиш, тиббиёт, туризм ва ишлаб чиқариш соҳалари вакилларининг кутилмалари нисбатан юқориқлиги кузатилмоқда (1.4.4-расм).

Тадбиркорларда инфляцион кутилмаларнинг кенг қамровли пасайиши нисбатан секинроқ кечмоқда. Бунда, соғлиқни сақлаш, кафе-ресторан, ахборот технологиялари ва оммавий ахборот воситалари соҳаларидаги бизнес вакилларининг кутилмалари нисбатан юқориқлиги сақланиб қолмоқда.

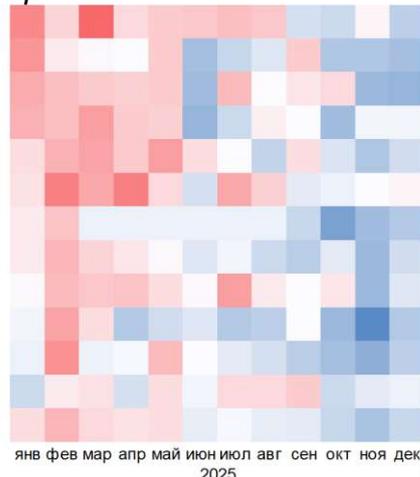
2025 йилда иқтисодий фаолликнинг ортиши, аҳоли реал даромадларининг барқарор ўсиши, хориждан пул ўтказмалари ҳажмининг кўпайиши ҳамда юқори бюджет харажатлари иқтисодий агентларнинг инвестицион ҳамда истеъмол фаоллигини рағбатлантираётган шароитда нисбатан қатъий пул-кредит шароитларининг таъминланиши талаб омилларини мувозанатлаштириш ва инфляцион кутилмаларни пасайтиришда муҳим аҳамият касб этди.

1.4.4-расм Соҳалар кесимида аҳоли ва тадбиркорларнинг кутилмалари**Аҳоли**

савдо
давлат ташкилоти
кафе / ресторан
банк-молия
тиббиёт
туризм
пенсионер
ташиш хизматлари
ишлаб чиқариш
маиший хизмат
Илм-фан / таълим
қурилиш
талаба
АТ ва ОАВ
қишлоқ хўжалиги
Респ. ўртача

**Тадбиркорлар**

Илм-фан / таълим
туризм
маданият / санъат
соғлиқни сақлаш
ташиш хизматлари
қурилиш
қишлоқ хўжалиги
савдо
кафе / ресторан
хунармандчилик
ишлаб чиқариш
АТ ва ОАВ
Респ. ўртача



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Инфляция прогнози

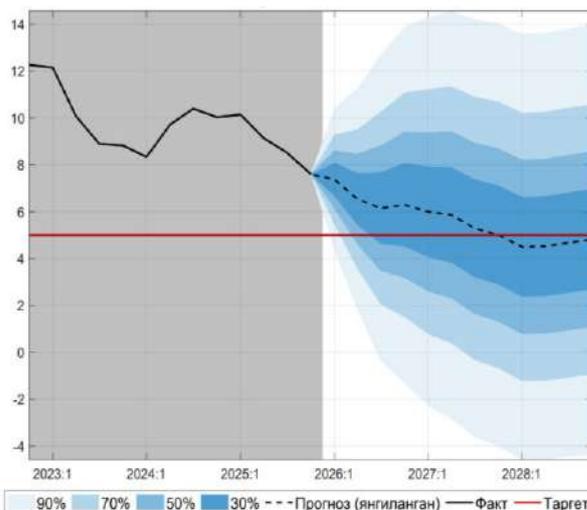
2025 йилнинг иккинчи ярмида алмашув курсининг бақарорлашгани ҳамда айрим истеъмол товарлари таклифининг яхшилангани шароитида импорт товарлари нархларининг пасайиши қайд этилиб, йил якунида умумий ва базавий инфляция кутилганидан кўра тезроқ пасайишига хизмат қилди. Бу, ўз навбатида, 2026 йил учун прогнозларни пасайтириш томонга қайта кўриб чиқишга асос бўлди.

Инфляцион босимлар ва кутилмаларнинг барқарор пасайиши шароитида умумий инфляция даражаси босқичма-босқич пасайиб, 2026 йил якунида 6,5 фоиз атрофида, 2027 йилда эса 5 фоизлик таргетгача пасайиши ва 2028 йилдан бошлаб таргет доирасида шаклланиши кутилмоқда (1.4.5-расм).

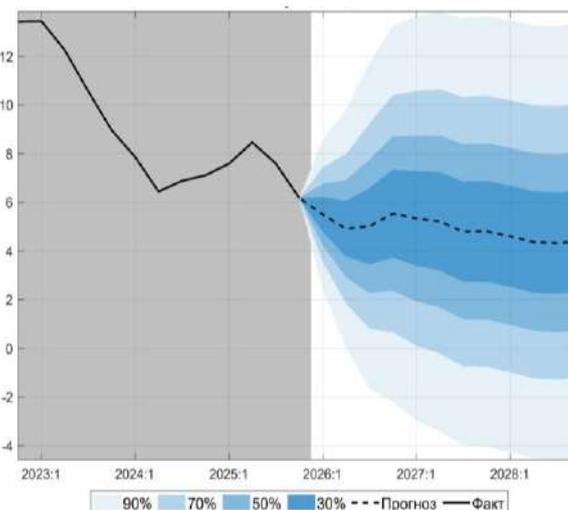
Иқтисодиётда шаклланаётган нисбатан қатъий пул-кредит шароитларининг узоқроқ муддат сақланиб қолаётгани жамғариш фаоллигини рағбатлантириб, ялпи истеъмол талабини маълум даражада мувозанатлаштирувчи аҳамиятга эга бўлади ҳамда базавий инфляциянинг пасаяувчи динамикасини таъминлаб боришга хизмат қилади.

Прогнозларга кўра, жорий йил якунида базавий инфляция 5-6 фоиз, 2027-2028 йилларда эса 4-5 фоизгача пасайиши, ўрта ва узоқ муддатли истиқболда шу даражада барқарорлашиши кутилмоқда (1.4.6-расм).

1.4.5-расм. Умумий инфляция прогнози, фоизда



1.4.6-расм. Базавий инфляция прогнози, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бунда, иқтисодий фаолликнинг ўз потенциали даражасидан кўпроқ ошишининг келгуси йил якунига қадар давом этиши ҳисобига маржинал харажатларнинг базавий инфляцияни оширувчи таъсирлари ушбу даврда сақланиб қолади.

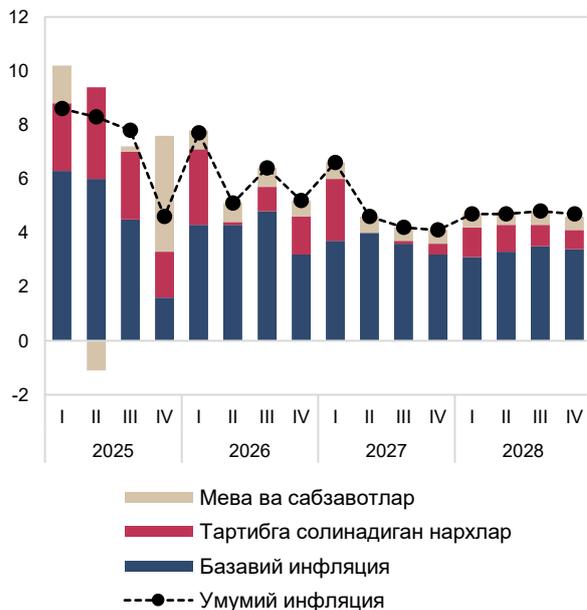
Қайд этиш керак, жорий қатъий пул-кредит шароитларини узоқроқ вақт давомида таъминланиши иқтисодий фаолликнинг ўз потенциали даражаси атрофида шаклланишига хизмат қилади ва бу базавий инфляцияни пасайтирувчи характерга эга бўлади.

2025 йилдаги мева ва сабзавотлар нархларининг юқори база таъсири (декабрда 18,9 фоиз) ҳисобига жорий йилда мазкур гуруҳнинг инфляцияси барқарорлашиши (2026 йил якунида 9,1 фоиз) ва уларнинг инфляцияга бироз оширувчи таъсирга эга бўлиши кутилмоқда.

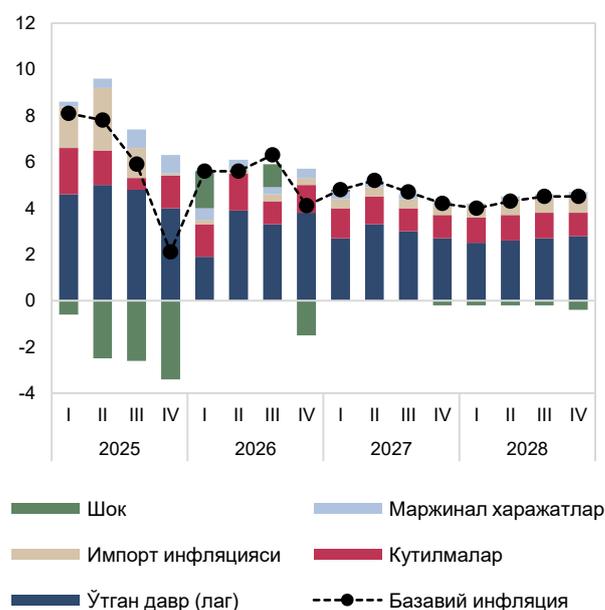
2026 йилда айрим турдаги тартибга солинадиган нархлар оширилиши жорий прогнозларда инobatга олинган. Бунда май ойида 2025 йилдаги энергия нархлари оширилишининг бирламчи таъсирлари тугаши ҳисобига ушбу гуруҳ инфляцияси пасаявчи тенденцияга эга бўлади.

Бунда барча ҳудудларда коммунал хизматлар тарифларини индексация қилиш жараёнини мувофиқлаштириб, йилнинг муайян бир даврида амалга оширилиши уларнинг инфляцион кутилмаларга таъсирини жиловлашга хизмат қилади.

1.4.7-расм. Умумий инфляция прогнози медианаси декомпозицияси, чораклик фоизда



1.4.8-расм. Базавий инфляция прогнози медианаси декомпозицияси, чораклик фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Шу билан бирга, жаҳон бозорида хомашё товарлари нархларида кескин ўзгаришлар кузатилаётгани, ташқи ноаниқликларнинг сақланиб қолаётгани ҳамда жаҳон ва қўшни мамлакатларда асосий озиқ-овқат маҳсулотлари таъминоти билан боғлиқ хатар ва узилиш эҳтимолларининг мавжудлиги импорт инфляциясининг кучайишига сабаб бўлиши мумкин.

Бунда, истеъмол товарлари таркибида импорт маҳсулотлар улуши юқори эканлигини инобатга олганда, импорт инфляциясининг қайта жонланиши умумий инфляция динамикасини белгилаб берувчи асосий омиллардан бири сифатида намоён бўлади.

1.5. Макроиқтисодий ривожланишдаги ноаниқликлар ва хатарлар

Нархлар ўсиш суръатининг секинлашиши кенг қамровли тус олган бўлиб, товар ва хизматларнинг катта қисмида инфляция пасайиши кузатилмоқда. Шу билан бирга, келгусида нархлар ўсишига олиб келиши мумкин бўлган омиллар ҳали ҳам устунлик қилмоқда.

Ички ноаниқликлар. Биринчи навбатда, иқтисодиётда ялпи талабнинг юқори даражада сақланиб қолиши нархларнинг барқарор пасайишини чеклаши мумкин. Кредитлаш ҳажмининг юқори суръатларда ўсиши, пул ўтказмалари ва аҳоли даромадларининг кўпайиши истеъмолни рағбатлантириб, ялпи талабнинг ошишига хизмат қилмоқда.

Олтин нархларининг юқори даражада шаклланиши бюджет даромадларининг ортишига ҳамда уларга мос равишда давлат харажатларининг кенгайишига олиб келиб, иқтисодиётда қўшимча талаб шакллантириши мумкин.

Энергия ва ёнилғи таъминотидаги узилишлар, шунингдек озиқ-овқат маҳсулотлари тақлифидаги ташқи чекловлар ишлаб чиқариш таннархини ошириб, нархларга қўшимча босим ўтказиши эҳтимоли мавжуд.

Бундан ташқари, аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари юқори даражада сақланиб қолаётгани инфляциянинг пасайишини чеклаб, уларни жиловлаш мақсадида қатъий пул-кредит шароитларини узоқроқ муддат давомида таъминлаш заруратини юзага келтириши мумкин.

Ташқи ноаниқликлар. Ташқи муҳитда ноаниқликлар сақланиб қолмоқда. Дунёдаги геосиёсий вазият ҳамда жаҳон бозорларида хомашё ва энергия нархларининг юқори ўзгарувчанлиги экспорт тушумларига, шунингдек импорт нархлари орқали ички инфляцияга таъсир кўрсатиши мумкин.

II. ЖОРИЙ МАКРОИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР

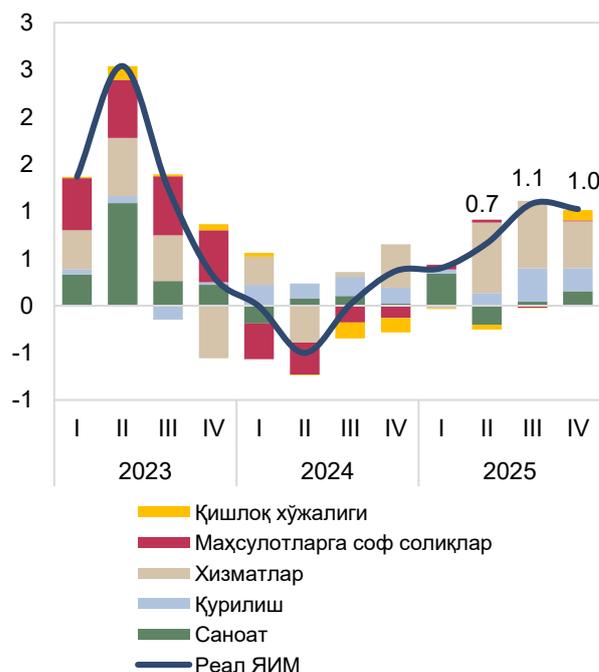
2.1. Ички иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб омиллари

2025 йилнинг IV чорагида ҳам иқтисодий фаоллик юқори даражада сақланиб қолди ва йил якуни бўйича ялпи ички маҳсулотнинг реал ўсиши 7,7 фоизни ташкил этди. Юқори инвестицион фаоллик, фискал харажатлар, пул ўтказмалари ва аҳолига ажратилган кредитлар ҳажмининг юқори ошиши иқтисодиётда даромадлар ўсиши ҳамда истеъмол талабини қўллаб-қувватламоқда.

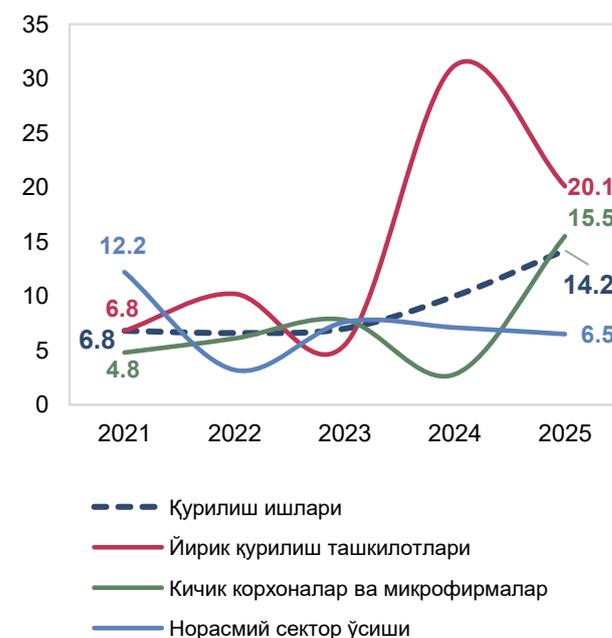
Таклиф томонидан саноат, хизматлар ва қурилиш соҳаларида кузатилган барқарор ва юқори ўсиш суръатлари иқтисодий ўсишни таъминловчи асосий омиллардан бўлди.

Иқтисодий ўсиш. 2025 йилнинг IV чорагида иқтисодиётда асосий ўсиш қурилиш ва хизматлар соҳалари ҳиссасига тўғри келди (2.1.1-расм). 2025 йилда қурилиш ишлари ҳажми 14,2 фоизга ошди. Ўсиш давлат ва хусусий сектор томонидан инфратузилма лойиҳаларини амалга ошириш, хусусий инвестицияларнинг кенгайиши, уй-жой қурилишининг фаоллашуви, шунингдек ишлаб чиқариш ва логистика объектларининг ривожланиши ҳисобига таъминланди. (2.1.2-расм).

2.1.1-расм. Иқтисодий ўсиш тезлашишига тармоқларнинг қўшган ҳиссаси, ф.б.



2.1.2-расм. Қурилиш ўсиш суръатлари, кумулятив, фоизда



Манба: Статистика агентлиги.

Хизматлар соҳасидаги юқори ўсиш суръатлари барқарор ички талаб, шунингдек рақамлаштириш жараёнларининг жадаллашуви билан изоҳланмоқда. 2025 йилда хизматлар ўсиш суръати 14,7 фоизни ташкил этди. Бунда юқори кўрсаткичлар молиявий хизматлар, ахборот-коммуникация хизматлари, шунингдек умумий овқатланиш соҳаларида қайд этилди.

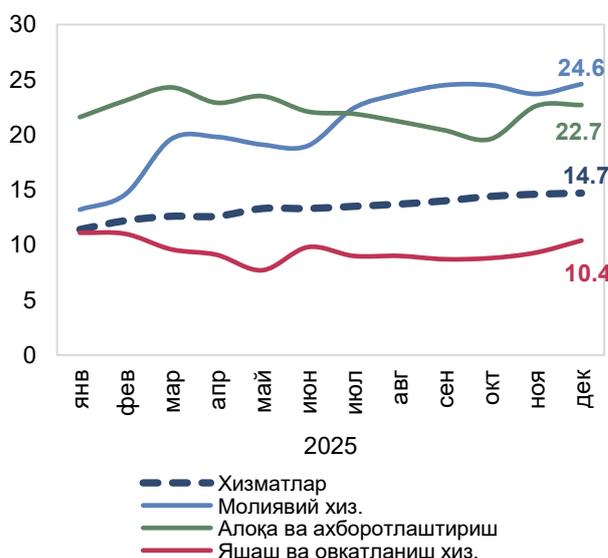
Молиявий хизматлар кенгайиши молиявий технологиялар, онлайн-банкинг ва рақамли тўлов воситаларининг фаол ривожланиши, янги молиявий маҳсулотларнинг пайдо бўлиши ҳамда аҳоли ва бизнес томонидан уларга бўлган талабнинг ошиб бораётгани билан изоҳланади.

Ахборот-телекоммуникация хизматларининг ўсиши ҳам ахборот технологиялари секторининг барқарор қамрови ошиши, бунда унинг молия, савдо ва логистика каби иқтисодийнинг бошқа тармоқларига чуқур кириб бориши билан боғлиқ бўлди.

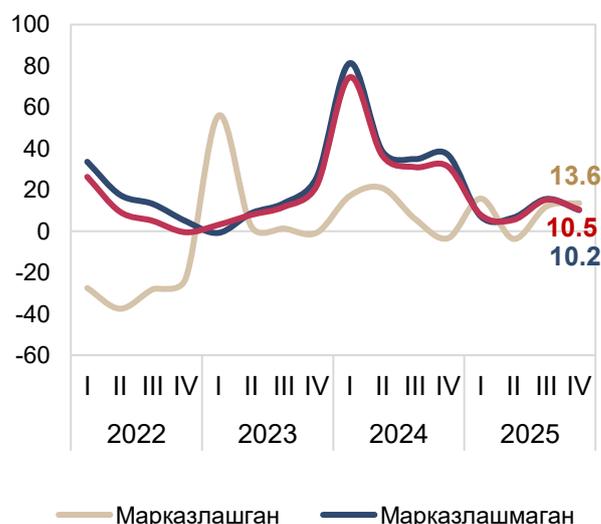
Умумий овқатланиш соҳасидаги динамика аҳолининг реал даромадлари ошиб бораётгани ва аҳоли истеъмолида хизматлар улуши ошиб бораётгани акс эттирмоқда (2.1.3-расм).

Иқтисодий ўсиш барқарор ошиб бораётган ички истеъмол талаби, инвестициявий фаоллик, шунингдек экспортга бўлган қулай ташқи конъюнктура ҳисобига қўллаб-қувватланди. Маълум секинлашувга қарамасдан, инвестициялар ўсиши юқори даражада сақланиб қолди.

2.1.3-расм. Бозор хизматлари динамикаси, соҳалар кесимида, фоизда



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



Манба: Статистика агентлиги.

Асосий инвестицион оқим тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар, шунингдек жаҳон молия бозорларида молиявий шароитларнинг босқичма-босқич юмшаши фонида жалб этилган кредитлар ва қарз маблағлари ҳисобига таъминланди. Ички инвестициялар эса асосан давлат инвестициялари ҳамда аҳолининг уй-жой қурилишига йўналтирилган маблағлари ҳисобидан шакллантирилди (2.1.4-расм).

Иқтисодий фаолликнинг тезлашиши ишчи кучига бўлган талабнинг ошиши ва бўш иш ўринлари сонининг кўпайишида ҳам ўз аксини топди. Номинал иш ҳақи юқори ўсиш суръатларини сақлаб қолди, инфляциянинг секинлашиши эса реал иш ҳақининг ошишига хизмат қилди (2.1.5-расм). Натижада 2025 йил якунида иш ҳақи реал ўсиши 9,3 фоизни ташкил этди.

Бундан ташқари жаҳон бозорларида юзага келган хомашё нархларининг юқори ўсиши давлат бюджети даромадларининг сезиларли кўпайишига сабаб бўлди, бу эса бюджет харажатларининг мос равишда кенгайиши билан кечди. Хусусан, давлат бюджет харажатлари ўсиши йил охирига келиб йиллик 23,5 фоизни ташкил қилди (2.1.6-расм).

Шу билан бирга, 2025 йил IV чорақда ҳам мамлакатга кириб келган трансчегаравий пул ўтказмалари ҳажми ўсиши юқори даражада давом этди (ўсиш 27,2 фоиз). Бу аҳолининг умумий реал даромадлари ўсишини қўллаб-қувватлаб, ялпи талабга қўшимча оширувчи босим яратди (2.1.7-расм).

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



Манба: Статистика агентлиги.

2.1.6-расм. Давлат бюджети харажатлари динамикаси, фоизда



Манба: Иқтисодиёт ва молия вазирлиги.

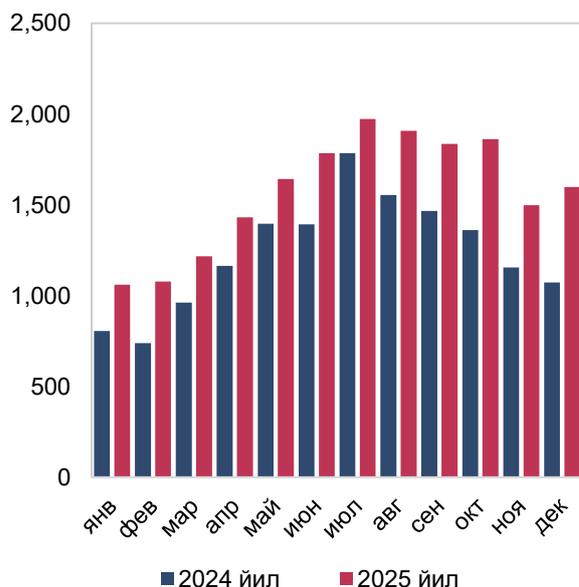
Ташқи савдо. IV чорақда озиқ-овқат маҳсулотлари ва хизматлар экспортида юқори ўсиш қайд этилди. Асосий экспорт хомашё товарлари нархлари ташқи бозорлар конъюнктурасига мос равишда шаклланиши ҳамда маълум саноат ва қишлоқ хўжалиги товарларининг экспорт ҳажми ошиши умумий экспортни оширувчи асосий омиллардан бўлди. Хизматлар экспорти ҳажмининг ошиши, асосан, мамлакатга ташриф буюрган хорижий туристлар сонининг кўпайиши билан изоҳланади (2.1.8-расмлар).

Импортнинг барча компонентларида ижобий ўсиш суръати кузатилди. Қайта ишлаш саноати товарлари ва капитал ускуналар импорти асосий ҳисса қўшди (2.1.9-расм).

Реал самарали алмашув курси 2025 йилнинг декабрь ойида базавий даврга (2019 йил сентябрь) нисбатан 15,4 фоизга мустаҳкамланган бўлса, йил бошига нисбатан эса 0,1 фоизга кадрсизланди (2.1.10-расм).

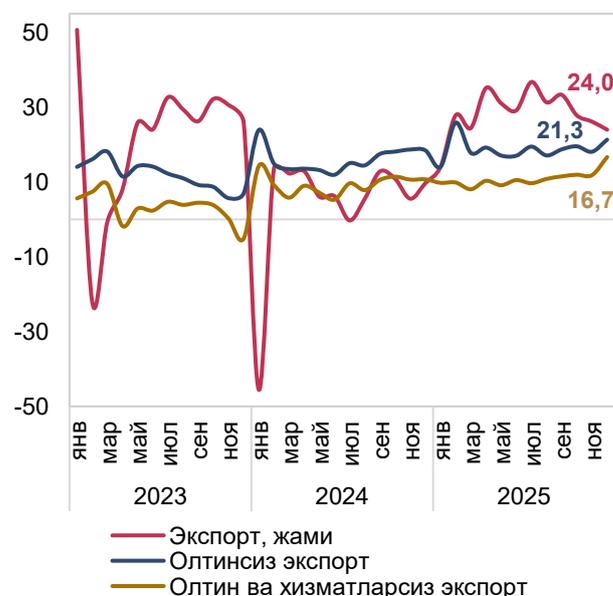
Бу, инфляциянинг босқичма-босқич секинлашаётгани ва унинг асосий савдо ҳамкорлари ўртача даражасига яқинлашаётгани, шунингдек, савдо ҳамкорлари валюталари ўзгаришига мутаносиб равишда сўмнинг мўътадил мустаҳкамланаётгани билан изоҳланади.

2.1.7-расм. Трансчегаравий пул ўтказмалари ҳажми, млн долл



Манба: Марказий банк.

2.1.8-расм. Экспорт ўсиш суръатлари, кумулятив, фоизда

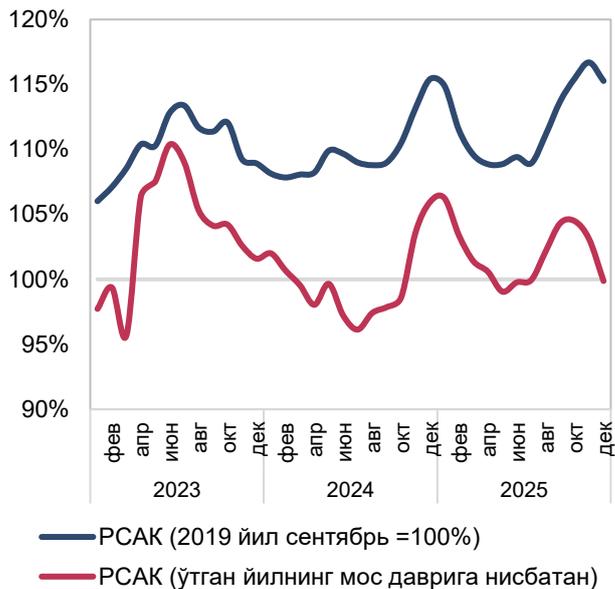


Манба: Статистика агентлиги.

2.1.9-расм. Импорт ўсиш суръатлари, фоизда



2.1.10-расм. Реал самарали алмашув курси



Манба: Марказий банк ҳисоб китоблари.

2.2. Инфляция динамикаси таҳлили

2025 йилда умумий инфляция даражаси бир қатор талаб ва таклиф омиллари таъсирида турли йўналишларда шаклланди.

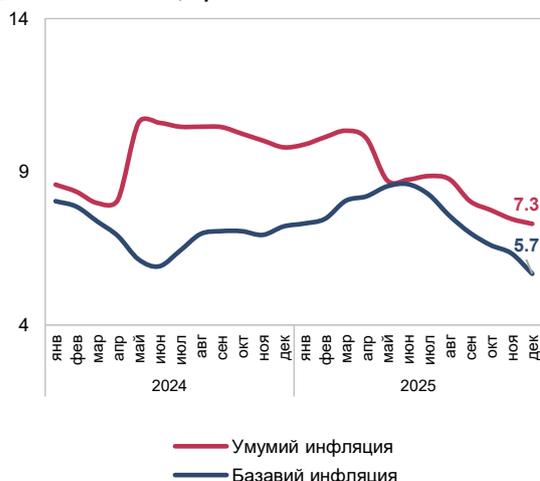
Жумладан, йил бошидаги айрим озиқ-овқат товарлари ташқи таклифидаги узилишлар ҳамда энергия ресурслари нархларининг аввалги йилдаги оширишлари билан боғлиқ иккиламчи таъсирлари фонида умумий инфляция январь ойидаги 9,9 фоиздан март ойида 10,3 фоизгача кўтарилди.

Май ойидан бошлаб, мамлакат иқтисодиётида инфляциянинг пасайиш жараёнлари устуворлик қилиб, умумий инфляция даражаси пасаявчи динамикани намоён этди ва йил якунида 7,3 фоизгача пасайди.

Ушбу пасайишнинг асосий омили сифатида 2024 йилда энергия тарифларининг оширилиши ва айрим имтиёзларнинг бекор қилиниши натижасида юзага келган юқори база эффектининг босқичма-босқич тугаши хизмат қилди.

Базавий инфляция ҳам йил давомида 7,3 фоиздан 5,7 фоизгача пасайиб, иқтисодиётда нархлар шаклланиши барқарорлашаётганига ишора берди. Шунга қарамай, йил давомида аҳоли даромадларининг ўсиши ва истеъмол кредитларига аҳоли талабининг юқорилиги ҳисобига ички талаб томонидан маълум даражада босимлар сақланиб қолди.

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: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Озиқ-овқат маҳсулотлари гуруҳи инфляцияси 2025 йил давомида ўсувчи трендда шаклланиб, январь ойидаги йиллик 2,6 фоиздан декабрда 5,5 фоизга етди. Ушбу гуруҳда нархларнинг ўзгаришига 2024 йилда мева ва сабзавотлар инфляциясининг пастроқ шаклланиши таъсирлари тугаши ҳамда йил давомида ушбу гуруҳ нархларининг ўсувчи динамикага ўтгани, шунингдек, гўшт ва ёғ маҳсулотлари нархларининг юқори даражада қимматлашиши асосий таъсир кўрсатди.

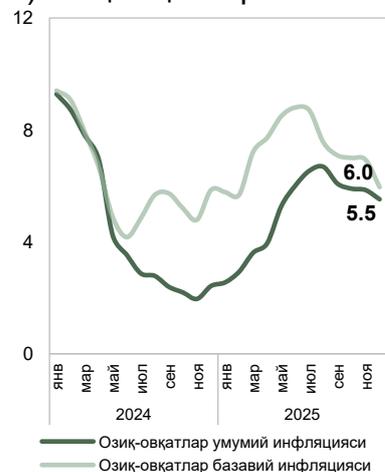
Хусусан, гўшт маҳсулотлари инфляцияси июль ойида 23,6 фоизгача кўтарилиб, йил якунида 18,4 фоизни ташкил этди. Мева ва сабзавотлар нархлари эса йил бошидаги 5,1 фоизлик дефляциядан йил охирига келиб 18,9 фоизлик ўсишга ўтди.

Ноозиқ-овқат маҳсулотлари инфляцияси йил давомида 7,7 фоиздан 5,1 фоизгача секинлашди. Бу пасайишга, айниқса, дори воситалари гуруҳи инфляциясининг 25,5 фоиздан 4,6 фоизга тушиши сезиларли ҳисса қўшди. Миллий валюта курсининг мустақамланиши ҳам импорт товарлари нархларини жиловлашга хизмат қилди. Бироқ, автомобиллар учун ёнилғи нархлари йил давомида юқори даражада сақланиб, декабрь ойида 20,3 фоизлик йиллик ўсишни қайд этди.

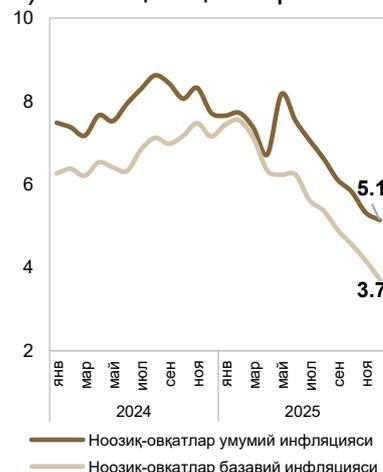
Хизматлар инфляцияси умумий инфляциянинг пасайишида муҳим аҳамият касб этиб, январь ойидаги 27,0 фоиздан декабрда 13,9 фоизгача пасайди. Бу асосан, 2024 йилги энергия ресурслари тарифлари оширилишининг бирламчи таъсири чиқиб кетиши билан боғлиқдир. Хусусан, коммунал хизматлари инфляцияси январь ойидаги 66,6 фоиздан декабрь ойида 26,0 фоизгача пасайди.

2.2.3-расм. ИНИ асосий гуруҳлари инфляцияси динамикаси, фоизда

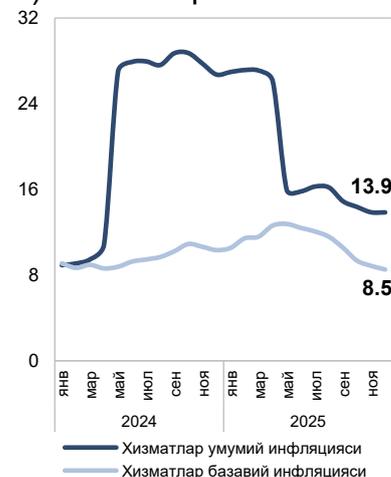
а) озиқ-овқатлар



б) ноозиқ-овқатлар



в) хизматлар



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

Шунга қарамай, хизматлар инфляцияси ҳали ҳам умумий инфляциядан юқори даражада сақланиб қолаётгани ушбу соҳада талаб томондан босимлар сақланаётганини кўрсатади.

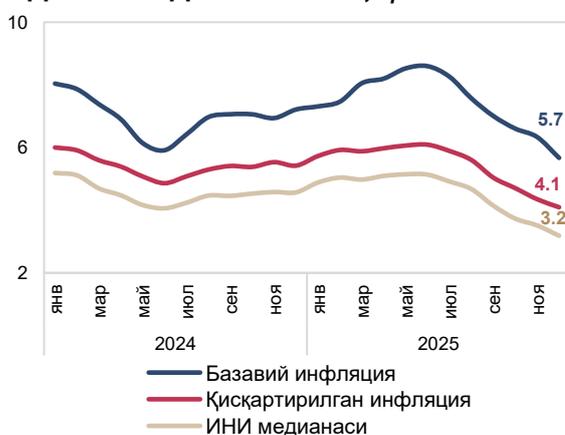
Базавий инфляция йил якунида ўтган йилга нисбатан пасайган бўлса-да, йил давомида турли динамикада шаклланди. Унинг таркибий гуруҳлари хусусан, озиқ-овқатлар ва хизматлар базавий инфляциясининг йилнинг биринчи ярмида ўсувчи динамикада шаклланиши базавий инфляцияни ҳам оширган бўлса, ноозиқ-овқат маҳсулотлари нархлари ўсишининг йил давомида барқарор секинлашиб бориши ҳамда иккинчи ярим йилликда барча гуруҳларнинг пасайиш динамикасига ўтиши йил якунида базавий инфляциянинг пасайишини таъминлади.

Шу билан бирга, хизматлар базавий инфляцияси бошқа гуруҳларга нисбатан секин пасаймоқда. Ушбу вазият иқтисодиётда сақланиб қолаётган кучли ялпи талаб босими ҳамда энергия ресурслари таъминотидаги ўзгаришларнинг ишлаб чиқариш таннархига ўтувчи иккиламчи таъсири билан изоҳланиши мумкин. Бу омиллар, айниқса, ташиш, логистика ва умумий овқатланиш хизматлари нархларида акс этиб, соҳадаги инфляцион босимни сақлаб турибди.

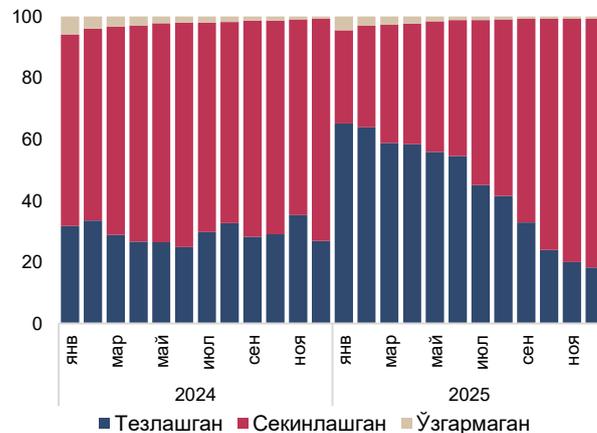
Базавий инфляциянинг муқобил кўрсаткичларидан қисқартирилган ИНИ ва ИНИ медианасининг ҳам пасайиши истеъмол саватидаги нархлар барқарорлашуви кенг қамровли эканлигини тасдиқлайди.

Хусусан, қисқартирилган ИНИ даражаси йил бошидаги 5,8 фоиздан декабрга келиб 4,1 фоизгача, ИНИ медианаси кўрсаткичи эса 4,9 фоиздан 3,2 фоизгача пасайди.

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



2.2.5-расм. Йиллик солиштирма нарх ўзгаришлари, фоизда



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

Умуман олганда, 2025 йилда инфляцион босимларнинг босқичма-босқич юмшаши ва нархлар барқарорлигининг мустаҳкамланиши даври бўлди. Иқтисодий фаолликнинг юқорилиги, аҳоли номинал иш ҳақининг барқарор ўсиши ва хориждан пул ўтказмалари ҳажмининг ортиши шароитида нисбатан қатъий пул-кредит шароитларининг таъминланиши талаб омилларини тийиб туришда ва инфляцион кутилмаларни жиловлашда муҳим роль ўйнади.

Шунингдек, миллий валюта курсининг йил давомида мустаҳкамланиб бориши импорт товарлари орқали кириб келувчи ташқи инфляцион босимларни пасайтиришга хизмат қилди. Ташқи бозорларда айрим асосий озиқ-овқат маҳсулотлари, хусусан, дон ва шакар нархларининг арзонлашиши ҳам ички бозордаги нархларни барқарорлаштиришга қўшимча ижобий таъсир кўрсатди.

Ички нархлар барқарорлашуви истеъмол саватидаги товар ва хизматларнинг катта қисмини қамраб олди. Шунга қарамай, хизматлар соҳасидаги инфляциянинг нисбатан юқорилиги ва аҳоли даромадлари ўсиши фонида истеъмол талабининг ортаётгани келгусида ҳам эҳтиёткорона пул-кредит сиёсатини юритишни ҳамда таклиф томонлама вужудга келиши мумкин бўлган хатарларни диққат билан кузатишни тақозо этади.

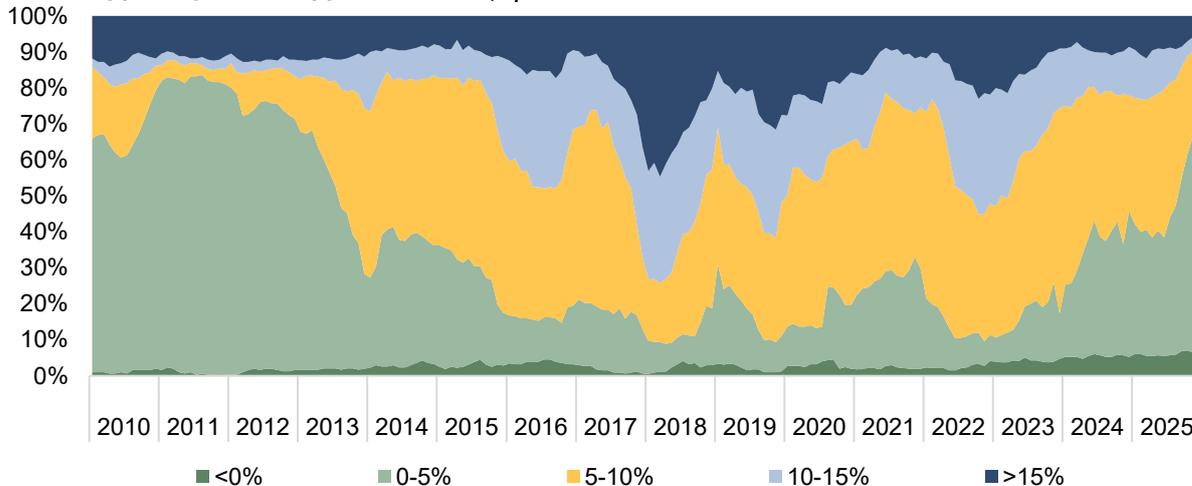
Истеъмол нархлари индекси таркибидаги товар ва хизматлар нарх ўзгаришларининг таркибий таҳлили

2025 йилда инфляция даражаси барқарор пасайиш траекториясига ўтиб, йил бошидаги 9,8 фоиздан йил якунига келиб 7,3 фоизгача пасайди. Бу кўрсаткич 2016 йилдан кейинги даврда кузатилган энг паст кўрсаткич ҳисобланса-да, нархларнинг барқарор пасаяётганлигини баҳолашда умумий инфляциянинг ўзига эътибор қаратиш тўлиқ хулосани тақдим этмайди.

Инфляциянинг пасайиш жараёни барқарор бўлиши учун нархлар ўсишининг секинлашиши истеъмол саватидаги товар ва хизматларнинг аксарият қисмини қамраб олган бўлиши муҳим. Бунда, умумий инфляциянинг пасайиши кўпинча юқори ўзгарувчанликка эга бўлган айрим гуруҳлар (*мисол учун, ёқилғи ёки мева-сабзавотлар*) нархларининг пасайиши ҳисобига вужудга келган бўлиши мумкин. Айти пайтда истеъмол саватидаги асосий товар ва хизматларнинг нархлари юқори ўсиш динамикасини сақлаб қолган бўлиши мумкин.

Бу ҳолатда, вақтинча арзонлашган товарлар нархи ўсиши қайта жонланиши билан инфляция тезда ўсувчи трендга қайтиши хавфи мавжуд бўлади. Асосий ўзгарувчан гуруҳлар (*мева-сабзавотлар ва ёқилғи*) таъсирини истисно қилувчи базавий инфляция умумий кўрсаткичга нисбатан вазиятни ҳаққонийроқ акс эттирса-да, ушбу кўрсаткич таркибидаги айрим товар ва хизматларнинг кескин нарх ўзгаришларига нисбатан таъсирчан ҳисобланади.

1-расм. Товар ва хизматлар йиллик нарх ўзгаришларининг фоиз оралиқлари кесимида тақсимоти динамикаси, фоизда



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

Шу боис, инфляцион жараёнларнинг кенг қамровли ва барқарор эканлигини баҳолаш учун фақат умумий кўрсаткичларга таяниб қолмасдан, истеъмол саватидаги товар ва хизматларни нарх ўзгаришлари бўйича тақсимлаб, уларнинг вақт давомидаги таркибий ўзгаришларини таҳлил қилиш муҳим хулосаларни бериши мумкин.

Ушбу мақсадда амалга оширилган таҳлилда истеъмол нархлари индекси саватидаги товар ва хизматларнинг 2010-2025 йиллардаги маълумотларидан фойдаланилди. Ҳисоб-китоб жараёнида ҳар бир товар ва хизматнинг ўтган йилнинг мос даврига нисбатан нарх ўзгариши (*йиллик инфляцияси*) аниқланиб, улар ўсиш суръатлари бўйича 5 та асосий интервалга ажратилди (*0 фоиздан паст, 0-5 фоиз, 5-10 фоиз, 10-15 фоиз ва 15 фоиздан юқори*).

Шуни таъкидлаш лозимки, мазкур таҳлилда натижалар товарларнинг истеъмол саватидаги сонидан келиб чиққан ҳолда шакллантирилди. Бунда, ҳар бир интервалнинг улуши шу гуруҳга тушган товарлар сонининг умумий кузатувдаги товарлар сонига нисбати сифатида ҳисобланди. Ушбу ёндашув инфляция жараёнларининг товарлар бўйлаб қанчалик кенг тарқалганини баҳолаш имконини беради.

Таҳлил натижаларига кўра, 2010-2016 йилларда ИНИ таркибидаги 80 фоизга яқин товар ва хизматлар инфляцияси 10 фоиздан паст шаклланган. Аммо ушбу рақамлар ўша даврдаги инфляцион вазиятнинг ҳақиқий ҳолатини тўлиқ акс эттирмайди.

Биринчидан, солиштирилаётган даврларда истеъмол саватининг қамрови бир хил бўлмаган. Хусусан, 2010-2016 йилларда истеъмол савати 300 дан ортиқ товар ва хизматларни ўз ичига олган бўлса, 2020 йилдан бошлаб уларнинг сони 500 дан ошган.

Иккинчидан, аҳолининг кундалик истеъмолида асосий ўрин тутувчи бирламчи товар ва хизматлар нархлари 10 фоиздан юқори даражада қимматлашган. Хусусан, асосий турдаги озиқ-овқатлардан пиёз (*ўртача йиллик 40%*), картошка (*30%*), сабзи (*27%*), гўшт (*13%*) ва нон (*11%*) маҳсулотларида юқори ўсиш кузатилган. Шунингдек, коммунал хизматлардан - тармоқ газ (*31%*), совуқ ва иссиқ сув (*23-24%*), иситиш (*21%*) ҳамда электр энергияси (*16%*) кескин ошган. Бу тенденция олий (*29%*) ва мактабгача таълим (*18%*), мобил алоқа (*15%*) ва бензин (*14%*) каби муҳим хизмат ва ноозиқ-овқат товарларида ҳам сақланиб қолган.

Шу билан бирга, 2010-2016 йиллардаги нисбатан “паст” умумий инфляция фони ялпи талабни чекловчи макроиқтисодий омиллар билан ҳам изоҳланади. Хусусан, аҳоли реал даромадлари ва кредитлаш даражасининг пастлиги, фискал рағбатлантириш ҳамда трансчегаравий пул ўтказмалари ҳажмининг чеклангани ялпи талаб томонидан нархларга босимларни пасайтирган.

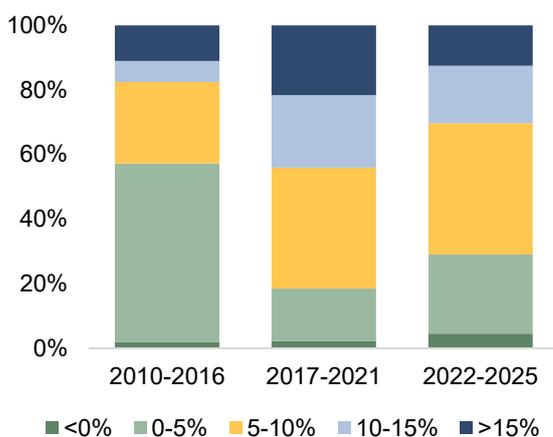
2017 йилдан бошланган иқтисодиётни эркинлаштириш, хусусан, валюта ва ташқи савдони эркинлаштириш жараёнлари йиллар давомида йиғилиб келган талаб инфляциясини юзага чиқарди. Нархларнинг бозор тамойиллари асосида шаклланишга ўтиши ва ялпи талабнинг фаоллашуви (*юқори даражадаги кредитлаш ва фискал харажатларнинг ортиши*) натижасида инфляцион босимлар бутун истеъмол савати бўйлаб кенг қамровли хусусиятга эга бўлди. Бунинг оқибатида, 2017-2021 йилларда ИНИ таркибидаги товар ва хизматларнинг қарийб ярми (*ўртача 44 фоизи*) йиллик 10 фоиздан юқори суръатларда қимматлашди (*2-расм*).

Марказий банк томонидан 2020 йилдан инфляцион таргетлаш режимига фаол ўтилиши ва бунда пул-кредит инструментларининг кенг жорий қилиниши натижасида нисбатан қатъий даражадаги пул-кредит шароитларининг таъминланиши 2022-2025 йилларда нархлар ўсиши секинлашишига хизмат қилди. Буни ИНИ таркибидаги 10 фоиздан ҳамда 5 фоиздан паст ошган товар ва хизматлар улуши ортиб борганлигида ҳам қайд этиш мумкин. Жумладан, ушбу даврда қарийб 70 фоиз товар ва хизматларнинг йиллик инфляция 10 фоиздан паст бўлди.

2024 йил бошидан 10 фоиздан юқори инфляция қайд этилган товарлар сони кескин қисқариб, 2025 йил охирида уларнинг улуши 10 фоиз атрофида шаклланди. Бу юқори нарх ўсиши эндиликда тизимли хусусиятга эга бўлмай, алоҳида товарлар гуруҳида кузатилаётгани бўйича ишора қилмоқда.

2025 йил давомида инфляциянинг пасайиши кенг қамровли тус олди. Йил якунида, нархлари йиллик 5 фоизгача ошган ёки арзонлашган товар ва хизматларнинг улуши жами кузатувдаги товарлар сонининг 70 фоизига яқинлашди. Бу кўрсаткич 2022-2023 йилларда ўртача 30-40 фоизни ташкил этиб, нархлар барқарорлашаётгани бўйича ижобий хулосаларни бермоқда (3-расм).

2-расм. Турли даврлар учун нарх ўзгаришлари тақсимотининг ўртача кўрсаткичлари



3-расм. Умумий инфляция, нархлари 5 фоиздан юқори ва паст шаклланган товар ва хизматлар улуши динамикаси



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

Шунингдек, 2025 йилнинг иккинчи ярмидан бошлаб нархлари ўтган йилга нисбатан пасайган (*дефляция кузатилган*) товарлар сонининг ортиб бориши ҳам нархлар барқарорлашувини ифода этмоқда.

Хулоса қилиб айтганда, сўнгги йилларда кузатилаётган умумий инфляциянинг пасаювчи тренди фақатгина айрим товар ва хизматлар гуруҳларидаги нархлар арзонлашуви ҳисобига эмас, балки истеъмол саватининг аксарият қисмида нархлар ўсиш суръатларининг секинлашиши ҳисобига рўй бермоқда. Нархлар барқарорлашувининг бундай кенг қамровли тус олиши – инфляциянинг пасайиш жараёни қисқа муддатли омиллар эмас, балки фундаментал макроиқтисодий шароитлар асосида шаклланаётганини тасдиқлайди.

Келгусида инфляцияни 5 фоизлик мақсадли кўрсаткичга (*таргетга*) қадар пасайтириш мақсадида ушбу ижобий таркибий ўзгаришларнинг барқарор ва давомий бўлиши учун етарли даражадаги пул-кредит шароитларининг таъминланиши ҳал қилувчи аҳамият касб этади.

2.3. Пул-кредит шароитлари

2025 йилнинг IV чорагида иқтисодиётда талабни қўллаб-қувватловчи омиллар ҳамда хизматлар соҳасидаги юқори нарх динамикаси ҳисобига маълум даражада инфляцион хатарлар сақланиб қолди. Ушбу ҳолатда Марказий банк қатъий пул-кредит шароитларини сақлаб қолиш мақсадида асосий ставкани ўзгаришсиз қолдирди.

Сўнги чорақда иқтисодиётда қатъий пул-кредит шароитларининг шаклланганлигини муқобил кўрсаткичлар матрицасида кўриш мумкин (2.3.1-расм).

Кўрсаткичлар таҳлиliga кўра, 2025 йилнинг сўнги ойларида инфляция пасайиши билан бирга, Марказий банкнинг ликвидликни жалб этиш операциялар ва миллий валютадаги муддатли ва жамғарма депозитларнинг ўсиши пул-кредит шароитларини қатъийлаштирувчи омил бўлмоқда.

Банк тизими ликвидлик позицияси ҳамда иқтисодиётга ажратилган миллий валютадаги кредитлар ўсиши пул-кредит шароитларига юмшатовчи таъсир кўрсатмоқда.

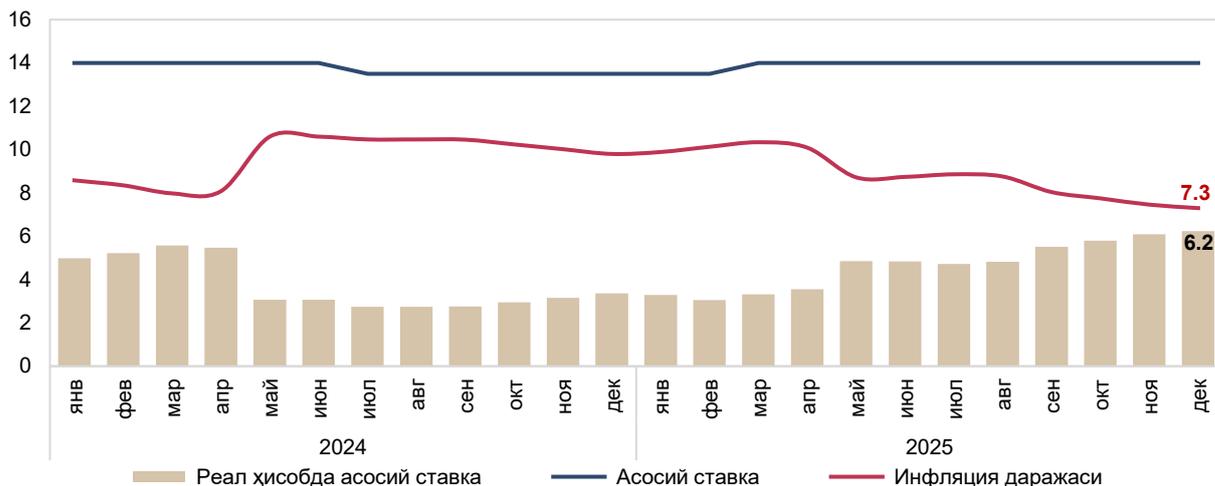
Шунингдек, асосий ставканинг реал даражаси ҳам ўсиб бориб (жорий инфляция даражасига нисбатан ҳисоблаганда), 2025 йил декабрь ойи яқунлари бўйича 6,2 фоизни ташкил этди ва иқтисодиётда қатъий пул-кредит шароитлари таъминланишига хизмат қилди (2.3.2-расм).

2.3.1-расм. Пул-кредит шароитларини ифодаловчи кўрсаткичлар матрицаси

Кўрсаткичлар (Қатъийлик даражаси) Юмшоқ    Қаттиқ	2024 йил												2025 йил											
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Асосий ставка (реал даражада)																								
UZONIA ставкаси (реал даражада)																								
Ликвидлик позицияси																								
ДҚҚ ўртача даромадлиги																								
Миллий валютадаги муддатли ва жамғарма депозитлар ўсиши																								
Миллий валютадаги кредитлар ўсиши																								
Инфляция билан аҳоли инфляцион кутилмалари тафовути																								
Инфляция билан тадбиркорлар инфляцион кутилмалари тафовути																								

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2.3.2-расм. Асосий ставканинг реал даражаси динамикаси, фоизда



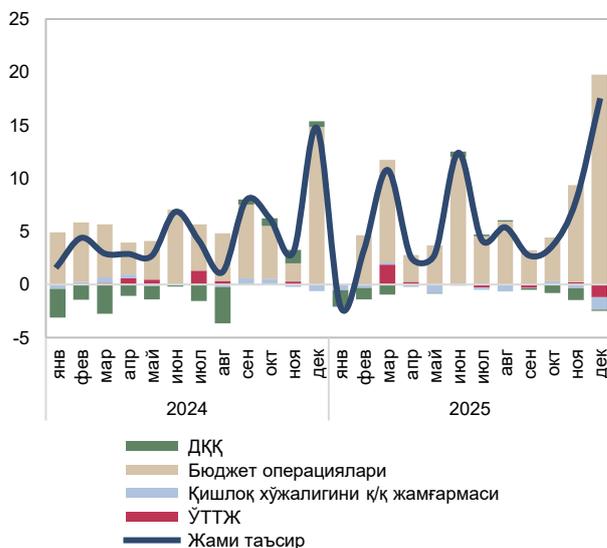
Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2025 йилнинг IV чорагида давлат бюджети харажатларининг аввалги чорақларга нисбатан сезиларли кўпайиши фонида банк тизими ликвидлиги профицитининг III чорақка нисбатан 48,8 фоизга ошиши кузатилди.

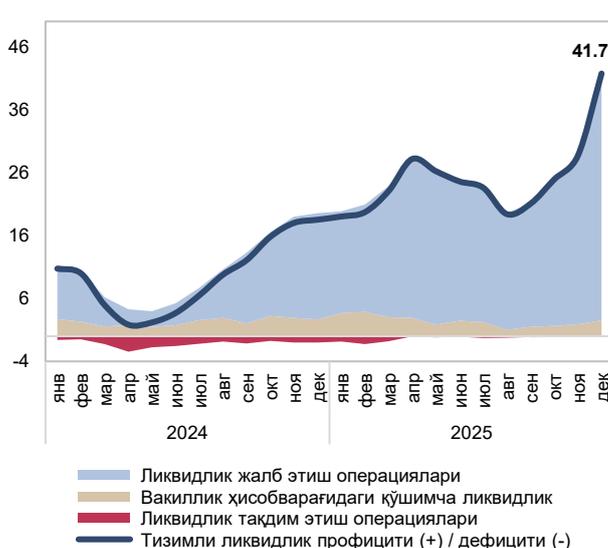
Хусусан, ушбу даврда бюджет амалиётларининг жами таъсири 28,8 трлн сўмни ташкил этиб, уларнинг асосий қисми декабрь ойига тўғри келди (17,3 трлн сўм). Қайд этиш жоизки, декабрь ойида бюджет амалиётлари кескин суръатларда ошиб, 2024-2025 йиллардаги энг юқори ҳажмни қайд этди (2.3.3-расм)

Натижада, сўнгги чорақда тизимли ликвидлик профицити ўсиб борди ва декабрда кунлик ўртача 41,7 трлн сўмни ташкил этди (III чорақда – 21,1 трлн сўм).

2.3.3-расм. Бюджет операциялари таъсири, трлн сўм



2.3.4-расм. Банк тизими ликвидлиги ҳолати, трлн сўм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

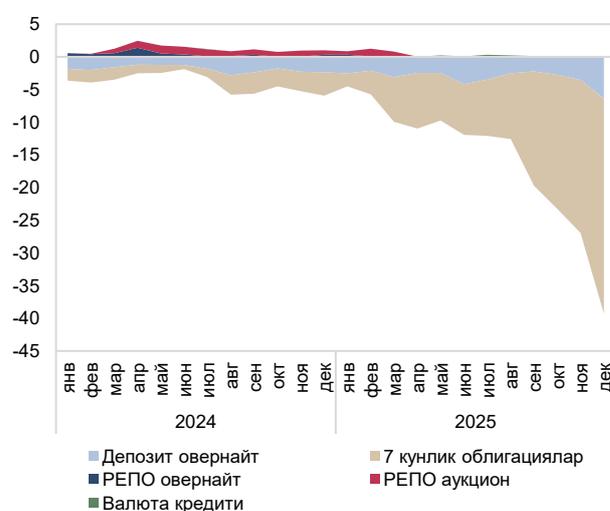
Пул бозори фоиз ставкаларидаги кескин тебранишларни олдини олиш ҳамда банк тизими ликвидлигини тартибга солиш мақсадида Марказий банк томонидан ликвидликни жалб қилиш бўйича пул-кредит сиёсати инструментларидан фаол фойдаланилди (2.3.4-расм). Ликвидликни жалб этишда асосан 7 кунлик Марказий банк облигацияларидан фаол фойдаланилиб, чорак давомида ушбу облигациялар кунлик ўртача қолдиғи 25,5 трлн сўмни ташкил этди (III чоракда –13,5 трлн сўм). Шунингдек, банклар томонидан овернайт депозит операцияларига бўлган талаб ҳам юқори шаклланди. Хусусан, сентябрь ойида ушбу амалиётларнинг кунлик ўртача қолдиғи 2,2 трлн сўмни ташкил қилган бўлса, декабрда ушбу кўрсаткич 6,4 трлн сўмгача ошди (2.3.5-расм).

Ўз навбатида, профицит шароитида Марказий банкнинг ликвидликни тақдим этиш операцияларига (кун давомидаги кредит инструменти мустасно) деярли талаб шаклланди.

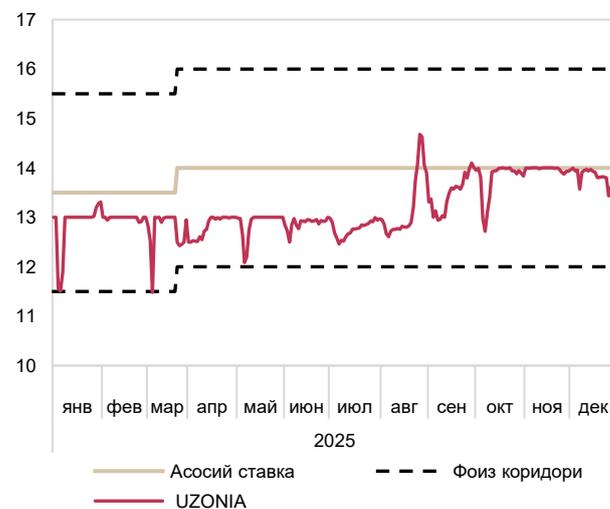
Натижада, пул бозоридаги фоиз ставкалари нисбатан барқарорлашиб, чорак давомидаги ўртача UZONIA ставкаси аввалги чоракка нисбатан 0,8 фоиз бандга ошди ҳамда асосий ставкага яқин даражада ўртача 13,9 фоиз атропофида шаклланди. Бу, ўз навбатида, ушбу даврда Марказий банкнинг операцион мақсадга эришилганлигини ифодалайди (2.3.6-расм).

2025 йилнинг IV чорагида банклараро пул бозорида жами 184 трлн сўмлик операциялар амалга оширилиб, битимлар умумий ҳажми III чоракка (256 трлн сўм) нисбатан 28 фоизга пасайди (2.3.7-расм).

2.3.5-расм. Марказий банкнинг пул-кредит операциялари, трлн сўм



2.3.6-расм. UZONIA кўрсаткичи динамикаси, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Банклараро пул бозоридаги операциялар ҳажмининг аввалги чоракка нисбатан пасайиши банк тизимидаги ликвидлик профицити даражасининг юқорилиги ҳамда фоиз ставкаларининг жозибадорлиги ҳисобига Марказий банкнинг ликвидликни жалб қилиш бўйича асосий операцияларидан фойдаланиш афзал эканлиги билан изоҳланади.

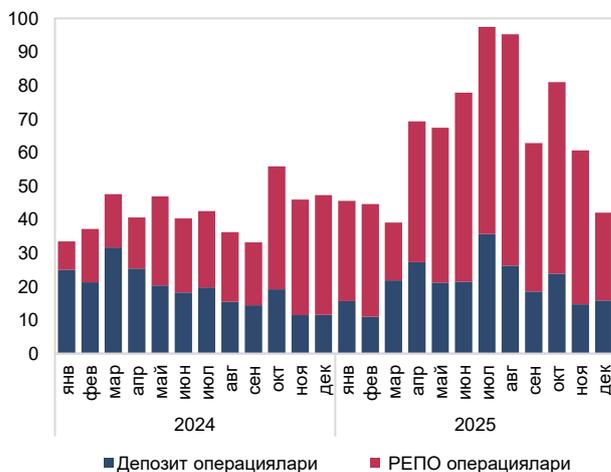
Муддатлар кесимида овернайт операцияларнинг улуши ўртача 86 фоизга тенг бўлиб, III чоракка нисбатан 3 фоиз бандга қисқарган (2.3.8-расм).

Нисбатан қатъий пул-кредит шароитлари фонида миллий валютадаги депозитлар фоиз ставкалари жозибадорлиги сақланиб қолмоқда. Хусусан, аҳоли ва тадбиркорларнинг муддатли депозитлари бўйича реал фоиз ставкалари 2025 йилнинг декабрь ойида мос равишда 8,2 фоиз ҳамда 4,8 фоизга тенг бўлди (2.3.9-расм).

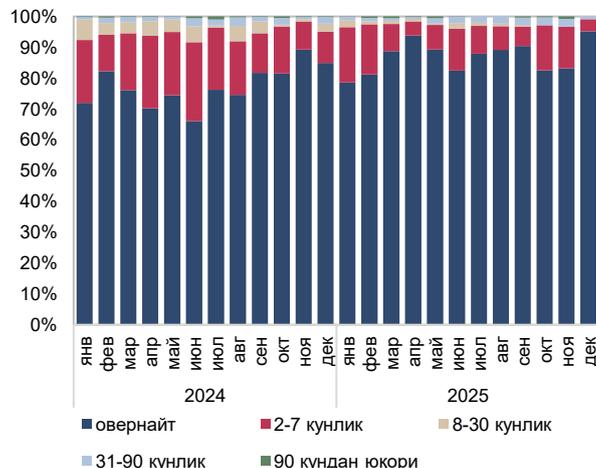
2025 йил IV чорагида ҳам реал фоиз ставкаларининг нисбатан юқори сақланиб қолиши ҳамда миллий валюта алмашув курсининг қадри ошиб бориши шароитида сўмдаги омонатлар жозибадорлиги ортиб борди ва миллий валютадаги депозитларда юқори ўсиш кўрсаткичлари кузатилди.

Жумладан, йил бошидан банк тизимидаги миллий валютадаги жами депозитларнинг йиллик ўсиши 38,5 фоизни ташкил этиб, депозитлар қолдиғи 2026 йил 1 январь ҳолатига 310 трлн сўмга тенг бўлди. Бунда аҳолининг сўмдаги депозитлари 33,7 фоизга, шундан, муддатли ва жамғарма депозитлар 47,9 фоизга ошганини қайд этиш лозим (2.3.10-расм).

2.3.7-расм. Пул бозори ҳажми, трлн сўм



2.3.8-расм. Муддатлар кесимида пул бозори амалиётлари, фоизда

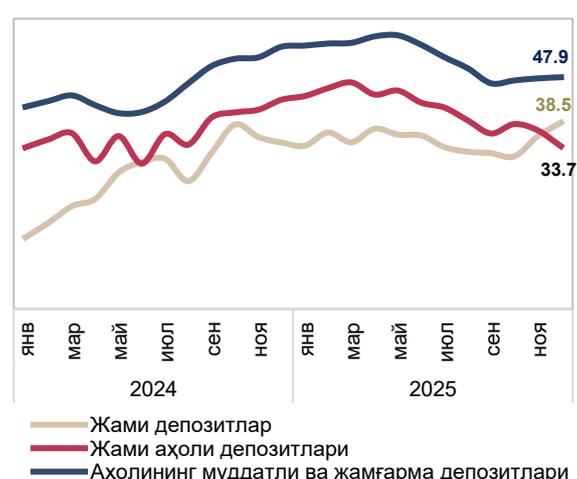


Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

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



2.3.10-расм. Миллий валютадаги депозитларнинг ўсиш динамикаси, йиллик фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Депозитлар бўйича реал фоиз ставкалари юқорилиги ўз навбатида кредитлар бўйича реал фоиз ставкаларининг ошишига туртки берган. Хусусан, декабрь ойида аҳоли ва юридик шахслар кредитлари учун реал фоиз ставка 10,7 фоизни ташкил этган (2.3.11-расм).

Шунингдек, иқтисодиётга ажратилган кредитлар қолдиғининг йиллик ўсиши III чорак якунига нисбатан 1 фоиз бандга тезлашиб, 15,3 фоизни ташкил қилди ҳамда 653 трлн сўмга тенг бўлди (2.3.12-расм). Бунда асосий ўсиш аҳолига ажратилган кредитларга тўғри келди. Жумладан, 2025 йил 1 октябрь ҳолатига аҳоли кредитларининг йиллик ўсиши 22,7 фоизга тенг бўлган бўлса, декабрь ойи якунларига кўра жисмоний шахсларни кредитлаш йиллик суръати 24 фоизгача тезлашди.

2.3.11-расм. Кредитлар бўйича реал фоиз ставкалар, фоизда



2.3.12-расм. Иқтисодиётга ажратилган кредитлар қолдиғи ўзгариши, йиллик фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

© Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, 2026 йил



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

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

Пул-кредит сиёсати департаменти томонидан тайёрланди.

Ўз таклиф ва эътирозларингизни қуйидаги манзилга жўнатишингиз мумкин:

E-mail: sinogamov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22