



ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ МАРКАЗИЙ БАНКИ

ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ 2026 ЙИЛ ВА 2027-2028 ЙИЛЛАР ДАВРИГА МЎЛЖАЛЛАНГАН АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ

ИНФЛЯЦИЯ

ИНФЛЯЦИЯ ПРОГНОЗИ

ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТ

5%

**ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ
2026 ЙИЛ ВА 2027-2028 ЙИЛЛАР
ДАВРИГА МЎЛЖАЛЛАНГАН
АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ**

© Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, 2025 йил

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки бошқарувининг 2025 йил 18 ноябрдаги 31/1-сонли қарори билан тасдиқланган.



Ҳужжатнинг электрон версияси Ўзбекистон Республикаси Марказий банки веб-сайтининг “Пул-кредит сиёсати нашрлари” бўлимининг “Пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишлари” кичик бўлимида жойлаштирилган.

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

Таклиф ва эътирозларни қуйидаги манзилга жўнатишингиз мумкин:

E-mail: sinogatov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22

100001, Тошкент ш., Ислом Каримов кўчаси, 6.

МУНДАРИЖА

ҚИСҚАРТМАЛАР	4
КИРИШ	5
I. 2025 ЙИЛДА ШАКЛЛАНГАН МАКРОИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ ТАҲЛИЛИ	9
1.1. Ташқи ва ички иқтисодий шароитлар	9
1.2. Инфляция динамикаси ва унга таъсир этувчи омиллар	20
1.3. Пул-кредит сиёсати чоралари ва уларнинг самараси	26
1-ҳавола. Ўзбекистон экспортидаги таркибий ўзгаришлар	32
2-ҳавола. Истеъмол саватининг асосий гуруҳлари инфляцияси таҳлили	35
II. 2026-2028 ЙИЛЛАРДА МАКРОИҚТИСОДИЙ РИВОЖЛАНИШ СЦЕНАРИЙЛАРИ ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ	38
2.1. Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси ва пул-кредит сиёсати	41
2.2. Макроиқтисодий ривожланишдаги ташқи ва ички эҳтимолий шоклар ҳамда пул-кредит сиёсати	53
3-ҳавола. Пул бозори бенчмарк кўрсаткичини ҳисоблаш методологиясига киритилган ўзгартиришлар.....	63
4-ҳавола. Ўзбекистонда инфляция омиллари ва динамикаси шаклланишини векторли хатоликни тузатиш (VECM) модели ёрдамида баҳолаш.....	66
5-ҳавола. Таклиф омилларининг инфляцияга таъсири	69
III. ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ САМАРАДОРЛИГИНИ ОШИРИШНИНГ УСТУВОР ЙўНАЛИШЛАРИ	72
3.1. Пул-кредит сиёсати трансмиссияси самарадорлигини ошириш истиқболлари.....	72
3.2. Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаштириш салоҳиятини ривожлантириш йўналишлари	79
IV. ОЧИҚЛИК ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ КОММУНИКАЦИЯСИ	83
4.1. Пул-кредит сиёсатининг мақсади ва асосий тамойиллари	83
4.2. Пул-кредит сиёсати коммуникацияси	87
ИЛОВАЛАР	92
1-илова. 2026 йилда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йиғилишлари графиги.....	92
2-илова. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул-кредит сиёсатига оид нашрларининг 2026 йилга мўлжалланган тақвими.....	93
3-илова. Даромад гуруҳлари бўйича истеъмол таркибининг сезилган инфляцияни шакллантиришдаги роли.....	95
4-илова. Муомаладаги нақд пулларни прогноз қилиш: ARIMA модели.....	102
5-илова. Инвестицияларнинг Ўзбекистон иқтисодиётидаги аҳамияти	108
6-илова. Пул-кредит ва макропруденциал сиёсатнинг мувофиқлиги ва уларнинг ўзаро тўлдирувчи аҳамияти	112
7-илова. Инфляцияни самарали жиловлашда пул-кредит сиёсати фаоллик даражасининг аҳамияти	117
ГЛОССАРИЙ	121

ҚИСҚАРТМАЛАР

ЯИМ	–	ялпи ички маҳсулот
ИНИ	–	истеъмол нархлари индекси
ИЧНИ	–	ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси
ФАО	–	БМТ Озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилоти
ФЗТ	–	Федерал захира тизими
ХВЖ	–	Халқаро валюта жамғармаси
ЖСТ	–	Жаҳон савдо ташкилоти
ДҚҚ	–	давлат қимматли қоғозлари
РСАК	–	реал самарали алмашув курси
PMI	–	ишбилармонлик фаоллиги индекси
FPAS	–	Марказий банкда прогноз ва таҳлил тизими
QPM	–	FPAS тизимининг асосий чораклик прогноз модели
DSGE	–	динамик стохастик умумий мувозанат модели
VECM	–	векторли хатоликни тузатиш модели

КИРИШ

Пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишлари Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг жорий иқтисодий вазият ва ўрта муддатли истиқболда кутилаётган макроиқтисодий ривожланиш бўйича қарашларини ҳамда ушбу даврда нархлар барқарорлигини таъминлашга қаратилган пул-кредит сиёсати чораларини белгилайди.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул-кредит сиёсатини нархлар барқарорлигини таъминлаш ҳамда ўрта муддатда инфляцияни 5 фоизлик таргет даражасига пасайтириш мақсадидан келиб чиқиб амалга оширади.

2025 йилнинг ўтган даврида иқтисодиётнинг барқарор юқори ўсиш суръатлари сақланиб қолди. Инвестициявий фаолликнинг яхшиланиши, аҳоли даромадларининг ўсиши билан истеъмол талабининг ошиши ҳамда экспорт суръатларининг жадаллашиши иқтисодий ўсишнинг асосий драйверлари бўлди.

Ўз навбатида, инвестицион фаолликнинг яхшиланишига мамлакатга юқори даражада хорижий инвестициялар жалб қилиниши ва иқтисодиётга ажратилаётган кредитларнинг юқори ўсиш суръатлари асосий ҳисса қўшди.

Хусусан, ушбу фаоллик хизмат кўрсатиш, саноат ва қурилиш соҳаларидаги барқарор ўсишнинг давом этишида кузатилди. Шу билан бирга, бюджет даромадларининг ўсиш суръатлари харажатлар суръатларидан юқори бўлиши бюджет консолидациясини мақсадли кўрсаткичлар доирасида шаклланишига омил бўлди.

Натижада, йил бошидан иқтисодиётда барқарор ялпи талаб шаклланди. Шунингдек, I чорақда айрим истеъмол товарлари нархига импорт таклифи билан боғлиқ хатарлар юзага келиши туфайли инфляция даражаси юқори шаклланди. Бу ҳолат инфляцион кутилмалар кучайишига сабаб бўлди.

Марказий банк томонидан жавоб чораси сифатида март ойида пул-кредит сиёсатини қатъийлаштириш ҳамда асосий ставка 0,5 фоиз бандга ошириб, йиллик 14 фоиз даражасида белгилаш тўғрисида қарор қабул қилинди.

Нисбатан қатъий пул-кредит шароитларининг таъминланиши, ўтган йилги энергия нархлари оширилиши билан боғлиқ бирламчи инфляцион таъсирларнинг тугаши, алмашув курсининг мустаҳкамланиши ҳисобига импорт инфляцияси пасайиб бориши натижасида III чорада инфляцион жараёнларнинг секинлашиши ва инфляционнинг кутилмалар пасайиши қайд этилди.

Иқтисодиётдаги юқори фаоллик ва унинг таъсирида шаклланаётган талаб омилларини, шунингдек инфляциянинг пасайиш трендига ўтганини инобатга олиб келгусида инфляциянинг мазкур пасаявчи динамикасининг барқарор давом этишини таъминлаш мақсадида пул-кредит шароитлари нисбатан қатъий даражада сақлаш давом эттирилади. Ушбу шароитда 2025 йил якунига умумий инфляциянинг 8 фоизга яқин даражада бўлиши, ЯИМ ўсиши 7-7,5 фоиз атрофида шаклланиши кутилмоқда.

Ўрта муддатли 2026-2028 йиллар прогнозларини ишлаб чиқиш ва мос равишда пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишларини белгилашда ташқи ва ички шароитларнинг истиқболдаги ривожланиши бўйича кутилмалардан келиб чиқиб, макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси ишлаб чиқилди.

Бунда ташқи шароитларда жаҳон иқтисодиётида ноаниқликларнинг сақланиб қолиши фонида глобал ўсиш суръатларининг нисбатан пастроқ шаклланиши, инфляция бўйича таргетга эришиш нисбатан узоқроқ давом этиши, валюта бозорларида кескин ўзгаришлар юз бермаслиги, олтин нархининг нисбатан юқори даражада сақланиб қолиши тахмин қилинди.

Ички шароитларда ялпи талабнинг барқарорлашиб бориши, кредитлаш жараёнларининг мўтадиллашуви, иш ҳақи миқдорларининг меҳнат унумдорлигига пропорционал ўсиши, пул ўтказмалари ўсишининг ўрта муддатли траекториясига қайтиши, инвестициялар оқимининг барқарор шаклланиши, фискал тақчиллик ўрта муддатда ЯИМга нисбатан 3 фоиздан ошмаслиги назарда тутилди.

Асосий сценарийга кўра, 2026 йилда реал ЯИМ ўсиши 5,5-6,5 фоиз, 2027-2028 йилларда эса 6-7 фоиз даражасида прогноз қилинмоқда.

Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси ва бошқа шоклар шароитида ҳам **пул-кредит сиёсати инфляцияни 5 фоизлик таргети даражасигача пасайтиришга** қаратилади.

Прогнозларга кўра, умумий инфляция 2026 йил охирига қадар 7 фоизга, 2027 йилда ташқи инфляцион босимнинг камайиши ва инфляцион кутилмаларнинг барқарорлашуви натижасида 5 фоизлик таргет даражасигача пасайиши ва 2028 йилдан ушбу даража атрофида шаклланиши кутилмоқда.

Ушбу прогнозлар хусусийлаштириш жараёнларининг давом этиши, ички ва хорижий инвестициялар ҳажмининг барқарор ўсиши, иқтисодиётни кредитлаш суръатларининг мақбуллашиши, шунингдек, иқлим ўзгаришлари билан боғлиқ хатарларни кескин кучайтирмаслигини инобатга олади.

Ички ва ташқи кутилмаган хатарлар юзага келиши билан боғлиқ макроиқтисодий ривожланиш сценарийларини ишлаб чиқишда, мазкур хатарлар бир вақтда амалга ошиш эҳтимоли пастлигини ҳисобга олган ҳолда, аввалги йиллардаги бир неча ташқи ва ички хатарларни бир сценарий доирасида ўрганиш ёндашувидан фарқли равишда ҳар бир хатарни макроиқтисодий вазиятга таъсирлари алоҳида кўриб чиқилди.

Хусусан, макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийсидаги шартлардан фарқли келгуси йилларда юзага келиши мумкин бўлган ташқи ва ички хатарлар (*шоклар*) алоҳида ўрганилиб, иқтисодий кўрсаткичларнинг асосий сценарийдаги прогноз даражасидан четлашиши баҳоланди.

Инфляцияни кучайтирувчи асосий шоклар сифатида савдо ҳамкорлари валюталарининг юқори қадрсизланиши, олтин нархининг кескин пасайиши, импорт озиқ-овқат маҳсулотлари жаҳон нархларининг сезиларли ошиши, фискал тақчилликнинг кенгайиши, энергия таъминотидаги узилишлар, иқлим шароитларининг ёмонлашиши, молиявий оммабоплик қамровининг кенгайиши ҳисобига истеъмолаталабининг фаоллашиши ҳамда тартибга солинадиган нархларнинг инфляция даражасидан сезиларли юқори оширилиши ўрганилди.

Инфляцияни пасайтиришга хизмат қилувчи шоклар сифатида олтин нархининг кескин ошиши, хусусийлаштириш жараёнларининг фаоллашиши, инвестицион ва рақобат муҳитининг яхшиланиши каби ўзгаришларнинг таъсирлари баҳоланди.

Ушбу шароитлар юзага келган тақдирда пул-кредит сиёсатига мос равишда тегишли ўзгартиришлар киритиш параметрлари белгиланди. Бунда асосий эътибор ўрта муддатли истиқболда инфляцияни таргет кўрсаткичига эришишига қаратилди.

Шунингдек, мазкур ҳужжатда келгуси йилларда Пул-кредит сиёсати самарадорлигини янада ошириш бўйича режалар ҳам келтирилган. Бунда пул-кредит сиёсати қарорларининг трансмиссиясини яхшилаш учун пул-кредит операцион механизмини такомиллаштириш бўйича чоралар, макроиқтисодий прогноз ва таҳлил салоҳиятини мустаҳкамлаш бўйича мавжуд модель тизимлари параметрларини қайта баҳолаш ва янги моделлар билан бойитиш ҳамда коммуникацияни кучайтириш юзасидан чора-тадбирлар режалаштирилган.

Келгуси йилларда инфляциянинг паст даражада барқарор шаклланишини таъминлашда алоҳида аҳамият қаратилиши лозим бўлган масала – бу инфляциянинг таклиф билан боғлиқ фундаментал омилларини бартараф этиш муҳим аҳамият касб этади.

Бу, биринчи навбатда, ички бозорда рақобат муҳитини кучайтириш, тариф ва нотариф чекловларни камайтириб бориш билан ташқи савдо эркинлигини яхшилаш, бунда товарлар импортида концентрациялашув даражасини пасайтириш, товар ва хизматлар таклифини оширишни таъминлашга қаратилган энергия ресурсларини етказиб бериш узлуксизлиги ва етарли даражада транспорт инфратузилмаси потенциалини шакллантириш каби чораларни амалга оширишни тақозо этади.

Пул-кредит бозорларида банклар фаолиятида рақобат муҳитини янада яхшилаш борасидаги макропруденциал чораларни пул-кредит шароитларига таъсирларидан келиб чиққан ҳолда қўллаш кўламлари белгилаб олинди.

Шу билан бирга, давлат корхоналарини трансформация қилиш ва хусусийлаштириш жараёнларини фаоллаштириш, директив ва имтиёзли кредитлаш амалиётини камайтириш ҳамда капитал бозорини такомиллаштириб бориш пул-кредит сиёсати қарорлари самарадорлигини оширишда муҳим ўрин тутди. Ушбу таркибий ислохотларнинг муваффақиятли амалга оширилиши иқтисодиёт тармоқлари салоҳияти ва унумдорлигини ошириш орқали инфляциянинг паст ва барқарор шаклланиши ҳамда юқори иқтисодий ўсишни таъминлаш имконини беради.

I. 2025 ЙИЛДА ШАКЛЛАНГАН МАКРОИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ ТАҲЛИЛИ

1.1. Ташқи ва ички иқтисодий шароитлар

Ташқи иқтисодий шароитлар

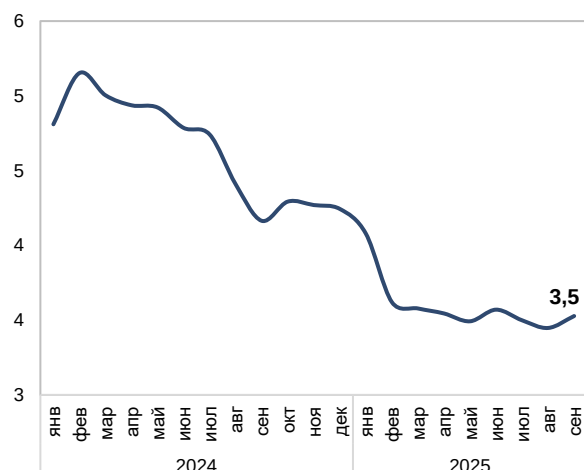
2025 йилнинг дастлабки 9 ойида глобал иқтисодий ўсиш кутилганидан юқори даражада шаклланди. Ушбу ўсиш ташқи савдога нисбатан юқори тарифлар киритилишидан олдин ишлаб чиқариш ва савдо соҳаларида олдиндан етказиб бериш фаоллиги ошиши орқали қўллаб-қувватланди. Умуман олганда, жаҳонда тарифлар даражаси ошиб бормоқда. Бироқ, уларнинг ўзгариши билан боғлиқ таъсирлар ҳали тўлиқ иқтисодий фаоллик кўрсаткичларида акс этмаган ва келгусида глобал иқтисодий ўсиш суръатларига ва инфляцияга босим яратиши мумкин.

Айрим ўзгаришлар босқичма-босқич амалга оширилаётгани сабабли, компаниялар харажатлари ўсишининг маълум қисмини ўз фойдаси ҳисобидан қопламоқда. Шу билан бирга, тариф билан боғлиқ жараёнлар таъсирлари истеъмол харажатлари таркибида, меҳнат бозорида ва инфляция даражасида тобора кўпроқ намоён бўлмоқда.

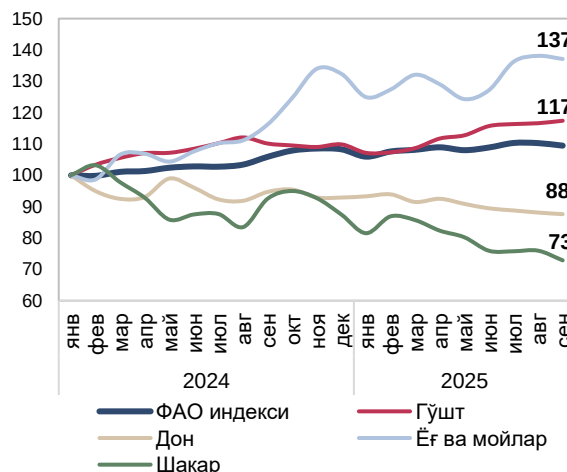
Геосиёсий зиддиятлар ҳамда ташқи савдодаги чекловлар давом этиши жаҳонда иқтисодий ва молиявий фрагментацияни кучайтирмоқда. Бу, ўз навбатида, халқаро ишлаб чиқариш ва етказиб бериш занжирлари ҳамда тўғридан-тўғри инвестициялар тақсимотига ўз таъсирини кўрсатмоқда. Бу ҳолат ишлаб чиқариш соҳасида транзакцион харажатларнинг ошишига олиб келиб, глобал иқтисодиёт самарадорлигига салбий таъсир кўрсатмоқда.

Молиявий фрагментация билан бир қаторда молиявий ресурслар асосан сунъий интеллект технологияларининг ривожланишига йўналтирилмоқда. Ушбу тенденция иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлаётган бўлса-да, анъанавий иқтисодиёт ҳамда ривожланаётган бозорлар учун инвестицияларни чекламоқда.

Глобал инфляция сўнгги йилларда босқичма-босқич пасайиб, жорий йилнинг сентябрь ойида 3,5 фоизни ташкил этди. Келгуси чоракларда ташқи савдо божларининг нархларга таъсири юзага чиқиши билан инфляция яна ошиш трендига ўтиши кутилмоқда (1.1.1-расм).

1.1.1-расм. Глобал инфляция, фоизда

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

1.1.2-расм. ФАО индекси, 2024 йил январь = 100%

Манба: БМТ Озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилоти.

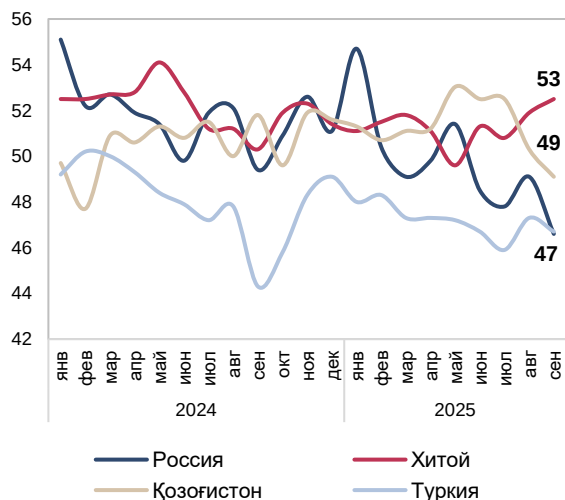
Аксарият ривожланган мамлакатлар жорий йилда ўзининг инфляция таргетига эришган бўлса-да, келгуси даврларда жаҳондаги мавжуд ноаниқликлар инфляцияни паст ва барқарор даражада сақлаб қолишни мураккаблаштириши бўйича хатарлар сақланиб қолмоқда. Хусусан, хизматлар инфляцияси нисбатан юқори даражасининг турғунлиги ва айрим импорт маҳсулотлари нархларининг ўсиши умумий инфляциянинг пасайиш суръатларини секинлаштирмоқда.

Сентябрь ойида жаҳон **озиқ-овқат нархлари индекси** (ФАО) ўтган ойга нисбатан 1 фоизга пасайиб, 128,8 бандга тенг бўлди. Йиллик ҳисобда озиқ-овқат нархлари ўсиши ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 3,4 фоизни ташкил этди (1.1.2-расм). Бунда, буғдойдан юқори ҳосил етиштирилганлиги натижасида дон маҳсулотлари нархлари пасайган бўлса, гўшт ва ёғ маҳсулотлари нархида талабнинг кучайиши таъсирида юқори ошиш кузатилди.

Инфляциянинг пасайиши билан бирга глобал молиявий шароитлар ҳам юмшай бошлади. Шунга қарамай, кўплаб марказий банклар пул-кредит шароитларини юмшатишга эҳтиёткорона ёндашиб, нейтрал ставкаларга ўтиш жараёнларини келгуси даврларга амалга оширишни режалаштирмоқда.

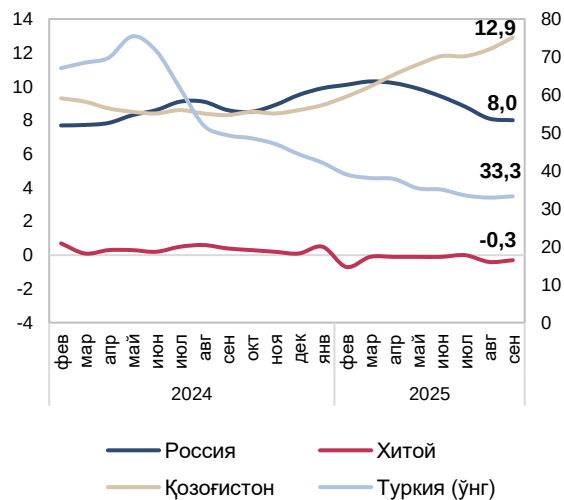
Глобал ишбилармонлик фаоллиги индекси (PMI) сентябрь ойида ижобийлигича сақланиб қолиб, 52,4 бандга тенг бўлди. Бунда, иқтисодий фаолликнинг кенгайиши ишлаб чиқаришда ҳам, хизматлар соҳасида ҳам кузатилди.

1.1.3-расм. Савдо ҳамкорларда ишбилармонлик фаоллиги индекси, фоиз банд



Манба: S&P Global.

1.1.4-расм. Асосий савдо ҳамкор давлатларнинг инфляцияси, фоизда



Манба: Тегинли давлатлар статистика қўмитаси.

Хитойдан бошқа барча асосий савдо ҳамкор мамлакатларда фаолликнинг пасайиши кузатилиб, асосан ишлаб чиқариш соҳасидаги буюртмаларнинг камайиши фонида юз берди. Хитойда юқори экспорт буюртмалари фаолликни қўллаб-қувватловчи асосий омил бўлиб қолмоқда (1.1.3-расм).

Геосиёсий вазият ва савдо соҳасидаги ноаниқликларга қарамай, аксарият савдо ҳамкорларда (Хитой, Қозоғистон, Туркия) иқтисодий ўсиш юқори истеъмол талаби ва инвестицион фаоллик ҳисобига барқарорлигини сақлаб қолмоқда.

Инфляция кўрсаткичларида эса турлича динамика кузатилиб, марказий банкларнинг таргет даражаларидан юқори кўрсаткичларда шаклланимоқда. Россия ва Туркияда инфляция қатъий пул-кредит сиёсати таъсирида секинлашиб бораётган бўлса, Хитойда инфляцион жараёнлар нолга яқин даражада шаклланишда давом этмоқда. Қозоғистонда ёз ойларидаги қисқа муддатли турғунликдан сўнг инфляция жараёнлари яна тезлаша бошлади (1.1.4-расм).

Асосий савдо ҳамкор давлатлар **валюта курслари** сўнгги ойларда нисбатан барқарорлашган бўлса-да, жорий йилнинг дастлабки 9 ойи давомида сезиларли ўзгаришлар кузатилди.

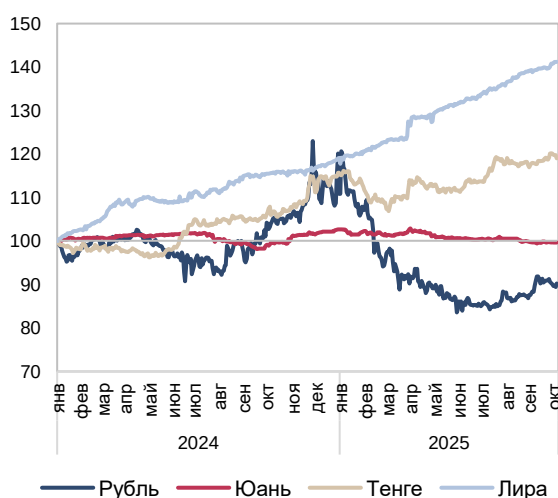
Хусусан, **Россия рубли** қатъий пул-кредит шароитлари ва импорт ўсиш суръатларининг секинлашиши фонида сезиларли мустаҳкамланган бўлса, юқори ички талаб **Қозғистон тенгесини** йил давомида қадрсизланишига сабаб бўлди. **Хитой юани** эса йил давомида барқарорлигини сақлаб қолмоқда. Туркияда сақланиб қолаётган юқори инфляцион босим фонида **лира** курсини қадрсизланиши (*ўтган йилга нисбатан кескинроқ*) давом этмоқда (1.1.5-расм).

Жорий йилда хомашё нархларида юқори тебранувчанлик кузатилди. Хусусан, ўтган 9 ойда **олтин** ва **мис** нархлари мос равишда **49,4 фоиз** ва **21,4 фоизга** қимматлаган бўлса, нефть ва пахта хомашё нархлари мос равишда 13,8 ва 5 фоизга арзонлади (1.1.6-расм).

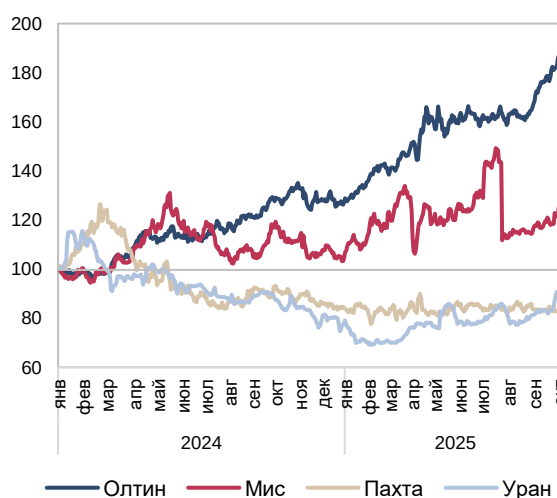
Бунда, **олтин** нархининг юқори ўсиш суръатлари инвесторларнинг глобал ноаниқликликлардан ҳимояланиш учун олтин активларига сармояга киритиши ҳамда марказий банклар томонидан олтинга юқори талабнинг сақланиб қолиши билан изоҳланади.

Мис нархида савдо чекловлари ва турли божларнинг эълон қилиниши натижасида юқори тебранишлар кузатилиб, сўнгги ойларда кўплаб давлатларнинг яшил энергетикани оммалаштириши ҳамда электр таъминотини ошириши тўғрисидаги режаларини эълон қилиши мис нархининг юқори ўсишини таъминламоқда.

1.1.5-расм. Асосий савдо ҳамкор давлатлар валюта курслари динамикаси, 2024 йил январь = 100%



1.1.6-расм. Асосий хомашё нархлари динамикаси, 2024 йил январь = 100%



Манба: Мазкур давлатларнинг марказий банклари.

Манба: tradingeconomics.com маълумотлари.

Пахта нархлари юқори ҳосил ва талабнинг заифлашиши натижасида мўтадил сақланиб қолмоқда, **уран** нархлари эса сўнги ойларда талабнинг кучайиши фонида яна ўсувчи трендга ўтди.

Ички иқтисодий шароитлар

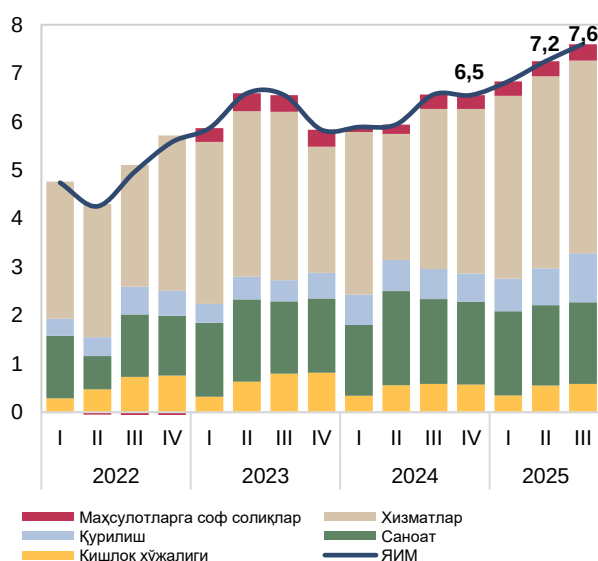
2025 йилнинг 9 ойи якунларига кўра юқори иқтисодий ўсиш суръатлари сақланиб қолди. Пул ўтказмалари ва аҳолига ажратилган кредитлар ҳажмининг юқори даражаларда ўсаётганлиги уй хўжалиқларининг барқарор истеъмол талабини шакллантирмоқда. Хизматлар, саноат, қурилиш соҳаларидаги барқарор ўсиш ва юқори инвестицион фаолликнинг давом этиши иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватловчи муҳим омиллардан бўлиб қолмоқда.

Шу билан бирга, бюджет даромадлари ўсиш суръатининг харажатлар ўсиш суръатидан юқорироқ шаклланиши бюджет консолидациясини қўллаб-қувватламоқда.

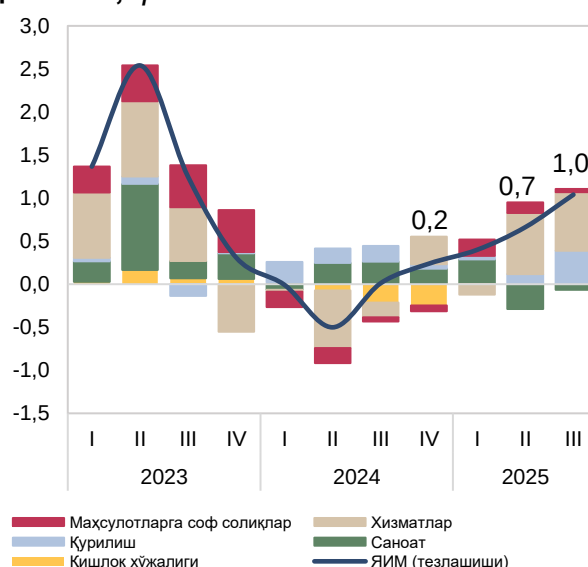
Юқори иқтисодий фаолликнинг инфляцион таъсирларини жиловлаш мақсадида Марказий банк нисбатан қатъий пул-кредит шароитларини сақлаб турибди.

Иқтисодий ўсиш. 2025 йилнинг январь-сентябрь ойларида ялпи ички маҳсулотнинг реал ўсиши ўтган йилнинг мос даврига нисбатан **7,6 фоизни** ташкил этди (1.1.7-расм).

1.1.7-расм. Тармоқлар кесимида ЯИМ ўсиши декомпозицияси, кумулятив, фоизда



1.1.8-расм. Тармоқларнинг иқтисодий ўсишни ўтган йилнинг мос даврига нисбатан тезлашишига қўшган ҳиссаси, фоизда



Манба: Миллий статистика қўмитаси

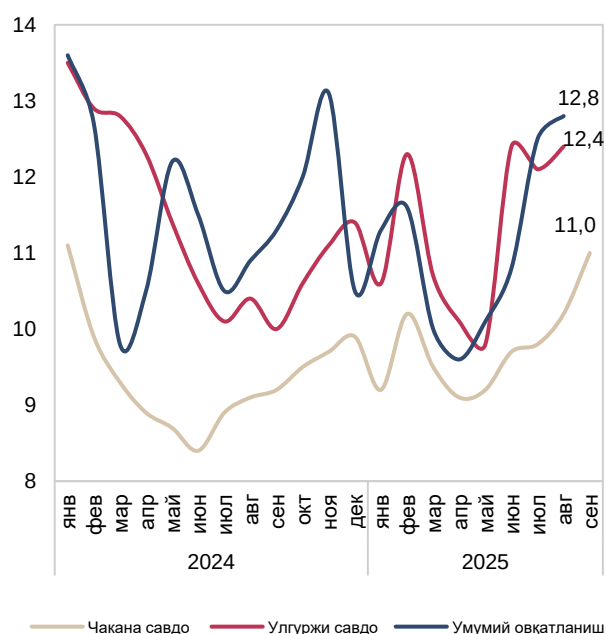
Иқтисодий ўсишнинг тезлашишида хизматлар ва қурилиш тармоқлари сезиларли оширувчи ҳисса қўшган бўлса, саноат соҳасида ўсиш суръатлари ўтган йилнинг мос даврига нисбатан бироз пасайгани ҳисобига секинлаштирувчи таъсир кўрсатди (1.1.8-расм).

Уй хўжаликлари даромадлари ва уларни кредитлашнинг сезиларли ўсиши фонида ички талаб юқори шаклланган бўлса, соф экспортдаги ижобий тенденция ташқи талабнинг ошишига сабаб бўлди.

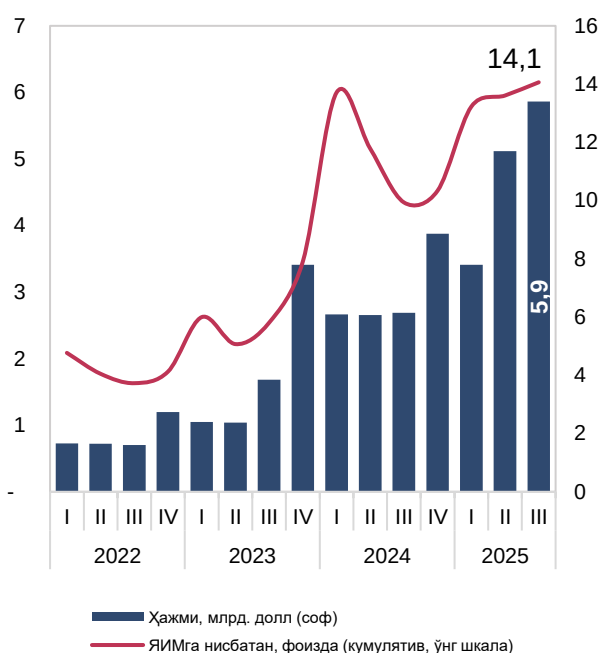
Юқори истеъмол фаоллиги таъсирида жорий йилнинг дастлабки 9 ойида **чакана ва улгуржи савдо** ҳажмлари реал ҳисобда мос равишда 11 фоиз ва 12,4 фоизга ошган бўлса, умумий овқатланиш айланмаси 12,8 фоизга ўсди (1.1.9-расм).

Ўтган даврда ҳам ялпи талабни инвестицион фаоллик ҳисобидан қўллаб-қувватлашни давомийлиги кузатилди. 2025 йилнинг январь-сентябрь ойларида **тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг** ҳажми ЯИМга нисбатан 13,6 фоизга етиб 14,4 млрд долларни ташкил этди. Тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг ҳажми ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 55,5 фоизга ошди ва ЯИМдаги улуши 14,1 фоизга етди (1.1.10-расм).

1.1.9-расм. Савдо ва умумий овқатланиш корхоналари товар айланмаси, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан, фоизда



1.1.10-расм. Тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар динамикаси, млрд. доллар



Манба: Миллий статистика қўмитаси

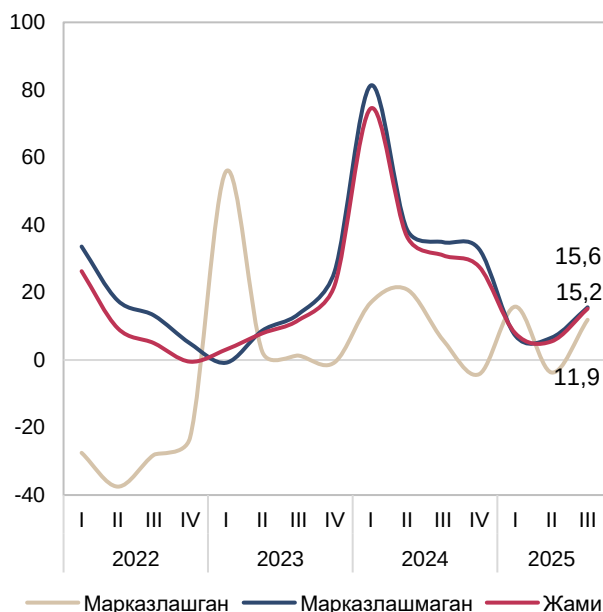
Шу билан бирга, **асосий капиталга йўналтирилган инвестициялар** таркибидаги марказлашган ва марказлашмаган инвестициялар ўтган йилга нисбатан сезиларли ўсиб, мос равишда 11,9 фоиз ва 15,6 фоизни ташкил этди (1.1.11-расм).

Иқтисодий фаолликнинг яна бир кўрсаткичи бўлган **банклараро транзакциялар** ҳажми юқори ўсишда давом этмоқда ва сентябрь ойида ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 54 фоизга ошди.

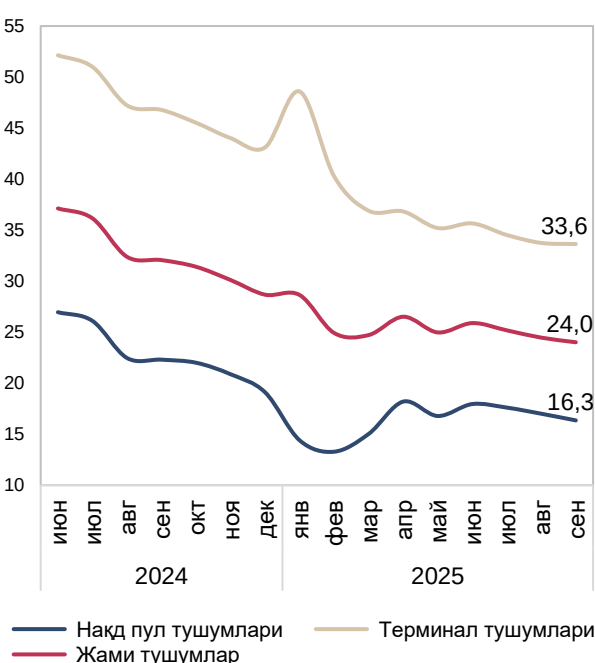
Савдо ва пуллик хизматлардан тушумлар ҳажмида юқори ўсиш суръатларининг (24,0 фоиз) бардқавомлиги ҳам истеъмол фаоллиги юқорилигидан далолат беради (1.1.12-расм).

Бундан ташқари, **кўчмас мулк бозоридаги** фаоллик ҳам ижобий даражаси сақланиб қолмоқда. Хусусан, 2025 йилнинг 9 ойида кўчмас мулк бозорида тузилган битимлар сони ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 11 фоизга ошиб, 274 мингтани ташкил этди (1.1.13-расм). Ушбу давр оралиғида, иккиламчи уй-жой бозорида нархларнинг ўтган йилнинг мос даврига нисбатан ўсиши миллий валютада 1,7 фоизга, долларда 5,0 фоизга тенг бўлди. Доллар индексидаги ушбу ўсиш жорий йилдаги миллий валютанинг мустаҳкамланиши билан изоҳланади (1.1.14-расм).

1.1.11-расм. Асосий капиталга йўналтирилган инвестициялар, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан, фоизда

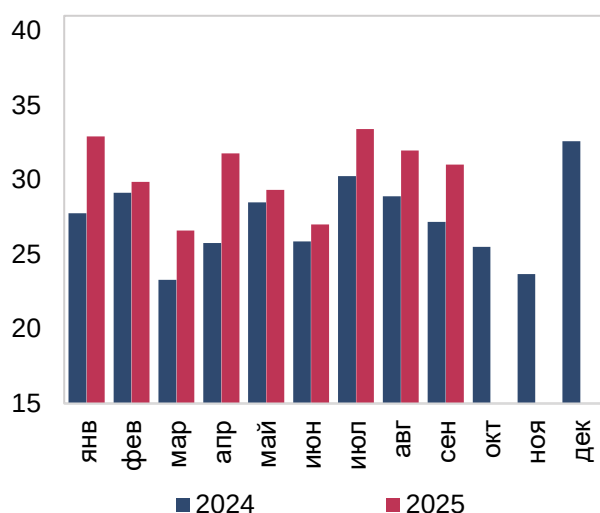


1.1.12-расм. Савдо ва пуллик хизматлардан тушумлар ўзгариши, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан, фоизда



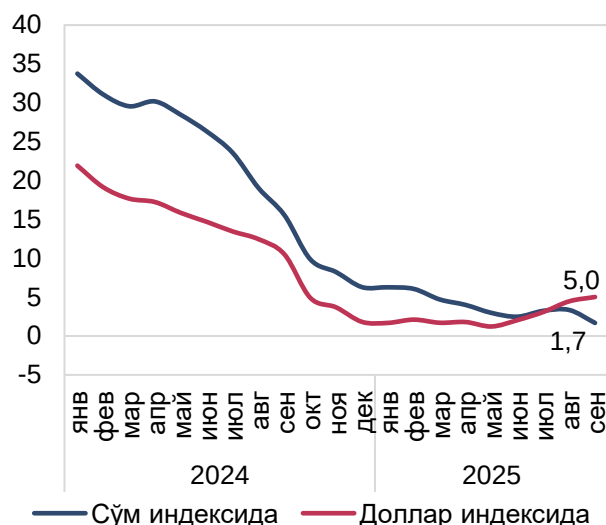
Манба: Миллий статистика қўмитаси

1.1.13-расм. Кўчмас мулк бозорида битимлар сони, минг. донга ўтган йилнинг мос даврига нисбатан, фоизда



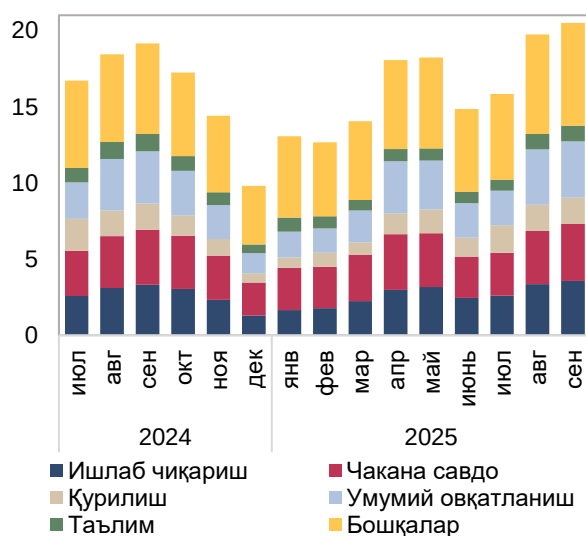
Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

1.1.14-расм. Иккиламчи уй-жой бозори нархлари, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан, фоизда

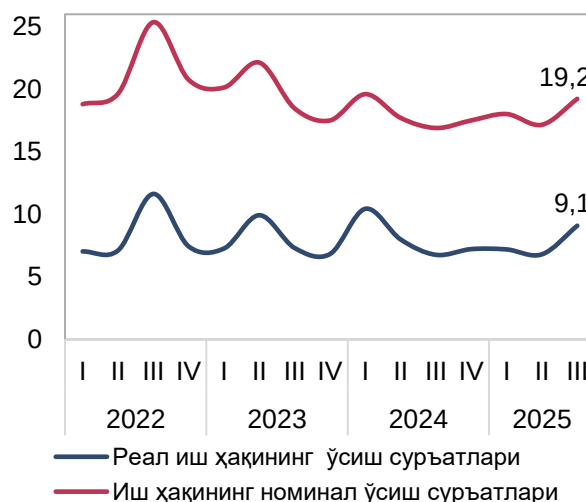


Меҳнат бозорида эса таклиф этилаётган бўш иш ўринлари сонининг сезиларли ўсиши кузатилмоқда. Жумладан, иш ўринлари ва меҳнат аризалари эълон қилиниб бориладиган онлайн очиқ манбалар маълумотларига кўра, 2025 йилнинг III чораги давомида бизнес субъектлари томонидан II чоракка нисбатан 9,6 фоиз кўп иш ўринлари таклиф қилиниб, уларнинг салмоқли қисми ишлаб чиқариш (10,9 фоиз), қурилиш (26,9 фоиз) ва бошқа соҳаларда (9,5 фоиз) кузатилган (1.1.15-расм).

1.1.15-расм. Вакансиялар сони, минг. донга



1.1.16-расм. Иқтисодиётда иш ҳақининг ўсиш суръати, фоиз



Манба: Очиқ манбалар асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари ва Миллий статистика қўмитаси

Жорий йилнинг август ойидаги бюджет ташкилотлари ойлик иш ҳақининг 10 фоизга оширилиши ва хориждан юборилаётган пул ўтказмаларининг барқарорлиги аҳоли умумий даромадларининг юқори даражаларда ўсишига хизмат қилмоқда.

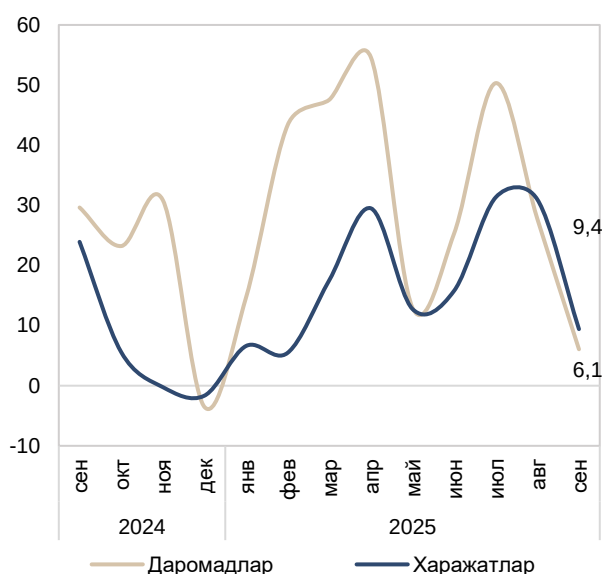
Умуман олганда, 2025 йилнинг III чорагида иш ҳақининг номинал ўсиш суръати йиллик 19,2 фоизни ва реал ўсиш суръати эса 9,1 фоизни ташкил этди (1.1.16-расм). Ўртача ойлик иш ҳақи қарийб 6,2 млн сўмга тенг бўлди.

Фискал ҳолат. 2025 йилнинг биринчи ярим йиллигида консолидациялашган бюджет харажатлари ва даромадлари динамикасидаги салбий тафовут қисқариб келмоқда. Консолидациялашган бюджет тақчиллиги II чорақда 3,4 фоизни (ёки 16,0 трлн. сўм) ташкил этди.

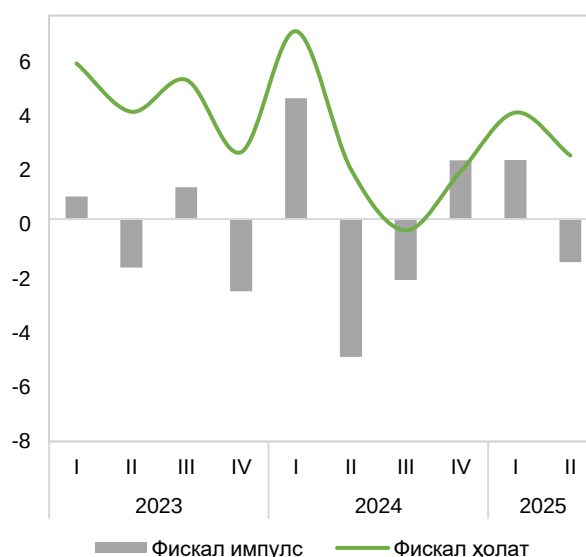
Жорий йилда давлат бюджети даромадларининг ўсиш суръати (асосан олтин нархи ҳисобида) харажатларни ўсиш суръатидан юқорироқ шаклланаётган бўлса-да, харажатлар ўсиш суръати сезиларли ошган.

Хусусан, 2025 йилнинг 9 ойида давлат бюджети даромадларининг ўсиш суръати йиллик 20,6 фоизни ташкил этган бўлса (2024 йилнинг мос даврида 19 фоиз), харажатлар ўсиш суръати 20,5 фоизга тенг бўлди (харажатлар 2024 йилнинг мос даврида йиллик 9 фоизга ўсган) (1.1.17-расм).

1.1.17-расм. Даромад ва харажатларнинг ўсиш суръати, фоизда



1.1.18-расм. Фискал ҳолат, ЯИМга нисбатан фоизда



Манба: ИМВ ва Миллий статистика қўмитаси маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.
Изоҳ: Консолидациялашган бюджет даромади ва харажатлари ҳамда фискал ҳолатларнинг ЯИМга нисбатини ҳисоблашда соф чорақлик ЯИМ маълумотларидан фойдаланилган.

Натижада, 2025 йилнинг 9 оyi давомида бюджет харажатларининг йил бошидаги режага нисбатан бажарилиши 90,4 фоизни ташкил этди (2024 йилнинг мос даврида 78,1 фоиз бўлган).

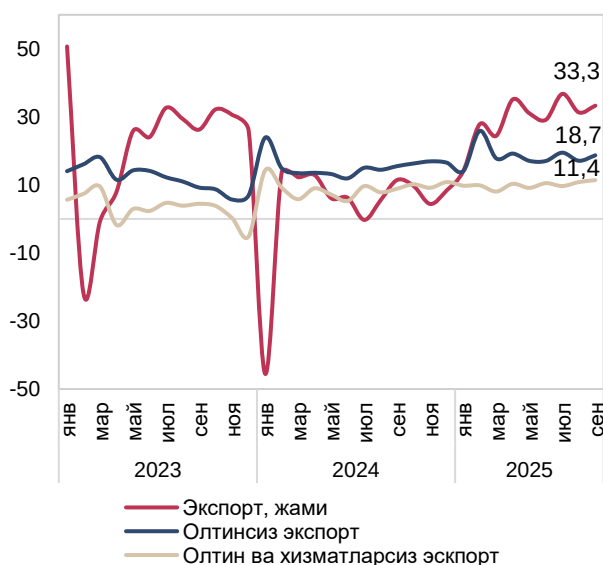
Жорий фискал ҳолат кўрсаткичи сўнгги даврларда ҳам иқтисодиётда рағбатлантирувчи фискал сиёсат давом этаётганлигини кўрсатмоқда.

2025 йилнинг II чорагида фискал импульс салбий шаклланганлиги (1.1.18-расм), ўз навбатида, II чорақда I чорақка нисбатан чекланган рағбатлантирувчи фискал сиёсат юритилганлигини билдириб, 2025 йилнинг биринчи ярим йиллигида ЯИМ тафовутининг нисбатан пастроқ шаклланишига олиб келди.

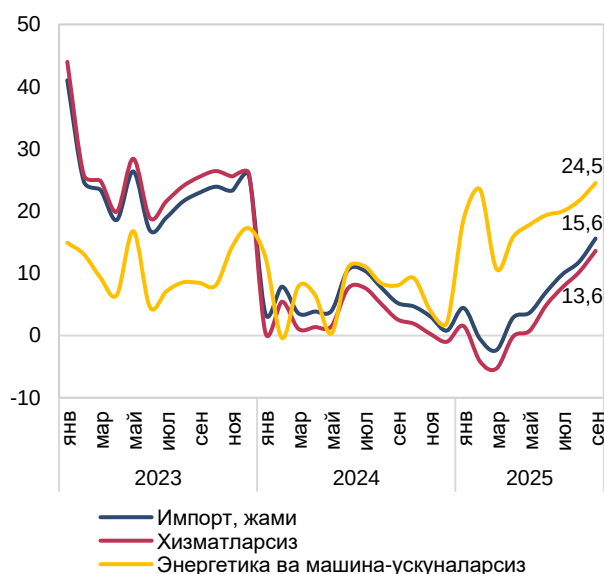
Ташқи савдо. Экспорт ҳажмининг ўсиши жорий йилнинг дастлабки 9 ойида ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 33,3 фоизга етди, бунда олтинсиз экспорт 18,7 фоизни ташкил этди (1.1.19-расм). Жаҳонда хомашё нархларининг қулай конъюнктураси ҳамда хизматлар экспортининг сезиларли ошиши жами экспорт ўсишини қўллаб-қувватловчи асосий омиллардан бўлди.

Импорт ҳажми ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 15,6 фоизга ошди. Бунда, энергетика ва машина ускуналарисиз импорт ўсиши 24,5 фоизни ташкил этди. Ўтган йилги паст база таъсири, бу йилги юқори истеъмол ва кредитлашнинг фаоллашуви ҳисобига, жорий йил якунида импорт ўсиш суръатининг янада жадаллашувига олиб келиши кутилмоқда.

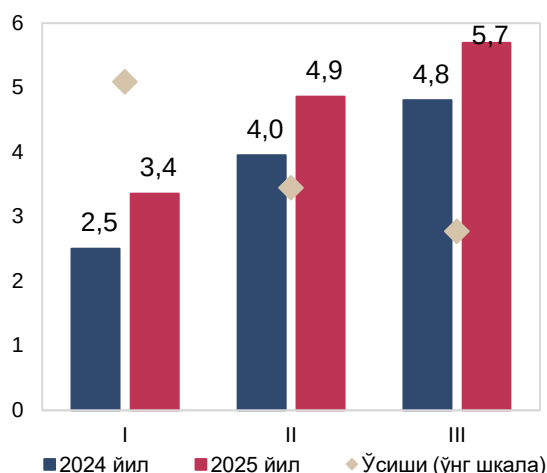
1.1.19-расм. Экспорт барқарор компонентларининг ўсиш суръатлари, кумулятив, фоизда



1.1.20-расм. Импорт ўсиш суръатлари, фоизда



Манба: Оchiқ манбалар асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари ва Миллий статистика қўмитаси.

1.1.21-расм. Трансчегаравий пул ўтказмалари ҳажми, млрд. долл**1.1.22-расм. Реал самарали алмашув курси, фоизда**

Манба: Очик манбалар асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари ва Миллий статистика қўмитаси.

2025 йилнинг 9 ойида пул ўтказмалари 13,9 млрд. долларни ташкил этиб, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 23,5 фоизга ошди (1.1.21-расм). Ушбу сезиларли ўсиш асосан меҳнат муҳожирларини қабул қилувчи мамлакатлар валютасининг мустаҳкамланганлиги, юқори иқтисодий фаоллик ҳамда ишчи кучига бўлган барқарор талаб билан изоҳланади.

Жорий операциялар ҳисоби тақчиллиги 2025 йилнинг биринчи ярмида 156,3 млн. долларни ташкил этиб (ёки ЯИМга нисбатан 0,2 фоиз), ўтган йилга нисбатан (2024 йилнинг биринчи ярмида деярли 2,9 млрд. доллар ёки ЯИМга нисбатан 5,3 фоизлик тақчиллик) сезиларли қисқарди. Бунга товарлар савдо баланси тақчиллигининг олтин экспорти ҳисобига сезиларли даражада қисқариши ҳамда иккиламчи даромадлар ҳажмининг ошиши ҳисса қўшди.

Реал самарали алмашув курси (РСАК). 2025 йилнинг январь-сентябрь ойларида реал самарали алмашув курси 1,5 фоизга пасайди. Бунга савдо ҳамкорларнинг инфляцияси ва уларнинг валюта алмашув курсларидаги ўзгаришлар динамикаси сабаб бўлди. Умуман олганда, ташқи омиллар РСАКни пасайтирувчи таъсирга эга бўлди (1.1.22-расм).

Июль ойидан бошлаб, ички омиллар ва айрим ташқи савдо ҳамкорлари валюталарининг динамикасида келиб чиққан ҳолда, манфий тафовутнинг босқичма-босқич қисқариши ва РСАКнинг узоқ муддатли тренд даражасига яқинлашиши кузатилмоқда.

Жорий йил давомида РСАК динамикаси ички инфляция жараёнларига секинлаштирувчи таъсир кўрсатди.

1.2. Инфляция динамикаси ва унга таъсир этувчи омиллар

2025 йилнинг январь-сентябрь ойларида умумий инфляция бир қатор талаб ва таклиф омиллари таъсирида турли йўналишларда шаклланди. I чоракда асосий турдаги товарлар таклифи билан боғлиқ узилишлар фонида умумий инфляциянинг тезлашгани қайд этилган бўлса, 2024 йилдаги энергия нархлари эркинлаштирилишининг бирламчи таъсирлари тугаши натижасида, май ойида инфляция кўрсаткичларида пасайиш кузатилди. III чоракда талаб омилларининг секинлашиши ҳамда алмашув курси мустаҳкамланиши фонида умумий инфляция сентябрда 8,0 фоизгача пасайди.

Бунда энергия нархлари оширилиши таъсирисиз ҳисобланган инфляция 6,8 фоизни ташкил қилиб, йил бошига нисбатан 0,6 фоиз бандга юқори шаклланди. Бу иқтисодиётда инфляцион босимлар сақланиб қолаётганини кўрсатмоқда.

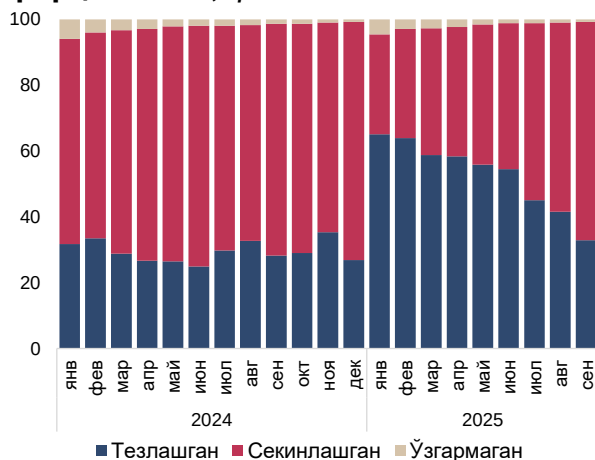
Инфляцион жараёнларга бир қатор ташқи ва ички омиллар ҳам ўз таъсирини ўтказмоқда. Алмашув курсининг III чоракдан бошлаб мустаҳкамланиши импорт инфляциясининг секинлашишига хизмат қилиб, ноозиқ-овқат товарлари гуруҳи инфляциясининг маълум даражада барқарорлашувига ёрдам бермоқда.

Пул ўтказмалари ҳажми ва чакана кредитлаш фаоллиги юқори даражада шаклангани аҳолининг харид қобилиятини қўллаб-қувватлаб, иқтисодиётда инфляцион босимларни сақлаб қолмоқда. Юқори иқтисодий фаоллик фонида аҳоли реал даромадларининг ўсиши талаб омилларининг оширувчи таъсирлари келгусида ҳам сақланиб қолишига ишора бермоқда.

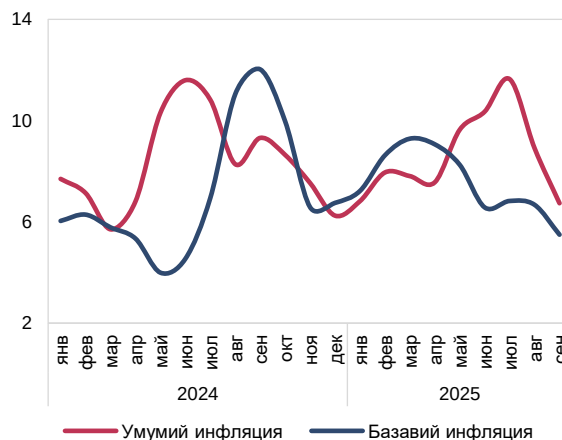
Шунингдек, энергия ресурсларининг нархлари эркинлаштирилишининг иккиламчи таъсирлари орқали ишлаб чиқариш, ташиш ва сақлаш харажатларининг ошиши, инфляциянинг таклиф омиллари ҳам сақланиб қолишига ҳисса қўшмоқда.

2025 йилнинг биринчи ярмида **базавий инфляция** ўсувчи динамикага эга бўлди ва июнь ойида 8,6 фоизгача тезлашди. Учинчи чоракдан базавий инфляция қатъий пул-кредит шароитлари ҳисобига талаб омиллари мақбуллашиши ҳамда алмашув курси мустаҳкамланиши таъсирида пасаяувчи динамикага ўтди ва сентябрда йиллик **7,0** фоизгача пасайди.

1.2.1-расм. ИНИ таркибидаги товар ва хизматлар йиғма инфляциясининг ўтган йилги даражасидан фарқланиши, фоизда



1.2.2-расм. Мавсумийликдан тозаланган йиллик инфляция, фоизда



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

Жорий йилнинг бошида истеъмол саватида нархлари ўтган йилнинг мос даврига нисбатан секинлашган товарлар ва хизматларнинг улуши 30 фоиз атрофида шаклланган эди. Йил давомида ушбу кўрсаткич ошиб бориб, сентябрда 66 фоизга етди. Бу, ўз навбатида, нархлар барқарорлашуви кенг қамровли хусусиятга эга бўла бошлаганидан далолат беради.

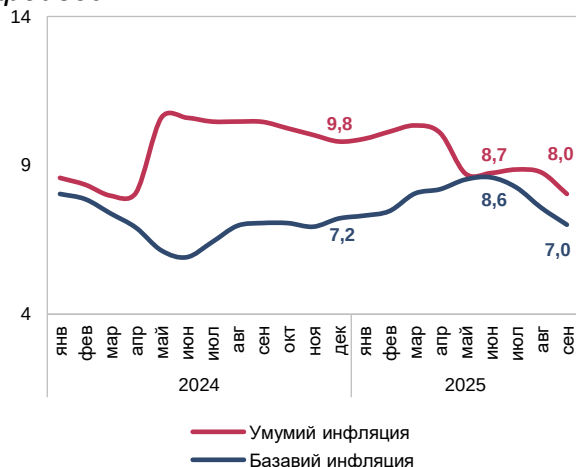
Сўнгги ойлarda мавсумийликдан тозаланган умумий ва базавий инфляция кўрсаткичлари динамикалари пасаяувчи трендга ўтди. Ушбу тенденциялар инфляцион босимларнинг камайиши ва иқтисодиётда шаклланган қатъий пул-кредит шароитлари ҳамда алмашув курсининг мустақамланиши ўз таъсирини кўрсатаётганини намоён этмоқда.

Базавий инфляциянинг муқобил кўрсаткичлари ҳам 2025 йил III чорақда инфляцион жараёнлар динамикаси пасаяувчи трендга ўтганини ифодалямоқда. Хусусан мазкур чорақда қисқартирилган инфляция 1,1 фоиз бандга пасайиб 5,0 фоизни, ИНИ медианаси эса 1,0 фоиз бандга пасайиб 4,1 фоизни ташкил этди.

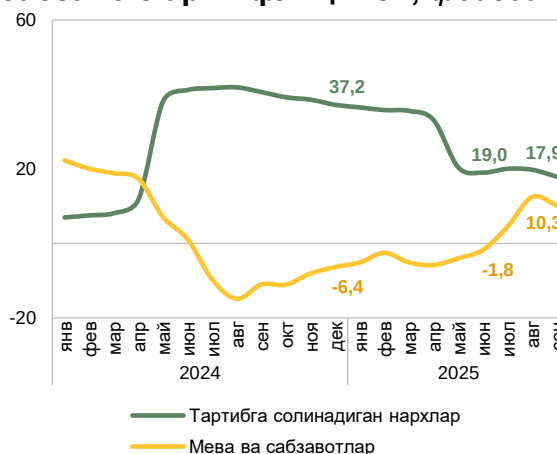
Шунга қарамай, базавий инфляция йил бошидаги даражасидан сезиларли пасаймагани талаб омиллари инфляция жараёнларида муҳим таъсирга эга эканини кўрсатмоқда.

Жорий йилда товарлар инфляцияси хизматларга нисбатан паст даражада барқарор шаклланмоқда. Бунда озиқ-овқат нархлари мева ва сабзавотлар нархининг ўтган йилги паст даражаси ҳамда гўшт ва ёғ маҳсулотларининг ташқи таклиф омиллари ҳисобига ўсувчи динамикани намоён этди.

1.2.3-расм. Умумий ва базавий инфляция динамикаси, фоизда



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



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

Ноозиқ-овқатлар гуруҳи инфляциясига автомобиль ёнилғилари оширувчи таъсир кўрсатган бўлса-да, алмашув курси мустаҳкамланиши тасирида импорт товарлари нархларининг пасайиши ушбу гуруҳнинг инфляциясини барқарорлаштирувчи хусусиятга эга бўлди.

Шу билан бирга, хизматлар инфляцияси, жумладан, тартибга солинадиган нархлар таъсирисиз ҳам, умумий инфляциядан юқори даражада сақланиб қолмоқда. Бу инфляцион жараёнларнинг турғунлиги ва уларни жиловлаш пул-кредит шароитларини узоқроқ давр давомида қатъий даражада сақлаб туришни тақозо этади.

Иқтисодиётдаги инфляцион босимларнинг сезилари даражада сақланиб қолаётгани ЯИМ дефлятори ва ишлаб чиқарувчилар нархлари индексида (ИЧНИ) ҳам намоён бўлмоқда. Жумладан, 2025 йилнинг биринчи ярмида ЯИМ дефлятори пасаювчи динамикани намоён этган бўлса-да (**13,3 фоиздан 12,4 фоизга**), тармоқларнинг дефлятор кўрсаткичлари турли йўналишларда шаклланди.

Хусусан, саноат ва хизматлар дефляторида I чорақдаги секинлашишдан сўнг, II чорақда тезлашиш қайд этилди. Бу ҳолат, жорий йил май ойидаги энергия нархлари оширилишининг юридик шахслар учун ҳам татбиқ қилингани билан изоҳланиши мумкин. II чорақда саноат дефлятори 13,8 фоизгача (**1,7 ф.б.**), хизматлар дефлятори эса 12,1 фоизгача (**0,5 ф.б.**) тезлашди. Ушбу соҳалардаги дефляторнинг ўсиш тенденцияси унинг келгуси даврларда ички нархларга ўтиб бориши бўйича хавотирларни оширмоқда.

1.2.5-расм. ИНИ инфляцияси, ЯИМ дефлятори ва ИЧНИ инфляцияси динамикаси, фоизда**1.2.6-расм. ЯИМ дефлятори ва унинг тармоқлари динамикаси, фоизда**

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

Қишлоқ хўжалиги дефлятори йил бошидаги мавсумий ўсишдан сўнг, II чорақда 8,2 фоизгача пасайди. 2025 йилнинг иккинчи ярмида мазкур гуруҳнинг аввалги йилги паст база таъсирлари тугаб бориши, энергия таъминоти ҳамда етиштириш билан боғлиқ муаммоларнинг кучайиши бўйича хавотирлар фонида қишлоқ хўжалиги дефлятори ўсиш трендига ўтиши мумкин. Бу эса умумий инфляцияга ушбу гуруҳнинг оширувчи босимлари сақланиб қолиши мумкинлигини англатади.

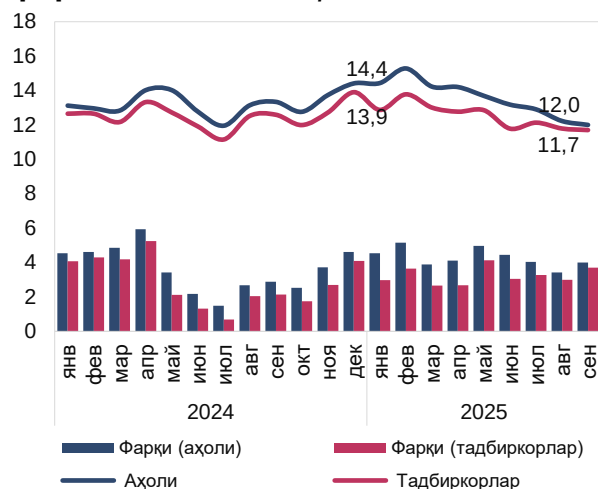
Шу билан бирга, ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси августда **13,0** фоизни ташкил этди. Май ойидаги энергия нархлари ошиши натижасида **13,8** фоизга етган кўрсаткич сўнгги ойларда пасаювчи динамикада шаклланган бўлса-да умумий инфляциядан **5,0** фоиз бандга юқори шаклланимда. Бундай катта тафовут келгуси чорақларда инфляцион босимлар турғун хусусиятга эга эканлигидан дарак беради.

Инфляцион кутилмалар динамикаси

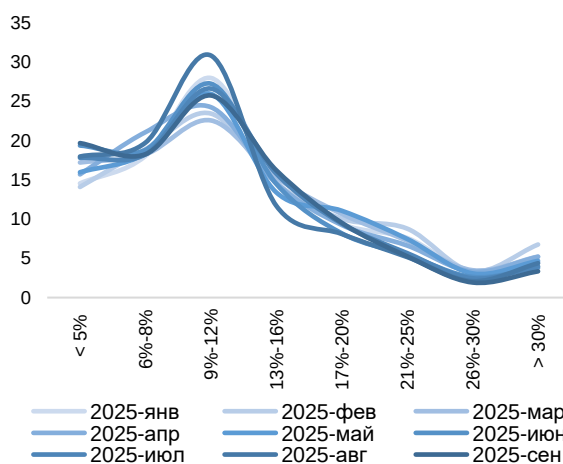
2025 йилнинг январь-февраль ойларида аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмаларида сезиларли даражада ошиш кузатилган бўлса, март-сентябрь ойларида кутилмалар пасаювчи динамикада шаклланди (1.2.7-расм).

Ўтказилган сўровлар натижаларига кўра, респондентлар томонидан коммунал хизматлар тарифларининг ошиши ҳамда ёқилғи ва энергия ресурслари қимматлашиши инфляцион кутилмаларининг юқори даражада шаклланишига таъсир кўрсатган асосий омиллар сифатида қайд этилган.

1.2.7-расм. Инфляцион кутилмалар ва умумий инфляция ўртасидаги фарқ динамикаси, фоизда



1.2.8-расм. Инфляцион кутилмалар тарқоқлиги даражаси, фоиз



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Шунингдек, кутилмаларда алмашув курси ўзгаришининг оширувчи таъсирлари камайиб бормоқда (1.2.9-расм). Бу, асосан, жорий йил бошидан миллий валюта – сўм курсининг долларга нисбатан мустақамланиб бораётган билан изоҳланиши мумкин.

Йил давомида инфляцион кутилмалар пасайиб бораётган бўлса-да, умумий инфляция ва инфляцион кутилмалар ўртасидаги 3-5 фоиз бандлик тафовут сақланиб қолингани ва ушбу тафовут тобора кенгайиб бораётгани кузатилди.

Шунингдек, кутилмаларнинг ҳудудлар, соҳалар, даромадлар кесимида фарқли ва турли йўналишларда шаклланиши қайд этилди.

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

	аҳоли									тадбиркорлар								
	2025									2025								
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен
Коммунал хизматларнинг қимматлашиши	57	63	59	59	57	50	51	48	46	54	58	52	55	54	47	47	45	44
Ёқилғи ва энергия нархининг қимматлашиши	50	52	48	47	49	45	45	41	41	49	50	45	46	48	43	42	40	41
Иш ҳақи ва нафақаларнинг ошиши	22	23	20	18	22	35	34	31	27	32	34	31	31	37	32	31	31	30
Транспорт харажатларининг ошиши	30	31	28	29	32	30	27	26	25	26	22	23	23	24	33	34	33	29
Асосий озиқ-овқатларнинг қимматлашиши	26	28	28	26	25	22	24	26	25	25	27	25	27	28	25	25	24	26
Валюта курсининг ўзгариши	46	41	39	38	37	27	30	24	22	24	27	26	27	27	25	26	24	24
Монополия ва нархларнинг сунъий оширилиши	25	32	26	26	26	24	24	22	22	51	43	43	43	40	31	31	25	22

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Иқтисодиёт субъектлари кутилмаларининг юқори тарқоқлиги, бу асосан, иқтисодиётда сақланиб қолаётган нисбатан юқори инфляция даражаси ва нархлар шаклланиши омилларига бўлган сезиларли таъсирчанлик билан изоҳланиши мумкин (1.2.8-расм).

Таъкидлаш керак, инфляцион таргетлаш режимига ўтиш жараёнида Марказий банк томонидан нархлар барқарорлиги таъминланишига бўлган ишончнинг ортиб бориши ва кутилмаларнинг таргет доирасида шаклланиши учун улар тарқоқлик даражасининг қисқариши ва вақтинчалик шокларга таъсирчанлигининг пасайиши муҳим шартлардан ҳисобланади.

1.3. Пул-кредит сиёсати чоралари ва уларнинг самараси

Жорий йил I чорагида иқтисодиётда инфляцион босимларнинг юқори сақланиб қолиши, талабнинг барқарор ўсиб бориши ҳамда аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари инфляцион кутилмаларининг кучайиши фонида Марказий банк бошқаруви март ойида асосий ставкани 0,5 фоиз бандга ошириб, йиллик 14 фоиз даражасида белгилади.

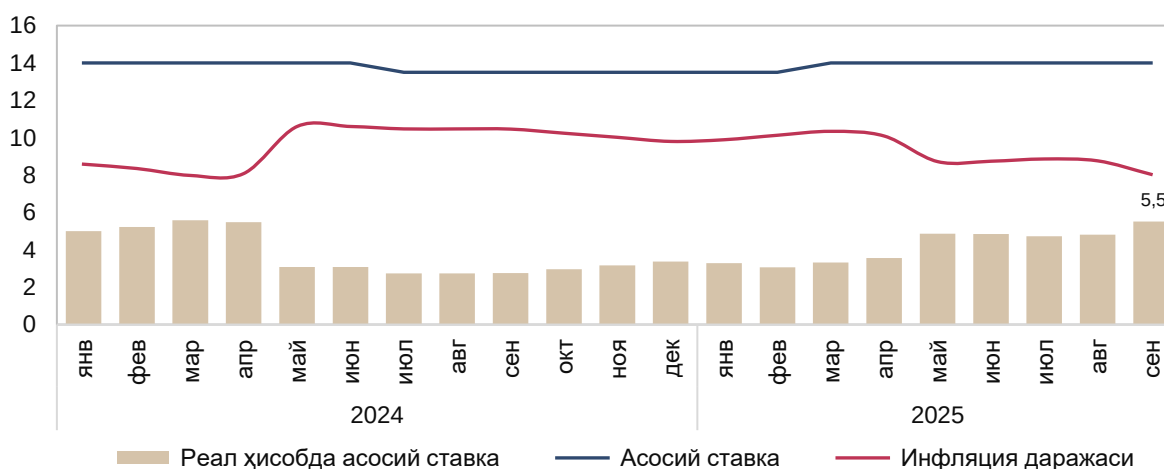
Натижада, асосий ставканинг реал даражаси (жорий инфляция даражасига нисбатан ҳисоблаганда) ўсиб боришига ва ушбу қарор иқтисодиётда пул-кредит шароитлари қатъийлик даражасининг ошиб боришига таъсир кўрсатди (1.3.1-расм).

Аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари бироз тебранишлар билан пасаяётган бўлса-да, умумий инфляциядан юқори даражада шаклланаётганлиги ҳамда иқтисодий фаоллик ва юқори истеъмол талаби суръатларининг нархларга оширувчи таъсирининг давом этаётганлигини инобатга олиб, Марказий банк бошқаруви сўнгги йиғилишларида асосий ставкани ўзгаришсиз қолдирди.

Бу, ўз навбатида, асосий ставканинг реал ҳисобда 5,5 фоиз атрофида шаклланишига ва иқтисодиётда нисбатан қатъий пул-кредит шароитлари таъминланишига хизмат қилмоқда.

Иқтисодиётда нисбатан қатъий пул-кредит шароитларининг шаклланганлигини муқобил кўрсаткичлар матричасида ҳам кўриш мумкин (1.3.2-расм).

1.3.1-расм. Реал ҳисобдаги асосий ставка динамикаси, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

1.3.2-расм. Пул-кредит шароитларини ифодаловчи кўрсаткичлар матрицаси

Кўрсаткичлар (Қағъийлик даражаси) 	2024												2025									
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	
Асосий ставка (реал даражада)																						
Пул бозори фоиз ставкаси (реал даражада)																						
РЕПО бозори фоиз ставкаси (реал даражада)																						
Самарали ликвидлик позицияси																						
ДҚҚ ўртача даромадлиги реал даражада																						
Аҳоли муддатли депозитлари ўсиши (йиллик, %)																						
Аҳоли кредитлари ўсиши (йиллик, %)																						
Аҳоли инфляцион кутилмалари																						
Тадбиркорлар инфляцион кутилмалари																						

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Кўрсаткичлар кесимида таҳлил қилинганда, реал фоиз ставкалари билан боғлиқ кўрсаткичлар ҳамда аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари пул-кредит шароитларининг июнь бошидан нисбатан қатъий шаклланиб бораётганини тасдиқламоқда.

Ўз навбатида, ташқи иқтисодий шароитлар ва мамлакатга валюта оқими бўйича ижобий тенденцияларнинг шаклланиши алмашув курсининг мустаҳкамланишига хизмат қилиб, алмашув курси канали орқали пул-кредит шароитларининг қатъийлашишига ҳисса қўшмоқда.

Банк тизими ликвидлигини самарали бошқариш ва пул бозоридаги фоиз ставкаларни тартибга солиш мақсадида жорий йилда Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати инструментлари ҳамда операцион механизмига бир қатор ўзгартиришлар киритилди ва пировардида пул-кредит операциялари фаоллашди.

Жумладан, мажбурий захиралаш талаблари инструментини халқаро стандартларга мослаштириш, таъсирчанлигини ошириш ҳамда тижорат банклари томонидан ресурс жалб қилишда депозитлар ва бошқа мажбуриятлар бўйича фоиз ставкаларининг тенг шароитларда шаклланишини таъминлаш мақсадида тижорат банкларининг аввал қамраб олинмаган мажбуриятларини босқичма-босқич мажбурий захиралаш талаблари базасига киритиш бошланди.

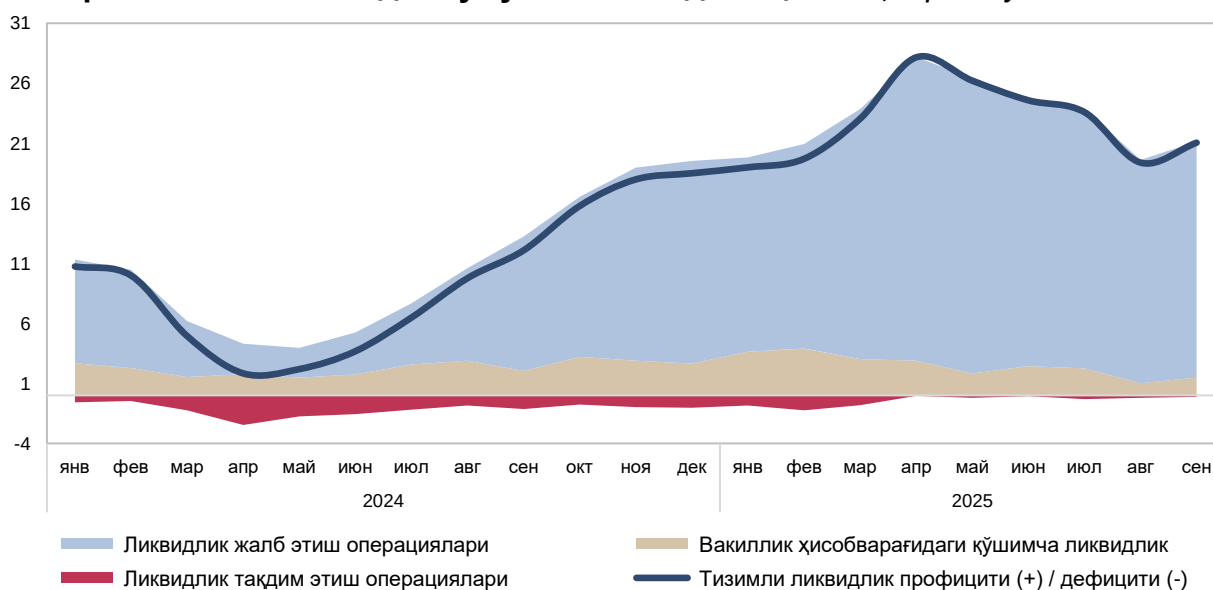
Киритилаётган ўзгартиришлар натижасида мажбурий захиралаш талабларини бажаришда банкларга ортиқча юкламалар юзага келишини олдини олиш мақсадида янги банк ҳисобварақларини мажбурий захиралаш бўйича ҳисоб-китобларга 2025-2030 йиллар давомида босқичма-босқич қўшиб бориш, шунингдек, унга мутаносиб равишда захиралаш меъёрларини пасайтириб бориш режалаштирилган.

Хусусан, жорий йилнинг апрель ва октябрь ойларида мажбурий захиралаш базасини мос равишда янги мажбуриятлар билан қамраб олиш даражаси 10 ва 15 фоизгача оширилди ҳамда захиралаш бўйича меъёрлар миллий валютада 4 фоиз, хорижий валютада эса апрель ойида 10,5 фоиз, октябрь ойида 9,5 фоиз этиб белгиланди.

Бунинг натижасида жорий йилнинг январь-сентябрь ойларида банкларнинг вакиллик ҳисобварақларидаги шаклланган қўшимча ликвидлиги ўртача 1,2 трлн сўмга камайди (1.3.3-расм).

Шунингдек, шаклланган ликвидлик профицитини бошқариш мақсадида Марказий банк пул-кредит сиёсатининг ликвидликни жалб қилиш бўйича асосий операцияси ҳисобланган **7 кунлик депозит аукционлари** орқали жалб этилаётган ликвидликнинг ойлик ўртача ҳажми январь ойидаги 2 трлн сўмдан июль ойида ўртача 8,6 трлн сўмгача ўсди.

1.3.3-расм. Банк тизимидаги умумий ликвидлик ҳолати, трлн сўм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Марказий банкнинг 7 кунлик депозит аукционлари орқали ликвид маблағларини жойлаштирган тижорат банклари учун мазкур маблағлардан белгиланган муддат давомида фойдаланиш имкониятининг чекланганлиги ҳамда уларнинг тегишли гаров билан таъминланмаганлиги пул-кредит сиёсати трансмиссияси самарадорлигининг пасайишига олиб келди.

Шу муносабат билан, пул-кредит сиёсатининг ликвидликни жалб қилиш бўйича асосий операцияси сифатида 7 кунлик депозит аукционлари ўрнига август ойидан бошлаб Марказий банкнинг 7 кунлик облигациялари билан ликвидликни жалб қилиш амалиёти йўлга қўйилди.

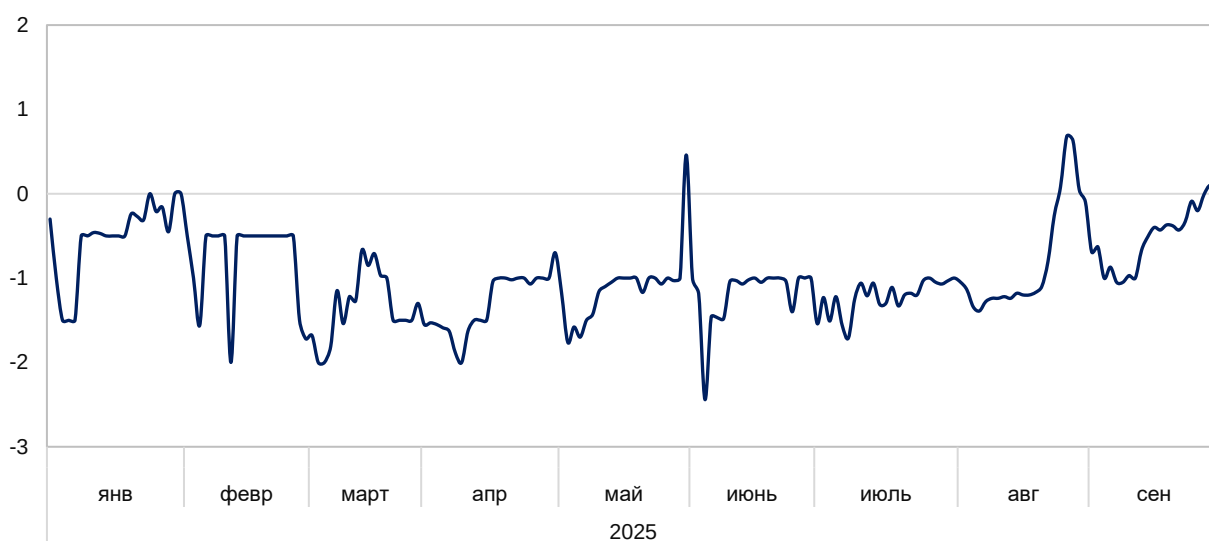
Таъкидлаш жоизки, Марказий банк томонидан жорий йилнинг январь-август ойларида жами 23,7 трлн сўмлик турли муддатли облигациялар муомалага чиқарилган бўлиб, август ойидан бошлаб фақат 7 кунлик облигациялар эмиссия қилинмоқда.

Натижада, август ва сентябрь ойларида 7 кунлик облигациялар орқали мос равишда 41,7 ва 62,9 трлн сўм ликвидлик жалб қилинди ва 1 октябрь ҳолатига уларнинг қолдиғи 16 трлн сўмни ташкил этди.

Шунингдек, овернайт депозит операцияларининг кунлик ўртача қолдиғи январь ойидаги кўрсаткичга (2,5 трлн сўм) нисбатан сезиларсиз ўзгариб, сентябрь ойида 2,4 трлн сўмни ташкил этди.

Амалга оширилган операциялар натижасида, UZONIA ставкасининг йил бошидан асосий ставкадан четланиши август-сентябрь ойларида минималлашди (1.3.4-расм).

1.3.4-расм. UZONIA ва асосий ставка ўртасидаги спред динамикаси, фоиз бандда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Қайд этиш лозимки, UZONIA ва асосий ставка ўртасидаги спреднинг ошиши банк тизимида шаклланган ликвидлик профицити ҳисобига юзага келган.

Пул бозоридаги фоиз ставкалари ва амалиётлар ҳажми банк тизими умумий ликвидлиги шаклланишига боғлиқ бўлиб, жорий йилнинг январь-сентябрь ойларида банк тизими умумий ликвидлик ҳолати кунлик ўртача 22,7 трлн сўмни ташкил этди (1.3.5-расм).

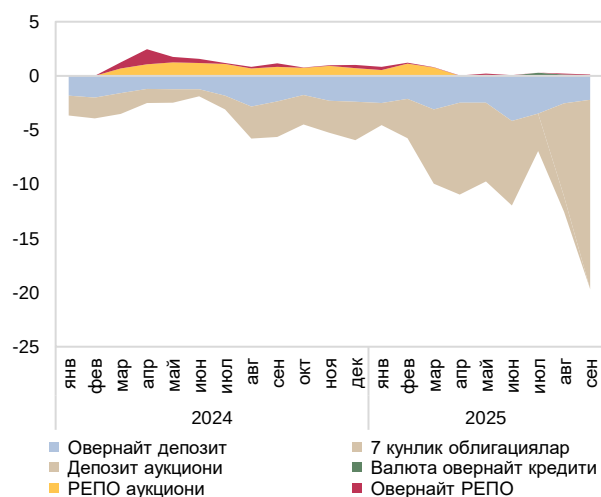
Жорий йилнинг дастлабки 9 ойида банклараро пул бозорида жами 599 трлн сўмлик операциялар амалга оширилган бўлиб, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 67,4 фоизга ўсган (1.3.6-расм).

Бунда, банклараро РЕПО амалиётларининг жами пул бозоридаги ўртача улуши 66 фоизни ташкил этган (*ўтган йилнинг мос даврида 46 фоиз*).

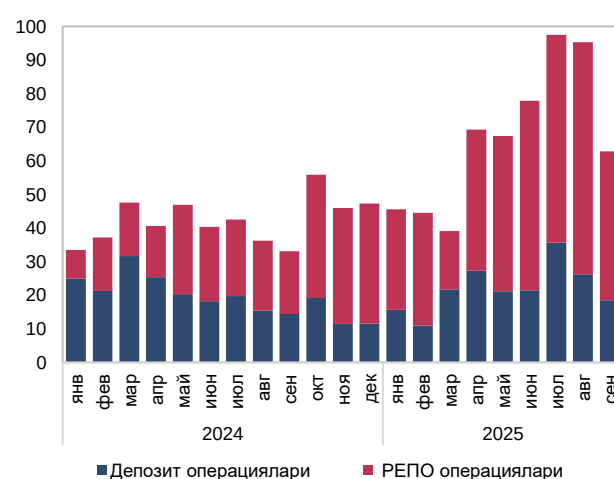
Банклараро РЕПО сегментидаги амалиётлар ҳажми ва улушининг ошишини сўнгги йилларда давлат қимматли қоғозлари бозорининг ривожланиши ҳамда РЕПО операцияларда уларнинг гаров таъминоти сифатида ишлатилиши билан изоҳлаш мумкин.

Пул бозорида шаклланган фоиз ставкаларининг депозит ва кредитлар бўйича реал фоиз ставкаларга ўтиши турлича кўриниш касб этмоқда. Хусусан, иқтисодиётда инфляцион кутилмаларнинг мақбуллашиши фонида аҳоли ва юридик шахсларнинг миллий валютадаги муддатли депозитлари бўйича реал фоиз ставкалар сўнгги ойларда ўсиш кўрсатиб, август ойида мос равишда 8,2 ҳамда 5,3 фоизни ташкил этди (1.3.7-расм).

1.3.5-расм. Марказий банк пул-кредит операциялари, трлн сўм



1.3.6-расм. Пул бозори ҳажми, трлн сўм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

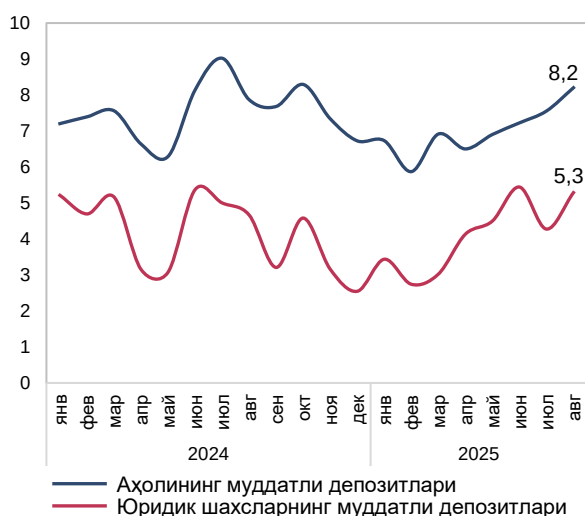
Миллий валютадаги депозитлар бўйича реал фоиз ставкаларининг ошиб бориши уларнинг жозибдорлигини ошириб, ҳажмининг сезиларли даражада ўсиб боришига хизмат қилмоқда. Жумладан, жорий йил бошидан аҳолининг миллий валютадаги муддатли депозитлари 25,1 фоизга ошиб (*йиллик ҳисобда 39,8 фоиз ўсиш*), 67 трлн сўмни ташкил қилган бўлса, корпоратив депозитлар қолдиғи 31,6 фоизга ошиб (*йиллик ҳисобда 41,8 фоиз ўсиш*), 29,2 трлн сўмгача етган.

Депозитлар бўйича реал фоиз ставкалар ошиши ўз ўрнида кредитлар бўйича реал фоиз ставкаларининг ошишига туртки берган. Хусусан, август ойида аҳоли кредитлари бўйича реал фоиз ставкаси 10,6 фоизни ташкил қилган бўлса, юридик шахслар учун 10,2 фоизгача ошган (1.3.8-расм).

Ўз навбатида, реал фоиз ставкаларининг ўсиши иқтисодиётда нисбатан қатъий пул-кредит шароитлари шаклланаётганлигини билдиради. Шу билан бирга, аҳолининг кредитларга бўлган талаби ҳамда инфляциян кутилмаларнинг пасайиб бориши натижасида, келгусида сўмдаги депозит ва кредитлар бўйича фоиз ставкалар пасайиши кутилмоқда.

Марказий банк ўрта муддатли истиқболда инфляциянинг 5 фоизлик таргет даражасигача эришиш мақсадида пул-кредит шароитларининг етарли даражада қатъийлигини таъминлаб боради.

1.3.7-расм. Миллий валютадаги муддатли депозитлар бўйича реал фоиз ставкалари, фоизда



1.3.8-расм. Миллий валютадаги кредитлар бўйича реал фоиз ставкалари, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Ўзбекистон экспортидаги таркибий ўзгаришлар

Ўзбекистон иқтисодиёти экспортида саноат ва хомашё улуши юқори бўлган кичик очиқ иқтисодиёт ҳисобланади ва шу сабабли жаҳон иқтисодиётидаги ўзгаришлар мамлакат ташқи савдо динамикасига таъсири юқори ҳисобланади.

Сўнгги йилларда Ўзбекистон экспортида кузатилаётган барқарор ўсиш тенденцияси жаҳон бозорларидаги нисбатан қулай нарх конъюнктураси, асосий савдо ҳамкорларда иқтисодий ўсиш суръатларининг барқарорлиги, ташқи талабнинг юқори даражада сақланиб қолиши ҳамда халқаро савдо алоқаларининг кенгайиб бораётгани билан изоҳланади.

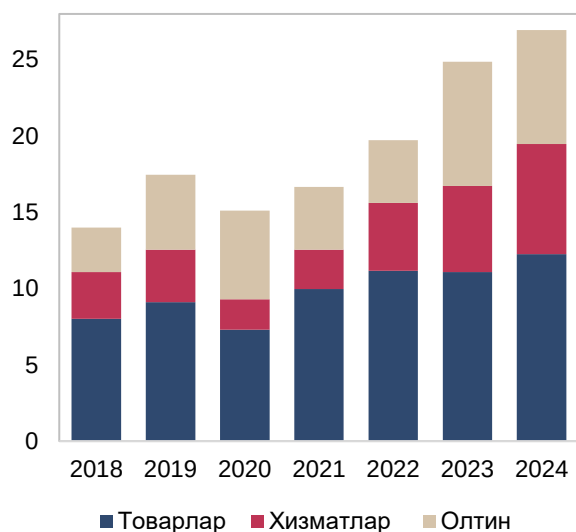
Мамлакатда амалга оширилаётган таркибий ислохотлар ташқи савдо айланмаси таркиби ва географик йўналишларига ўз таъсирини кўрсатмоқда. Хусусан, экспорт таркибидаги сезиларли ўзгаришлар хизматлар соҳасида кузатилмоқда.

Ишлаб чиқариш қувватларининг потенциалига нисбатан пастлиги ва ташқи товар бозорларида рақобатнинг кучлилиги ҳамда мамлакатимиздаги туристик салоҳиятнинг юқорилиги шароитида хизматлар экспорти товарларга нисбатан тезроқ суръатларда ўсишда давом этмоқда (*1-расм*). Хусусан, 2018-2024 йиллар давомида товарлар экспортининг ўртача ўсиш суръати 10 фоизни ташкил этган бўлса, хизматлар экспорти ушбу даврда ўртача 21 фоизга ўсган.

Мамлакатимизда хизматлар нархининг жаҳон даражасига нисбатан сезиларли пастлиги хизматлар соҳасининг ўзгарувчан ташқи талабга тезроқ мослашишига имкон бермоқда. 2022 йил ўрталаридан бошлаб хизматлар экспортининг умумий экспорт ўсиш суръатига қўшган ҳиссаси (*олтинни ҳисобга олмаганда*) товар экспорти ҳиссасидан бирмунча юқори бўлмоқда (*2-расм*). Экспорт ҳажмининг сезиларли ўсиши транспорт, туризм ҳамда ахборот-коммуникация хизматлари каби йўналишларда кузатилмоқда. Хусусан, 2018-2024 йиллар давомида туризм хизматлари экспорти 3,4 баробарга, ахборот технологиялари экспорти 4 баробарга, транспорт экспорти эса 1,7 баробарга ошди.

Экспортнинг географик диверсификациясини кенгайиши ҳам кузатилиб, экспорт ўсиш суръатларида анъанавий савдо ҳамкор давлатларнинг ҳиссаси аста-секин камайиб бормоқда. Хусусан, 2017 йилда Ўзбекистоннинг экспортида тўртта асосий мамлакатлар (*Россия, Хитой, Қозоғистон ва Туркия*) улуши қарийб 64 фоизни ташкил этган бўлса, 2024 йил охирига келиб ушбу мамлакатлар улуши 44 фоизгача пасайди.

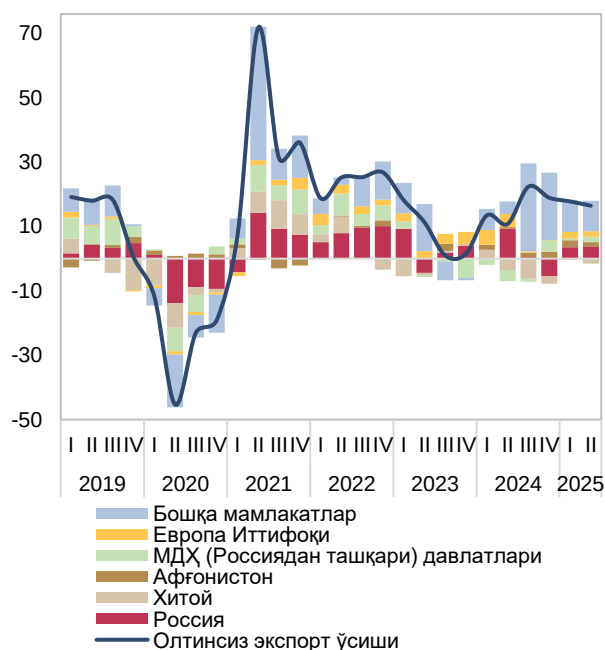
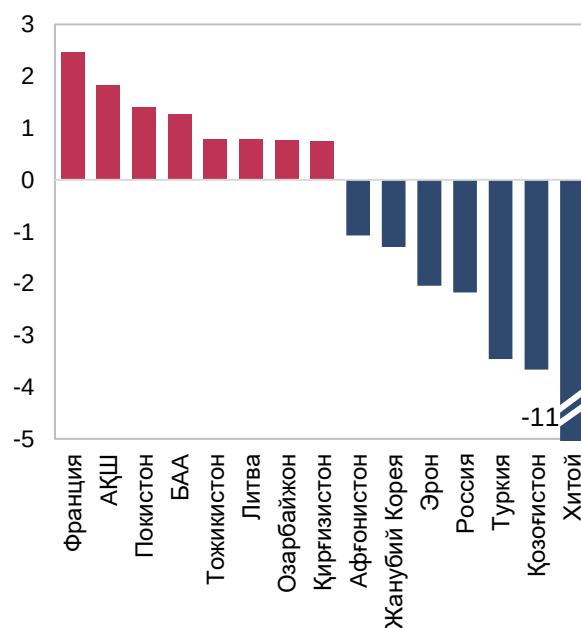
Экспорт улушининг пасайиши Хитой, Қозоғистон, Туркия, Россия, Эрон, Корея Республикаси ва бошқа давлатлар ҳиссасида ҳам қайд этилди. Ушбу мамлакатларга экспорт ҳажми ўсишда давом этаётган бўлса-да, айрим ҳамкор давлатларга экспортнинг ўсиш суръатларида маълум секинлашув кузатилмоқда. Бошқа давлатлар билан савдо ҳажмининг жадал ошиши умумий экспортда уларнинг улуши ортишига олиб келмоқда. Шу билан бирга, юқорида қайд этилган анъанавий мамлакатлар асосий экспорт ҳамкор мақомини сақлаб қолмоқда.

1-расм. Экспортнинг таркибий ҳажми, млрд. АҚШ долл.**2-расм. Умумий экспорт ўсишида товарлар ва хизматлар экспортларининг ҳиссаси, йиллик ҳисобда, ф.б.**

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

Мазкур жараёнлар билан бир вақтда, янги географик йўналишлар бўйича савдо оқимларининг ўсиши қайд этилмоқда. 2017-2024 йиллар давомида Франция, АҚШ, Покистон, БАА, Озарбайжон ва бошқа қатор мамлакатларга экспорт ҳажмининг барқарор ўсиш тенденцияси кузатишмоқда (4-расм).

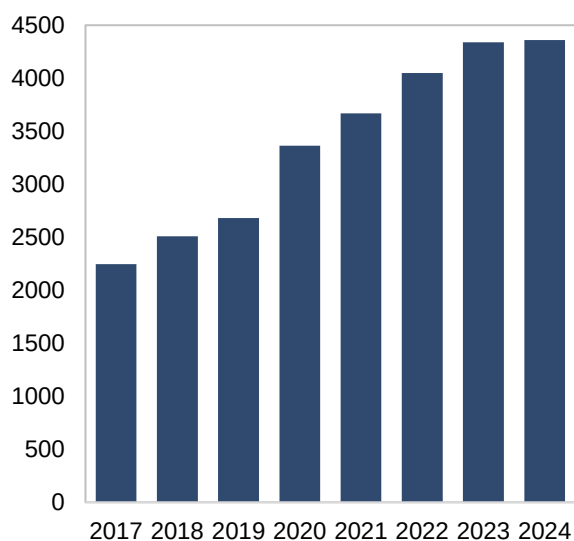
Ушбу йўналишларда экспортнинг ўсиши уран, нефть маҳсулотлари, ип-калава, ўғитлар, мис, маиший техника, ёрмалар ва бошқа маҳаллий товарларга ташқи талабнинг ошиши билан изоҳланади.

3-расм. Олтинсиз жами экспорт ўсиш суръатига мамлакатлар ҳиссаси, ф.б.**4-расм. 2017 ва 2024 йилларда олтинсиз экспортда мамлакатлар улуши ўзгариши, ф.б.**

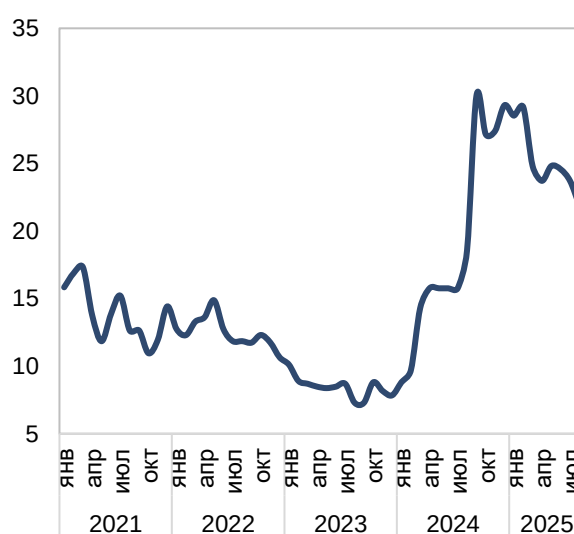
Манба: Миллий статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Экспорт номенклатурасида товарлар гуруҳи номлари сонлари ҳам ортиб бормоқда. 2017 йилда уларнинг сони 2 245 тани ташкил этган бўлса, 2024 йил охирига келиб ушбу рўйхат 4 359 та товар позициясигача кенгайди (5-расм). Хусусан, 300 дан ортиқ турдаги озиқ-овқат маҳсулотлари (асосан дуккакпилар ва буғдой (ун)), 400 га яқин номдаги кимёвий маҳсулотлар (хусусан минерал ўғитлар), 300 га яқин тайёр ва қайта ишланган тўқимачилик маҳсулотлари, 180 дан ортиқ номдаги қора ва рангли металллардан тайёрланган товарлар, шунингдек, 780 дан зиёд номдаги машина ва ускуналар (асосан маиший техника) экспорти йўлга қўйилди.

5-расм. Экспорт номенклатурасидаги товарлар сони, донa



6-расм. Экспорт нархлари динамикаси, йиллик, фоизда



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

Экспорт қийматининг ўсишида жаҳон товар бозорларидаги асосий экспорт маҳсулотларига қулай нарх конъюнктураси муҳим омил сифатида хизмат қилмоқда. Экспорт нархлари индекси сўнгги йилларда, 2023 йилгача бўлган даврдаги кўрсаткичлардан юқори даражада шаклланиб, 2024–2025 йилларда ўртача 35 фоизни ташкил этмоқда (6-расм).

Жаҳон хомашё бозорларидаги қулай нархлар конъюнктураси сақланиб қолаётган шароитда экспорт таркибида хомашё маҳсулотлар қийматининг улуши ошмоқда. Бу эса ташқи савдо тушумларининг жаҳон нархлари тебранишларига боғлиқлигини кучайтирмоқда. 2021 йилдан 2025 йилнинг биринчи ярмигача бўлган даврда товар экспорти таркибида хомашё ва ярим хомашё товарларининг ўртача улуши қарийб учдан икки қисмни ташкил этмоқда.

Шу билан бирга, савдо бўйича иқтисодий мураккаблик даражаси индекси бўйича Ўзбекистон минтақа мамлакатларига нисбатан мураккаброқ ташқи савдо тузилмасига эга (мамлакат рейтингда 2017 йилдаги 78 ўриндан 2023 йилда 66 ўринга кўтарилган).

Истеъмол саватининг асосий гуруҳлари инфляцияси таҳлили**Озиқ-овқат маҳсулотлари**

2025 йил давомида озиқ-овқат маҳсулотлари инфляцияси мева ва сабзавотларнинг ўтган йилги паст база таъсирлари ҳамда айрим товарларнинг таклифи билан боғлиқ омиллар ҳисобига барқарор ўсиш тенденциясига эга бўлди. Бунда мазкур гуруҳ инфляцияси йил бошидаги 2,6 фоиздан сентябрда 6,1 фоизгача тезлашди.

Мева ва сабзавотлар инobatга олинмаганда, ушбу гуруҳ инфляцияси (озиқ-овқатлар базавий инфляцияси) йил бошидан 1,2 фоиз бандга ошиб, сентябрда 7,1 фоизни ташкил этди.

Мева-сабзавотлар нархларининг биринчи ярим йилликда кузатилган дефляцияси (апрелда -5,8 фоизгача пасайган) ҳолати III чорақда кескин ўсиш тенденциясига ўзгарди (10,3 фоиз). Ушбу вазиятга гуруҳдаги аввалги йилги паст база эффекти таъсирлари чиқиб кетиши ҳамда мавсумий захираларнинг етарли шаклланмагани сабаб бўлди. Жорий йилнинг 9 ойи давомида сабзи (57,5 фоиз), пиёз (22,4 фоиз) ва картошка (18,5 фоиз) нархларининг кескин ошиши умумий инфляцияга қарийб 0,5 фоиз банд оширувчи таъсир кўрсатди.

Савдо ҳамкорлар томонидан қорамол савдосига қўйилган ҳисобига гўшт маҳсулотлари нархлари кескин ошишига олиб келди. Шунингдек, жорий йилда жаҳон бозоридаги нархлар ошиши ёғ маҳсулотлари нархларига сезиларли таъсир кўрсатди. Шу билан бирга, сут маҳсулотлари инфляцияси барқарор 6,6-7,0 фоиз оралиғида, шакар инфляциясида эса пасайиш кузатилди (сентябрда 2,8 фоизгача). Тухум нархларида эса йил давомида сезиларли дефляция қайд этилди (сентябрда -3,4 фоиз).

Жаҳон бозоридаги озиқ-овқат маҳсулотлари инфляцияси йил бошидан пасаявчи динамикани намоён этса-да, гўшт ва сут маҳсулотлари нархларидаги ўсиш тенденцияси ички нархларга узоқроқ муддат давомида ўтиб бориши бўйича хавотирларни кучайтирмқода.

1.2.10-расм. ИНИ асосий гуруҳлари инфляцияси динамикаси, фоизда

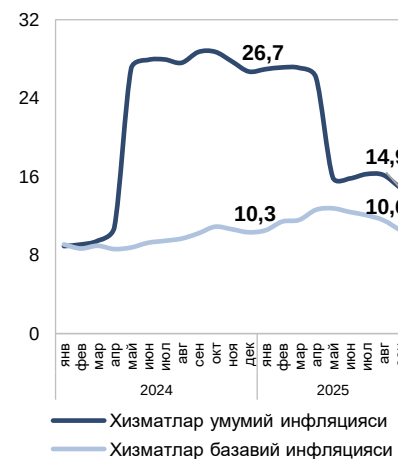
а) озиқ-овқатлар



б) нооziқ-овқатлар



в) хизматлар



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

Нооziқ-овқат маҳсулотлари

2025 йилнинг 9 ойи давомида нооziқ-овқат маҳсулотлари инфляциясида ўзгарувчан динамика кузатилиб, сентябрь ойида ушбу гуруҳ инфляцияси 6,1 фоизни ташкил этди.

Нооziқ-овқат маҳсулотлари базавий инфляцияси эса йил давомида барқарор пасаявчи динамикада шаклланиб, январь ойидаги 7,4 фоиздан сентябрь ойида 4,9 фоизгача секинлашди.

Ушбу пасайишни 2024 йилда юқори ошган дори-дармонлар инфляциясининг юқори база эффекти тугаши ҳамда алмашув курсининг мустаҳкамланиши билан изоҳлаш мумкин. Дори-дармонлар инфляцияси январь ойидаги 25,5 фоиздан сентябрда 6,7 фоизгача пасайган.

Айрим гуруҳлардаги нарх ўзгаришлари умумий тенденцияга сезиларли оширувчи таъсир кўрсатди. Хусусан, автомобиль ёнилғиси инфляцияси сентябрда 18,2 фоизни ташкил этиб, умумий инфляциядан сезиларли юқори даражада сақланиб қолмоқда.

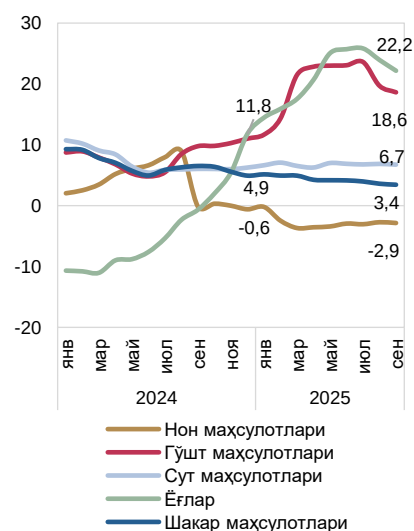
Мавсумий фаоллик ҳисобига қурилиш материаллари инфляцияси йил бошидаги 0,5 фоиздан сентябрь ойида 4,5 фоизгача ўсди. Бунга ишлаб чиқариш, логистика харажатлари ва импорт нархларининг ошиши таъсир кўрсатди.

Кийим-кечаклар инфляцияси эса пасайишда давом этиб, сентябрда 4,0 фоизни ташкил этди. Шахсий гигиена воситалари нархлари эса нисбатан барқарор (5,9 фоиз) шаклланди.

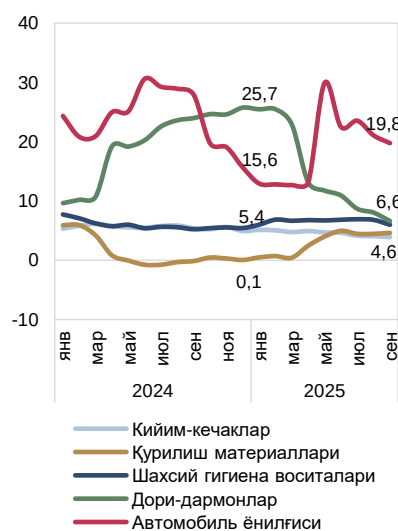
Умуман олганда, нооziқ-овқат товарлари инфляцияси қарама-қарши омиллар таъсирида шаклланимоқда. Бир томондан, валюта курсининг мустаҳкамланиши импорт нархлари орқали инфляцияни жиловлашга ёрдам бераётган бўлса, бошқа томондан, ишлаб чиқариш ва логистика харажатларининг ошиши ҳамда хомашё нархларидаги ўзгаришлар инфляцион босимни сақлаб турувчи асосий омиллардан бўлиб қолмоқда.

1.2.11-расм. Таркибий гуруҳлар инфляцияси динамикаси, фоизда

а) оziқ-овқатлар



б) нооziқ-овқатлар



в) хизматлар



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

Хизматлар

2025 йилда хизматлар инфляцияси умумий инфляцияни оширувчи асосий омил бўлиб қолмоқда. Иккинчи чорақда энергия нархлари оширилишининг ўтган йилги юқори база таъсири тугаши ҳисобига ушбу кўрсаткич сезиларли пасайиб, июнь ойида 15,8 фоизга етди. Бироқ пасайишга қарамай, учинчи чорақда энергия тарифларининг ўсиш кўрсаткичи 14,9 фоиз атрофида юқорилигича қолди.

Хизматлар базавий инфляцияси сентябрда 10,6 фоизни ташкил этди. Бу ялпи талаб томонидан инфляцион босим мавжудлигини кўрсатади.

Тартибга солинадиган хизматларда нархлар ўзгариши юқорилигича қолмоқда. Уй-жой коммунал хизматлари инфляцияси учинчи чорақда 26,1 фоизга етди. Тартибга солинадиган нархларнинг умумий инфляцияси ҳам 17,9 фоиз атрофида шаклланмоқда.

Талабга боғлиқ хизматлардан умумий овқатланиш хизматлари инфляцияси 11,4 фоизга тенг бўлди. Ҳуқуқий хизматлар (29,1 фоизгача тезлашди) ва алоқа хизматлари (9,9 фоизгача ошди) ҳам сезиларли ўсди.

Транспорт хизматларида эса турли йўналишли динамика кузатилди. Хусусан, темир йўл транспорти нархлари ўзгариши секинлашган бўлса (6,4 фоиз), ҳаво (21,2 фоиз) ва автомобиль транспорти (15,7 фоиз) нархларининг ўсиши юқорилигича қолди. Айни пайтда, тиббий хизматлар инфляциясида секинлашиш кузатилди (14,7 фоиздан 9,0 фоизгача).

II. 2026-2028 ЙИЛЛАРДА МАКРОИҚТИСОДИЙ РИВОЖЛАНИШ СЦЕНАРИЙЛАРИ ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ

Пул-кредит сиёсатининг 2026-2028 йилларга мўлжалланган асосий йўналишлари ташқи ва ички шароитларнинг ўрта муддатли истиқболдаги ривожланиши бўйича кутилмалардан келиб чиқиб, макроиқтисодий ривожланишнинг **асосий сценарийси** ишлаб чиқилди ва ушбу сценарий доирасида олиб бориладиган пул-кредит сиёсати шароитлари белгиланди. Шу билан бирга, эҳтимоли мавжуд бўлган **ташқи ва ички шокларнинг** инфляция ва иқтисодий фаолликка таъсирлари баҳоланди.

Асосий сценарийга ташқи ва ички шароитлар жорий суръатларда ривожланишда давом этиши кутилмалари асос қилиб олинди.

Бунда **ташқи шароитларда** жаҳон иқтисодиётида ноаниқликлар сақланиб қолиши фонида глобал ўсиш суръатлари нисбатан пастроқ шаклланиши, инфляция бўйича таргетга эришиш нисбатан узоқроқ давом этиши, валюта бозорларида кескин ўзгаришлар юз бермаслиги, олтин нархининг нисбатан юқори даражада сақланиб қолиши тахминлари базавий омил сифатида белгиланди.

Ички шароитларда ялпи талабнинг барқарорлашиб бориши, кредитлаш жараёнларининг мўтадиллашуви, иш ҳақи миқдорларининг меҳнат унумдорлигига пропорционал ўсиши, пул ўтказмалари ўсишининг ўрта муддатли траекториясига қайтиши, инвестициялар оқимининг барқарор шаклланиши, фискал тақчиллик ўрта муддатда ЯИМга нисбатан 3 фоиздан ошмаслиги назарда тутилди (1-жадвал).

Макроиқтисодий ривожланишдаги **ташқи ва ички эҳтимолий шоклар** эса ялпи талаб ва таклиф даражасига таъсиридан келиб чиқиб, асосий сценарийга нисбатан инфляция ва ишлаб чиқаришга таъсирлари баҳоланди (2-жадвал).

Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси ва бошқа шоклар шароитида ҳам пул-кредит сиёсати инфляцияни 5 фоизлик таргети даражасигача пасайтиришга қаратилиши асосий мезон сифатида белгиланган. Ушбу даврларда пул-кредит сиёсати соҳасидаги қарорлар ва чоралар инфляция динамикаси ва омиллари ҳамда асосий макроиқтисодий кўрсаткичлар прогнози ўзгаришларига мос равишда мослаштирилиб борилади.

1-жадвал. Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси шартлари

	Ялпи талабга таъсир этувчи шароитлар	Ялпи таклифга таъсир этувчи шароитлар
Ташқи шароитлар	Геосиёсий зиддиятлар давом этиши, жаҳон иқтисодиётида ноаниқликларнинг сақланиб қолиши ҳамда савдо сиёсатидаги беқарор вазият иқтисодий географиядаги фрагментацияни кучайтириши бўйича хавотирлар эҳтимоли ортиб бормоқда. Буни натижасида: • Глобал иқтисодий ўсиш суръатлари пандемиядан аввалги даврдаги ўртача кўрсаткичлардан паст даражада шаклланади; • Глобал инфляция пасаяувчи динамикани намоён этса-да, мамлакатлар ўз таргетларига эришиши кутилганидан узоқроқ вақт талаб этади; • Инфляциянинг пасайиб бориши глобал молиявий шароитлар юмшашиши фазасининг давом этишига хизмат қилади; • Глобал ноаниқликлар шароитида олтинга бўлган талаб ошиб боради ва унинг нархлари юқори даражаларда шаклланишда давом этади; • Асосий савдо ҳамкорларда ўрта муддатли истиқболда инфляция пасаяувчи характерга эга бўлади ва пул-кредит шароитлари мос равишда юмшатиб борилади; • Асосий савдо ҳамкорларда иқтисодий фаоллик фискал рағбатлантиришлар ва пул-кредит шароитларининг юмшатилиши натижасида тезлашади; • Пул ўтказмалари ҳажми ўрта муддатли тренди доирасида ошиб боради.	• Жаҳон озиқ-овқат бозорларида нархлар мўтадил суръатларда ўсиб боради. • Валюта бозорларида кескин ўзгаришлар ва тебранишлар кузатилмайди.
Ички шароитлар	• Иқтисодиётда иш ҳақининг реал ўсиши ижобий сақланиб қолади ва меҳнат унумдорлигига мос равишда ошиб боради; • Истеъмол ва чакана кредитларининг ўсиши суръатлари мақбуллашади. • Хусусийлаштириш жараёнлари ва юқори иқтисодий фаоллик ҳисобига хусусий инвестициялар ҳажми ошишда давом этади; • Корхоналарнинг кредитга бўлган талаби мақбуллашиб боради. • Умумий фискал тақчиллик ўрта муддатли истиқболда ЯИМга нисбатан 3 фоиз атрофида шаклланади ва контрциклик фискал сиёсати юритилади.	• Иқтисодиётдаги энергия манбаларига бўлган талаб юқориликча сақланиб қолади; • Келгуси йилларда энергия ресурслари нархи инфляция даражасида ошиб боради; • Тартибга солинадиган нархлар (<i>коммунал хизматлар, жамоат транспорти хизматлари, давлат таълим хизматлари ва бошқалар</i>) инфляция даражасида ошириб борилади; • Иқлим ва об-ҳаво шароитларида кескин ўзгаришлар кутилмайди.

2-жадвал. Макроиқтисодий ривожланишдаги ташқи ва ички эҳтимолий шоклар

	Талаб	Таклиф
Ташқи шоклар	Асосий савдо ҳамкорлар валюта курсларининг юқори даражада қадрсизланиш суръатларининг ошиши	Импорт қилинадиган озиқ-овқат маҳсулотлари жаҳон бозоридаги нархларининг сезиларли даражада ошиши
	Олтин нархининг кескин ошиши/пасайиши	
Ички шоклар	Фискал тақчилликнинг кенгайиши	Энергия таъминотидаги узилишлар
	Молиявий оммабопликнинг қамрови кенгайиши ҳисобига истеъмол талабининг фаоллашиши	Иқлим ва об-ҳаво шароитларининг ёмонлашиши
		Тартибга солинадиган нархлар инфляция даражасидан юқори ошириб борилиши
		Хусусийлаштириш жараёнлари ва рақобат муҳитидаги ўзгаришлар

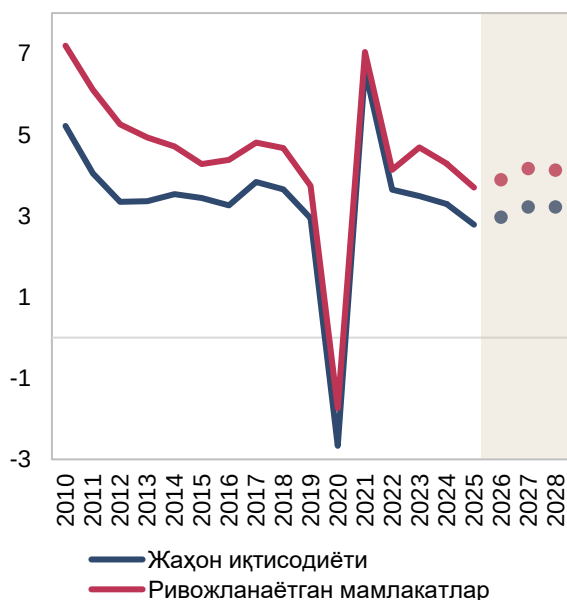
2.1. Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси ва пул-кредит сиёсати

Ташқи иқтисодий шароитлар

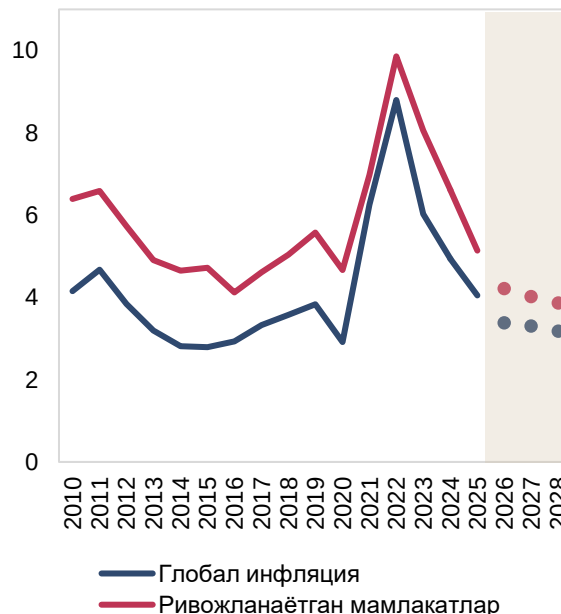
Иқтисодий ўсиш. Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийсида **жаҳон иқтисодиётида** АҚШнинг ташқи савдо ва иммиграция сиёсати, Яқин Шарқ ва Шарқий Европадаги геосиёсий зиддиятлар ҳамда мамлакатларни ўзаро дўстона гуруҳларга ажралиши натижасида иқтисодий ва молиявий фрагментация кучайиши ҳисобига ноаниқликлар юқори даражада сақланиб қолиши эҳтимоли инобатга олинган.

Бу шароитлар умуман жаҳон иқтисодий ўсишини секинлаштирувчи ва қўшимча транзакцион харажатлар пайдо бўлиши ҳисобига глобал инфляцион жараёнларни фаоллаштирувчи аҳамиятга эга ҳисобланади. Бунда, мамлакатларнинг экспансион фискал сиёсатлари ҳамда янги технологияларга йўналтирилаётган инвестициялар глобал иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватловчи асосий омил бўлиб хизмат қилиши кутилмоқда.

2.1.1-расм. Глобал иқтисодий ўсиш истиқболлари, реал ўсиш, фоизда



2.1.2-расм. Глобал инфляция динамикаси ва прогнози, йиллик, фоизда



Манба: ХВЖ, октябрь 2025 йил.

Прогнозларга кўра, 2026-2028 йилларда жаҳон иқтисодиётининг йиллик ўсиши 3,2 фоизни ташкил этиши кутилмоқда, бу пандемиядан олдинги даврдаги ўртача даражадан пастроқ кўрсаткич ҳисобланади (2.1.1-расм).

Инфляция. Келгуси йилларда **глобал инфляция** даражаси пасаявчи характерга эга бўлса-да, аксарият мамлакатларда хизматлар соҳасида инфляцияни юқори даражада шаклланиши ва ушбу шароитда мақсадли кўрсаткичларга қайтиш аввал кутилганидан кўра кўпроқ вақт талаб этилиши эҳтимоли ортмоқда.

Шунингдек, савдо бўйича мамлакатлар ўртасида маълум келишувларга эришилганига қарамай, тарифларнинг ўртача даражаси аввалги йилларга нисбатан юқорилиги ҳамда геоиқтисодий фрагментация кучайиши ҳам нархлар даражасига ўз таъсирини кўрсатади.

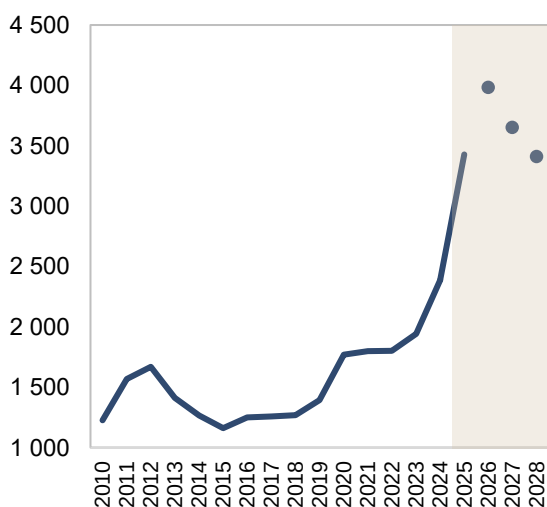
2026-2028 йилларда глобал инфляциянинг ўртача даражаси 3,4 фоиз атрофида, аввалги прогнозлардан юқорироқ шаклланиши кутилмоқда (2.1.2-расм).

Ривожланган мамлакатларда инфляциянинг пасайиб бориши билан етакчи марказий банклар томонидан пул-кредит шароитларининг мос равишда юмшатилиши натижасида халқаро молиявий бозорларнинг фаоллашуви учун имкониятлар пайдо бўлиши мумкин.

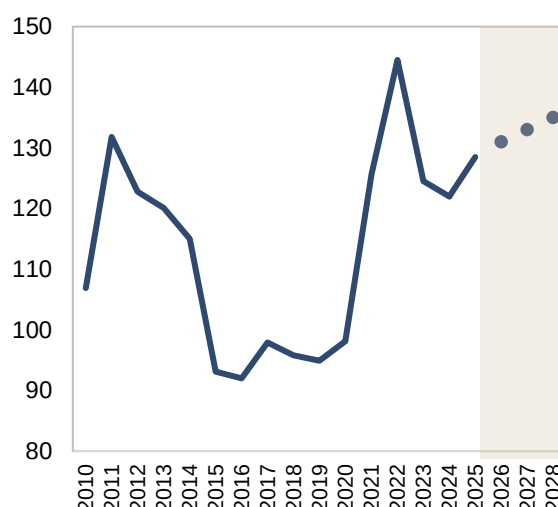
Прогнозларга кўра, халқаро молия бозорларида фоиз ставкалар пасайиб бориши кутилаётган бўлса-да, молиявий фрагментация жараёнлари капитал оқимларининг ривожланаётган бозорларга кириб боришини қийинлаштириши мумкин.

Ўз навбатида, юқори глобал ноаниқликлар шароитида инвестицияларнинг маълум бир қисми олтинга йўналтирилиши унга бўлган талабни ошириб, олтин нархларини юқори даражаларда шаклланишига хизмат қилади.

2.1.3-расм. Олтин нархи прогнози, ўртача йиллик, долл/трой унц.



2.1.4-расм. Озиқ-овқат нархлари индекси (ФАО) ўзгариши прогнози, фоиз бандда



Манба: Жаҳон Банки ва БМТнинг Озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилоти (FAO) маълумотлари асосида Марказий банк прогнозлари.

Хомашёлар нархлари. Асосий сценарий доирасида олтинга бўлган юқори талабнинг сақланиб қолиши ва нархларнинг жорий динамикасини инобатга олган ҳолда, халқаро консенсус прогнозларга кўра, олтиннинг нархи 2026 йил биринчи ярмида ўсувчи динамикада (*ўртача йиллик 3800-4000 доллар/трой унция атрофида*) ва 2027 йилдан пасаяувчи трендга ўтиши прогноз қилинмоқда (2.1.3-расм).

2.1.1-жадвал. Глобал макроиктисодий кўрсаткичларнинг асосий сценарий бўйича 2026-2028 йиллардаги прогнозлари

Кўрсаткичлар	Амалдаги		Кутила-ётган	Прогноз		
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Жаҳон ЯИМ ўсиши, %	3,5	3,3	3,2	3,1	3,2	3,2
Глобал инфляция, %	6,0	4,9	4,0	3,5	3,4	3,2
Олтин нархи, <i>ўртача йиллик, унц/долл</i>	1 943	2 388	3 428	3 983	3 500	3 410
ФАО озиқ-овқат индекси, <i>2014-2016=100</i>	124,5	122,0	128,5	129,8	131,5	134,4

Манба: ХВЖ, Bloomberg, GPMN.

Геосиёсий кескинликларнинг пасайиши ва ОПЕК+ томонидан нефть қазиб олиш ҳажмларини ошириш режаларига оид баёнотлар фонида нефть нархлари биров паст даражада, 1 баррель учун 60-70 доллар атрофида шаклланиши кутилмоқда.

Жорий йилда гўшт ва ўсимлик ёғи нархларининг ошиши ҳисобига озиқ-овқат маҳсулотлари нархларида ўсиш суръатларининг тезлашиши кузатилган бўлса-да, 2026–2028 йилларда ушбу маҳсулотлар нархларининг ўсиши мўтадил даражада бўлиши тахмин қилинмоқда (4-расм).

Умуман олганда, мазкур сценарийда ўрта муддатли истиқболда глобал иқтисодиёт бўйича кутилмалар Ўзбекистон маҳсулотларига бўлган ташқи талабни (олтинсиз экспортни) мўтадил даражада бўлишини ва олтиннинг юқори нархлари бюджет даромадларини қўллаб-қувватлаши ҳисобига иқтисодиётда фискал рағбатлантиришлар сақланиб қолишига ва бу, ўз навбатида, глобал инфляция билан бир қаторда ички нархларга босим яратиши эҳтимолини туғдиради.

Асосий савдо ҳамкорлар иқтисодиёти. Келгуси йилларда асосий **савдо ҳамкорлар иқтисодий ўсиш** истиқболлари турли йўналишларда шаклланиши кутилмоқда.

Ўрта муддатли истиқболда Хитой иқтисодий ўсиши бўйича прогнозлар, фискал сиёсатдаги рағбатлантириш чоралари ҳамда савдо ва экспорт ҳажмининг юқори суръатларда ўсишига қарамасдан, кичик пасаяувчи трендда шаклланиши кутилмоқда. Бу эса, асосан, тариф сиёсатининг Хитой иқтисодиётига таъсири борасидаги ноаниқликлар билан изоҳланади.

Жорий йилда Россия иқтисодиёти ўсиш суръатлари ишчи кучи таклифи сустиги сабабли пастроқ даражада шаклланиши кутилмоқда.

Қозоғистон иқтисодиёти 2025 йилдаги ўсиш суръатининг тезлашганига қарамасдан, ўрта муддатли даврда секинлашиши кутилмоқда. Бу қатъий пул-кредит сиёсати натижасида истеъмол фаолиятининг нормаллашуви, фискал консолидация ва нефть ишлаб чиқариш ҳажмлари бўйича кутилмаларнинг пасайиши билан боғлиқ.

Туркияда пул-кредит сиёсатининг юмшатиш фазасида давом эттирилиши шароитида иқтисодий ўсиш биров тезлашган ҳолда, бироқ нисбатан паст даражаларда шаклланиши кутилмоқда (2.1.1-жадвал).

Ўрта муддатли истиқболда асосий **савдо ҳамкорларда инфляция** даражасини пасайиб бориши тахмин қилинмоқда. Хитойда инфляция паст даражада сақланиб, ички талабнинг жонланиши шароитида босқичма-босқич таргет қийматларигача тезлашиши кутилмоқда. Россия ва Туркияда қатъий пул-кредит сиёсати чоралари таъсирида инфляцион босим пасайиши прогноз қилинмоқда.

Қозоғистонда эса инфляция пасайишига қарамасдан, ички талабнинг барқарор сақланиши ва ташқи шокларга юқори сезувчанлиги туфайли инфляция даражаси нисбатан юқори бўлиб қолиши мумкин.

Шунингдек, асосий сценарийга кўра, келгуси йилда халқаро хомашё бозорларида нефть нархининг нисбатан паст даражада шаклланиши Россия ва Қозоғистон миллий валюталарига қадрсизлантирувчи таъсирга эга бўлиши мумкин. Бошқа савдо ҳамкор мамлакатлар валюта бозорларида нисбатан барқарор юқори тебранишлар кузатилмаслиги тахмин қилинган.

Олтин нархининг кескин пасайиши ҳамда савдо ҳамкорлари валюта курсларининг юқори тебранишлари иқтисодиёт ривожланишининг асосий хатарлардан бири қилиб белгиланган. Ушбу омилларнинг иқтисодиётга таъсири натижасида прогнозларнинг ўзгариши ва базавий прогнозга нисбатан четланиши кейинги бўлимда алоҳида таҳлил қилинган.

Меҳнат мигрантларини қабул қилувчи асосий давлатлар валюталари курсларининг кутилаётган динамикаси, улардаги меҳнат кучига бўлган юқори талаб, ривожланган мамлакатларга меҳнат миграциясининг географик диверсификацияси давом этиши пул ўтказмалари ҳажми ўсиши суръатларининг ўрта муддатли тренд доирасида шаклланишига омил бўлиши кутилмоқда. 2026 йилда жорий ва ўтган йиллардаги юқори база фонида **пул ўтказмалари** 6-10 фоизга, ўрта муддатли даврда эса 8-12 фоиз даражасида ўсиши прогноз қилинмоқда.

2.1.2-жадвал. Асосий савдо ҳамкорлар макроиқтисодий кўрсаткичларининг асосий сценарий бўйича 2026-2028 йиллардаги прогнозлари

Савдо ҳамкорлар	Амалдаги		Кутилаётган	Прогноз		
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<i>Иқтисодий ўсиши</i>						
Хитой	5,4	5,0	4,8	4,2	4,2	4,0
Россия	4,1	4,3	0,6	1,0	1,1	1,1
Қозоғистон	5,1	4,8	5,9	4,8	4,2	3,0
Туркия	5,0	3,3	3,5	3,7	3,7	3,8
<i>Инфляция</i>						
Хитой	-0,2	0,0	0,5	0,8	1,7	1,8
Россия	7,4	9,5	7,6	4,5	4,0	4,0
Қозоғистон	9,7	8,6	11,4	9,7	8,6	6,9
Туркия	64,8	44,4	31,0	21,0	18,0	15,0

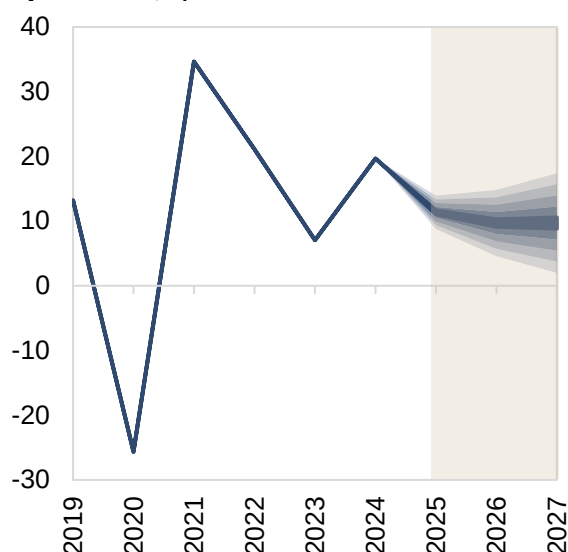
Манба: ХВЖ.

Жорий операциялар ҳисоби. Базавий сценарий асосида шаклланаётган шарт-шароитлар, жумладан, савдо ҳамкорлари иқтисодиётининг барқарор ўсиш суръатлари, ташқи талабнинг сақланиши, жаҳон бозоридаги қулай нарх конъюнктураси ҳамда валюта курсларининг нисбатан паст ўзгарувчанлиги ҳисобига, 2026 йилда олтинсиз экспорт ўсиш суръатлари 8-10 фоиз даражасида шаклланиши, 2027-2028 йилларда эса 8-12 фоиз атрофида бўлиши кутилмоқда (2.1.5-расм).

Ички истеъмол талабининг юқори даражаларда сақланиб қолиши, аҳоли даромадларининг барқарор ўсиши ҳамда юқори инвестицион фаоллик ҳисобга олинган ҳолда, 2026-2028 йилларда импорт ўсиш суръатлари 10-12 фоиз атрофида шаклланиши тахмин қилинмоқда (6-расм).

2025 йилнинг биринчи ярмида жорий операциялар ҳисоби сальдосининг сезиларли даражада яхшиланиши қайд этилди (*ЯИМга нисбатан дефицит -0,2 фоизни ташкил этди*). Шу билан бирга, йилнинг қолган қисмида ички талаб фаоллигининг ошиши, жумладан, кредит қўйилмалари ўсиш суръатларининг ва аҳоли реал даромадларининг ўсиши тезлашиши тўлиқ акс этган шароитда, 2025 йил якунларига келиб, жорий операциялар ҳисоби дефицити ЯИМга нисбатан 3,5-4,5 фоиз даражасида шаклланиши кутилмоқда.

Ўрта муддатли истиқболда иқтисодиёт салоҳиятини кенгайтириш зарурати, шунингдек, тўғридан-тўғри хорижий ва бошқа турдаги инвестиция оқимларининг юқори даражада сақланиши жорий операциялар ҳисоби дефицитининг ЯИМга нисбатан 4-5 фоиз даражасида шаклланишига олиб келиши мумкин.

2.1.5-расм. Экспорт (олтинсиз) ўсиш прогнози, фоизда**2.1.6-расм. Импорт ўсиш прогнози, фоизда**

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

* 90 фоизлик ишончлилик оралиғи; нуқтали чизик апрель ойидаги прогнози акс эттиради.

Шу билан бирга, жаҳон иқтисодиётида кузатилаётган фрагментация жараёнларига қарамасдан, Ўзбекистон минтақавий ва халқаро интеграциялашувни таъминлашга қаратилган хатти-ҳаракатларни амалга ошириб бормоқда.

2026 йилда Ўзбекистон Жаҳон Савдо Ташкилотига (ЖСТ) аъзо бўлиши кутилмоқда. Ушбу жараённинг иқтисодиётга таъсири босқичма-босқич намоён бўлиб, биринчи навбатда ўзгаришлар импорт тарифларининг ўзгариши ва маҳаллий товарларнинг ташқи бозорларга киришини кенгайтириш орқали ташқи савдо шартларига ижобий таъсир кўрсатади.

ЖСТга аъзо бўлиш бир томондан экспорт салоҳиятини оширишга, инвестицияларни жалб қилишга ва иқтисодиётнинг рақобатбардошлигини мустаҳкамлашга хизмат қилади. Бошқа томондан, келгусида ташқи савдони эркинлашиши ва импорт товарлари турини кенгайиб бориши ҳисобига импорт ҳажми ошиши ва ички бозорда таклиф ортиб бориши билан давом этади.

Импортнинг ўсиши истеъмол ва инвестиция товарлари нархининг пасайиши ҳамда илғор технологиялардан фойдаланиш орқали ички ишлаб чиқариш самарадорлигини ошириш ҳисобига қопланиши кутилмоқда. Умуман олганда, жорий ҳисоб-китоблар макроиқтисодий динамикада сезиларли ўзгаришларни назарда тутмайди. ЖСТга аъзо бўлишнинг таъсири юзага чиқиши билан янгиланган маълумотларни ҳисобга олинган ҳолда прогнозлар қайта кўриб чиқилади.

Ички иқтисодий шароитлар

Иқтисодий ўсиш. 2025 йил бошидан кузатилаётган юқори иқтисодий фаоллик 4-чоракда ҳам давом этиб, йил якунида **ЯИМ ўсиш суръатлари 7-7,5 фоиз** атрофида шаклланиши кутилмоқда.

Жорий йилда ялпи талабнинг ортиши, шунингдек, хусусий ва давлат секторларида истеъмол ҳамда инвестицияларнинг ўсиши иқтисодий фаолликнинг жадаллашувига хизмат қилади.

Марказий банк ҳисоб-китобларига кўра, жорий йил бошидан **ижобий ишлаб чиқариш тафовутининг** кенгайиши кузатилмоқда. Бу эса, иқтисодиётда талаб томонидан шаклланаётган инфляцион босимларнинг сақланиб қолаётганини намоён этмоқда.

Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийсида ЯИМ реал ўсиши нисбатан қатъий пул-кредит шароитларининг таъминланиши ва фискал тақчилликнинг ўрта муддатда 3 фоиз даражасида сақланиши фонида 2026 йилда **5,5-6,5 фоиз** ва 2027-2028 йилларда эса **6-7 фоиз** доирасида прогноз қилинмоқда.

Бунда хусусийлаштириш жараёнларининг давом эттирилиши, юқори иқтисодий фаоллик ҳисобига хусусий инвестицияларнинг ошиши, ташқи молиявий шароитлар юмшаб бориши билан хорижий инвестициялар оқимининг барқарор ўсиши, иқтисодиётга кредит қўйилмалари ўсишининг мақбуллашиши, иқлим ва об-ҳаво шароитларида кескин ўзгаришлар кутилмаслиги каби шартлар ҳисобга олинган (2.1.3-жадвал).

Жорий йилда аҳоли даромадларининг барқарор ўсиши, пул ўтказмалари ҳажмининг ижобий динамикаси ҳамда истеъмол кредитлашнинг кенгайиши шароитида хусусий истеъмол ўсиш суръатларининг тезлашиши қайд этилмоқда. Йил якунига **уй хўжаликлари истеъмоли 7-7,5 фоиз** даражасида шаклланиши прогноз қилинмоқда.

Келгуси йилларда пул ўтказмалари ҳажмининг ўрта муддатли тренд даражасида барқарорлашиши, шунингдек, истеъмол кредитлашнинг мақбуллашиши натижасида хусусий истеъмол ўсиш суръатлари **5,5-6,5 фоиз** доирасида бўлиши кутилмоқда.

Жорий йилда жаҳон бозорида олтин учун шаклланаётган қулай нарх конъюнктураси шароитида давлат бюджети даромадлари сезиларли даражада ошиб, бюджет харажатларини кенгайтириш имкониятини яратди.

2.1.3-жадвал. Ўзбекистон макроиқтисодий ривожланиш кўрсаткичларининг асосий сценарий бўйича 2025-2028 йиллардаги прогнозлари*, йиллик ўзгариши, фоизда.

Кўрсаткичлар	2024 (факт)	2025 (кут-н)	Асосий сценарий прогнозлари		
			2026	2027	2028
Инфляция даражаси	9,8	8 (8,7)	7 (7)	5 (5)	5
ЯИМнинг реал ўсиши	6,5	7-7,5 (6,5-7)	5,5-6,5 (6-6,5)	6-7 (6-6,5)	6-7
Якуний истеъмол харажатлари	6,4	7-7,5 (6,5-7)	6-6,5 (5,5-6)	6-7 (5,5-6)	5,5-6,5
- уй хўжаликлари	7,5	7-8 (6,5-7,5)	6-7 (5-6)	5,5-6,5 (5-6)	5,5-6,5
- давлат бошқарув органлари	1,1	2-3 (0,5-1,5)	2-3 (1,5-2,5)	2-3 (1,5-2,5)	2-3
Умумий фискал баланс (ЯИМга нисбатан)	-3,3	-3 (-3)	-3 (-3)	-3 (-3)	-3
Экспорт (олтинсиз)	16,5	16-20 (12-15)	8-10 (8-10)	8-12 (9-11)	8-12
Импорт	0,8	12-16 (8-10)	8-12 (8-10)	8-12 (8-10)	8-12
Пул ўтказмалари	30	16-20 (15-18)	6-10 (8-12)	8-12 (10-15)	8-12
Кредит қўйилмалари қолдиғи	14	14-16 (16-18)	12-14 (13-15)	11-13 (11-13)	10-12

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

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2025 йилда консолидациялашган бюджет бўйича фискал тақчиллик йил бошида белгиланган параметрлар доирасида (*ЯИМга нисбатан 3 фоиз атрофида*) шаклланиши кутилаётганига қарамай, бюджет даромадлар кутилганидан юқори бўлгани ҳисобига бюджет харажатларининг ошиши йил бошидаги прогноз даражасидан сезиларли юқори бўлмоқда. Бу, бир томондан ички иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаётган омил бўлса, иккинчи томондан, иқтисодиётда ялпи талабни ошириб, инфляцион босимни сақланиб қолишига хизмат қилмоқда.

Бюджет харажатларининг ўсиши шароитида 2025 йилда **давлат сектори истеъмоли** ўсиш суръатлари **2-3 фоизгача** жадаллашиши кутилмоқда. Ўрта муддатли даврда ҳам ушбу кўрсаткич 2-3 фоиз атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда.

Жорий йилда инвестицион фаоллик юқори (*ўтган йилга нисбатан бироз пастроқ*) даражада бўлиши кутилмоқда. 2025 йилда инвестицияларнинг ўсиши асосан хорижий инвестициялар, жалб қилинган қарз воситалари ҳамда аҳолининг уй-жой қурилишига йўналтирилган маблағлари ҳисобига 7-10 фоиз атрофида бўлади.

Шу билан бирга, ишлаб чиқаришнинг янада кенгайиши, қурилиш секторининг фаоллашиши ҳамда инфратузилмани ривожлантириш шароитида 2026-2028 йилларда **инвестицияларнинг** ўсиши 8-11 фоиз даражасида ва мувозанатли ўсиш суръатларига мувофиқ шаклланиши прогноз қилинмоқда.

2026-2028 йилларда асосий сценарий доирасида бюджетни консолидациялаш жараёнлари давом этиши ва нисбатан қатъий пул-кредит шарт-шароитларининг сақланиши фонида истеъмол фаоллигининг мувозанатлашуви кутилмоқда.

Шунингдек, ушбу давр давомида хусусийлаштириш суръатларини сақланиб қолиши таркибий ислохотлар ва инвестицияларнинг натижадорлиги иқтисодий ўсиш салоҳиятининг ошишига ҳамда ишлаб чиқариш тафовутининг қисқаришига хизмат қилиши тахмин қилинмоқда.

Келгуси йилларда молиявий ресурсларга бўлган талабнинг ўсувчи тенденцияси сақланиб қолади. Бунда инвестицион ва истеъмол талабининг асосий молиявий манбаларидан бири сифатида кредит қўйилмалари қолдиғи ўсиши 2025 йилда 14-16 фоиз атрофида шаклланиши кутилаётган бўлса, 2026-2028 йилларда 10-12 фоизгача барқарорлашиб бориши прогноз қилинмоқда.

Инфляция даражаси

Жорий йилда иқтисодиётдаги кредитлаш суръатларининг тезлашгани, аҳолининг реал даромадлари барқарор ўсиши ҳамда юқори бюджет харажатлари иқтисодий агентларнинг инвестицион ҳамда ялпи истеъмол фаоллигини рағбатлантирмоқда.

Шу билан бирга, энергия тарифларининг навбатдаги оширилиши ва уларнинг иккиламчи таъсирлари узоқроқ муддат сақланиб қолаётгани жорий юқори инфляция динамикасини белгилаб бераётган асосий сабаблардан бўлмоқда. Бу ўз навбатида, инфляциянинг 5 фоизлик мақсадли кўрсаткичига етишишни **2027 йилга кечиктирилиши** бўйича асосларни юзага келтирмоқда.

Асосий сценарийга кўра, 2025 йил якунида умумий инфляция **8 фоизга** яқин даражада шаклланиши прогноз қилинмоқда. Ушбу прогноз аввалги ҳисоб-китоблардан пастроқ баҳоланди.

Бунда жорий йил бошидан умумий инфляцияга таклиф омилларининг оширувчи таъсирлари билан бирга юқори иқтисодий фаоллик сақланиб қолиниши натижасида ялпи истеъмол ҳамда инвестицион талабнинг барқарор давом этиши кутилган эди. Бунинг фонида иқтисодиётда нархларга босимлар сақланиб қолиши ҳисобига аввалги прогнозда йил якунида умумий инфляция 8,7 фоизга тенг бўлиши тахмин қилинган.

Шу билан бирга миллий валютанинг жорий йилнинг учинчи чорақдаги мустаҳкамланиши аввалги кутилмалардагидан юқори шакллангани йил якуни учун янгиланган прогнозларни пасайишига хизмат қилди.

Бунда алмашув курси ҳисобига импорт товарлари нархларининг барқарорлашуви инфляциянинг юқорида қайд этилган талаб омиллари таъсирини юмшатишга ёрдам берди. Бунинг натижасида сўнгги ойларда умумий ва базавий инфляциянинг пасаяувчи трендга ўтишига имкон берди.

Шу билан бирга, алмашув курсининг келгусидаги даражаси ўзгарувчанлиги бўйича ноаниқликларни инобатга олиб, ушбу омил таъсири қисқа муддатли деб баҳоланди. Бу, ўз навбатида, инфляция пасайиш трендига ўтгани билан талаб омиллари сақланиб қолаётган даврда нисбатан қатъий даражадаги пул-кредит шароитларининг узоқроқ муддат таъминлашга асос бўлмоқда.

Юқоридагиларни ҳисобга олиб, базавий инфляция 2025 йил якунида **7 фоизгача**, 2026 йилда эса **5,5-6,5 фоизгача** пасайиши кутилмоқда. Базавий инфляция нисбатан қатъий пул-кредит шароитларининг таъминланиши натижасида 2027-2028 йилларда **5 фоизгача** пасайиб, ушбу даражада барқарорлашиши прогноз қилинмоқда.

Умумий инфляция даражаси босқичма-босқич пасайиб, 2026 йил охирида **7 фоиз атрофида** бўлиши, ташқи инфляцион босимларнинг пасайиши ва инфляцион кутилмаларнинг барқарорлашиши шароитида инфляция **2027 йилда 5 фоизлик таргетгача** пасайиши ва 2028 йилдан бошлаб таргет доирасида шаклланиши прогноз қилинмоқда.

Пул-кредит сиёсати

Келгуси йилларда пул-кредит шароитларини белгилашда, биринчи навбатда, инфляциянинг янгиланган прогнозлари, унинг асосий омиллари ва аҳоли инфляцион кутилмалари ҳамда инфляцияни 5 фоизлик мақсадли кўрсаткичга эришиш зарурати ҳисобга олинади.

Асосий сценарий шартларига кўра

Инфляция даражаси	2026 йилда инфляция 7 фоиз атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда. 2027 йилнинг иккинчи ярмида инфляция 5 фоизлик таргетгача пасаяди ва 2028 йилдан бошлаб таргет даражасида шаклланиши прогноз қилинмоқда.
-------------------	---

Пул-кредит сиёсати чоралари

Пул-кредит шароитлари	Иқтисодиётда инфляцион босимларни инобатга олиб, 2025-2026 йиллар давомида пул-кредит шароитлари нисбатан қатъий даражада сақлаб қолинади ва инфляциянинг таргет даражасида шаклланиши бўйича барқарор асослар юзага келганда нейтрал фазага ўтилади.
Пул бозоридаги фоиз ставкалари	2025-2026 йилларда Uzonia ставкаси реал ҳисобда 5-6 фоизлик даражада, 2027 йилдан 4-5 фоиз атрофида шаклланади.

Жорий йил биринчи ярмида инфляцион босимнинг шаклланишига айрим таклиф омиллари, жумладан энергия нархларининг ошиши ва уларнинг иккиламчи таъсирлари ҳисса қўшди. Бу жараённинг келгуси йилларга ҳам ўтиши, шунингдек, юқори истеъмол талаби иқтисодиётда нисбатан қатъий пул-кредит шароитларини сақлаб қолишни тақозо этади.

Шу билан бирга, ўрта муддатли истиқболда кредит талабини мақбул даражада шаклланиши учун 2025-2026 йилларда пул-кредит шaroитлари нисбатан қатъий даражада сақланиб, макропруденциал чора-тадбирлар билан биргаликда пул бозорида ижобий, **5-6 фоизлик**, реал фоиз ставкаларини таъминлаш чоралари кўрилади.

Пул-кредит сиёсатининг самарадорлигини кучайтириш мақсадида банклар томонидан директив кредитлар ажратиш амалиётини босқичма-босқич қисқартириш ва кредитлашни бозор тамойиллари асосида шакллантириш муҳим аҳамият касб этади. Бу орқали трансмиссион механизмнинг тўлиқ ишлаши ва пул-кредит сиёсатининг иқтисодиётга таъсири кучайиши кутилмоқда.

2027-2028 йилларда инфляция даражасининг мақсадли кўрсаткич атрофида барқарорлашуви пул-кредит шaroитларини босқичма-босқич нейтрал фазага ўтказиш имкониятини юзага чиқаради. Натижада пул бозорида ижобий, **4-5 фоизлик**, реал фоиз ставкалари шаклланишига шaroит яратилади.

Келгуси йилларда инфляциянинг паст даражада барқарор шаклланишини таъминлашда алоҳида аҳамият қаратилиши лозим бўлган масала – бу инфляциянинг таклиф билан боғлиқ фундаментал омилларини бартараф этиш муҳим аҳамият касб этади.

Бу, биринчи навбатда, ички бозорда рақобат муҳитини кучайтириш, тариф ва нотариф чекловларни камайтириб бориш билан ташқи савдо эркинлигини яхшилаш, бунда товарлар импортида концентрациялашув даражасини пасайтириш, товар ва хизматлар таклифини оширишни таъминлашга қаратилган энергия ресурсларини етказиб бериш узлуксизлиги ва етарли даражада транспорт инфратузилмаси потенциалини шакллантириш каби чораларни амалга оширишни тақозо этади.

Шу билан бирга, давлат корхоналарини трансформация қилиш ва хусусийлаштириш жараёнларини фаоллаштириш, директив ва имтиёзли кредитлаш амалиётини камайтириш ҳамда капитал бозорини такомиллаштириб бориш пул-кредит сиёсати қарорлари самарадорлигини оширишда муҳим ўрин тутди.

Ушбу таркибий ислохотларнинг муваффақиятли амалга оширилиши иқтисодиёт тармоқлари салоҳияти ва унумдорлигини ошириши орқали инфляциянинг паст ва барқарор шаклланиши ҳамда юқори иқтисодий ўсишни таъминлаш имконини беради.

2.2. Макроиқтисодий ривожланишдаги ташқи ва ички эҳтимолий шоклар ҳамда пул-кредит сиёсати

2026-2028 йилларга мўлжалланган пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишларини белгилашда аввалги йиллардаги макроиқтисодий ривожланишнинг муқобил сценарийсида бир неча ташқи ва ички хатарларни бир сценарий доирасида ўрганиш ёндашувидан фарқли равишда ҳар бир хатар алоҳида кўриб чиқилди.

Ташқи ва ички хатар сифатида асосий сценарий шартларида инобатга олинмаган иқтисодий шоклар назарда тутилмоқда. Бунда иқтисодий шоклар, ҳам ижобий, ҳам салбий аҳамиятга эга бўлиши мумкин. Таҳлилларда мазкур шоклар инфляция, ЯИМ ва пул-кредит шароитларига таъсири нуқтаи назаридан ўрганилган.

Хусусан, макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийсидаги шартлардан ташқари келгуси йилларда юзага келиши мумкин бўлган ташқи ва ички хатарлар алоҳида таҳлил қилиниб, бунда иқтисодий кўрсаткичлар прогнозининг асосий сценарийдаги даражасидан четланиши ўрганилди. Ушбу шароитлар юзага келган тақдирда мос равишда пул-кредит сиёсатига тегишли ўзгартиришлар киритиб борилади ва асосий эътибор инфляциянинг ўрта муддатли истиқболдаги таргет кўрсаткичига эришишига қаратилади.

Ушбу ёндашувда жорий ноаниқликлар юқорилиги шароитида мазкур омиллар амалга ошиши эҳтимоллиги ва мос равишда таъсирлари турлича намоён бўлиши ҳамда барча хатарларнинг бир вақтда юзага келиши эҳтимоли пастлиги инобатга олинди. Бунда, асосий урғу умумий битта муқобил сценарий ишлаб чиқиши омиллар ўзгаришининг умумий таъсирини тўғри баҳолашни мураккаблаштиришига берилди.

Прогнознинг асосий сценарийдан четланишига олиб келиши мумкин бўлган шоклар сифатида қуйидаги омиллар танлаб олинди:

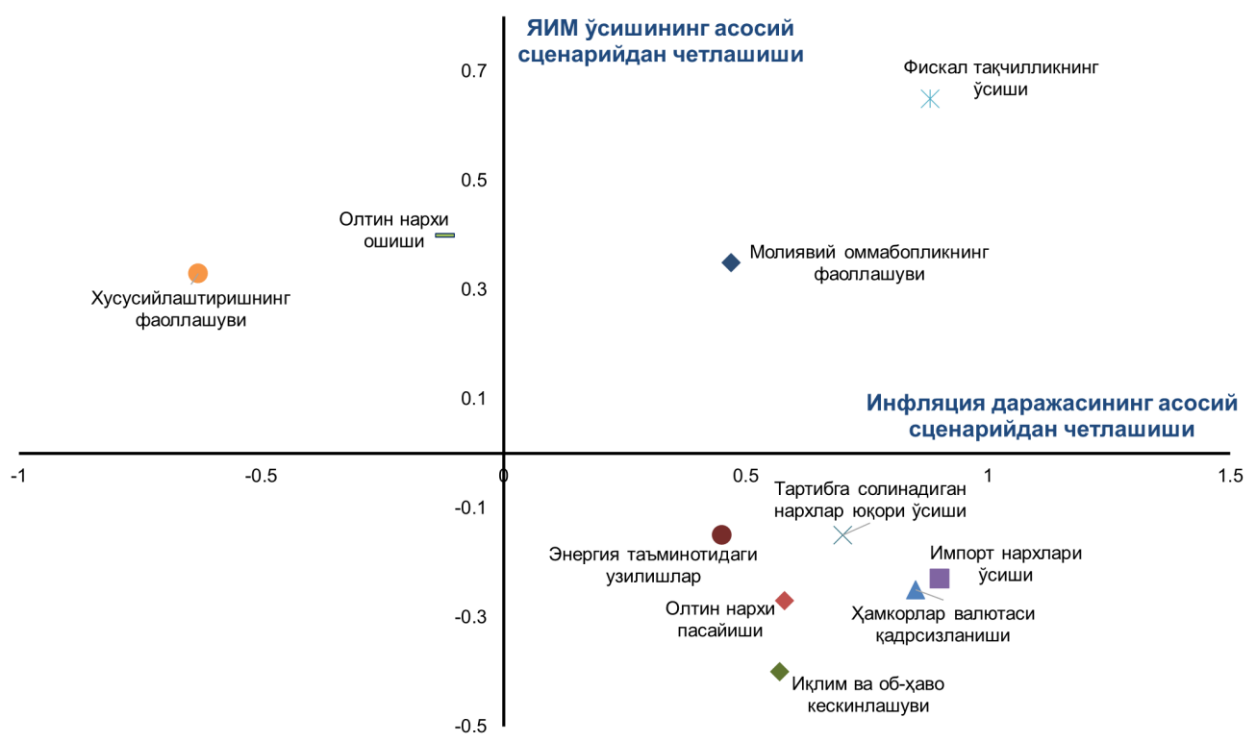
Талаб томондан

- асосий савдо ҳамкорлар алмашув курсларининг сезиларли даражада қадрсизланиши,
- олтин нархларининг асосий сценарийга нисбатан кескин юқори (*ёки паст*) шаклланиши,
- фискал тақчилликнинг кенгайиши,
- молиявий оммабопликнинг қамрови кенгайиши ҳисобига истеъмол талабининг фаоллашиши назарда тутилди.

Таклиф томондан эса,

- импорт қилинадиган озиқ-овқат маҳсулотлари жаҳон нархларининг сезиларли даражада ошиши,
- энергия таъминотидаги узилишлар,
- иқлим ва об-ҳаво шароитларининг ёмонлашиши,
- хусусийлаштириш жараёнлари ва рақобат муҳитидаги ўзгаришлар,
- тартибга солинадиган нархлар инфляция даражасидан юқори ошириб борилиши.

2.2.1-расм. Макроиқтисодий ривожланишдаги ташқи ва ички эҳтимолий шоклар таъсирида инфляция ва иқтисодий ўсишнинг асосий сценарийга нисбатан четлашиши, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

2.2.1-жадвал. Макроиқтисодий ривожланишдаги ташқи ва ички эҳтимолий шоклар таъсирида инфляция ва иқтисодий ўсишнинг асосий сценарийга нисбатан четлашиши, фоиз банд

Т/р.	Эҳтимолий шоклар	Инфляция даражасининг асосий сценарийга нисбатан четлашиши	ЯИМ ўсишининг асосий сценарийга нисбатан четлашиши
1.	Ҳамкорлар валютаси қадрсизланиши	0.7-0.9 ↑	-0.2-(-0.3) ↓
2.	Олтин нархи пасайиши	0.5-0.6 ↑	-0.25- (-0.35) ↓
3.	Олтин нархи ошиши	-0.1-(-0.2) ↓	0.3-0.5 ↑
4.	Импорт нархлари ўсиши	0.8-1 ↑	-0.15-(-0.25) ↓
5.	Фискал тақчилликнинг ўсиши	0.7-0.9 ↑	0.6-0.7 ↑
6.	Хусусийлаштиришнинг фаоллашуви	-0.6-(-0.7) ↓	0.3-0.4 ↑
7.	Молиявий оммабопликнинг фаоллашуви	0.4-0.5 ↑	0.3-0.4 ↑
8.	Энергия таъминотидаги узилишлар	0.4-0.5 ↑	-0.1-(-0.2) ↓
9.	Иқлим ва об-ҳаво кескинлашуви	0.5-0.6 ↑	-0.35-(-0.45) ↓
10.	Тартибга солинадиган нархлар юқори ўсиши	0.6-0.8 ↑	-0.1-(-0.2) ↓

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Асосий савдо ҳамкорлар валюта курсларининг юқори даражада қадрсизланиши

Келгуси йилларда асосий савдо ҳамкорлар валюта курслари бўйича кутилмаларда айрим хатарлар мавжуд бўлиб, ушбу шоклар юз берганда унинг инфляцияга таъсири турли йўналишларда бўлишлари мумкин.

Улар, бир томондан, маҳаллий маҳсулотларни ҳамкорлар учун қимматлашиши, уларни экспорт рақобатбардошлигини пасайтириб, ташқи талабни камайтирувчи ҳамда трансчегаравий пул ўтказмалари тушумларининг АҚШ доллараридаги қийматини камайиши ҳисобига аҳоли даромадлари ва мос равишда истеъмол талабини пасайтирувчи хусусиятга эга бўлади.

Иккинчи томондан, экспорт рақобатбардошлигини пасайиши ҳамда пул ўтказмалари камайиши натижасида хорижий валюта таклифининг қисқариши орқали ички валюта бозорида алмашув курсини қадрсизланишига ва, ўз ўрнида, импорт нархларига оширувчи босим яратиши мумкин.

Умуман олганда, ушбу ўзгаришлар иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатиши билан бирга, қисқа муддатда инфляцияни оширувчи асосий омиллардан бири бўлиши мумкин.

Ушбу шок таъсирида инфляция даражаси асосий сценарийга нисбатан **0,7-0,9 фоиз бандга** ошиши ва ЯИМ даражаси **0,2-0,3 фоиз бандга** пасайиши мумкин.

Марказий банк мазкур проинфляцион шок юз берганда пул-кредит шароитларини асосий сценарийга нисбатан қатъийроқ даражада олиб бориш ва уни юмшатиш фазасига нисбатан кечроқ ўтиши лозим бўлади.

Олтин нархининг кескин ошиши

2025 йилда геосиёсий ва иқтисодий ноаниқликлар, савдо келишмовчиликлари, АҚШ долларининг заифлашуви фонида инвесторлар томонидан хавфсиз актив сифатида олтинга талаб юқори шаклланиши фонида унинг нархи юқори даражада қимматлашди. Шунингдек, марказий банклар ҳам ўз захираларида олтиннинг улушини сезиларли ошириб, ўз активларини диверсификация қилмоқда.

Келгуси йилларда ҳам жорий ноаниқликлар янада кучайиб, олтинга талаб юқори даражада қолиши бўйича эҳтимоллар мавжуд. Шу билан бирга, АҚШ ҳукумати томонидан Федерал Захира Тизимининг (ФЗТ) фоиз сиёсати бўйича баёнотлари ФЗТ мустақиллиги бўйича хавотирларни юзага келтирмоқда.

Мазкур омиллар фонида олтин нархининг ўсиш суръатлари асосий сценарийга нисбатан юқори шаклланиб, 1 трой унцияси учун 5000-5500 долларгача етиши бўйича эҳтимоллар мавжуд.

Ушбу шок юз берганда, бюджетнинг олтин ишлаб чиқаришдан оладиган даромадлари ортиб, ялпи талаб кенгайишига хизмат қилади. Бу эса, иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлаш билан бирга, инфляцион босимларни кучайтиради.

Шу билан бирга, олтин экспорти ҳисобидан ички валюта бозорида таклиф кўпайиши алмашув курси мустаҳкамланишига туртки бериб, импорт инфляциясини пасайтирувчи аҳамиятга эга бўлади.

Ушбу шок таъсирида инфляция даражаси асосий сценарийга нисбатан **0,1-0,2 фоиз бандга** пасайиши ва ЯИМ даражаси **0,3-0,5 фоиз бандга** юқори шаклланиши мумкин.

Марказий банк мазкур шок юз берганда пул-кредит шароитларини асосий сценарийга мос амалга оширади. Бу инфляция таргетига тезроқ етиб келиш имконини беради.

Олтин нархининг кескин пасайиши

Сўнгги йилларда олтин нархларида юқори ўзгарувчанлик кузатилиб, умуман олганда юқори ўсувчи тенденция намоён бўлмоқда.

Шу билан бирга, олтин нархига қисқа муддатли ва барқарор бўлмаган омиллар, хусусан, сиёсий баёнотларга тезкор жавоб ҳаракатлари, кутилмаган янгиликлар ҳамда бошқа активлардаги қисқа муддатли тебранишлар таъсир кўрсатмоқда.

Келгусида геосиёсий зиддиятларнинг барҳам топиши, ривожланаётган давлатларда инвестицион муҳитнинг сезиларли яхшиланиши фонида олтин нархининг асосий сценарийга нисбатан кескин пасайиши (*1 трой унцияси учун 2500-2700 долларгача тушиши*) бюджет даромадларини камайтиради. Шунингдек, нарх ҳисобига олтин экспортдан тушумлар қисқариши ички валюта бозорида таклифни камайтириб, алмашув курсига оширувчи босимга эга бўлади. Бу, ўз навбатида, импорт инфляцияси ошишига сабаб бўлиши мумкин.

Ушбу шок таъсирида инфляция даражаси асосий сценарийга нисбатан **0,5-0,6 фоиз бандга** ошиши ва ЯИМ даражаси **0,25-0,35 фоиз бандга** пасайиши мумкин.

Марказий банк мазкур шок юз берганда пул-кредит шароитларини асосий сценарийга нисбатан кечроқ юмшатиш фазасига ўтиши лозим бўлади.

Импорт қилинадиган озиқ-овқат маҳсулотлари жаҳон нархларининг сезиларли даражада ошиши

Сўнгги йилларда жаҳон бозорида озиқ-овқат нархларига глобал иқлим ўзгаришларининг таъсирлари ошиб бормоқда. Жаҳон озиқ-овқат нархлари ошиши (*хусусан гўшт ва ёғ нархлари ошиб бораётгани*) бўйича эҳтимоллар ва савдо ҳамкорлар томонидан ўрнатилаётган савдо чекловлари озиқ-овқатлар нархларига қўшимча оширувчи таъсирга эга бўлиши мумкин.

Бу, ўз навбатида, импорт канали орқали ички бозорда озиқ-овқат инфляциясининг тезлашишига таъсир кўрсатиши мумкин.

Импорт инфляцияси юқори шаклланиши таъсирида инфляция даражаси асосий сценарийга нисбатан **0,8-1 фоиз бандга** ошиши ва ЯИМ даражаси **0,15-0,25 фоиз бандга** пасайиши мумкин.

Марказий банк мазкур шок юз берганда пул-кредит шароитларини асосий сценарийга нисбатан қатъийроқ даражада шакллантириши ва уни юмшатиш фазасига нисбатан кечроқ ўтиши лозим бўлади.

Ушбу ҳолатда, мазкур озиқ-овқат нархларининг ташқи (*экзоген*) омиллар таъсирида ошишини уларга бўлган талабни жиловлаш билан ҳал этиб бўлмайди. Бунда пул-кредит сиёсати қатъийлаштирилиши жамғармаларни истеъмолга ўтишини олдини олишга ва кундалик истеъмолда муҳим бўлмаган товар ва хизматлар истеъмолини муқобиллаштиришга йўналтирилган сигнал беришга қаратилади. Бу орқали, тақлиф шокининг инфляция кутилмалари орқали спирал хусусиятга айланмаслиги таъминланади.

Шу билан бирга, ушбу шароитда Ҳукумат томонидан озиқ-овқат тақлифини барқарорлаштириш бўйича тегишли чоралар кўриб борилиши лозим бўлади.

Фискал тақчилликнинг кенгайиши

Бюджет харажатлари ва даромадлари ўртасидаги номутаносиблик натижасида фискал тақчиллик кенгайиши хатарлари ҳам мавжуд. Фискал тақчилликнинг ЯИМга нисбатан 3 фоиздан юқори шаклланиши иқтисодиётда ялпи талабни ошириб, қўшимча инфляцион босим яратади.

Фискал тақчилликнинг ЯИМга нисбатан 5 фоиз атрофида шаклланиши таъсирида инфляция даражаси асосий сценарийга нисбатан **0,7-0,9 фоиз бандга** ва ЯИМ даражаси эса **0,6-0,7 фоиз бандга** юқори шаклланиши мумкин.

Мазкур проинфляцион шок юз берганда ялпи талабга оширувчи таъсир кўрсатиб, нархларга босим яратади.

Бундай вазиятда аҳоли ва бизнес субъектлари орасида инфляция янада ошиши ҳақидаги кутилмалар ҳам мустаҳкамланиб, иқтисодий жараёнларда ноаниқлик кучаяди.

Фискал тақчиллик асосий сценарийга нисбатан юқори шаклланган тақдирда **пул-кредит сиёсатини янада қатъийлаштириш** чораларини кўриш зарурати юзага келади.

Бунда фискал сиёсатнинг таркибий йўналиши муҳим аҳамият касб этади. Хусусан, фискал тақчиллик нисбатан “меъёрда” (*ЯИМга нисбатан 3 фоиз атрофида*) шаклланса ҳам, агар иқтисодиёт юқори ўсиш суръатларини намоён этиб, “қизиб кетиш” хавфи мавжуд бўлган шароитда давлат харажатлари оширилса, бундай сиёсат амалда **проциклик** тус олади. Бу эса мавжуд инфляцион босимни кучайтиради ва пул-кредит сиёсати самарадорлигини пасайтиради.

Ушбу ҳолатда, **фискал сиёсатни иқтисодий контрциклик амалга ошириш, яъни иқтисодий фаолликка боғланган бюджет қоидаларига асосланган ҳолда** олиб бориш муҳим аҳамиятга эга. Иқтисодий фаоллик юқори бўлган даврда харажатларни режага нисбатан кескин оширмаслик ва молиявий интизомга риоя қилиш муҳим аҳамият касб этади.

Энергия таъминотидаги узилишлар

Электр энергиясига бўлган талаб кескин ошиши ва жаҳон бозорида нефт нархи кўтарилиши ва хорижий нефт етказувчиларга қўлланилаётган санкциялар оқибатида энергия ресурслари таъминотидаги узилишлар юзага келиши мумкин.

Энергия ресурсларининг барқарор таъминоти иқтисодиётнинг асосий тармоқлари учун муҳим аҳамиятга эга бўлганлиги сабабли, улардаги узилишлар иқтисодий тизим учун эҳтимолий хатар ҳисобланади.

Энергия таъминотидаги узилишлар натижасида корхоналарнинг ишлаб чиқариш фаолиятида кутилмаган тўхташи иқтисодий фаолликни секинлаштирса, у билан боғлиқ транзакцион харажатларнинг ошиши ва таклиф камайиши нархларга таклиф томондан босимни кучайтиради.

Шу билан бирга, энергия таъминотидаги муаммолар ишлаб чиқариш самарадорлигини пасайтириб, иқтисодий ўсиш суръатларини чеклайди.

Ушбу шок таъсирида инфляция даражаси асосий сценарийга нисбатан **0,4-0,5 фоиз бандга** ошиши ва ЯИМ даражаси **0,1-0,2 фоиз бандга** пасайиши мумкин.

Марказий банк бундай шароитда иқтисодий барқарорлик ва инфляцион таргетни таъминлаш учун пул-кредит сиёсатини эҳтиёткорлик тамойили асосида амалга оширади.

Шу билан бирга, энергия таъминотидаги узилишлар инфляцион кутилмаларга оширувчи таъсир кўрсатишини ва иккиламчи таъсирларнинг юзага келиши ҳисобига инфляция тезлашишининг олдини олиш мақсадида пул-кредит сиёсати қатъийлаштирилади.

Хусусийлаштириш жараёнларининг фаоллашиши, инвестицион ва рақобат муҳитининг яхшиланиши

Хусусийлаштириш жараёнларининг ва ички бозорда рақобатнинг асосий сценарийга нисбатан фаоллашуви хусусий секторда самарадорликни оширишга ёрдам беради. Бу эса, таклиф ҳажмини ошириш ва нарх шаклланишини оптималлаштирилиши орқали нархлар барқарорлигига хизмат қилади.

Шунингдек, бюджетдан ушбу соҳаларга трансфертлар камаяди ва хусусийлаштиришдан тушган маблағлар бошқа муҳим соҳаларга йўналтирилади. Натижада, иқтисодий ўсиш салоҳияти асосий сценарийга нисбатан юқорироқ шаклланади ва ялпи ички маҳсулотнинг ижобий тафовути қисқаради.

Ушбу шок таъсирида инфляция даражаси асосий сценарийга нисбатан **0,6-0,7 фоиз бандга** пасайиши ва ЯИМ даражаси **0,3-0,4 фоиз бандга** юқори шаклланиши мумкин.

Мазкур таркибий ўзгаришлар натижадорлиги ошиши ҳолатида, инфляцион таргетга етиб келиш муддати қисқариши мумкин. Бунда пул-кредит шароитларини асосий сценарийга нисбатан тезроқ нейтрал фазага ўтказишга имкон бўлади.

Иқлим ва об-ҳаво шароитларининг ёмонлашиши

Сўнгги йиллардаги иқлим ва об-ҳаво шароитларидаги кескин ўзгарувчанлик ошгани, мамлакат сув таъминоти барқарорлиги билан боғлиқ хатарлар қишлоқ хўжалиги ва умумий иқтисодиёт учун салбий таъсирга эга бўлмоқда. Бунда кутилмаган қурғоқчилик қишлоқ хўжалиги ҳосилдорлигини пасайтириб, ички бозорда озиқ-овқат маҳсулотлари таклифини камайишига олиб келишиши, аномал совуқ ёки иссиқ тўлқинлар энергия етказиб беришда узилишларга ва иқтисодиётда транзакцион харажатлар кескин ошишига сабаб бўлиши мумкин.

Бу нафақат аҳоли турмуш даражасига, балки инфляцион кутилмаларнинг шаклланишига ҳам таъсир кўрсатади. Озиқ-овқат хавфсизлигига оид хавотирлар ортиши истеъмол бозорида ноаниқлик муҳитини кучайтиради, бу эса истеъмол ва инвестициялар борасидаги қарорлар қабул қилиш жараёнларига салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

Ушбу шок таъсирида инфляция даражаси асосий сценарийга нисбатан **0,5-0,6 фоиз бандга** ошиши ва ЯИМ даражаси **0,35-0,45 фоиз бандга** пасайиши мумкин.

Иқлим ва об-ҳаво шароитларининг ёмонлашиши натижасида юзага келадиган нархларнинг ошиши инфляция кутилмаларига таъсирини олдини олиш мақсадида пул-кредит сиёсати қатъий даражада узоқроқ сақланиб қолиши мумкин. Ушбу вазиятларда таклиф омилларини барқарорлигини таъминлаш муҳим аҳамият касб этади.

Молиявий оммабопликнинг қамрови кенгайиши ҳисобига истеъмол талабининг фаоллашиши

Асосий сценарийда қайд этилганидан кенгроқ ва тезроқ даражада замонавий технологияларга асосланган хизматлар қатори кенгайиши, онлайн кредитлаш осонлашиши, аҳолининг кредит билан қамрови ошиши кредит олиш имкониятларининг осонлашишига ва пул айланмасининг тезлашишига олиб келади. Натижада, истеъмол талаби фаоллашади ва нархларга босим кучаяди.

Шунингдек, банк хизматларидан фойдаланиш қамрови кенгайиши кредитга бўлган талабни оширади.

Ушбу шок таъсирида инфляция даражаси асосий сценарийга нисбатан **0,4-0,5 фоиз бандга** ошиши ва ЯИМ даражаси **0,3-0,4 фоиз бандга** юқори шаклланиши мумкин.

Бунда, бошқа омиллар таъсирининг устунлиги ҳисобига кредитлашни тартибга солишда фоиз ставка каналининг таъсирчанлиги паст бўлиши мумкин.

Ушбу ҳолат юзага келган тақдирда нархлар ва молиявий барқарорликни таъминлаш мақсадида пул-кредит сиёсатини қатъий даражада сақлаб қолиш билан бир қаторда макропруденциал чоралар ҳам кўриб борилади.

Тартибга солинадиган нархларнинг инфляция даражасидан юқори ошириб борилиши.

Асосий сценарийда белгиланган даражага нисбатан электр энергия, табиий газ, коммунал хизматлар, транспорт ва бошқа тартибга солинадиган хизматлар нархларининг юқори суръатда оширилиши умумий истеъмол нархларига тўғридан-тўғри ва иккиламчи қўшимча оширувчи таъсирга эга бўлади.

Хусусан, ишлаб чиқариш харажатлари ортиши натижасида корхоналар товар ва хизматлар нархини қайта кўриб чиқади, бу эса иккиламчи инфляцион таъсирни юзага келтиради. Шунингдек, ушбу шок таъсирида аҳоли инфляцион кутилмалари ҳам ошади.

Тартибга солинадиган нархларнинг юқори оширилиши таъсирида инфляция даражаси асосий сценарийга нисбатан **0,6-0,8 фоиз бандга** ошиши ва ЯИМ даражаси **0,1-0,2 фоиз бандга** пасайиши мумкин.

Мазкур шок юз берганда, инфляцион кутилмаларни жипсовлаш ва тартибга солинадиган нархлар ошишининг иккиламчи таъсирларини камайтириш мақсадида пул-кредит сиёсати чоралари қатъийлаштирилади.

Пул бозори бенчмарк кўрсаткичини ҳисоблаш методологиясига киритилган ўзгаришлар

Пул бозорида шаклланган фоиз ставкалари бўйича маълумотларни шакллантириш ва эълон қилиш механизмини такомиллаштириш мақсадида Марказий банк томонидан “Банклараро пул бозорининг UZONIA индексини (Uzbek OverNight Index Average) ҳисоблаш ва эълон қилиш методологияси” янги таҳрирда амалиётга жорий этилган.

UZONIA пул бозорида шаклланган қисқа муддатли ресурсларнинг бенчмарк даражасини ифодаладиган кўрсаткич бўлиб, 2022 йилда Марказий банк томонидан Европа тикланиш ва тараққиёт банки (ЕТТБ) техник кўмаги асосида уни ҳисоблаш ва эълон қилиш тартиби ишлаб чиқилган ва амалиётга жорий қилинган.

UZONIA кўрсаткичи жорий қилинган даврда (2022) пул бозорида асосан депозит операциялари амалга оширилганлиги туфайли ушбу операциялар UZONIA ставкасини ҳисоблаш базаси сифатида қабул қилинган.

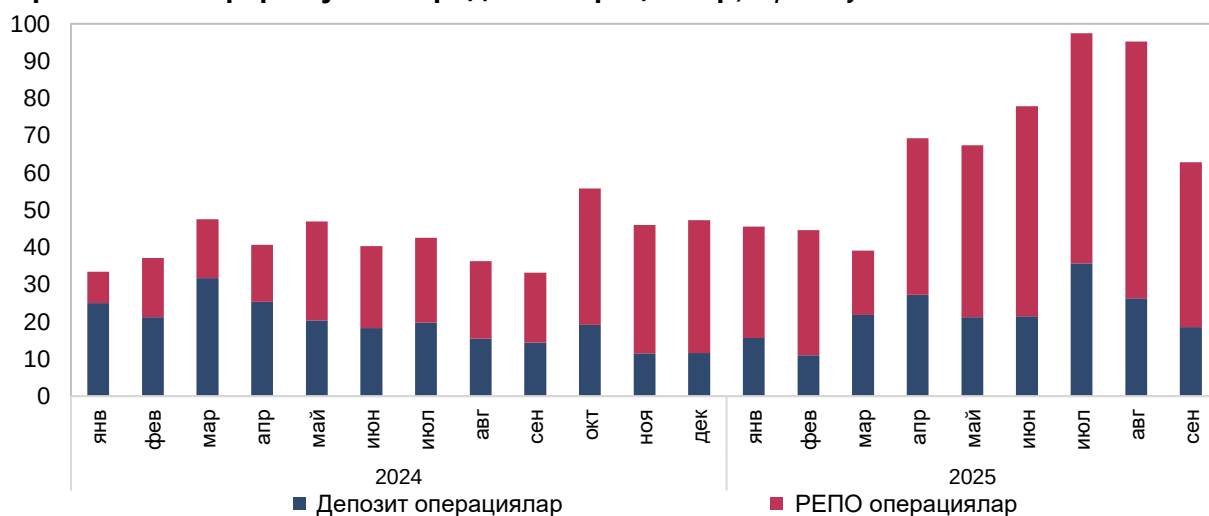
Бироқ, банклараро депозит бозорида операцияларни амалга оширишда ликвидли гаров таъминоти ишлатилмаслиги сабаб бозор иштирокчилари орасида маълум даражада кредит хавфи юзага келади. Давлат қимматли қоғозлари бозорининг кенгайиши ҳамда юқорида келтирилган сабаблар натижасида банклар пул бозорида РЕПО операцияларини нисбатан афзал кўришни бошлади (1-расм).

Натижада, 2024 йилда РЕПО операцияларининг пул бозоридаги улуши ўртача 53 фоизга, жорий йилнинг январь-сентябрь ойларида 66 фоизгача ошди.

Шунингдек, жорий йил январь-сентябрь ойларида депозит бозоридаги овернайт амалиётларнинг кунлик ўртача ҳажми 0,6 трлн сўм ва сони 4 тани ташкил этган бўлса, ушбу кўрсаткичлар РЕПО бозорида сезиларли даражада юқорироқ, мос равишда 1,3 трлн сўм ва 10 та бўлиб шаклланди.

Пул бозоридаги мазкур таркибий ўзгаришлар унинг бенчмарк ставкаси - UZONIAда ҳам ифода этилишини тақозо этди.

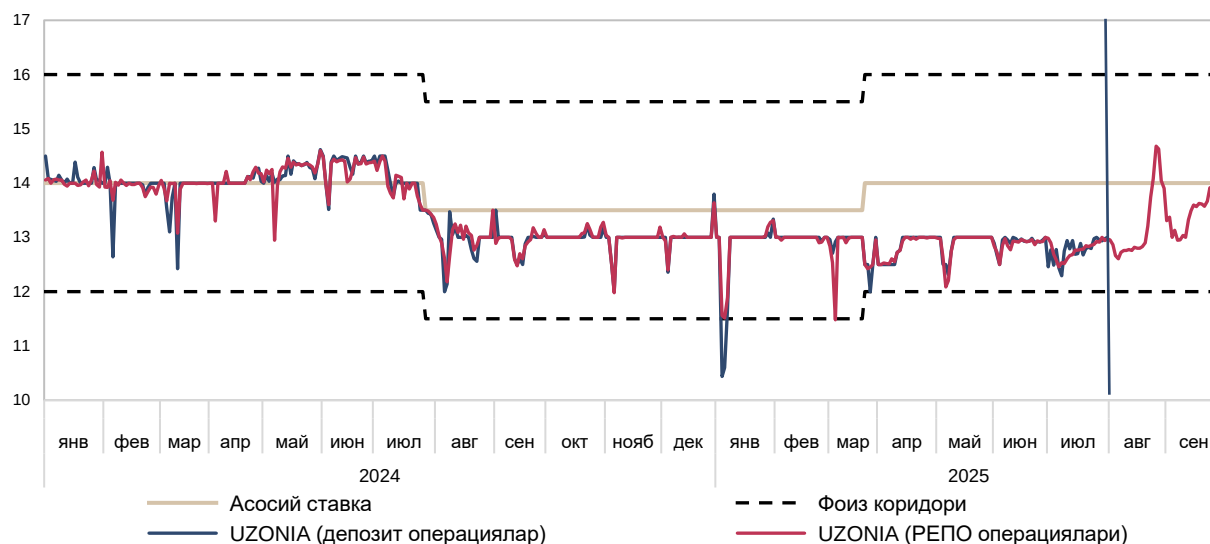
1-расм. Банклараро пул бозоридаги операциялар, трлн сўм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Депозит ва РЕПО бозорлари асосида ҳисобланган UZONIA фоиз ставкалари таҳлил қилинганда, РЕПО операциялари ҳисоблаш базаси бўлган индекснинг динамикаси асосий ставкага нисбатан яқинроқ ҳамда ўрнатилган фоиз коридори доирасида шаклланаётганини кузатиш мумкин (2-расм).

2-расм. Депозит ва РЕПО бозорлари операциялари асосида ҳисобланган UZONIA фоиз ставкалари, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Юқоридагилардан келиб чиқиб, илғор халқаро тажриба ва ЕТТБ техник кўмаги асосида UZONIA ставкасини ҳисоблашнинг янги методологияси ишлаб чиқилди ҳамда жорий йилнинг 1 августидан амалиётга жорий этилди. Янгиланган методологияга кўра, UZONIAни ҳисоблаш базаси сифатида банклараро РЕПО бозоридаги овернайт операциялар ва улар бўйича фоиз ставкаларидан фойдаланилади.

Шунингдек, UZONIA фоиз ставкасини ҳисоблаш учун банк иш кунида операциялар сони 5 тадан ҳамда битимлар умумий ҳажми 500 млрд сўмдан кам бўлмаган овернайт РЕПО операцияларининг амалга оширилиши зарур ҳисобланади.

Шу билан бирга, банклараро РЕПО бозорида банк иш кунида амалга оширилган операциялар сони белгиланган минимал талабларни қаноатлантирмаган ҳолларда UZONIA фоиз ставкасини ҳисоблаш қадамлари ҳам киритилди.

Хусусан, минимал талаблар бажарилмаган банк иш кунида банклараро пул бозорида амалга оширилган овернайт операцияларининг “80 фоизлик чегирилган” композит вазни UZONIA фоиз ставкасини ҳисоблаш базасига қўшилади.

Агар ҳисоблаш базасига қўшилган банклараро РЕПО ҳамда депозит операциялари умумий ҳажми 500 млрд сўмдан кам бўлса, иш кунидаги Марказий банк овернайт депозит операцияларининг 10 фоизи ҳисоблаш базасига қўшилади.

Агар юқоридаги қадамлар кетма-кетлиги бажарилган тақдирда ҳам ҳисоблаш базасидаги ҳажм 500 млрд сўмдан кам бўлса, унда UZONIA фоиз ставкаси сўнгги 5 иш кунидаги UZONIA фоиз ставкаларининг Марказий банк асосий ставкаси билан ўртача тафовути асосида ҳисобланади.

UZONIA фоиз ставкаси кетма-кет 5 банк иш кунида юқоридаги тартибга биноан ҳисобланса, келгуси иш кунидан UZONIA фоиз ставкаси Марказий банкнинг асосий ставкаси даражасида белгиланади.

UZONIA индексига киритилган ўзгартиришлар нафақат пул бозоридаги сўнги йилларда шаклланган реал тенденцияларни ифодалайди, балки пул-кредит сиёсати трансмиссион механизми самарадорлигини ҳам оширади.

Пул бозорида UZONIA фоиз ставкасининг самарадорлигини ошириш, хусусан унинг банклараро пул бозоридаги реал вазиятни ифодалашини ҳамда фойдаланувчилар манфаатини тўғри акс эттиришини таъминлаш мақсадида Марказий банк ушбу методологияни доимий равишда ва камида йилда 1 маротаба қайта кўриб чиқади.

Ўзбекистонда инфляция омиллари ва динамикаси шаклланишини векторли хатоликни тузатиш (VECM) модели ёрдамида баҳолаш

Инфляция динамикаси шаклланишида муҳим рол ўйнаётган омилларни ўрганиш ҳамда инфляция даражасини прогноз қилиш салоҳиятини ошириш Марказий банк учун муҳим аҳамият касб этади.

Ушбу таҳлилда векторли хатоликни тузатиш модели (Vector Error Correction Model - VECM)дан фойдаланилиб, 2018-2025 йиллар оралиғида инфляциянинг қисқа ва узоқ муддатли омиллари ҳамда унинг динамикаси шаклланиши ўрганилди.

Тадқиқот учун фойдаланилган VECM модели қуйидагича ифодаланиши мумкин:

$$\Delta Y_t = \Pi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{n-1} \Phi_i \Delta Y_{t-i} + C + v_t$$

бу ерда $Y_t = [\ln CPI_t \ln rSale_t \ln M2_t \ln EXP_t \ln NER_t \ln IMPP_t]$ - t - ойдаги ўзгарувчилар вектори; ΔY_t - k та эндоген ўзгарувчидан иборат векторнинг биринчи фарқи; Π - коинтеграция муносабатларини ифодаловчи 6×1 ўлчамдаги коэффициентлар матрицаси; ΔY_{t-i} - эндоген ўзгарувчиларнинг ўтган даврлари бўйича фарқлар (lagged differences) матрицаси; Φ_i - эндоген ўзгарувчиларнинг ўтган даврлари бўйича фарқларининг 6×1 ўлчамдаги коэффициентлар матрицаси; C - ўзгармас ҳадлар вектори, n - моделнинг VAR шаклидаги кечикиш даври (лаг) сони¹ ва v_t - хатоликлар вектори.

Инфляцияни (CPI) баҳолашда фойдаланилган моделда талаб омилларини акс эттириш учун савдо ва пуллик хизматлардан тушумлар ҳажми ($rSale$, реал қийматда)², пул-кредит ва фискал сиёсат таъсирларини ҳисобга олиш учун мос равишда кенг маънодаги пул массаси ($M2$) ва бюджет харажатлари (EXP), ташқи омиллар таъсирини акс эттиришда номинал алмашув курси (NER) ва импорт нархлари ($IMPP$) каби ўзгарувчиларидан фойдаланилган.

Натижалар **узоқ муддатли оралиқда**³ танлаб олинган ўзгарувчилар ва инфляция ўртасида ижобий боғлиқлик мавжудлигини кўрсатмоқда (1-жадвал).

Модель орқали баҳоланган ва нормаллаштирилган коинтеграция тенгламаси коэффициентларига кўра, кенг маънодаги пул массасининг 1 фоизга ўсиши узоқ муддатда инфляция даражасини 0,15 фоизга оширади. Номинал валюта алмашув курси (НАК) қадрсизланиши ва импорт нархларининг ўсиши эса инфляция шаклланишида нисбатан юқори аҳамият касб этади. Яъни, алмашув курсининг 1 фоизга қадрсизланиши инфляция даражасини 0,36 фоизга, импорт нархларининг 1 фоизга ўсиши эса истеъмол нархларини 0,28 фоизга оширади.

Шунингдек, иқтисодий фаоллик ҳам инфляция шаклланишида муҳим рол ўйнайди. Хусусан, ички талабни акс эттирувчи пуллик тушумлар ҳажмининг 1 фоизга ошиши истеъмол нархларини 0,04 фоизга ўсишига хизмат қилади.

¹ Асосий модель (VAR шакли) учун энг мақбул кечикиш даври турли маълумот (LR, FPE, AIC, SC ва HQ каби) мезонлари натижаларига кўра $n=3$ га тенг. Бу эса VECM моделида мақбул кечикиш даври $n-1=3-1=2$ бўлишини англатади.

² Савдо ва пуллик хизматлардан тушумлар ҳажми ишлаб чиқариш ва хизматлар нархлари индексларидан фойдаланилиб реал қийматга ўтказилган (базис давр 2018=100). Кейинги ўринларда пуллик тушумлар деб юритилади.

³ Узоқ муддатли оралиқ давр давомийлиги икки ярим йил.

1-жадвал. Нормаллаштирилган коинтеграцион (узоқ муддатли) коэффициентлар
(қавс ичида стандарт хатоликлар кўрсатилган, ўзгарувчилар логарифмик кўринишда)

ИНФЛЯЦИЯ	Пуллик тушумлар ҳажми	M2	Бюджет харажатлари	Номинал алмашув курси	Импорт нархлари	Мос. коэф.
	0.04 * (0.02)	0.15 *** (0.02)	0.02 (0.03)	0.36 *** (0.05)	0.28 *** (0.05)	-0.14 *** (0.03)

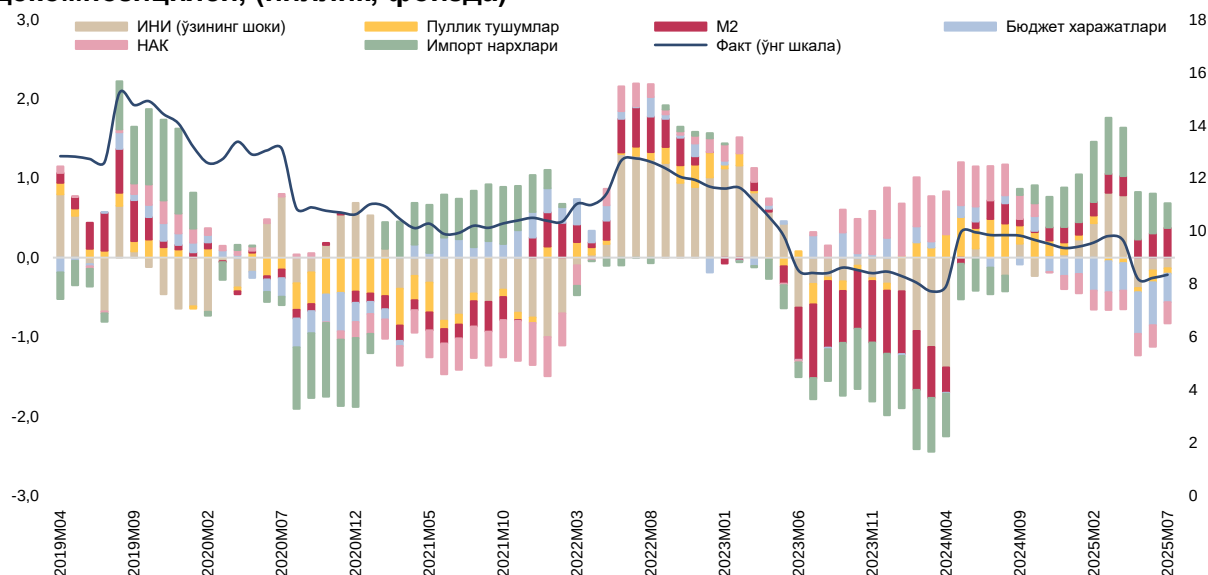
*** (**) [*] белгилари 1 (5) [10] фоиз аҳамиятлик даражасида статистик аҳамиятликни билдиради.
Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Асосий модель натижаларида бюджет харажатларидан ташқари қолган барча ўзгарувчилар статистик жиҳатдан аҳамиятликни кўрсатмоқда.

Шу билан бирга, инфляциянинг турли ўзгарувчилар билан **қисқа муддатли ўзаро таъсирлари** импульс жавоблари орқали таҳлил қилиб борилади. Асосий модель натижаларига кўра, қисқа муддатли ораликда⁴ пуллик тушумлар, кенг маънодаги пул массаси (M2) ва импорт нархларининг ошиши ҳамда валюта курсининг қадрсизланиши инфляцион босимнинг сезиларли кучайишига олиб келади. Давлат харажатлари шокларининг инфляцияга оширувчи таъсири эса нисбатан пастроқ шаклланади.

Шунингдек, инфляция ўзгаришининг ички шоклар (пуллик тушумлар, M2 ва бюджет харажатлари) ва ташқи шоклар (алмашув курси ва импорт нархлари)га нисбатан тарихий декомпозицияси 2023 йилдан олдинги даврларда нархларнинг ҳам ички, ҳам ташқи шокларга нисбатан таъсирчанлиги юқори бўлганлигини кўрсатмоқда. Хусусан, 2019-2020 йилларда ташқи шоклар инфляция шаклланишида муҳим аҳамият касб этган бўлса, 2021-2023 йилларга келиб ички шокларнинг таъсири сезиларли ошган (айниқса бу 2022 ва 2023 йилларнинг 2-3 чоракларида яққол намоён бўлган).

1-расм. Инфляция динамикаси шаклланишининг турли шоклар бўйича декомпозицияси, (йиллик, фоизда)



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

2025 йилдан бошлаб ташқи шокларнинг инфляция шаклланишидаги роли яна ошган. Хусусан, сўнгги чораклардаги алмашув курси мустаҳкамланиши инфляцияга

⁴ Қисқа муддатли оралик давр давомийлиги 6 ойгача.

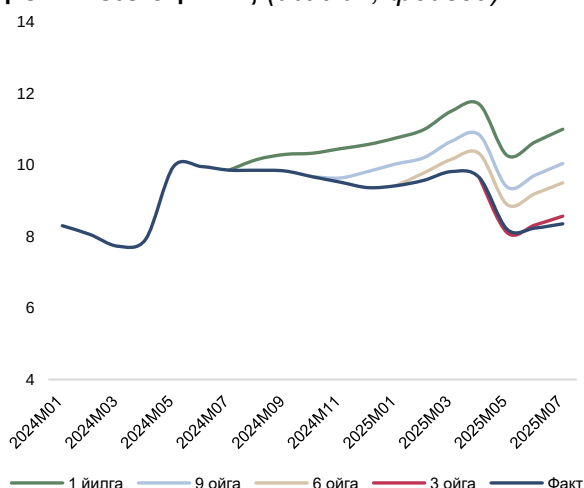
пасайтирувчи таъсирга эга бўлган бўлса, импорт нархлари индекси оширувчи омил бўлиб хизмат қилган (1-расм).

Шунингдек моделнинг прогноз қилиш салоҳиятини баҳолашда VECM модели орқали прогноз қилишда динамик симуляция усули қўлланилди⁵.

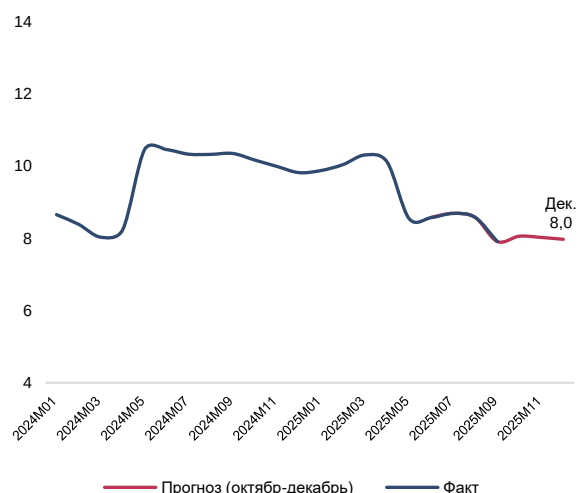
Умуман олганда, прогноз қилинган инфляция ва амалдаги инфляция тенденциялари нисбатан ўхшаш тенденцияга эга. Айниқса, қисқа муддатли (3 ойлик) оралиқдаги прогноз натижалари амалдаги инфляцияга яқин шаклланган (2-расм). Бироқ, прогноз даврларининг узайиши билан прогноз қилинган ва амалдаги инфляция тенденцияси ўхшаш тенденцияга эга бўлса-да (6 ойдан 1 йилгача), улар ўртасидаги хатоликлар ортиб боради. Шу сабабли мазкур модель орқали қисқа муддатли прогнозларни амалга ошириш ва моделни узоқ муддатли оралиқ учун прогноз қилиш имкониятини янада такомиллаштириш бўйича қўшимча изланишларни амалга ошириш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Моделнинг қисқа муддатли давр учун прогноз қилиш салоҳиятининг сифати юқорилигига асосланиб, келгуси 3 ойлик давр (2025 йилнинг октябр-декабрь ойлари) учун прогнозлар амалга оширилди. Натижалар, декабрь ойига келиб инфляция йиллик 8,0 фоизни ташкил этишини кўрсатмоқда (3-расм).

2-расм. Асосий моделнинг танланма даврдан ташқари давр учун прогноз қилиш салоҳияти, (йиллик, фоизда)



3-расм. 2025 йил октябр-декабрь ойлари учун прогноз, (йиллик, фоизда)



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

⁵ Бунда, прогноз қамраб олинган танланма даврларни қисқартириш ва ушбу қисқартирилган даврлар асосида моделни қайта баҳолаш ҳамда кейинги даврлар учун прогнозларни амалга ошириш орқали бажарилди.

Таклиф омилларининг инфляцияга таъсири

Ўзбекистонда бозор механизмларига ўтиш ва иқтисодий жараёнларнинг самарадорлигини оширишга қаратилган бир қатор ислохотлар фаол амалга ошириб келинмоқда. Макроиқтисодий барқарорликнинг ўрта муддатли мақсадларига, жумладан, паст ва барқарор инфляцияга эришиш кўп жиҳатдан мазкур ислохотларнинг амалга оширилиш суръати ва самарасига боғлиқ.

Таркибий ислохотларнинг самараси ўрта ва узоқ муддатли даврда намоён бўлиб, қисқа муддатли даврда эса инфляцияга бевосита ва билвосита таъсирлари кузатилиши мумкин. Бундай шароитда инфляцион кутилмаларнинг эҳтимолий ошиши таъсирини чеклаш мақсадида пул-кредит сиёсати даражасини ва шароитларини қатъийлаштириш тақозо этилади.

Шу билан бирга, нархлар барқарорлигини таъминлашда иқтисодиётни янада эркинлаштириш, бунда ортиқча назорат талабларини юмшатиб бориш ҳамда ялпи таклифнинг барқарор ўсишини рағбатлантиришга қаратилган сиёсат юритиш катта аҳамиятга эга.

Ушбу йўналишда қарорларнинг кечиктирилиши ёки кейинга қолдирилиши, истеъмол бозорининг айрим сегментларида нархларнинг юқори ўсишига, иккиламчи инфляцион таъсирларнинг шаклланишига ҳамда пул-кредит шароитларини самарадорлиги пасайишига ва уларни узоқроқ давр мобайнида қатъий даражада сақлаб қолиш заруратини келтириб чиқаради.

Барқарор паст даражали инфляцияни таъминлашда бир қатор фундаментал таркибий ўзгаришларни амалга ошириш муҳим аҳамият касб этади. Хусусан, хусусийлаштириш жараёнларини фаоллаштириш орқали иқтисодиётда давлат улушини қисқартириш ва рақобат муҳитини кучайтириш, ички бозорларда бозорга кириш шартларини енгиллаштириш орқали концентрация даражасини камайтириш, транспорт ҳамда логистика инфратузилмасини такомиллаштириш ва салоҳиятини ошириш, талабга мувофиқ энергия ресурслари таклифини таъминлаб бориш ҳамда келгусида тартибга солинадиган тарифлар оширилишини олдиндан жамоатчиликка эълон қилиб бориш муҳим ҳисобланади.

Хусусийлаштириш жараёнларини фаоллаштириш. Ушбу ислохотни изчил амалга ошириш корхоналар фаолияти самарадорлигини мустаҳкамлаш, ишлаб чиқариш жараёнларини оптималлаштириш ва таклиф харажатларини камайтиришга хизмат қилиб, рақобат муҳитини яхшилаш ҳамда хусусий секторнинг иқтисодиётдаги ўрни ва аҳамиятини кучайтиришга замин яратади.

Шу билан бирга, хусусийлаштириш жараёнларининг самарадорлиги кўп жиҳатдан институтларнинг сифати, ислохотнинг амалга ошириш механизмлари ва мавжуд макроиқтисодий шароитларга боғлиқ бўлади. Бунда хусусийлаштириш жараёнларининг тартиби ва шаффофлиги, рақобат даражаси ҳамда инвесторларнинг нуфузи ва соҳага оид тажрибаси каби мезонларни таъминлаш муҳим аҳамият касб этади.

Рақобат даражасини ошириш ва алоҳида бозорларда концентрация даражасини камайтириш иқтисодиётда барқарор нарх шаклланиши ва инфляцияга босимни юмшатишда алоҳида ўрин тутади.

Рақобат паст бўлган шароитда корхоналар нархларни шакллантиришда юқори устунликка эга бўлиб, кўп ҳолатларда харажатлардан ташқари юқори устамаларни пировард истеъмолчи зиммасига юклайдилар. Бу эса нархлар ошишига ва инфляция босимининг кучайишига олиб келади. Кучли рақобатни шакллантириш бундай хатарларни камайтиришга хизмат қилади.

Хусусан, компаниялар бозордаги улушини сақлаб қолиш мақсадида унумдорликни яхшилаш, фойданинг бир қисмини қайта тақсимлаш ёки харажатларни оптималлаштириш имкониятларини жорий этишда фаоллашади. Бу эса, нархларни ташқи ва ички шокларга таъсирчанлигини юмшатади. Натижада, иқтисодиётнинг мослашувчанлиги ҳамда нархлар динамикасининг барқарорлиги мустақамланади, инфляцияга вақтинчалик таъсир этувчи омилларнинг самараси ҳам чекланади. Рақобатнинг кенгайиши, шунингдек, пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми самарадорлигини оширишга хизмат қилиб, бизнеснинг молиялаштириш шартлари ва фоиз харажатларининг ўзгаришига сезувчанлигини оширади.

Транспорт ва логистика инфратузилмасини такомиллаштириш ҳамда салоҳиятини ошириш. Бу иқтисодиётда мобилликни оширади ва ресурслар тезроқ ва самаралироқ тақсимланиши ҳисобига умумий иқтисодий унумдорлик ошади.

Транспорт ва логистика харажатларининг камайиши товар ва хизматлар таннархини пасайтириб, нархларга босимни юмшатади. Инфратузилмани ривожлантириш ҳудудий бозорларнинг ўзаро боғлиқлигини кучайтириб, ҳудудлар ўртасида нархларни тез мослашишига ёрдам беради ва етказиб беришдаги чекловлар туфайли юзага келадиган номутаносибликларни камайтиради.

Самарали логистика ишлаб чиқарувчилар ва савдо тармоқларига етказиб берувчиларни диверсификация қилиш имкониятини кенгайтириб, рақобатни кучайтиришга замин яратади. Ривожланган инфратузилма иқтисодиётнинг ташқи ва ички шокларга бардошлилигини оширади, жумладан, таъминотдаги узилишлар ва жаҳон бозорларидаги нархлар тебранувчанлигини юмшатиш орқали таъминлаб боради.

Узоқ муддатли истиқболда транспорт ва логистика инфратузилмасини такомиллаштириш ишлаб чиқариш қувватларини ошириш, таклифни кенгайтириш ва ресурсларни самарали тақсимлаш учун зарур шароитларни яратади ва таркибий инфляцион босимларни пасайишига хизмат қилади.

Талаб даражасига мувофиқ энергия ресурсларини таъминлаб бориш. Аксарият тармоқларнинг ишлаб чиқариш жараёнларида ва харажатлар таркибида энергия ресурслари муҳим ўрин эгаллайди. Электр энергияси, газ ёки ёқилғи таклифларини етишмовчилиги корхоналар харажатларининг ўсишига, ишлаб чиқариш ҳажмининг камайишига ва ишлаб чиқариш занжирларида узилишларга олиб келади, бу эса иқтисодиётга кенг қамровли инфляцияни оширувчи таъсир кўрсатади. Хусусан, энергияга боғлиқ харажатларнинг ошиши транспорт харажатлари ҳамда озиқ-овқат ва кундалик истеъмол товарлари таннархига сезиларли таъсир қилади.

Ишлаб чиқаришнинг узлуксиз циклига эга тармоқларда энергия ресурсларининг танқислиги хомашё ва ярим тайёр маҳсулотларнинг йўқотилиши, ускуналарни қайта ишга тушириш харажатларининг ошиши каби транзакцион харажатларни кескин ошишига олиб келади.

Ушбу омиллар, ўз ўрнида, истеъмол нархлари ошишига ва аҳоли инфляцион кутилмаларига бевосита таъсир кўрсатади. Бундан ташқари, бизнес учун ноаниқликлар ошиб, ишлаб чиқариш қувватларидан фойдаланиш самарадорлиги пасайишига сабаб бўлади.

Тартибга солинадиган тарифлар оширилишини олдиндан жамоатчиликка эълон қилиб бориш. Аҳоли ва бизнес учун қарор қабул қилишда ноаниқликларни камайтириш мақсадида тартибга солинадиган коммунал хизматлар ва жамоат транспорти тарифларини ўрта муддатли истиқболда (келгуси 3-5 йил учун) индексация қилиш графикларини олдиндан жамоатчиликка эълон қилиб бориш, уларнинг молиявий режалаштиришини осонлаштириш ва нисбатан жиловланган кутилмаларни шакллантириш имконини беради.

Бунда, нархларни оширилиши инфляциядан паст даражада ва барча ҳудудларда бир вақтда, аниқ бир ойда амалга ошириш ҳамда ҳар йили ушбу режа-график асосида давом эттириш, индексациянинг кутилмаларга бўлган аҳтимолий салбий оқибатларини олдини олишга хизмат қилади.

III. ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ САМАРАДОРЛИГИНИ ОШИРИШНИНГ УСТУВОР ЙЎНАЛИШЛАРИ

3.1. Пул-кредит сиёсати трансмиссияси самарадорлигини ошириш истиқболлари

Пул-кредит сиёсати трансмиссияси – бу Марказий банк қарорларининг иқтисодиётнинг реал секторига ва яқунда нархлар даражасига турли хил каналлар орқали етказиш ва таъсир ўтказиши жараёнларини ифодалайди. Бунда, Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати бўйича қарорлари **фоиз ставкаси канали, кредит канали, молиявий активлар канали, кутилмалар канали** ҳамда **алмашув курси канали** сингари трансмиссия каналлари орқали иқтисодиётдаги кредитлаш жараёнига, молиявий активлар қийматига ҳамда аҳолининг жамғариш ва истеъмол бўйича қарорларига таъсир кўрсатади.

Трансмиссиянинг самарадорлиги Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати инструментлари таъсирчанлигига, мамлакат молия бозорининг ривожланиш даражасига, кредит ва депозит бозорларидаги рақобат муҳитига ва бунда давлатнинг аралашуви даражасига боғлиқ.

Ўрта муддатли истиқболда Марказий банк пул-кредит сиёсати трансмиссияси самарадорлигини ошириш мақсадида ПКС инструментларини такомиллаштириш ҳамда операцион механизмни илғор хориж тажрибасига мувофиқлаштириш бўйича чораларни кўриб боради. Бунда, асосий эътибор, пул-кредит сиёсати трансмиссиясининг механизмлари, хусусан, **фоиз канали таъсирчанлигини оширишга** қаратилади. Амалга ошириладиган чора-тадбирлар бир нечта муҳим йўналишларни ўз ичига олади.

Ликвидликни жалб этиш бўйича асосий операцияларни секьюритизация қилиш. Банк тизими ликвидлигининг профицит ҳолатида Марказий банк қўшимча ликвидликни самарали жалб этиш (*абсорбация қилиш*) орқали пул бозоридаги фоиз ставкаларини бошқаради. Пул-кредит сиёсати самарадорлигини ошириш ҳамда Марказий банкнинг ликвидликни жалб этиш бўйича асосий операцияларини **секьюритизациялаш** (*қарз қимматли қоғози билан таъминлаш*) мақсадида пул-кредит сиёсатининг операцион механизмига **вақтинчалик** ўзгартириш киритилиб, 2025 йилнинг 1 августидан бошлаб ликвидликни жалб этиш бўйича асосий инструмент сифатида, **1 ҳафталик депозит аукционлари** ўрнига **Марказий банкнинг 7 кунлик облигацияларини** муомалага чиқариш йўлга қўйилди.

Операцион механизмга киритилган ушбу ўзгариш бевосита пул бозоридаги фоиз ставкаларининг Марказий банк фоиз коридори доирасида, асосий ставкага яқин даражада шаклланишига таъсир кўрсатмоқда.

Бироқ мазкур облигациялар **муомала даврининг жуда қисқалиги**, қимматли қоғозлар **иккиламчи бозорида уларга нисбатан талабнинг камлиги**, шунингдек, амалдаги норматив-ҳуқуқий ҳужжатларга биноан қисқа муддатли қимматли қоғозлар билан **РЕПО битимларини тузиш имкониятининг чекланганлиги** банкларнинг ушбу инструментдан тўлақонли фойдаланиш имкониятини пасайтирмоқда.

Ликвидликни жалб этиш бўйича асосий операцияларнинг жозибадорлигини ошириш ҳамда пул бозоридаги фоиз ставкаларини асосий ставкага яқин даражада шаклланишини таъминлаш мақсадида, келгуси йилдан бошлаб, **1 йилгача муддатли Марказий банкнинг махсус облигацияларини** муомалага чиқарган ҳолда (*тижорат банклари ўртасида жойлаштирмасдан*) уларни Марказий банк балансида сақлаш, шунингдек, улар ёрдамида асосий операцияларни **тўлиқ қопланадиган ўзгармас фоиз ставкали РЕПО операцияларини** ташкил этиш мўлжалланган.

Мазкур механизмнинг жорий инструментлардан афзаллиги 1 ҳафталик давр мобайнида тижорат банкига ликвидлик зарур бўлганда **гаровга олинган** Марказий банк облигациясини **сотиш** ёки **иккиламчи РЕПО орқали** маблағ жалб этиш имконияти билан изоҳланади. Бунда тўлиқ қопланадиган ўзгармас фоиз ставкали РЕПО операциялари **чекланмаган миқдорда, асосий ставка даражасида** амалга оширилади.

Ушбу йўналишда махсус облигацияларнинг муомалага чиқарилиш тартиби ва улар бўйича бухгалтерия ҳисобини юритиш қоидалари халқаро андозаларга мувофиқ ишлаб чиқилади.

Асосий операцияларнинг секьюритизация қилиниши пул-кредит сиёсати операцион мақсади самарали таъминланиши ҳисобига пул-кредит сиёсати трансмиссиясини яхшилайти. Бунда таркибий ликвидлик профицити шароитида тижорат банклари гаров базасининг кенгайишига ва банклараро пул бозорида таъминланган операциялар улушининг ортишига хизмат қилади.

Бенчмарк ставкага боғланган ўзгарувчан фоиз ставкали молиявий инструментлардан фойдаланиш имкониятини кенгайтириш. Халқаро амалиётда бенчмарк ставкага боғланган, ўзгарувчан фоиз ставкали молиявий инструментлардан фаол фойдаланиш пул-кредит сиёсати трансмиссион механизми самарадорлигини оширишда муҳим аҳамият касб этади. Ўзгарувчан фоиз ставкали инструментлар пул-кредит сиёсатидаги қарорларни молия тизимига ва пировардида реал секторга **тезроқ ва аниқроқ** узатиш имконини бериб, банк маҳсулотлари бўйича фоиз тўловларининг бевосита бенчмарк ставкасига мос равишда ўзгариши бозор иштирокчилари учун молиявий қарорларни қабул қилишда асосий роль ўйнайди.

Ўзбекистон шароитида UZONIAга боғланган ўзгарувчан фоиз ставкали банк маҳсулотларининг оммалашиши пул-кредит сиёсати трансмиссияси **фоиз каналининг таъсирчанлигини оширади**. Асосий ставкадаги ўзгаришларнинг пул бозоридаги фоиз ставкаларга таъсири банклар учун молиявий ресурслар нархини бозор шароитларига мослаштиради ва **кредит каналини кучайтиради**. Фоиз ставкалари ўзгаришининг қарздор ва инвесторларга бевосита таъсир этиши **кутилмалар каналини тезлаштиради** ва уларнинг реал шароитлардан келиб чиққан ҳолда шаклланишини таъминлайди. Фоиз ставкаларининг бозор шароитларида шаклланиши ўз навбатида, молия тизимини янада мослашувчан қилиб, рискларни қарз берувчи ва қарз олувчи ўртасида **қайта тақсимланишига** ёрдам беради.

Шу билан бирга, бундай инструментларнинг кенг қўлланилиши иқтисодиётда янги рискларни ҳам юзага келтириши мумкин. Фоиз ставкаларининг фавқулодда тебраниши қарз олувчиларнинг кутилмаларига ҳамда тўлов қобилиятига салбий таъсир кўрсатиши, банк секторида кредит хавфини кучайтириш эҳтимоли мавжуд. Шу боис бенчмарк ставкага боғланган инструментлар нафақат трансмиссияни тезлаштирувчи восита, балки эҳтиёткорликни талаб қиладиган механизм сифатида ҳам кўрилади.

Банк тизимида миллий валютадаги молиявий инструментлар фоиз ставкалари бўйича хатарларни бошқариш имкониятини яратиш мақсадида **фоиз ставка своплари бозорини ташкил этиш** ўрта муддатли истиқболдаги муҳим йўналишлардан ҳисобланади. Бунда:

- банкларнинг фоиз ставка хатарлари ва уни бошқариш имкониятлари бўйича **билим ва кўникмаларини** ошириш;

- фоиз ставка своп операцияларини амалга ошириш бўйича **услубий қўлланма** ишлаб чиқиш;

- валюта биржасининг банклараро пул бозори платформасида алоҳида саҳифа яратилиб, тижорат банклари учун **миллий валютада UZONIAга боғланган овернайт индекс** своп операциялари бўйича кунлик индикатив талабнома (indicative quote) киритиш имконияти яратилади.

Марказий банк Европа тикланиш ва тараққиёт банки билан ҳамкорликда ташкил этилган **“Пул бозори ишчи гуруҳи”** доирасида, бенчмарк ставкага боғланган ўзгарувчан фоиз ставкали молиявий инструментларни жорий этиш, улар бўйича ҳисоб-китобларни амалга ошириш ҳамда мазкур инструментлар бўйича юзага келиши мумкин бўлган фоиз хатарларини бартараф этиш йўналишлари бўйича тижорат банклари учун доимий равишда **ўқув-семинарлари** ташкил этиб боради.

Марказий банкнинг ликвидлик тақдим этиш операциялари бўйича Гаров механизмини ишлаб чиқиш. Молия бозорлари ва молиявий инструментларнинг ривожланиши, шунингдек, банклараро пул бозоридаги операциялар ҳажми ҳамда операция турларининг кўпайиши Марказий банкнинг ликвидлик тақдим этиш операциялари самарадорлигини оширишда гаров механизмини янада такомиллаштиришни тақозо этмоқда.

Пул-кредит сиёсатининг операцион механизмида гаров сиёсати қуйидаги вазифаларни бажаради:

- Марказий банкнинг ликвидлик тақдим этиш операцияларида **кредит рискин**и камайтириш, яъни тақдим этилган ликвидликнинг қайтарилишини кафолатлаш;

- ликвидликни қайта тақсимлаш операцияларида **бозор иштирокчилари учун ишончли таъминот воситалари тўғрисида сигнал бериш**, бунда Марказий банкнинг таъминот саватидаги активлар бенчмарк сифатида бозор иштирокчилари учун яроқли, ликвид ҳамда хавфсиз активлар тўғрисида йўналиш беради;

- пул бозоридаги операциялар бўйича **нарх белгилаш жараёнига таъсир кўрсатиш**, бунда гаров сифатида қабул қилинадиган активларнинг тури, уларнинг баҳоланиш усули ҳамда улар бўйича қўлланиладиган чегирмалар (haircut) даражалари бозор ставкаларининг шаклланишида муҳим омил бўлиб хизмат қилади.

Марказий банкнинг ликвидлик тақдим этишга қаратилган инструментларида фойдаланилиши мумкин бўлган **гаров таъминотлари ва уларга нисбатан қўлланиладиган чегирмалар** пул-кредит сиёсати операциялари бўйича **хатарларни бошқариш** нуқтаи назаридан қайта кўриб чиқилиб, халқаро молия институтларидан техник кўмак жалб қилинган ҳолда **Марказий банкнинг Гаров механизми** ишлаб чиқилади.

Гаров механизмини ишлаб чиқиш бозор инфратузилмаси ва молиявий инструментларнинг ривожланиш даражасидан келиб чиқиб қуйидаги тамойилларга асосланади:

Диверсификация ва мослашувчанлик: Гаров сифатида қабул қилинадиган активлар доираси босқичма-босқич кенгайтирилиб, давлат қимматли қоғозлари билан бир қаторда ликвидлиги юқори ва Марказий банк томонидан белгиланган мезонларга жавоб берувчи бошқа молиявий активлар ҳам гаров базасига киритилади.

Рискка асосланган ёндашув: ҳар бир турдаги актив бўйича чегирма даражаси уларнинг ликвидлиги, нарх тебранувчанлиги ҳамда кредит таснифи асосида аниқланади.

Автоматлаштирилган баҳолаш тизими: гаровларни реал вақт режимида мониторинг қилиш ва қайта баҳолаш имконини берувчи замонавий автоматлаштирилган ахборот тизими жорий этилади. Бу нафақат операцион жараёнларни соддалаштириш, балки таъминотнинг сифатини назорат қилиш ҳамда ликвидлик операциялари хавфини камайтириш имконини беради.

Гаров механизмнинг такомиллаштирилиши ликвидлик тақдим этиш операцияларининг янада аниқ, шаффоф ва бозор шароитларига мос тарзда амалга оширилишини таъминлайди. Мазкур механизм фоиз ставкаларининг бозор шароитларида шаклланишига, ликвидлик операцияларининг бозор сигналларига тезроқ мослашишига ҳамда пул-кредит сиёсати трансмиссияси самарадорлигининг ошишига хизмат қилади.

Марказий банкнинг валюта бозоридаги операциялари бўйича янги таҳрирдаги интервенция тактикаси ва стратегиясини ишлаб чиқиш. Иқтисодиётда миллий валюта курси шаклланишининг бозор механизмларини такомиллаштириш, ички валюта бозорини янада ривожлантириш, валюта курсининг шаклланишида тижорат банкларининг ролини ошириш мақсадида Марказий банкнинг валюта интервенциялари стратегияси такомиллаштириш режалаштирилган.

Бунда нейтраллик тамойили доирасидаги Марказий банк томонидан монетар олтин хариди билан боғлиқ операциялари ҳамда Марказий банкнинг интервенциялари тўлиқ бир-биридан ажратилади. Марказий банкнинг интервенциялари валюта курси тебранишларини инобатга олувчи рискларни бошқариш модели натижаларига асосланган ҳолда амалга оширилади.

Марказий банкнинг валюта бозоридаги операциялари бўйича янги таҳрирдаги интервенция тактикаси ва стратегияси, Марказий банк томонидан ички валюта бозорида амалга ошириладиган интервенцияларнинг асосий тамойиллари, мақсад ва вазифалари ҳамда шакллари белгилаб беради.

Шунингдек, тижорат банкларининг миллий валюта курси шаклланишидаги фаоллиги ва “маркет-мейкер” сифатидаги аҳамияти ошириб борилади.

Хеджирлаш инструментларини такомиллаштириш ва хорижий экспертлар иштирокида маҳаллий хедж-фонд ташкил қилиш. Ички валюта бозорини янада ривожлантириш ҳамда корхоналарнинг молиявий ҳолатига валюта курси тебраниши ва ташқи шоклар таъсирини юмшатиш ва валюта рискларини хеджирлаш мақсадида янги дериватив инструментлари жорий этилади ҳамда амалдаги меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар базаси тўлиқ ҳуқуқий экспертизадан ўтказилиб, халқаро стандартларга мувофиқлаштириш чоралари кўрилади.

Бу орқали, ташқи савдо фаолияти билан шуғулланувчи тадбиркорлик субъектларига валюта курси тебраниши ва ташқи шоклар таъсирини юмшатиш ҳамда валюта рискларини хеджирлаш бўйича шарт-шароитлар яратилади.

Шу билан бирга, хеджирлаш инструментлари бозорида доимий ликвидликни таъминлаш ҳамда хеджирлаш билан боғлиқ рискларни концентрациясини олдини олиш имкониятларини яратиш мақсадида хорижий экспертлар кўмагида бозор иштирокчилари иштирокида маҳаллий хеджирлаш компанияси ташкил қилинади.

Бундан ташқари, ички валюта бозорида хеджирлаш инструментлари бўйича маркет-мейкерлик дастурлари ишлаб чиқилиб, бозорда маҳаллий хедж-фонд ҳамда тижорат банкларининг маркет-мейкер сифатидаги ролини оширишга қаратилган қулай шарт-шароитлар яратилади.

Марказий банкнинг валюта ва пул бозорида амалга оширадиган операциялари бўйича рискларни бошқариш тизимини ишлаб чиқиш. Марказий банкнинг валюта ва пул бозорида амалга оширадиган операциялари бўйича рискларни бошқариш тизимини илғор хорижий тажриба асосида ташкил этиш мақсадида Марказий банк ва Хатарларни бошқариш бўйича халқаро ишчи гуруҳи (IORWG) ўртасида ҳамкорлик алоқалари йўлга қўйилди.

Мазкур ҳамкорлик доирасида, валюта ва пул бозорида рискларни аниқлаш ва баҳолаш, умумлашган хатарлар реестрини шакллантириш ишлари ташкил қилинади ҳамда ишчи гуруҳ тавсиялари асосида рискларни бошқариш тизими ишлаб чиқилади.

Бундан ташқари, Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати операцион механизми доирасида амалга ошириладиган операциялар билан боғлиқ кредит рискин камайтириш, яъни тақдим этилган ликвидликнинг қайтарилишини кафолатлаш чоралари кўрилади.

3.2. Макроиктисодий таҳлил ва прогнозлаштириш салоҳиятини ривожлантириш йўналишлари

Мамлакатимиздаги фаол тизимли ислохотлар, рақамлаштириш жараёнларининг жадаллашуви, сунъий интеллект бўйича глобал тенденциялар, жаҳон иқтисодиётидаги юқори ноаниқлик ва хатарлар, ўзгарувчан макроиктисодий вазият Марказий банкдан самарали пул-кредит сиёсатини юритишда сифатли, тезкор таҳлил ва прогнозлар ишлаб чиқишни талаб этмоқда.

Бугунги кунга келиб, Марказий банкда прогноз ва таҳлил тизимининг (FPAS) барча асосий элементлари жорий этилган. Марказий банкнинг асосий модели чораклик прогноз модели (QPM) ҳисобланади. Шунингдек, айрим кўрсаткичларни чуқурроқ таҳлил қилиш ва прогнозлаштириш учун бир қатор йўлдош моделлар ишлаб чиқилган.

Инфляцияни прогноз қилиш учун авторегрессив интеграллаштирилган мувозанатланган ўртача (ARIMA) ва байес вектор авторегрессия (BVAR) моделлари, ЯИМни прогноз қилиш учун молиявий дастурлашга асосланган макроиктисодий модель, динамик фактор (DFM) ва аралаш частотали маълумотлар (MIDAS) моделлари қўлланилади.

Яқин ва қисқа муддатли прогнозлаштириш тизимини такомиллаштириш йўналишида

Марказий банк томонидан 2025-2026 йиллар учун “Жорий ва қисқа муддатли прогнозлаш тизимини такомиллаштириш” йўналишида ХВЖдан техник кўмак жалб қилинмоқда. Ушбу техник кўмак доирасида катта ҳажмли байес вектор авторегрессия (LBVAR) моделидан фойдаланган ҳолда макроиктисодий кўрсаткичларни жорий ва қисқа муддатли прогнозлаштириш тизими ишлаб чиқилади.

LBVAR моделини анъанавий вектор авторегрессия моделларидан устунлик томони шундаки, макроиктисодий кўрсаткичларни прогнозлаштиришда катта ҳажмдаги маълумотлардан фойдаланиш имконияти мавжудлигидир.

Бунда, юқори частотали маълумотлар эълон қилиниб борилиши билан прогноз натижалари ҳам реал вақтда янгиланади. Шунингдек, ҳар бир эълон қилинган кўрсаткичларнинг асосий прогноз кўрсаткичларига маржинал таъсирлари ҳам баҳоланади.

Жорий йилда ХВЖ техник кўмагининг дастлабки босқичида LBVAR модели синов тариқасида ишга туширилди. Бунда иқтисодий фаоллик, тўлов баланси, хомашё нархлари, ички ҳамда ҳамкор давлатлар инфляцияси, алмашув курслари, монетар кўрсаткичлар, фоиз ставкалар, ишлаб чиқариш нархлари индекси, фискал даромад ва харажатлар каби 50 га яқин ички ва ташқи макроиқтисодий кўрсаткичлардан фойдаланилди.

LBVAR моделини такомиллаштириш ишлари келгуси йилда тўлиқ якунига етказилади ва амалиётга жорий этилади. Шунингдек, юқори частотали маълумотлар эълон қилиниши билан прогнозлар янгиланиши ва уларнинг ўзгариши тўғрисида қисқача таҳлилий маълумотлар (Data Commentary) тайёрланиши йўлга қўйилади.

Инфляциянинг қисқа муддатли прогнозлари қаторини кенгайтириш доирасида машинавий ўқитиш усуллари қўллаш режалаштирилган бўлиб, ушбу ёндашув инфляциянинг қисқа муддатли прогнози аниқлигини оширишга, прогноз хатоларини камайтиришга ҳамда ўзгарувчилар ўртасидаги чизиқли бўлмаган боғлиқликларни аниқлашга ёрдам беради. Бунинг учун машинали ўқитиш алгоритмларни миллий макроиқтисодий маълумотлар базасига мослаштириш режалаштирилган.

Шу билан бирга, BVAR, ARIMA моделлари қаторига нарх динамикасини қисқа даврдаги талаб ва таклиф шокларига тез мослаштириш имконини берувчи “градиентли бустинг” моделлари жорий этилиши режалаштирилган.

Бундан ташқари, инфляцияни прогноз қилишда эҳтимол зичлиги прогнозлари (probability density forecast) усулини жорий этиш режалаштирилган. Бу усул инфляциянинг келгуси қийматини ягона рақам сифатида эмас, балки эҳтимолий тақсимот кўринишида баҳолаш имконини беради. Жорий этиш жараёнида Байес ёндашувига асосланган моделлар орқали ҳар бир прогноз горизонти бўйича эҳтимолий тақсимотлари шакллантирилади.

Иқтисодий шароитларни ҳар томонлама таҳлил қилиш заруратидан келиб чиқиб, прогноз қилиш жараёнларида босқичма-босқич йўлдош моделлар тизимини жорий этиш ва йўлга қўйиш мўлжалланмоқда. Жумладан, жорий операциялар ҳисоби таркибий қисмлари (экспорт, импорт ва пул ўтказмалари) бўйича прогноз моделларини ишлаб чиқиш, фискал сиёсатнинг макроиқтисодий кўрсаткичларга таъсирини баҳолаш моделларини қўллаш, шунингдек, фискал позиция ва фискал импульсни мунтазам ҳисоблаб бориш ҳамда фискал мультипликаторларни аниқлаб бориш мақсад қилинган.

Шунингдек, иқтисодиёт тармоқлари ўртасидаги ўзаро боғлиқликларни ҳисобга олган ҳолда ялпи ички маҳсулотнинг таклиф томондан қисқа муддатли динамик прогноз моделлар кўламини кенгайтириш режалаштирилмоқда.

Пул-кредит сиёсатида қарор қабул қилишда муҳим бўлган бошқа макроиқтисодий кўрсаткичларнинг динамикасини таҳлил қилишда қўлланиладиган эконометрик ва таркибий моделлар тўпламини кенгайтириш режалаштирилган.

Ушбу жараён доирасида прогноз аниқлигини оширишда юқори салоҳиятга эга бўлган қатор эконометрик моделлар жумладан, кенгайтирилган ва вақтлар давомида ўзгарувчан параметрли вектор авторегрессия модели, вектор хатоликни тузатиш, локал проекция ва байес усулларига асосланган моделларни ишлаб чиқиши назарда тутилган.

Турли моделлар томонидан яратилган прогнозларни бир тизимда йиғиб, улар асосида энг оптимал прогноз натижасини шакллантириш имконини берадиган интеграциялашган прогноз платформасини жорий этиш режалаштирилган. Бу тизим FPAS доирасидаги барча моделлар ўртасидаги мувофиқликни таъминлаб, қарор қабул қилиш жараёнида прогноз натижаларининг аниқлигини сезиларли даражада ошириши кутилмоқда.

Ўрта ва узоқ муддатли прогнозлаштириш тизимини такомиллаштириш йўналишида

FPAS тизими иқтисодиёт таркиби ва шароитларни тўлиқ акс эттириши учун мазкур тизим моделлари параметрларини мунтазам равишда янгилаб бориш талаб этилади. Шунинг билан бирга олган ҳолда, ХВЖ техник кўмаги ёрдамида 2025 йилда QPM модели параметрларини тўлиқ қайта кўриб чиқиш ва уларни ўзгарувчан макроиқтисодий шарт-шароитлар ҳамда иқтисодиётнинг таркибий тузилмасига қайта мослаштириш ишлари бошланган бўлиб, келгуси йилларда ҳам мазкур йўналиш бўйича ишларни давом эттириш режалаштирилмоқда.

2025 йилда Ўзбекистон иқтисодиёти учун ишлаб чиқилган динамик стохастик умумий мувозанат моделини (DSGE) такомиллаштириш ва моделдан фойдаланишни кенгайтириш бўйича ишлар амалга оширилди. Келгуси йилларда чораклик DSGE модели ишлаб чиқиши ва амалиётга жорий этилиши кўзда тутилган. Мазкур моделдан фойдаланишни кенгайтириш мақсадида модель операторларини тажриба ва кўникмаларини оширишга алоҳида эътибор қаратилади.

Тадқиқот ва таҳлилларни кучайтириш йўналишида

Янгиликлар, мақолалар ва ижтимоий тармоқлар каби манбалардан олинган матнли ахборотларни машинали ўқитиш моделлари асосида таҳлил қилиш имкониятлари ҳам ўрганилмоқда.

Бу бозор кайфиятини баҳолаш ва унинг иқтисодиётга бўлган потенциал таъсирини кенгроқ таҳлил қилишга ёрдам беради.

Кайфият таҳлили бозорнинг қарорларга бўлган муносабатини баҳолашга ва қарорларни қабул қилишда бозор кутилмаларини янада чуқурроқ тушунишга имкон яратади.

Шу билан бирга, бандлик ва иш ҳақи динамикаси каби меҳнат бозори кўрсаткичларининг инфляцияга таъсирини баҳолаш учун Филлипс эгри чизиғига асосланган моделларни жорий қилиш кўзда тутилган. Марказий банк томонидан истиқболда ушбу илғор тажрибаларни миллий иқтисодий шароитга мослаштирган ҳолда прогнозлар аниқлигини ошириш ва пул-кредит сиёсати таҳлилининг юқори самарадорлигини таъминлаш мақсад қилинган.

Шунингдек, меҳнат бозори бўйича таҳлилларни такомиллаштириш мақсадида маълумотлар сифатини ҳамда автоматлаштирилган ахборот тўплаш имкониятларини ошириш, нейтрал ишсизлик даражасини (NAIRU) баҳолаш орқали меҳнат бозоридаги тенденцияларни чуқур таҳлил қилиш йўлга қўйилади.

Кўчмас мулк бозори бўйича чуқур ва ҳар томонлама таҳлилларни кучайтириш мақсадида очик веб-ресурслардан маълумотлар йиғиш учун скриптларни янгилаш ҳамда нотурар жой объектлари бўйича маълумот йиғиш жараёнларини такомиллаштириш режалаштирилган.

Таъкидлаш керак, прогноз-таҳлилий салоҳиятни кучайтиришнинг муҳим йўналишларидан бири пул-кредит сиёсати соҳасида фундаментал илмий тадқиқотлар олиб бориш ҳисобланади. Шу муносабат билан ушбу йўналишдаги фаолиятни янада кенгайтириш режалаштирилмоқда.

Яқин истиқболда иқтисодиётда нейтрал долларлашув даражасини аниқлаш, ҳисоблаш ва баҳолаш методологиясини ишлаб чиқиш ҳамда уни мунтазам равишда янгилаб бориш, реал фоиз ставканинг нейтрал даражасини ҳисоблаш ва баҳолаш методологиясини ишлаб чиқиш, шунингдек, иқтисодиётда тўғридан-тўғри кузатиб бўлмайдиган бошқа ўзгарувчиларни (ишлаб чиқариш тафовути, мувозанатли реал алмашув курси ва ҳ.к.) мунтазам баҳолаб бориш бўйича тадқиқотлар олиб бориш назарда тутилган.

IV. ОЧИҚЛИК ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ КОММУНИКАЦИЯСИ

4.1. Пул-кредит сиёсатининг мақсади ва асосий тамойиллари

Ўзбекистон Республикаси Конституциясининг 151-моддаси билан Ўзбекистон Марказий банкининг пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш ва амалга оширишда мустақиллиги белгиланган.

Марказий банк “Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида”ги Қонунга мувофиқ, пул-кредит сиёсатини нархлар барқарорлигини таъминлаш мақсадидан келиб чиққан ҳолда ишлаб чиқади ва амалга оширади. **Нархлар барқарорлиги паст ва барқарор инфляция даражасини англатади.**

Марказий банк пул-кредит сиёсатини юритишда инфляция бўйича доимий мақсадни (таргетни) 5 фоиз этиб белгилаган ва бу мақсадга эришиш учун ўз тасарруфидаги барча инструментлардан фойдаланади ва зарур чораларни кўриб боради.

Марказий банк томонидан инфляцион таргетнинг таъминланиши аҳоли ва тадбиркорларнинг даромадлари ва жамғармаларининг харид қобилиятини сақлайди, уларга узоқ муддатли харажатларини режалаштириш имконини беради ҳамда барқарор ва инклюзив иқтисодий ўсишга қулай шароитларни яратади.

Шу билан бирга, доимий паст инфляция мамлакатга барқарор инвестициялар кириб келишига, инфляция мукофотининг камайиши эвазига фоиз ставкаларининг пасайишига, миллий валютага бўлган ишончнинг ортиши шароитида иқтисодиётнинг ташқи хатарларга таъсирчанлигининг пасайишига хизмат қилади.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки 2020 йилдан бошлаб пул-кредит сиёсатини инфляцион таргетлаш режими доирасида қуйидаги тамойиллар асосида юритмоқда:

Инфляция бўйича таргет белгиланади ва барча пул-кредит сиёсати чоралари ушбу таргетга эришишга қаратилади. Мамлакатимизда инфляциянинг таъминланиши лозим бўлган ўрта муддатли даражаси 5 фоиз этиб белгиланган. Аҳоли, хўжалик юритувчи субъектлар ва молия бозори иштирокчилари ўз фаолиятини режалаштириш ва қарорлар қабул қилишда ҳисобга олишлари учун инфляцион таргет кенг жамоатчиликка эълон қилинди.

Ушбу таргет истеъмол нархларининг йиллик ўсиш суръатини, яъни аҳоли томонидан сотиб олинadиган товар ва хизматлар нархининг 12 ой давомида умумий ўзгаришининг мақсадли даражасини белгилайди.

Марказий банк фаолиятида инфляциянинг таргет кўрсаткичига эришиш вазифаси бошқа вазифалардан устун ҳисобланади ҳамда амалга ошириладиган барча чора-тадбирлар ва пул-кредит соҳасидаги қарорлар инфляцион таргетга эришишга қаратилади.

Инфляцион таргетга эришиш иқтисодиёт субъектлари томонидан Марказий банк фаолиятини баҳолашнинг ҳамда олиб борилаётган пул-кредит сиёсатига бўлган ишонч шаклланишининг асосий мезони ҳисобланади. Шу нуқтаи назардан, макроиқтисодий соҳада қабул қилинаётган барча қарорлар инфляциянинг таргет кўрсаткичлари билан уйғун ҳолда қабул қилинишини тақозо этади.

Марказий банкнинг асосий ставкаси пул-кредит сиёсатининг асосий инструменти ҳисобланади. Асосий ставка пул-кредит сиёсатининг асосий инструменти бўлиб, инфляциянинг 5 фоизлик таргети доирасида шаклланишини таъминлаш учун зарур бўлган пул-кредит шароитларини белгилаб беради. Бунда Марказий банк асосий ставкаси иқтисодиётдаги фоиз ставкалари динамикасига ва бу орқали ички талабга таъсир кўрсатади. Ички талабни мувозанатлаштириш орқали инфляцион таргетга эришилади.

Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқаруви йиғилишлари олдиндан белгиланган график асосида йилда 8 маротаба ўтказилади.

Пул-кредит сиёсати операцион механизми Марказий банк томонидан мустақил равишда ишлаб чиқилади ва такомиллаштириб борилади. Марказий банк инфляция таргетига эришишда пул-кредит сиёсати инструментлари ва ёндашувларини мустақил танлайди.

Бунда фоиз ставкаларини бошқариш, очиқ бозор операцияларини амалга ошириш, мажбурий захиралар меъёрларини ўзгартириш ва иқтисодий шароитлардан келиб чиқиб бошқа чоралар кўрилиши мумкин. Олиб борилаётган пул-кредит сиёсатининг операцион механизми асосий ставка ва фоиз коридори асосида ишлайди.

Пул-кредит сиёсатининг операцион мақсади пул бозоридаги қисқа муддатли (*овернайт*) фоиз ставкаларини асосий ставкага яқин даражада шаклланишини таъминлаш ҳисобланади. Марказий банк пул-кредит инструментларидан фаол фойдаланган ҳолда банк тизими умумий ликвидлигини бошқаради ва бу орқали пул бозори фоиз ставкаларига таъсир кўрсатади.

Пул-кредит сиёсатига оид қарорлар кенг қамровли макроиқтисодий таҳлил ва прогнозларга асосланади. Пул-кредит сиёсати нархлар динамикасига маълум вақт оралиғида, қатор муносабатлар занжири орқали таъсир кўрсатади. Шунинг учун Марказий банк бошқаруви асосий ставка бўйича қарорларни қабул қилишда уларнинг инфляцияга ва иқтисодиётга таъсирини баҳолаш учун макроиқтисодий таҳлил ва прогнозларга асосланади.

Бугунги кунда Марказий банк макроиқтисодий прогнозларни ишлаб чиқишда, асосан, Чораклик прогнозлаш моделидан (*QPM*) фойдаланмоқда. Бундан ташқари, бир қатор эконометрик ва таркибий моделлар прогноз натижаларини таққослашда ва тадқиқотларни амалга оширишда қўлланилмоқда.

Таъкидлаш жоизки, асосий ставка бўйича қарорлар маълум даражадаги ноаниқликлар шароитида қабул қилинади. Сабаби, макроиқтисодий прогнозлар иқтисодий ривожланишнинг эҳтимолий истиқболлари, жаҳон хомашё ва молия бозорларида кутилаётган ўзгаришлар ва бошқа омиллар асосида шакллантирилади.

Шу сабабли ҳам, Марказий банк пул-кредит сиёсати бўйича қарорлар қабул қилишда омилларнинг нисбатан барқарор тенденцияларидан ва уларнинг инфляция даражасига таъсирларидан келиб чиқади. Марказий банк мамлакатдаги ва глобал иқтисодиётдаги ўзгаришлар ва ноаниқликларни инобатга олган ҳолда таҳлилий-прогноزلар салоҳиятини доимий равишда такомиллаштириб боради.

Марказий банк валюта сиёсатини эркин сузувчи валюта курси режимида амалга оширади. Эркин сузувчи валюта курси инфляцион таргетлаш доирасида самарали пул-кредит сиёсати юритишнинг зарур шартларидан ҳисобланади. Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги иштироки нейтраллик тамойилига асосланган. Яъни, Марказий банк интервенциялари йил давомида сотиб олинган олтин ҳажми доирасида амалга оширилади ва алмашув курсининг фундаментал трендига таъсир кўрсатмайди.

Сўм алмашув курси ички валюта бозоридаги хорижий валютага бўлган талаб ва таклиф мутаносиблигига нисбатан белгиланади. Марказий банк сўм алмашув курси бўйича ҳеч қандай мақсадни белгиламайди. Бозордаги талаб ва таклиф асосида эркин шаклланувчи алмашув курси ташқи хатарларнинг ички иқтисодиётга ўтишини чекловчи (*“shock absorber”*) функцияни бажаради ва макроиқтисодий барқарорликни таъминлашнинг муҳим шартларидан ҳисобланади.

Пул-кредит сиёсати шаффоф тарзда олиб борилади ва ҳар бир қарорлар кенг жамоатчиликка батафсил тушунтирилади. Инфляцион таргетлаш режимининг асосий элементларидан бири - пул-кредит сиёсати соҳасида қабул қилинаётган қарорларнинг очиқлиги ва бу борадаги шаффофликнинг таъминланиши ҳисобланади.

Пул-кредит сиёсати соҳасида қабул қилинаётган қарорларнинг кенг жамоатчиликка ўз вақтида ва тушунарли тарзда етказилиши аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмалари шаклланишида муҳим аҳамият касб этади.

Марказий банк томонидан инфляциянинг таргети доирасида шаклланишининг таъминланиши ва коммуникацион шаффофликнинг оширилиши аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг Марказий банкка бўлган ишончи ортишига ва пировардида, амалга оширилаётган пул-кредит сиёсати чоралари таъсирчанлигининг ошишига хизмат қилади.

4.2. Пул-кредит сиёсати коммуникацияси

Инфляцион таргетлаш режимида пул-кредит сиёсати коммуникацияси марказий банкнинг асосий инструментларидан бири ҳисобланади. Марказий банк самарали коммуникация сиёсатини юритиш орқали аҳоли, бизнес ва молия бозори иштирокчиларининг инфляцион кутилмаларини инфляция даражасига яқин шаклланишини таъминлашга ҳаракат қилади ва шу орқали инфляцион кутилмаларга ўз таъсирини ўтказади.

Самарали коммуникация сиёсатини юритиш орқали марказий банк фаолияти шаффофлиги таъминланади, пул-кредит сиёсатига бўлган ишонч ортади, марказий банк ҳисобдорлиги ошади ва пул-кредит сиёсати трансмиссияси яхшиланади.

Бугунги кунда, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан пул-кредит сиёсатига доир қабул қилинаётган ва режалаштирилаётган қарорлар пресс-релизлар, таҳлилий шарҳлар, пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишлари, инфографикалар ва бошқа нашрлар ҳамда мунтазам пресс-брифинглар ва медиамулоқотлар орқали кенг жамоатчиликка етказиб борилмоқда.

Жумладан, Пул-кредит сиёсатининг келгуси йилларга мўлжалланган асосий йўналишлари, Пул-кредит сиёсати шарҳлари, Пул-бозори ва ликвидлик шарҳлари, Истеъмол кайфияти шарҳлари, Бизнес кайфияти шарҳлари, Кўчмас мулк бозори таҳлиллари, Меҳнат бозори шарҳлари, Инфляцион кутилмалар ва сезилган инфляция бўйича инфографикалар, таҳлилий ва тадқиқот материаллари Марказий банкнинг алоқа каналлари орқали доимий равишда эълон қилиб борилмоқда.

Инфляцион таргетлаш режимига муваффақиятли ўтган кўплаб давлатлар пул-кредит сиёсати коммуникацияси асосан истиқболга йўналтирилган (*forward-looking approach*) бўлиб, бу аҳоли ва тадбиркорларнинг келажакдаги инфляция кутилмаларини бошқаришни назарда тутди. Марказий банк ҳам ўз нашрларида макроиқтисодий кўрсаткичлар прогнозлари ва уларга нисбатан пул-кредит сиёсатининг жавоб чоралари тўғрисидаги ахборотлар хилма-хиллигини ошириб бормоқда.

Шунингдек, Марказий банк томонидан доимий равишда бозорнинг профессионал иштирокчилари ҳамда кенг жамоатчилик билан пул-кредит сиёсати коммуникациясини яхшилаш борасидаги ишлар олиб борилмоқда.

Хусусан, Марказий банк томонидан эълон қилинаётган маълумотлар кўлами ва сифати оширилди, таргет аудитория қамровини кўпайтириш йўналишларидаги фаолияти янада кенгайтирилмоқда.

Жумладан, жорий йилда оммавий ахборот воситалари, блогерлар, молия бозорининг профессионал иштирокчилари ва бошқа таргет гуруҳлар билан доимий равишда уларни қизиқтирган турли мавзуларда давра суҳбатлари ва учрашувлар ўтказиш амалиёти йўлга қўйилди ва келгусида янада такомиллаштирилади.

Шу билан бирга, иқтисодиёт йўналишидаги олий таълим муассасалари билан пул-кредит сиёсати ва иқтисодий таҳлиллар, қўшма тадқиқотлар ўтказиш ва изланишлар олиб бориш йўналишларида тўғридан тўғри ҳамкорлик алоқалари ўрнатилган.

Хусусан, бугунги кунда олий ўқув юртларида ва бошқа таълим муассасаларида Марказий банкнинг инфляцион таргетлаш режими доирасида олиб бораётган сиёсати тўғрисида маърузалар, семинарлар, очиқ мулоқотлар ташкил этиб келинмоқда. Ушбу тадбирлар ёш мутахассисларнинг пул-кредит сиёсати соҳасидаги жорий ислохотлар бўйича билимларини оширишга хизмат қилмоқда.

Ушбу ўзгаришлар, ўз навбатида, пул-кредит сиёсати очиқлигини яхшилаб, бозор иштирокчилари ва аҳолига пул-кредит сиёсати қарорларини яхшироқ тушунишга ва қарорлар қабул қилишда ҳисобга олишга имкон яратади.

Ўз навбатида, Марказий банк томонидан чиқарилаётган турли нашрларнинг кенг жамоатчилик, бизнес вакиллари ва бозорнинг бошқа иштирокчилари учун тушунарли ҳамда осон қабул қилинадиган тилда ёзилиши самарали коммуникация сиёсатини олиб боришнинг муҳим тамойиллардан бири саналади.

Халқаро амалиётда нашрлар тушунарлилик даражасини баҳолашнинг Рудольф Флеш тушунарлилик индекси⁶ усули кенг тарқалган ва у қуйидаги кўринишга эга:

$$\text{Рудольф Флеш Индекси (РФИ)} = 206.835 - (1.015 \times \text{ASL}) - (84.6 \times \text{ASW}) \quad (1)$$

Бунда, ASL (average number of words per sentence) – бир гапдаги сўзлар сонининг ўртача миқдори; ASW (average number of syllables per word) – сўзлардаги ўртача бўғинлар сони ҳисобланади.

Юқоридаги индекс асосида Марказий банк томонидан эълон қилинаётган “Пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишлари”, “Пул-кредит сиёсати шарҳлари” ҳамда пул-кредит сиёсатига оид бошқа нашрларнинг турли таргет гуруҳлар учун тушунарлилик даражаси баҳоланади (1-жадвал).

Баҳолаш натижаларига кўра, пул-кредит сиёсатига оид аксарият нашрлар техник тилда ёзилгани маълум бўлди. Бу ўз ўрнида Марказий банкнинг эътибори кўпроқ профессионал бозор иштирокчилари ва таҳлилчиларга йўналтирилганлигидан далолат бериши мумкин.

Хусусан, 2023-2024 йиллар оралиғида Марказий банкнинг пресс-релизлари ва пул-кредит сиёсати шарҳлари тушунарлилик даражаси нисбатан мураккаблашган бўлса, 2025 йилда ушбу нашрларнинг тушунарлилик даражаси нисбатан яхшиланган. Худди шу каби, 2024 йилда пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишлари нашри тушунарлилиги ошиши кузатилган.

1-жадвал. Марказий банк нашрларининг Рудольф Флеш индекси бўйича баҳолаш натижалари

Ҳужжат/нашр	Рудольф Флеш индекси бўйича балл	Қийинлик даражаси	Мўлжалланган таргет гуруҳ
Пресс-релиз	2023-й. – 36.08 2024-й. – 29.74 2025-й. – 30.26	Қийин Ўта/жуда қийин Қийин	Профессионал иқтисодчи ва таҳлилчилар
Пул-кредит сиёсати шарҳи	2023-й. – 30.09 2024-й. – 25.89 2025-й. – 28.53	Қийин Ўта/жуда қийин Ўта/жуда қийин	Профессионал иқтисодчи ва таҳлилчилар
Пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишлари	2022-й. – 22.18 2023-й. – 19.82 2024-й. – 22.65	Ўта/жуда қийин Ўта/жуда қийин Ўта/жуда қийин	Профессионал иқтисодчи ва таҳлилчилар

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

⁶ **Рудольф Флеш тушунарлилик индекси** – берилган матнни ўқиб тушуниш қай даражада осон ёки қийин эканлигини баҳолашда фойдаланилади. Индекс 0 дан 100 гача оралиқдаги қийматларни қабул қилиб, бунда, 0-29 жуда қийин (фақат илмий даражадаги ўқувчилар учун), 30-49 қийин (олий ўқув юрти битирувчилари даражаси), 50-59 нисбатан қийин (коллеж битирувчилари), 60–69 стандарт (13-15 ёшли мактаб ўқувчилари), 70-79 анча осон (ўртача ўқувчи), 80-89 осон (сўзлашув тилида), 90-100 жуда осон (11 ёш атрофидаги болалар учун тушунарли) каби изоҳланади.

Англия Марказий банки мутахассислари томонидан амалга оширилган тадқиқот натижаларига кўра, аҳоли вакиллари марказий банк коммуникациясини бевосита тўғри қабул қилиши бирмунча қийин ҳисобланади. Бу, аксар ҳолларда, эълон қилинаётган нашрлар қийин, оддий аҳоли вакилларига тушунарли бўлмаган (*техник*) тилда ёзилиши билан изоҳланади.

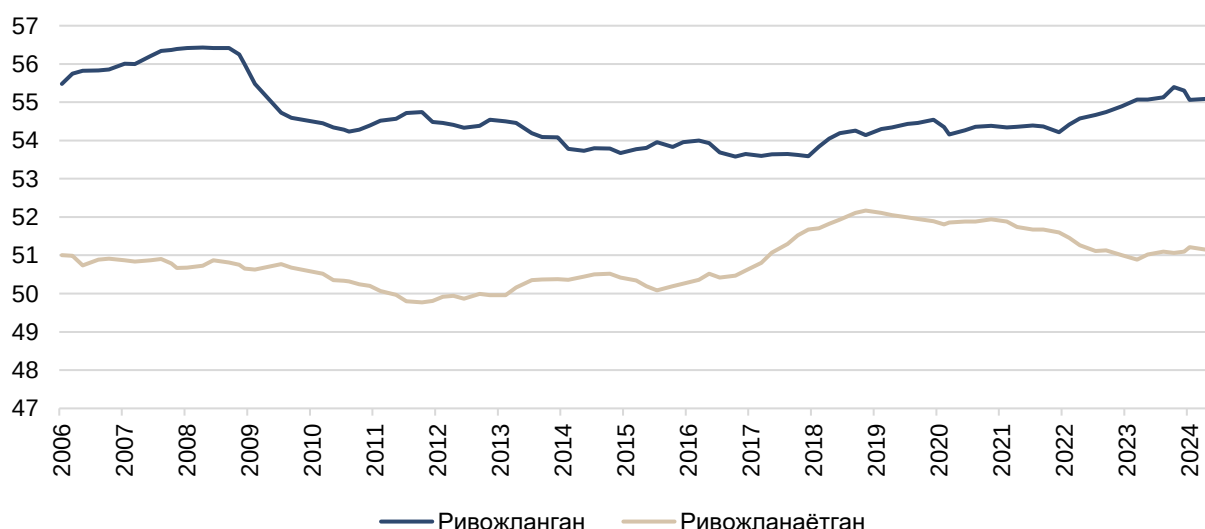
Эълон қилинаётган нашрлар ёки ахборотларнинг кенг омма томонидан тушунилмаслиги ўз ўрнида марказий банкка бўлган ишончнинг пасайишига олиб келади ва пул-кредит сиёсати самарадорлигига салбий таъсир кўрсатади⁷.

Халқаро амалиётда марказий банк томонидан эълон қилиб бориладиган нашрларнинг тушунарлилик даражаси давлатларнинг ривожланиш даражасига боғлиқ равишда ўзгариб боради. Ривожланаётган давлатларда марказий банкнинг коммуникацияси ривожланган давлатларга қараганда биров қийин тушунилади (*1-расм*).

Бу жараён давлат ривожланиши билан аҳолининг молиявий саводхонлик даражаси ортиши, молия бозорининг кенгайиши ва давлатларда турли ахборот оқимларининг сезиларли кўпайиши билан изоҳланади.

Марказий банк келгуси даврда ҳам коммуникация сиёсатини ривожлантириш, кенг жамоатчилик билан алоқаларни яхшилаш бўйича бир қанча йўналишларда фаолиятини давом эттириб боради.

1-расм. Инфляцион таргетлаш режимига ўтган давлатларда ривожланиш даражаси ва Рудольф Флеш тушунарлилик индекси ўртасидаги боғлиқлик



Манба: Халқаро валюта жамғармаси ҳисоб-китоблари

⁷ Haldane, A. et al. 2020. "The 3 E's of central bank communication with the public". Bank of England, Staff Working Paper No. 847. January.

Биринчи навбатда, Марказий банкнинг коммуникация сиёсати бўйича ўрта муддатли даврга мўлжалланган “Коммуникация стратегияси”ни ишлаб чиқиш кўзда тутилган.

Ушбу ҳужжат ўз ичига пул-кредит сиёсати коммуникациясининг асосий мақсад ва тамойилларини, коммуникация каналлари ва инструментларини, шунингдек, мақсадли аудиториялар билан ишлаш йўналишларини қамраб олади. Бунда пул-кредит сиёсати таҳлилларининг келгуси даврга қаратилишига алоҳида эътибор қаратилади.

Иккинчидан, Марказий банкнинг асосий алоқа каналлари орқали (*веб-сайт ва ижтимоий тармоқлар*) профессионал иштирокчилар ва кенг омма билан тескари алоқани йўлга қўйиш ва бу орқали уларни қизиқтирган маълумотларни бериб бориш кўзда тутилган.

Учинчидан, Марказий банкнинг пул-кредит коммуникациясини ва умуман коммуникация сиёсатини такомиллаштиришда ривожланган хорижий марказий банклар ҳамда халқаро молия институтлари билан ўзаро ҳамкорликни йўлга қўйиш ва ушбу соҳада тажриба алмашиш мақсад қилинган.

Хусусан, 2025 йил якунида Халқаро валюта жамғармасининг “Марказий банк шаффофлик кодекси” (Central bank transparency code) бўйича техник кўмак дастури жалб этилиши кўзда тутилган. Ушбу дастур доирасида Марказий банк фаолияти халқаро стандартлар асосида очиқлик, ҳисобдорлик ва ишончлилик тамойилларига мувофиқ баҳоланади.

Тўртинчидан, Марказий банкнинг асосий алоқа канали бўлган расмий веб-саҳифаси халқаро етакчи Марказий банклар тажрибасидан келиб чиқиб такомиллаштириб борилади. Бунда, асосий эътибор веб-саҳифадаги пул-кредит сиёсати бўлимини маълумотлар билан бойитиш ва пул-кредит сиёсатига доир нашрларнинг қисқача мазмунини веб-саҳифанинг ўзида жойлаштириб боришга қаратилади.

Бундан ташқари, аҳолининг пул-кредит сиёсати соҳасига доир билимларини ва молиявий саводхонлигини ошириб бориш ва уларнинг рационал қарорлар қабул қилишига кўмаклашиш мақсадида Марказий банкнинг расмий саҳифаларида мунтазам равишда турли видеороликлар, подкастлар, инфографикалар ва бошқа шу турдаги таҳлилий материаллар тайёрлаш ва эълон қилиб бориш ишлари давом эттирилади ва такомиллаштириб борилади.

ИЛОВАЛАР

1-илова

2026 йилда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йиғилишлари графиги

2026 йилда Марказий банк бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш юзасидан йиғилишлари қуйидаги график асосида ўтказилади:

28 январь;

18 март;

29 апрель;

17 июнь;

29 июль;

16 сентябрь;

28 октябрь;

16 декабрь.

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

Шунингдек, 28 январь, 29 апрель, 29 июль ва 28 октябрдаги таянч Бошқарув йиғилиши натижалари бўйича Марказий банк раҳбарияти иштирокида матбуот анжумани ўтказилади ва “Пул-кредит сиёсати шарҳи” эълон қилинади.

**Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул-кредит сиёсатида оид
нашрларининг 2026 йилга мўлжалланган тақвими**

Нашрлар номи	Даврийлиги	Эълон қилиш муддатлари
Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқаруви қарори пресс-релизи	йилда 8 марта	Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқарувининг йиғилишларидан сўнг: 28 январь; 18 март; 29 апрель; 17 июнь; 29 июль; 16 сентябрь; 28 октябрь; 16 декабрь.
Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқаруви қарори юзасидан ташкил этилган матбуот анжуманидаги презентация ва Марказий банк раиси маърузаси	йилда 4 марта	Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқарувининг таянч йиғилишларидан сўнг 3 кун ичида: 31 январгача; 2 майгача; 30 июлгача; 29 октябргача.
Пул-кредит сиёсати шарҳи	чораклик	Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқарувининг таянч йиғилишларидан сўнг 20 кун ичида: 15 февралгача; 15 майгача; 15 августгача; 15 ноябргача.
Пул-кредит сиёсатининг 2027 йил ва 2028-2029 йилларга мўлжалланган асосий йўналишларининг концептуал лойиҳаси	йиллик	Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқарувининг сўнгги таянч йиғилишидан сўнг 1 ҳафта ичида: 4 ноябргача.
Пул бозори ва ликвидлик шарҳи	чораклик	Ҳар чоракдан кейинги ойнинг иккинчи ярмида: январь; апрель; июль; октябрь.

Инфляцион кутилмалар ва сезилган инфляция бўйича инфографикалар	ойлик	Тегишли ой учун кейинги ойнинг биринчи ярмида
Истеъмол кайфияти шарҳи	чораклик	Қуйидаги ойларнинг иккинчи ярмида: февраль; май; август; ноябрь.
Бизнес кайфияти шарҳи	чораклик	Қуйидаги ойларнинг иккинчи ярмида: февраль; май; август; ноябрь.
Кўчмас мулк бозори таҳлили	чораклик	Ҳар чорақдан кейинги ойнинг иккинчи ярмида: январь; апрель; июль; октябрь.
Меҳнат бозори шарҳи	чораклик	Ҳар чорақдан кейинги ойнинг иккинчи ярмида: январь; апрель; июль; октябрь.

Даромад гуруҳлари бўйича истеъмол таркибининг сезилган инфляцияни шакллантиришдаги роли

Инфляция кўрсаткичи иқтисодиётдаги ўртача нархлар ўзгаришини акс эттиргани билан, у аҳоли томонидан сезилган инфляциядан фарқ қилади. Бу тафовут истеъмолчиларнинг шахсий истеъмол савати, чекланган диққат-эътибори ва нархлар ўзгаришига асимметрик реакцияси каби омиллар натижасида юзага келади.

Истеъмолчилар инфляцияни баҳолашда нархлар статистикасида фойдаланиладиган кенг қамровли истеъмол саватига эмас, балки ўзлари учун энг муҳим бўлган ва эътиборни тортувчи товарларнинг чекланган рўйхатига таянади. Масалан, АҚШда истеъмолчиларнинг инфляцион кутилмаларига энг катта таъсирни умумий овқатланиш, янги автомобиллар ва уй-жой нархлари кўрсатса⁸, Россияда бундай товарлар қаторига тез-тез харид қилинадиган озиқ-овқат маҳсулотлари ва дори воситалари киради⁹. Польшада эса аҳоли ўз фикрини шакллантиришда озиқ-овқат, коммунал хизматлар ва кийим-кечак каби санокли гуруҳларга асосланади¹⁰.

Шунингдек, бир қанча тадқиқотларда нархлар ўсиши аҳолига нархлар пасайишидан кўра тезроқ ва кучлироқ таъсирга эгаллиги қайд этилган. Хусусан, эътибор истеъмол саватидаги айнан нархи ошган товар ва хизматларга қаратилгани боис ҳам сезилган инфляция умумий инфляция даражасидан юқорироқ шаклланади. Инфляция ошганда аҳолининг уни сезиши дарҳол ортади, лекин инфляция пасайганда унинг сезилган даражаси мослашиши анча секинроқ кечади. Шу билан бирга, истеъмолчилар нархлардаги кичик ўзгаришларни эътиборсиз қолдириб, фақат сезиларли ўзгаришларга реакция билдиради. Бундай рационал эътиборсизлик ҳар бир кичик ўзгаришни кузатиб бориш ва таҳлил қилиш вақт ва ақлий ресурс талаб қилиши билан тушунтирилади³.

Инфляцияни ҳис қилиш умумий иқтисодий шароит ва истеъмолчининг шахсий ҳолатига қараб ҳам фарқланади. Юқори инфляция шароитида аҳолининг унга бўлган эътибори кескин ортса, инфляция паст бўлган даврларда кўпчилик унга эътибор бермайди. Шунингдек, ёши, даромади, яшаш ҳудуди, маълумот даражасига қараб ҳам истеъмолчиларнинг сезилган инфляцияси фарқ қилади.

Ушбу ўзига хосликларни ўрганиш самарали пул-кредит сиёсатини юритишда муҳим ҳисобланади, чунки агар аҳолининг катта қисми расмий кўрсаткичдан юқорироқ инфляцияни ҳис қилса, бу уларнинг кутилмаларига салбий таъсир қилиши ва инфляцияни жиловлашни қийинлаштириши мумкин.

⁸ Campos, Chris, Michael McMain, and Mathieu Pedemonte. 2022. "Understanding Which Prices Affect Inflation Expectations." Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary 2022-06.

⁹ Грищенко В., Кадрева О., Поршаков А., Чернядьев Д. "Оценка заякоренности инфляционных ожиданий для России." Аналитическая записка. Банк России, июль 2022.

¹⁰ Ewa Stanisławska, 2019. "Consumers' perception of inflation in inflationary and deflationary environment," NBP Working Papers 301, Narodowy Bank Polski.

Умумий ва сезилган инфляция орасидаги тафовутни ўрганишда аҳоли гуруҳларининг даромадлари кесимида таҳлил қилиш муҳим. Чунки аҳолининг истеъмол харажатлари таркиби уларнинг даромад даражасига бевосита боғлиқ ҳолда шаклланади. Кам даромадли аҳоли ўз бюджетининг салмоқли қисмини бирламчи эҳтиёжлар, хусусан, озиқ-овқат, коммунал хизматлар ва транспорт харажатларига ажратади. Юқори даромадли аҳолининг истеъмол саватида эса бундай харажатларнинг улуши камроқ бўлиб, унда хизматлар, маданий ҳордиқ ва бошқа иккинчи даражали товарлар кўпроқ вазнга эга бўлади.

Мисол учун, бир йил давомида озиқ-овқат нархлари 15 фоизга, бошқа барча товар ва хизматлар эса 5 фоизга ошса, инфляция, яъни ўртача кўрсаткич, тахминан 9,5 фоиз атрофида шаклланиши мумкин. Бироқ бу ҳолатда:

- **Кам даромадли оила** учун харажатларининг асосий қисмини ташкил этувчи озиқ-овқат маҳсулотларининг 15 фоизга қимматлашиши оиланинг умумий харажатларига сезиларли таъсир қилади ва улар учун сезилган инфляция 15 фоиздан юқори шаклланиши мумкин.

- **Юқори даромадли оила** учун ноозиқ-овқат ва хизматлар вазни юқорилиги ҳисобига ушбу таъсир камроқ бўлиб, улар сезадиган инфляция 6-7 фоиз атрофида шаклланиши мумкин.

Натижада, расмий статистика ва аҳолининг турли қатламлари ҳис қилаётган инфляция ўртасида тафовут юзага келади.

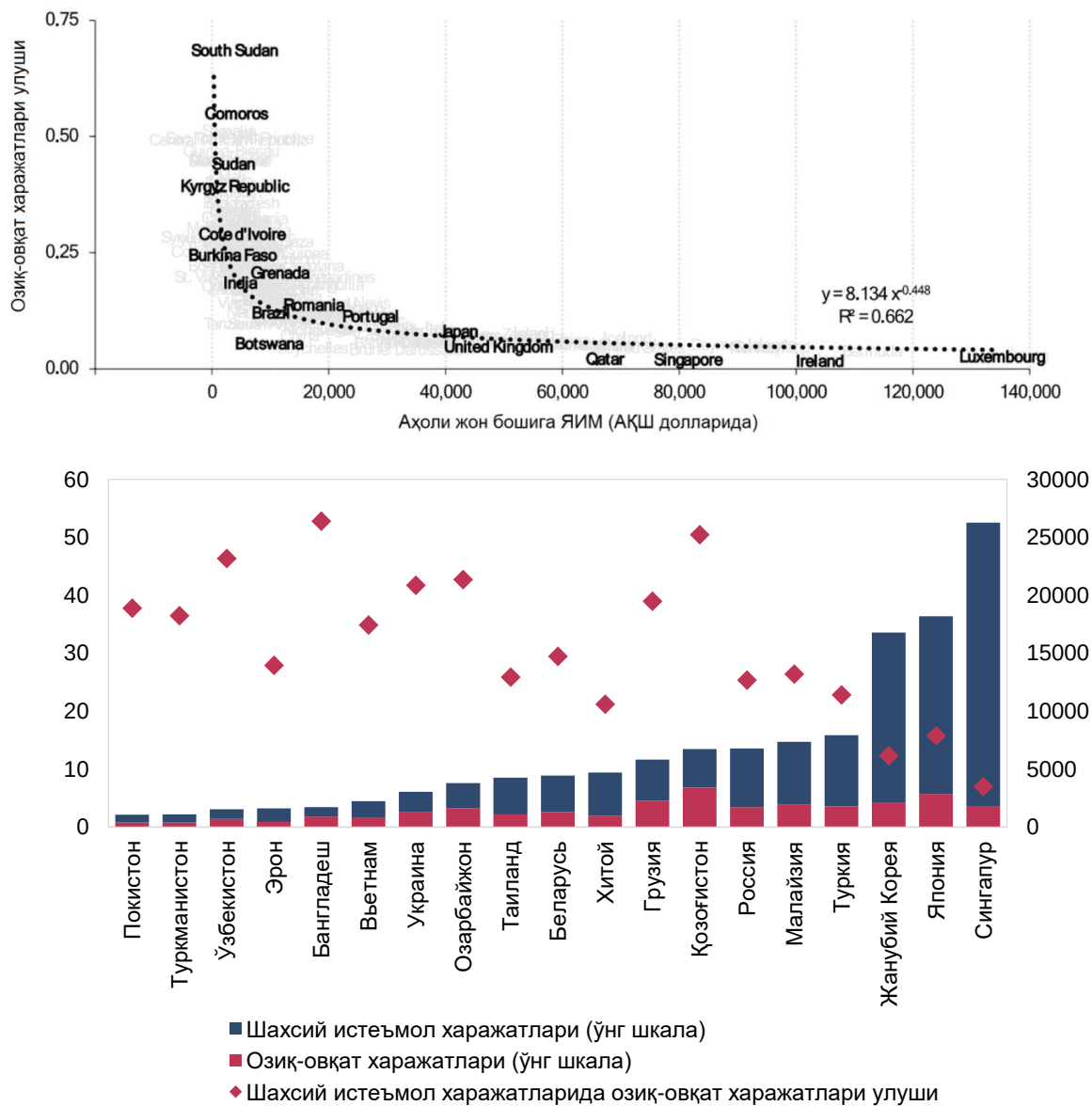
Иқтисодиёт назариясида “**Энгель қонуни**” деб номланган боғлиқлик мавжуд бўлиб, унга кўра даромад ортгани сари озиқ-овқат каби биринчи даражали эҳтиёжларга сарфланадиган харажатлар улуши камайиб боради. Ушбу қонуниятнинг глобал миқёсда қай даражада амал қилишини баҳолаш бўйича бир қатор эмпирик тадқиқотлар ўтказилган. Хусусан, Savant Nzayiramyа ва бошқалар (2025) томонидан амалга оширилган тадқиқотда бир нечта муҳим хулосалар тақдим этилган:

Биринчидан, мамлакатнинг иқтисодий ривожланиш даражаси (ЯИМ) қанча юқори бўлса, аҳоли истеъмол харажатлари таркибида озиқ-овқат маҳсулотларининг улуши шунча камроқ бўлади. Таҳлил натижаларига кўра, аҳоли жон бошига нисбатан ЯИМ 1 фоизга ошганда, озиқ-овқат харажатлари улуши ўртача 0,448 фоизга камаёди (*1-расм*).

Иккинчидан, кам даромадли мамлакатлар аҳолиси харажатларида озиқ-овқат улуши ўртача 40 фоиздан юқори бўлса, ривожланган мамлакатларда бу кўрсаткич 10 фоиздан ҳам камроқни ташкил этади. Маржинал харажатлар улуши ҳам бу фарқни яққолроқ кўрсатади. Кам даромадли мамлакатлардаги аҳоли қўшимча даромадининг 42 фоизини яна озиқ-овқатга сарфлашга мажбур бўлса, юқори даромадли мамлакатларда қўшимча даромаднинг 5 фоизи озиқ-овқатга йўналтирилади. Бу ривожланган мамлакатлар аҳолиси озиқ-овқатга бўлган асосий эҳтиёжини қондириб бўлганидан ва янги даромадини турмуш сифатини оширишга қаратилган соҳаларга йўналтириш имкониятига эга эканидан далолат беради.

Учинчидан, озиқ-овқат харажатлари улушининг юқорилиги аҳолини нарх ва даромад шоклари олдида ўта заиф қилиб қўяди. Харажатлари таркибида озиқ-овқат маҳсулотлари катта ўрин эгаллайдиган оилалар учун ушбу маҳсулотлар нархларининг кескин ўсиши ёки даромаднинг камайиши жиддий ижтимоий оқибатларга олиб келиши мумкин.

1-расм. Мамлакатлар бўйича озиқ-овқат харажатлари улушининг аҳоли жон бошига ЯИМга боғлиқлиги



Манба: 1. Nzayiramy, S., Muhammad, A. & Baffoe-Bonnie, A. A global assessment of food and non-food spending: evidence from 173 countries and implications for food security. *Agriculture & Food Security* 14, 20 (2025).

2. USDA Economic Research Service (ERS). Data on Expenditures on Food and Alcoholic Beverages in Selected Countries, 2019-2023

Тадқиқотда, шунингдек, истеъмол харажатларининг нархлар ўзгаришига нисбатан эластиклиги ҳам ўрганилган. Нарх ўзгаришларига сезувчанлик мамлакатнинг даромад даражасига бевосита боғлиқ бўлиб, кам даромадли мамлакатларда нарх эластиклиги тахминан -0.70 ни ташкил этади, юқори даромадли мамлакатларда эса бу кўрсаткич -0.30 атрофида.

Бу ўз ўрнида, кам даромадли мамлакатларда озиқ-овқат нархи 10 фоизга ошса, аҳоли истеъмоли 7 фоизга қисқартиришга мажбур бўлади. Юқори даромадли мамлакатларда эса истеъмол атиги 3 фоизга камаяди. Демак, озиқ-овқат инфляцияси кам даромадли мамлакатлар аҳолисига анча кучлироқ таъсир кўрсатади.

Бу ҳолатда ҳақли савол туғилади: нега кам даромадли аҳоли учун озиқ-овқат маҳсулотлари ҳаётий зарур бўлса-да, улар нарх ошишига истеъмоли кескин қисқартириш билан жавоб беради?

Бунинг асосий сабаби – икки гуруҳнинг молиявий имкониятлари ва бюджетлари таркибидаги кескин фарқда. Юқори даромадли аҳоли нарх ўсишини иккинчи даражали харажатлар — умумий овқатланиш, кўнгилочар тадбирлар ёки саёҳатларни қисқартириш ҳисобига компенсация қила олади. Кам таъминланган аҳоли бюджетида эса бундай имконият мавжуд эмас, уларнинг деярли бутун даромади бирламчи эҳтиёжларга йўналтирилади. Шу сабабли, озиқ-овқат қимматлашганда, уларнинг истеъмол ҳажмини камайтиришдан бошқа чораси қолмайди.

Бундан ташқари, юқори даромадлилар қимматлашган маҳсулот ўрнига муқобил товарларни танлаш имкониятига эга бўлса, кам даромадлилар, аксинча, юқори эҳтимол билан энг арзон маҳсулотлар сегментида бўлади. Бу сегментда нархлар ошганда, ундан ҳам арзонроқ муқобил деярли топилмайди ва ягона ечим – истеъмол миқдорини камайтириш бўлиб қолади.

Юқоридаги каби фарқларнинг Ўзбекистон мисолида қандай намоён бўлишини таҳлил қилиш учун, аҳолининг **истеъмол кайфиятини ўрганиш сўровномаси** натижалари 2024-2025 йиллар маълумотлари асосида таҳлил қилинди (2-расм).

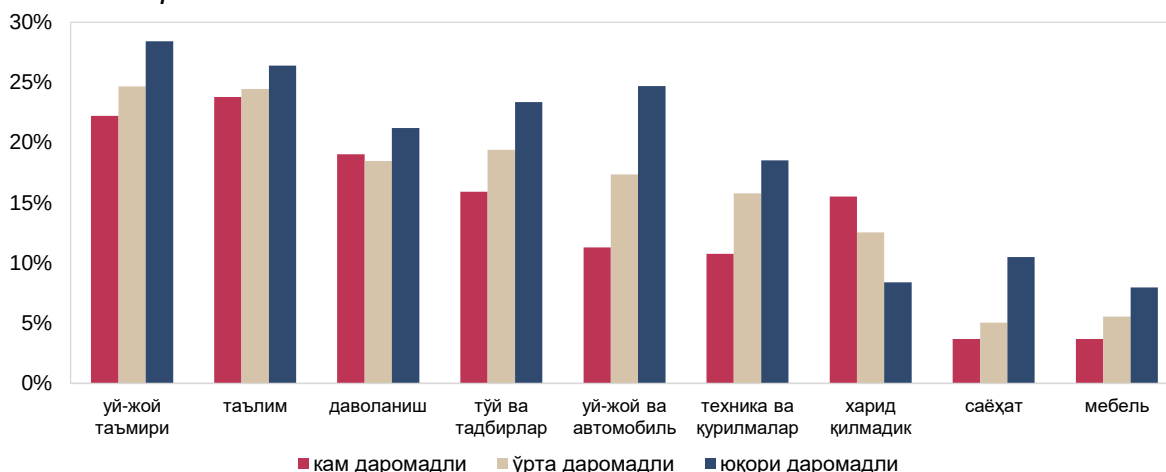
Бунда ҳар бир даромад гуруҳи доирасида муайян турдаги йирик харидни амалга оширган респондентлар улуши ҳисоблаб чиқилди ва ҳар бир харид турини танлаганлар сони тегишли даромад гуруҳидаги умумий қатнашчилар сонига бўлинди. Респондентлар бир вақтнинг ўзида бир нечта жавоб вариантини танлаш имкониятига эга бўлганлиги сабабли, ҳар бир гуруҳ учун жами улушлар йиғиндиси 100 фоиздан ошади. Таҳлил учун респондентлар оилавий даромадларига кўра уч гуруҳга ажратилди:

- **кам даромадлилар:** оилавий даромади ойига 5 млн сўмдан кам бўлганлар;
- **ўрта даромадлилар:** 5 млн сўмдан 10 млн сўмгача бўлганлар;
- **юқори даромадлилар:** 10 млн сўмдан юқори бўлганлар.

Жавоблар улуши таҳлили даромад гуруҳлари харидларида сезиларли тафовут мавжудлигини кўрсатди. Хусусан, кам даромадли аҳолининг 16 фоизи сўнгги ойларда ҳеч қандай катта харажат қила олмаганини билдирган бўлса, юқори даромадлиларда эса бу кўрсаткич икки барабар камлиги (8 фоиз) кузатилди. Бу кам даромадли қатлам даромадларини асосан кундалик эҳтиёжларга йўналтирганини кўрсатади.

Аксинча, юқори даромадлиларнинг харажатлари активларни кўпайтириш ва турмуш сифатини яхшилашга йўналтирилганлигини кўриш мумкин. Хусусан, энг катта тафовут уй-жой ва автомобиль (25 фоиз) каби капитал активларга қилинган сармояларда кўзга ташланади. Бу борада уларнинг имконияти кам даромадлиларга (11 фоиз) нисбатан икки барабар кўпроқдир.

2-расм. Даромад гуруҳлари бўйича йирик харидлар таркиби, жамига нисбатан фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Бундан ташқари, саёҳат (10 фоиз) каби харажатлар уларнинг истеъмол саватида муҳим ўрин тутди ва бу кўрсаткич кам даромадлиларга қараганда (4 фоиз) сезиларли даражада юқоридир. Шу билан бирга, уй-жой таъмири (28 фоиз) ҳамда тўй ва тадбирлар (23 фоиз) каби харажатларнинг ҳам улуши сезиларли даражада юқорилиги уларнинг турмуш даражасидаги фарқни яққол кўрсатиб беради.

Шу билан бирга, айрим йирик харажатлар даромад даражасидан қатъи назар барча учун бирдек муҳим эканини кўриш мумкин. Таълим (24-26 фоиз) ва даволаниш (18-21 фоиз) харажатларининг барча гуруҳларда деярли бир хил юқори улушга эга эканлиги қайд этилди.

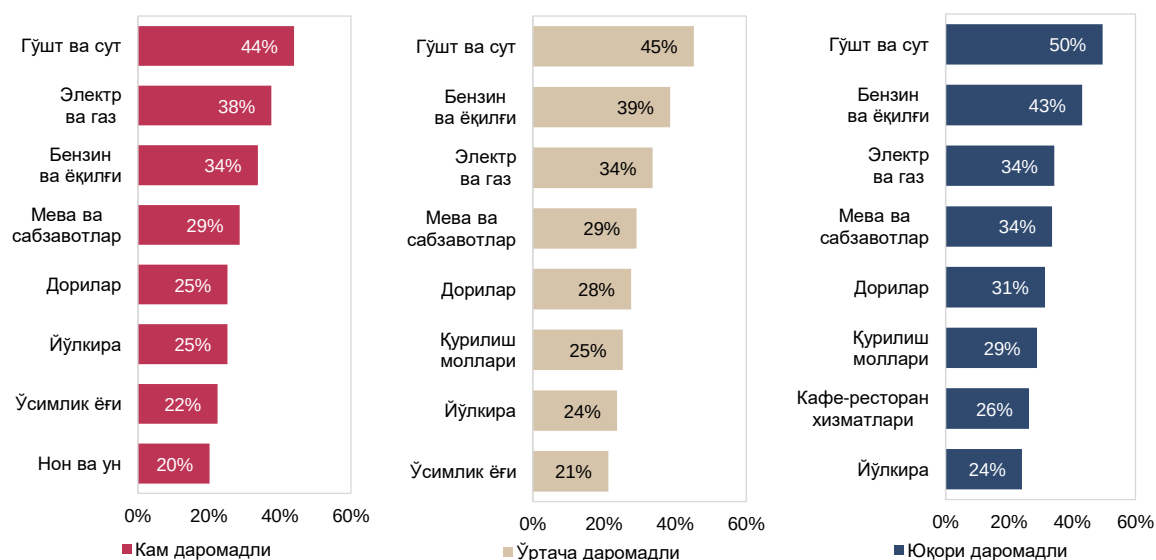
Истеъмол харажатларидаги бундай тафовутлар, ўз навбатида, аҳолининг нарх ўзгаришларига нисбатан сезувчанлигини ҳам белгилаб беради. Истеъмол савати турлича бўлган гуруҳлар инфляцияни ҳам турлича ҳис қилишини аниқлаш учун, **инфляцион кутилмалар сўровномасининг 2023-2025 йилги натижалари турли даромад гуруҳлари кесимида таҳлил қилинди (3-расм).**

Аввалги сўровномадан фарқли равишда, ушбу сўровномада респондентларнинг даромади ҳақидаги савол уларнинг оилавий эмас, балки шахсий даромадини назарда тутишдан келиб чиқиб, таҳлил учун қуйидаги гуруҳлар белгилаб олинди:

- **кам даромадлилар:** ойлик шахсий даромади 3 млн сўмгача;
- **ўрта даромадлилар:** 3 млн сўмдан 7 млн сўмгача;
- **юқори даромадлилар:** 7 млн сўмдан юқори бўлганлар.

Натижаларга кўра, кам даромадли аҳолининг инфляцияни сезиши, биринчи навбатда, бирламчи эҳтиёждаги товар ва хизматлар билан боғлиқдир. Улар учун озиқ-овқатдан кейинги инфляциянинг энг сезиларли драйвери бу — коммунал хизматлардир. Кам даромадли гуруҳ респондентларнинг 38 фоизи электр ва газ нархлари ошганини қайд этган бўлиб, бу кўрсаткич бошқа даромад гуруҳларига нисбатан юқоридир. Шунингдек, гўшт ва сут (44 фоиз) каби барча учун муҳим бўлган товарлар қаторида ўсимлик ёғи (22 фоиз) ва нон (20 фоиз) каби энг арзон калория манбаларининг қимматлашиши ҳам нисбатан кўпроқ сезилган.

3-расм. Аҳоли даромад гуруҳлари томонидан нарх ўсиши қайд этилган товар ва хизматлар, жамига нисбатан фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

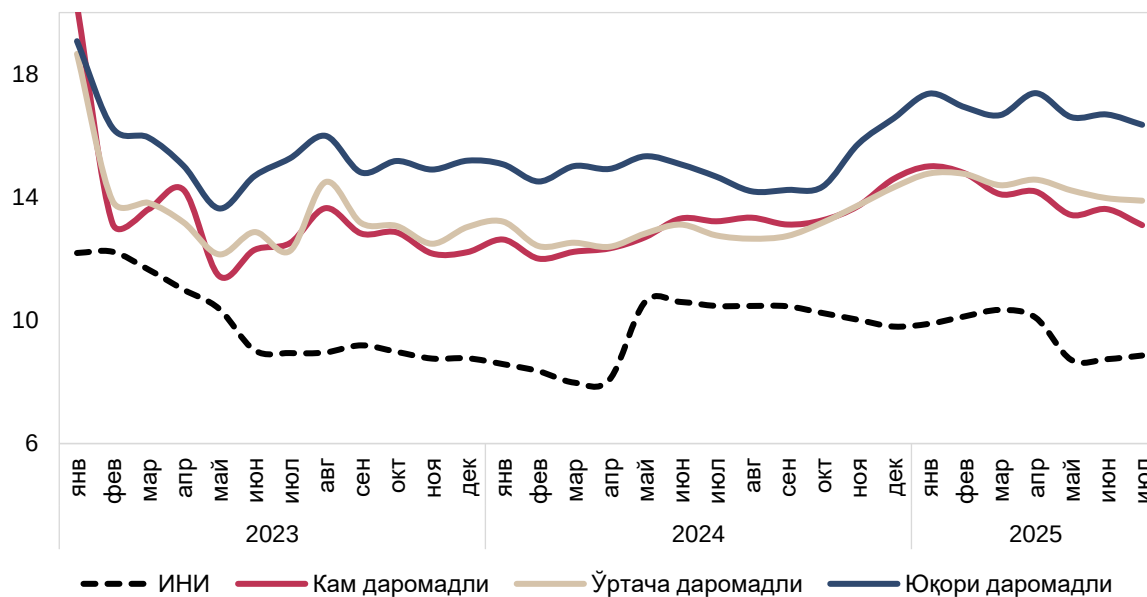
Юқори даромадлиларнинг инфляцияни сезиши кўпроқ шахсий транспорт харажатлари билан боғлиқ бўлиб, респондентларнинг 43 фоизи айнан бензин нархи ошганини таъкидлаган. Бу кўрсаткич кам даромадли гуруҳниқидан (34 фоиз) сезиларли даражада юқори.

Бундан ташқари, уларнинг ресторан ва кафелар (26 фоиз), дорилар (31 фоиз) ҳамда қурилиш моллари (29 фоиз) нархи ошишини бошқаларга нисбатан кўпроқ сезганларини кўриш мумкин.

4-расмда даромад гуруҳлари бўйича аҳоли томонидан сезилган инфляция ва умумий инфляция динамикаси келтирилган. Графикдан кўриниб турибдики, барча даромад гуруҳлари учун сезилган инфляция умумий инфляция кўрсаткичидан доимий равишда юқори даражада шаклланган. Шу билан бирга, энг юқори сезилган инфляция юқори даромадли аҳоли гуруҳида кузатилган.

Бу улар истеъмол қилаётган товар ва хизматларнинг сифати, тури ва бозор сегментига боғлиқ бўлиши мумкин. Юқори ва кам даромадли гуруҳлар бир хил номдаги маҳсулотнинг мутлақо бошқа турларини истеъмол қилади. Масалан, озиқ-овқат ва дори-дармонлар борасида юқори даромадли аҳоли кўпинча юқори сифатли, импорт қилинган ёки бренд остидаги маҳсулотларни танлайди. Бу сегментдаги товарларнинг нархи эса арзон муқобилларига нисбатан тезроқ ва кескинроқ ўзгариб туради.

4-расм. Аҳоли даромад гуруҳлари томонидан сезилган инфляция динамикаси, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Худди шундай, йўлқира кам даромадли аҳоли учун кўпинча барқарор нархдаги жамоат транспортини англатса, юқори даромадлилар учун нархи динамик ўзгариб турувчи такси хизматларини билдиради. Уй-жой ва ижара бозорида ҳам улар марказий ҳудудлардаги нисбатан қимматроқ ва нархи тез ўсувчи уй-жойларни кўпроқ танлашади.

Бу ҳолат сезилган инфляция нафақат товарлар гуруҳига, балки шу гуруҳ ичидаги маҳсулот сифати ва турига ҳам боғлиқ бўлиши мумкинлигини англатади.

Муомаладаги нақд пулларни прогноз қилиш: ARIMA модели

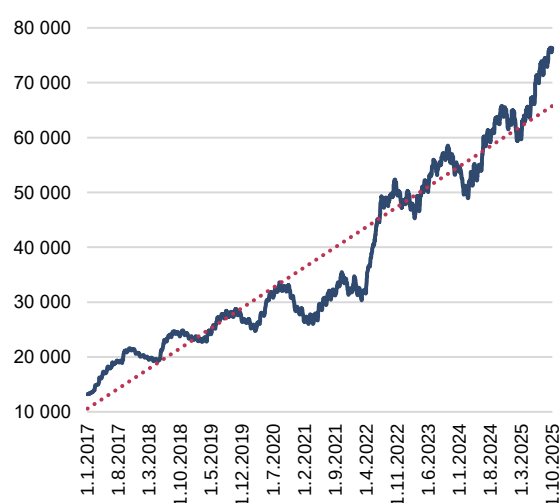
Муомаладаги нақд пуллар¹¹ банк тизими ликвидлигига таъсир кўрсатувчи энг асосий ва ўзгарувчан автоном омиллардан бири ҳисобланади. Муомаладаги нақд пуллар ҳажмининг ўзгариши тижорат банкларининг Марказий банкдаги вакиллик ҳисобварақларига бевосита таъсир кўрсатади. Муомаладаги нақд пулларнинг кўпайиши банк тизими ликвидлигини камайтирса, аксинча, муомаладаги нақд пулларнинг камайиши оширувчи таъсир кўрсатади. Шу сабабли, муомаладаги нақд пулларни прогноз қилиш марказий банкка ликвидликни бошқариш операциялари ҳажмини аниқлашга ва банк тизими ликвидлигини самарали тартибга солишга имкон беради.

Ўрта ва узоқ муддатли даврда нақд пулга бўлган талаб бир қатор, жумладан, ЯИМ ҳажми ортиши, инфляция даражаси, иқтисодиётдаги фоиз ставкалар ва тўлов тизимларининг ривожланиши каби омиллар ҳисобига шаклланади. Иқтисодиётнинг ўсиши билан товарлар ва хизматлар таклифининг кўпайиб бориши ҳисобига унга мос равишда муомаладаги нақд пулларга бўлган талаб ҳам ортиб боради (1-расм). Қисқа муддатли даврда эса нақд пулга бўлган талаб, асосан, мавсумий омиллар ҳисобига шаклланади ва **мавсумийлик характери юқори** ҳисобланади (2-расм).

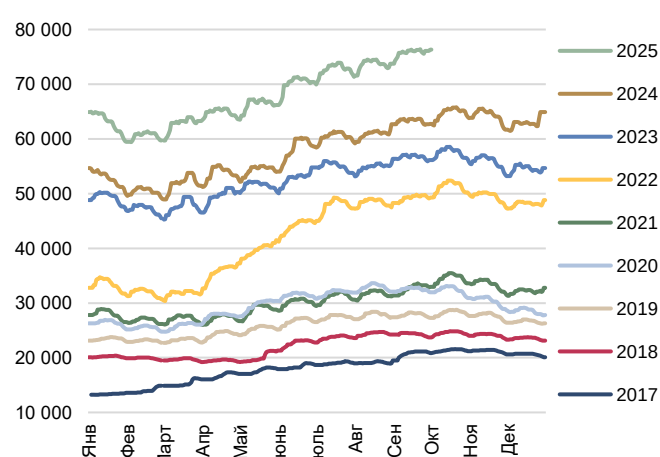
Марказий банкнинг пул-кредит операциялари асосан қисқа муддатли даврда ликвидликни тартибга солишга қаратилганидан келиб чиқиб, марказий банк нақд пулни асосан қисқа муддатли давр (1-1,5 ой) учун прогноз қилади.

Халқаро амалиётда муомаладаги нақд пулларни прогноз қилишда асосан 2 хил эконометрик усуллар – **таркибий вақт қатори (Structural Time Series)** ва **ARIMA** моделларидан фойдаланилади.

1-расм. Муомаладаги нақд пуллар, млрд сўмда



2-расм. Йиллар кесимида муомаладаги нақд пуллар, млрд сўмда



Манба: Марказий банк маълумотлари

¹¹ Муомаладаги нақд пуллар тушунчаси- Марказий банк томонидан муомаладаги ва тижорат банкларидаги нақд пулларни қамраб олади.

Таркибий вақт қаторлари моделида кўрсаткичлар Калман фильтри ёрдамида тренд, мавсумий ва ноодатий компонентларга ажратилади ва прогноз қилинади.

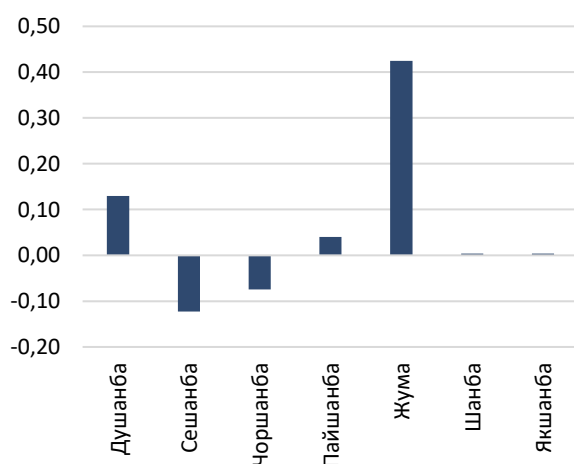
ARIMA моделида эса прогноз ўзгарувчининг турли мавсумийлик ва календарь таъсирларини ўзида акс эттирувчи шартли ўзгарувчилар (“dummy variables”) киритиш орқали амалга оширилади.

Марказий банк нақд пулни прогноз қилишда кўплаб марказий банклар (Англия, Франция, Чехия, Полша, Қатар, Европа марказий банки ва бошқалар) орасида кенг тарқалган ARIMA эконометрик моделидан фойдаланади. ARIMA модели ўз ўрнида 3 қисмдан – AR (auto regressive – авто регрессия), I (integrated - интеграциялаш), MA (moving average – ўртача ҳаракатланиш) – қисмларидан ташкил топган.

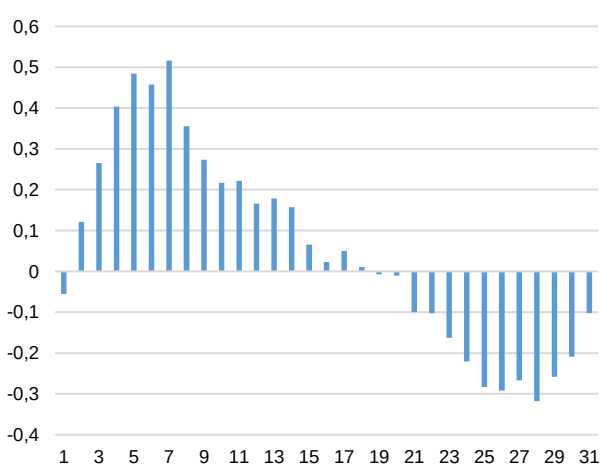
Моделнинг авто регрессия (AR) қисми келгуси даврни олдинги даврларнинг функцияси сифатида баҳолаб прогноз қилади. Ўртача ҳаракатланиш (MA) қисми прогнозга доимий шокларнинг таъсирини баҳолашга ва доимий ошиб боришини қамраб олишга имкон беради. Интеграциялаш (I) қисми эса берилган маълумотларни ностатционар шаклдан статционар¹² шаклга ўтказиш учун керак бўладиган трансформациялар сонини англатади.

Биринчи босқичда маълумотлар қатори ностатционар кўринишдан стационар кўринишга логарифмик функциядан фойдаланган ҳолда трансформация қилинади. Жорий трансформация маълумотлар қаторидаги фоиз ўзгаришларга эътибор қаратиш ва шундан келиб чиқиб, кейинги давр учун прогнозларни амалга ошириш имконини беради.

3-расм. Муомаладаги нақд пуллардаги ҳафталик мавсумийлик, ўртача ўзгариш, фоизда



4-расм. Муомаладаги нақд пуллардаги ойлик мавсумийлик, ўртача ўзгариш, фоизда



Манба: Марказий банк маълумотлари

¹² Маълумотлар қаторида вақт ўтиши билан ўртача қиймат ва вариация кўрсаткичлари ўзгарса маълумотлар қатори ностатционар ҳисобланади. Кўплаб эконометрик моделларда дастлабки маълумотлар (мисол учун, муомаладаги нақд пуллар, ЯИМ) ностатционар кўринишда бўлади ва прогноз жараёнида статционар кўринишга келтирилади.

Ҳафта давомидаги мавсумийлик омиллари – муомаладаги нақд пулларнинг ҳафта кунлари давомидаги ўзгаришлари мавсумийлигидан келиб чиқиб баҳоланади. Одатда ҳафтанинг душанба ва жума кунлари муомаладаги нақд пулларнинг сезиларли ортиши кузатилади, сешанба ва чоршанба кунлари эса камаяди. Жума куни нақд пулларнинг ошиши дам олиш кунлари олдидан аҳоли ечиб олиши учун банкоматларнинг нақд пул билан тўлдирилиши билан изоҳланса, сешанба ва чоршанба кунлардаги камайиш нақд пулдаги савдо тушумларининг банк кассаларига топширилиши билан изоҳланади (3-расм).

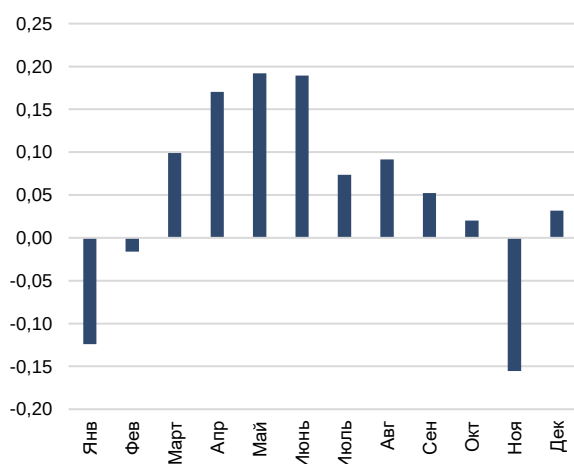
Ой давомидаги мавсумий омиллари – муомаладаги нақд пулларнинг ой давомидаги ўзгаришлари мавсумийлигидан келиб чиқиб баҳоланади. Ойнинг биринчи ярмида иш ҳақи ва пенсия тўловлари ва бошқа бюджет харажатлари молиялаштирилиши ҳисобига муомаладаги нақд пуллар ҳажмининг ортиши кузатилса, ойнинг иккинчи ярмида солиқ тўловлари ва бошқа мажбурий тўловларнинг амалга оширилиши ҳисобига муомаладаги нақд пуллар камаяди (4-расм). Муомаладаги нақд пуллар ҳажмининг ой давомидаги ўзгаришлари қуйидаги тригонометрик функциялар орқали ифодаланади:

$$d_t = \sum_{n=1}^p (a_n \cos \frac{2\pi n m_t}{M_t} + b_n \sin \frac{2\pi n m_t}{M_t}) \quad (1)$$

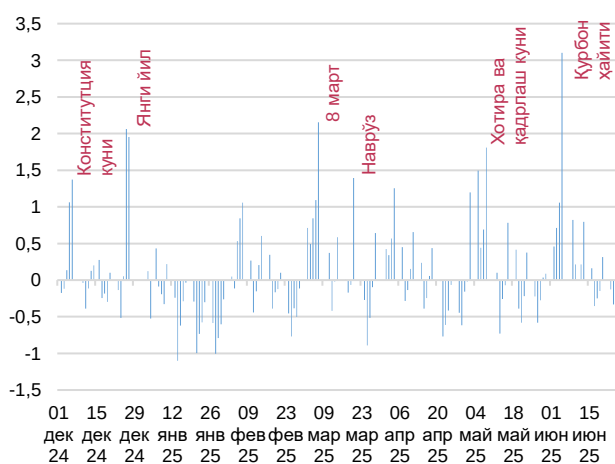
Бунда, d_t – детерминистик мавсумий компонент, p – модель қамраб олган максимал частоталар сони, m_t – ойдаги ҳафта куни (1-31 гача), M_t – берилган ойдаги умумий кунлар сони, n – ой ичидаги таъсирни моделлаштиришда қўлланиладиган турли частоталар сони, a_n, b_n – коэффициентлар.

Йил давомидаги мавсумийлик омиллари – муомаладаги нақд пулларнинг ойлар кесимидаги ўзгаришларидан келиб чиқиб баҳоланади. Асосан II-III чорақларда муомаладаги нақд пулларнинг ортиши ҳамда қолган чорақларда қисқариши кузатилади ва бу аҳоли харид фаоллигининг айнан ушбу даврда сезиларли ортиши билан изоҳланади (5-расм).

5-расм. Муомаладаги нақд пуллардаги йиллик мавсумийлик, ўртача ўзгариш, фоизда



6-расм. Муомаладаги нақд пуллардаги байрамолди мавсумийлик, ўртача ўзгариш, фоизда



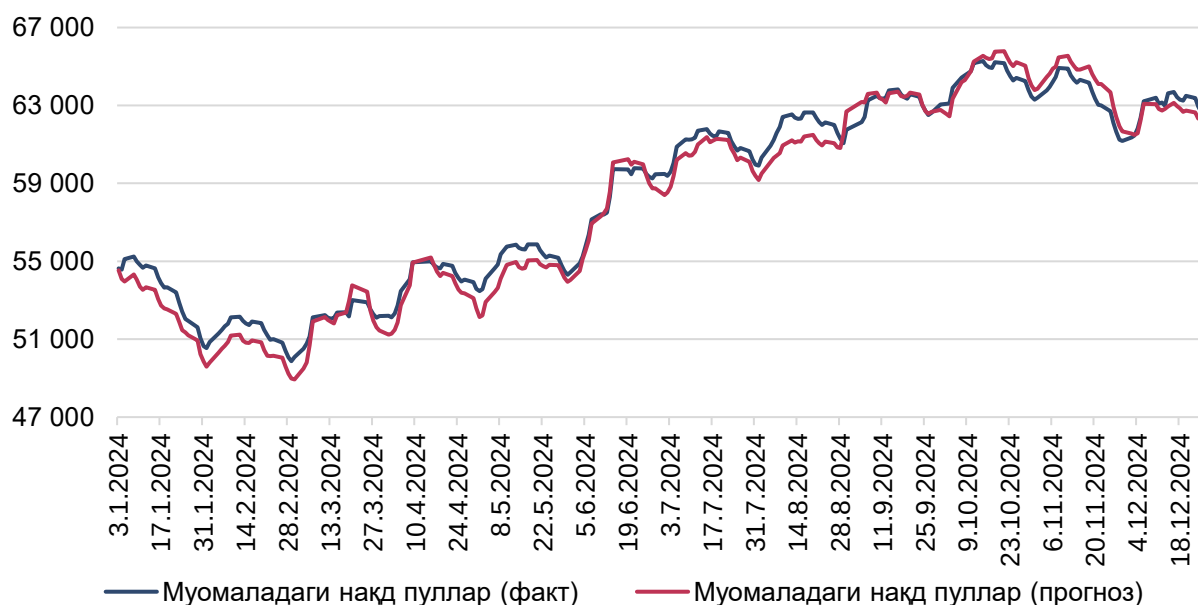
Манба: Марказий банк маълумотлари

Байрамлар таъсири – муомаладаги нақд пулларнинг байрамолди кунлардаги ўзгаришлари мавсумийлигидан келиб чиқиб баҳоланади. Байрамлар сезиларли таъсирга эга бўлиб, байрам олди кунлари муомаладаги нақд пулларнинг сезиларли ортиши кузатилади (6-расм). Одатда байрамлардан олдин байрам мукофотлари берилиши ва байрам кунларида банк иш куни бўлмаганлиги сабабли банкоматлар кўпроқ нақд пуллар билан тўлдирилади.

Юқоридаги ўзгарувчилардан ташқари муомаладаги нақд пуллар ҳажмининг кескин ўзгаришлари бирма-бир таҳлил қилинади ва заруратга қараб бошқа ўзгарувчилар ҳам қамраб олинади. Шундан сўнг ҳам юқори ўсиш ёки юқори камайиш байрамлар ва бошқа ўзгарувчилар билан тушунтирилмаса улар алоҳида ўзгарувчи (outlier) сифатида қамраб олинади.

Муомаладаги нақд пуллар ҳажми ўзгаришига доир барча ўзгарувчилар қамраб олинганидан сўнг улар асосида **ARIMA модели** шакллантирилади ва прогноз амалга оширилади. Дастлабки босқичда прогноз ҳақиқатда мавжуд маълумотлар ва шу давр учун аввалги даврлардан фойдаланган ҳолда прогноз қилиш шаклида амалга оширилади ва модель текширилади (7-расм).

7-расм. Муомаладаги нақд пуллар, факт ва прогноз (дастлабки), млрд сўмда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Дастлабки прогноз текширувидан сўнг модель турли эконометрик тестлар ёрдамида қайта баҳоланади ва прогнозлаш учун якуний формула шакллантирилади. Якуний формула қуйидаги кўринишга эга:

$$DL_CIC = \beta_0 + B_1 * AR(4) + \beta_2 * AR(6) + \beta_3 * AR(11) + \beta_4 * MA(1) + \beta_n * DV(1:n) + \varepsilon \quad (2)$$

Бунда **DL_CIC** – муомаладаги нақд пуллар ҳажми ўзгаришининг логарифмик тафовути; **AR** - авторегрессив ўзгарувчилар; **MA** - ўртача ҳаракатланиш қисми; **DV** - шартли ўзгарувчилар ва ε – хатоликлар ҳисобланади.

Моделдаги шартли ўзгарувчилар сони 24 тани ташкил этади. Моделда авторегрессив ўзгарувчилар сифатида нақд пулларнинг AR (4) – 4 кун олдинги қиймати ўзгариши, AR (6) – 6 кун олдинги қиймати ўзгариши ва AR (11) – 11 кун олдинги қиймати ўзгариши олинган бўлиб, олдинги 4 ва 6 иш кунидаги нақд пуллар ўзгаришининг бугунги иш кунидаги ўзгаришга таъсири юқори бўлса, 11 кун олдинги қиймат асосан мавсумийликнинг такрорланиши билан изоҳланади. Якуний модель куйидаги якуний кўринишга эга (1-жадвал):

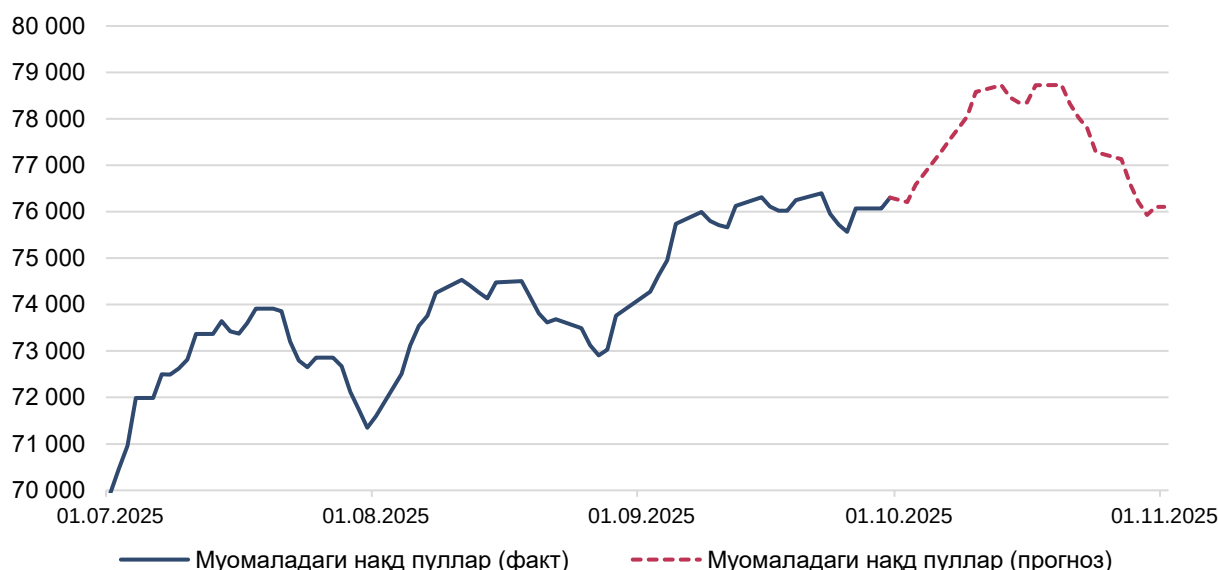
1-жадвал. Муомаладаги нақд пуллар ўзгаришини прогноз қилиш бўйича ARIMA модели натижалари (асосий эрки ва шартли ўзгарувчилар)

Ўзгарувчилар	Коэффициент	Стандарт хатолик	T-статистика	Эҳтимоллик
WED – чоршанба	-0,2542	0,0444	-5,7262	0,0000
TH – пайшанба	-0,1085	0,0435	-2,4907	0,0130
FRI – жума	-0,4438	0,0565	-7,8602	0,0000
JANUARY – январь	-0,3785	0,0542	-6,9828	0,0000
JUNE – июнь	0,2119	0,0451	4,6943	0,0000
NOVEMBER – ноябрь	-0,2704	0,0994	-2,7203	0,0067
a2 – тригонометрик функция коэффициенти	-0,1332	0,0274	-4,8668	0,0000
a3 – тригонометрик функция коэффициенти	-0,1393	0,0247	-5,6325	0,0000
a4 – тригонометрик функция коэффициенти	-0,0534	0,0214	-2,4934	0,0129
b1 – тригонометрик функция коэффициенти	0,4368	0,0327	13,3482	0,0000
b2 – тригонометрик функция коэффициенти	0,2127	0,0258	8,2320	0,0000
b4 – тригонометрик функция коэффициенти	-0,0450	0,0195	-2,3112	0,0211
NY_1 – янги йил олди иш куни	1,1204	0,3045	3,6789	0,0003
WO_1 – 8 март олди иш куни	0,3261	0,1134	2,8757	0,0042
NAV_1 – Навруз олди иш куни	1,0123	0,1123	9,0128	0,0000
DMH_1 – Хотира ва қадрлаш олди иш куни	-0,2504	0,1416	-1,7681	0,0775
IND_1 – Мустақиллик олди иш куни	0,9915	0,1946	5,0942	0,0000
FITR_2 – Рамазондан 2 иш куни олди кун	0,5794	0,1404	4,1258	0,0000
FITR_1 – Рамазон олди иш куни	0,8046	0,2495	3,2252	0,0013
ADHA_1 – Қурбон ҳайити олди иш куни	1,1347	0,1073	10,5776	0,0000
FEBRUARY - февраль	-0,1245	0,0635	-1,9609	0,0503
_2WD – дам олиш кунларидан кейинги 2 иш куни	-0,4505	0,0347	-12,9905	0,0000
LWD – ҳафтанинг охириги иш куни	0,8532	0,0538	15,8515	0,0000
OUTLIER43 – кескин ўзгаришни изоҳловчи ўзгарувчи	1,6473	0,6931	2,3766	0,0178
AR(4) – 4 кун олдинги ўзгариш	-0,0791	0,0446	-1,7738	0,0766
AR(6) – 6 кун олдинги ўзгариш	-0,0957	0,0475	-2,0160	0,0442
AR(11) – 11 кун олдинги ўзгариш	-0,1143	0,0441	-2,5889	0,0099
MA(1) - 1- даражали ўртача ҳаракатланиш	0,2402	0,0279	8,6176	0,0000

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Прогнозлашнинг сўнги босқичида муомаладаги нақд пуллар кейинги давр учун, асосан 1 ой олдинги даврга прогноз қилинади ва якуний натижалар эксперт фикри маълумотлари асосида қайта ишланади.

8-расм. Муомаладаги нақд пуллар прогнози, млрд сўмда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Ҳар ҳафта якунида прогноз кўрсаткичлари ва факт ўртасидаги фарқ аниқланиб, модель баҳоланади ва четланишга (агар бўлса) сабаб бўлган омиллар таҳлил қилиб борилади. Мисол учун, сентябрь ойи прогноз ва факт кўрсаткичлари ўртасидаги четланишлар қуйидаги кўринишга эга бўлди (2-жадвал):

2-жадвал. Муомаладаги нақд пуллар прогноз ва факт кўрсаткичлари четланишлар

Кўрсаткичлар	Қиймати
Ўртача илдизли квадратик хатолик (RMSE)	374.7
Ўртача мутлақ хатолик (MAE)	285.2
Ўртача мутлақ фоиз хатолик (MAPE)	0.38%
Ўртача прогноз оғиш хатолиги (MFE)	-199.1

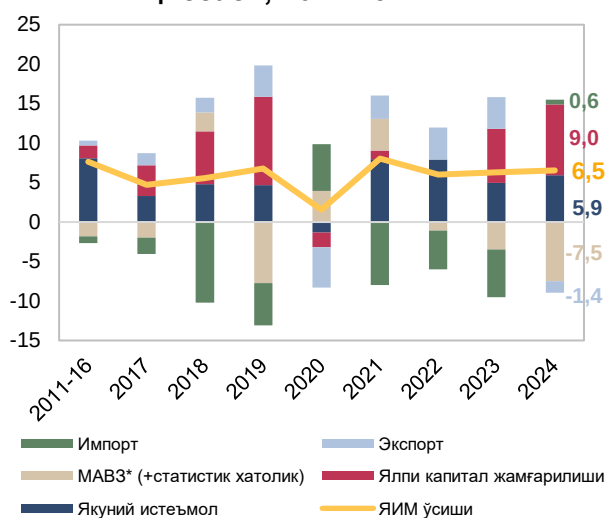
ARIMA модели қисқа муддатли прогноз қилишда самарали модел бўлса-да, кутилмаган шокларни қамраб ололмайди. Шу сабабли модель натижаси эксперт томонидан доимий баҳоланиб ва маълум оралиқларда такомиллаштириб борилиши талаб этилади.

Инвестицияларнинг Ўзбекистон иқтисодиётидаги аҳамияти

Ўзбекистон иқтисодиётида 2017 йилдан бошланган таркибий ислохотлар қўшимча иқтисодий ўсиш омилларини яратиб бермоқда. Бунда, анъанавий саналган истеъмол ва давлат инвестициялари билан бир қаторда хусусий инвестициялар ҳам иқтисодиётнинг асосий драйверига айланди.

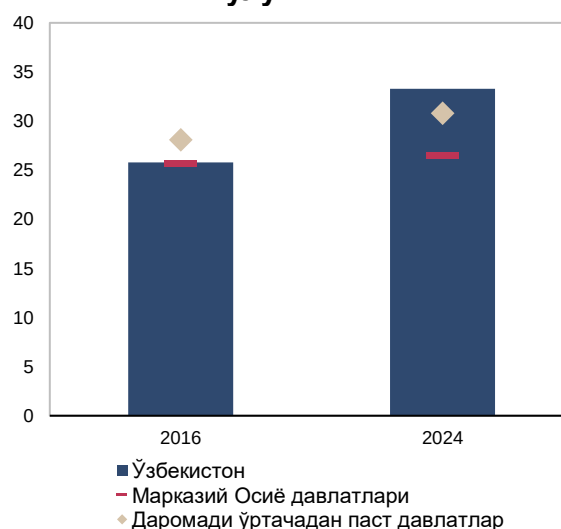
Ташқи савдо ва валюта сиёсатларининг эркинлаштирилиши ҳамда хусусий сектор ривожланишининг қўллаб қувватланиши умумий бизнес муҳитни яхшиланишига ва хорижий ва ички инвестициялар оқимини кескин кўпайтиришга имконият яратмоқда. 2020 йилдаги пандемия ва кейинчалик тикланиш жараёнлари инвестицион имкониятларга салбий таъсир кўрсатиб, жаҳонда мавжуд қатъий молиявий шароитлар, инвестицион талабнинг сустиги ҳамда таъминот занжирларининг узилиши фонида иқтисодиётда инвестициялар ҳиссасини пасайтирган бўлса-да, сўнгги йилларда инвестиция динамикасида ижобий тенденция кузатилиб, Ўзбекистон иқтисодий ўсишининг асосий драйверларидан бири бўлиб қолмоқда. Хусусан, 2023-2024 йилларда асосий капиталга киритилган инвестицияларнинг ЯИМ ўсишида ҳиссаси ўртача 8 фоизни ташкил этиб, истеъмол (5,4 фоиз) ва экспорт (1,3 фоиз) ҳиссаларидан юқори бўлди (1-расм).

1-расм. ЯИМ компонентларининг ўсишга ҳиссаси, 2011-2024¹³



Манба: Миллий статистика қўмитаси.

2-расм. Инвестицияларнинг ЯИМдаги улуши¹⁴



Манба: Осиё тараққиёт банки.

Инвестицияларнинг ўрни. Ўзбекистонда ялпи капитал жамғарилишининг ЯИМга нисбати 2016 йилга (26 фоиз) қараганда сезиларли ошиб, 2024 йил якуни бўйича 33 фоизга етди. Ушбу кўрсаткич Марказий Осиё давлатлари ҳамда Ўзбекистон каби даромади ўртачадан паст бўлган мамлакатлар ўртасида энг юқори кўрсаткичлардан бири ҳисобланади. Инвестицияларнинг юқори улуши асосан самарадорликни оширувчи йўналишлар, жумладан саноат модернизацияси, уй-жой қурилиши ҳамда давлат манбалари орқали амалга оширилаётган инфратузилма лойиҳаларига сарфланмоқда.

¹³ МABЗ – Моддий айланма воситалари захираси;

¹⁴ Қирғизстон, Тожикистон ва Туркменистон давлатлари учун 2023 йилги кўрсаткич ҳисобга олинган. Даромади ўртачадан паст давлатларга Жаҳон банкининг классификациясидаги давлатлар киради.

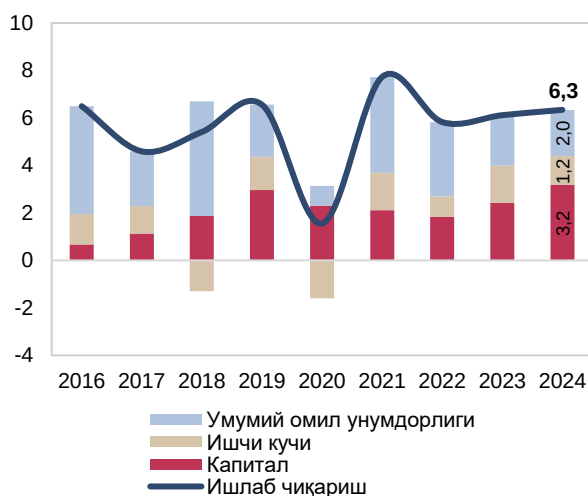
Ушбу харажатлар эса, ўз навбатида, иқтисодиёт потенциалини ошишига хизмат қилиб, иқтисодий ривожланишни таъминловчи муҳим омил ҳисобланади.

Ишлаб чиқариш омиллари орқали иқтисодий ўсиш таҳлил қилинганда, сўнгги йилларда инвестициялар ўсиши капитал захирасини муттасил ошиб бораётганида кўриш мумкин. Дастлабки ҳисоб-китобларга кўра, капитал ресурслар (*Capital stock*) ҳажми охириги 8 йилда 81 фоизга ошиб, жами капитални ЯИМга нисбати 2016 йилдаги 2 баробардан 2024 йилда 2,4 баробаргача яхшиланди. Бу эса, инвестицияларнинг ишлаб чиқаришга нисбатан тезроқ ўсаётганлиги билан изоҳланади. Инвестицияларнинг юқори ўсиши шароитида ишлаб чиқариш самарадорлиги мос суръатда ошириш учун инсон капитали ривожланиши ҳамда меҳнат унумдорлиги паст соҳаларда инвестицияни кўпайтириш муҳим аҳамият касб этади.

Инвестиция таркибида ҳам сезиларли сифат ўзгаришлари юз бермоқда. Инвестицияларни молиялаштириш 2010-2016 йилларда асосан давлат маблағлари ҳисобидан амалга оширилган бўлса, 2017-2024 йилларда жами инвестицияларнинг ўртача 43 фоизини (4-расм) ва жорий йилнинг биринчи яримига келиб учдан икки қисмини хусусий ва хорижий инвестиция ва кредитлар ташкил қилди. Хорижий молиялаштиришнинг кескин ўсиши бир тарафдан молия институтларидан қарз олиш имкониятлари кенгайгани билан изоҳланса, бошқа тарафдан мамлакатда инвестицион муҳит яхшиланаётгани ва хорижий инвесторлар ишончи ортаётгани билан боғлаш мумкин. Хусусан, 2024 йилда хорижий инвестиция ва кредитлар таркибида тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар (*ТТХИ*) 61 фоизни ташкил қилди.

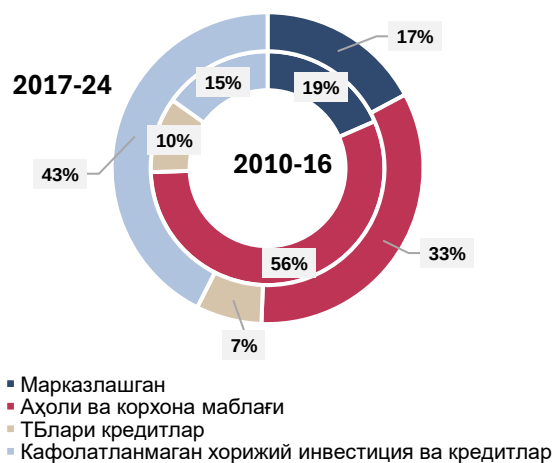
Асосий капиталга инвестицияларнинг ўсиши машина ва ускуналар импортининг ошиши билан рўй бермоқда (5-расм). Ушбу капитал товарларнинг кириб келиши одатда янги билим ва кўникмалар ҳамда самарадорликни оширувчи қўшимча омиллар келишини англатади. Машина, ускуна ва моддий айланма воситалари захирасига қилинган харажатлар асосий капиталга киритилган инвестиция харажатларининг деярли ярмини ташкил қилса, яна шунча қисми қурилиш-монтаж ишларига харажатлардан ташкил топган (6-расм).

3-расм. Ишлаб чиқариш омиллари асосида ЯИМ таркиби, 2016-2024

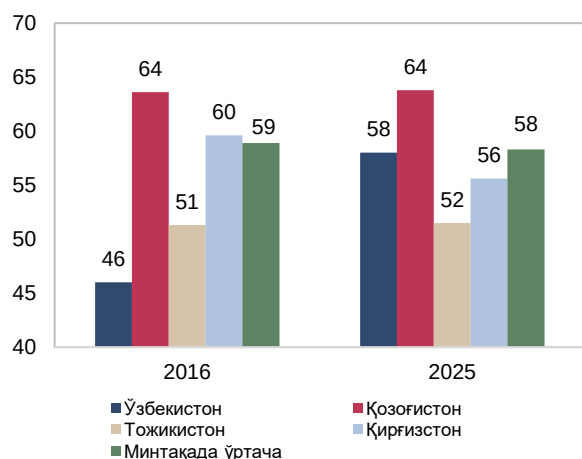


Манба: МБ ҳисоб-китоблари.

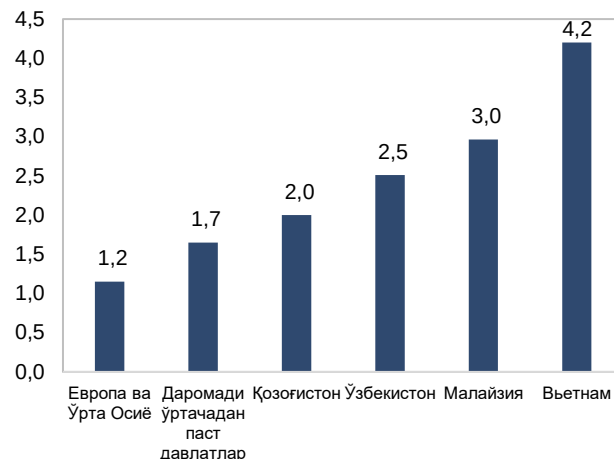
4-расм. Асосий капиталга инвестициялар молиялаштириш манбалари, 2018 ва 2024 й.



Манба: Миллий статистика қўмитаси.

7-расм. Иқтисодий эркинлик кўрсаткичи

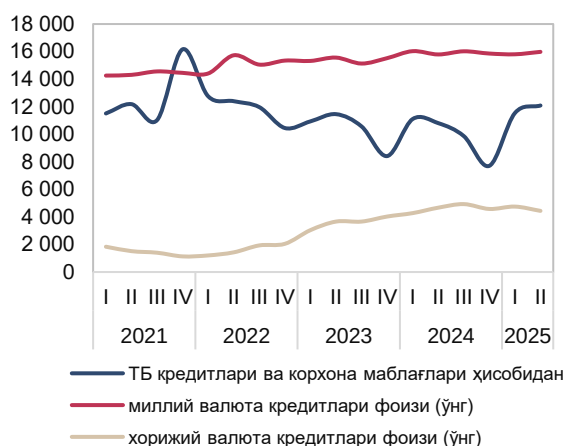
Манба: heritage.org

8-расм. ТТХИларнинг ЯИМдаги улуши, 2017-2024 йй. ўртача кўрсаткичи, %

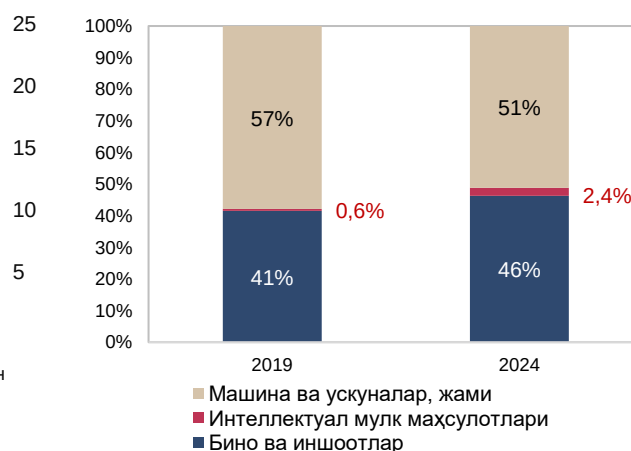
Манба: Жаҳон банки.

2022-2024 йиллар мобайнида асосий капиталга инвестицияларни молиялаштириш учун жалб қилинган хорижий инвестиция ва кредитларни ЯИМга нисбатининг сезиларли ўсиши кузатилди. Бу, бир тарафдан, инвесторларнинг ривожланаётган давлатларга инвестиция оқими пандемиядан олдинги давр даражаларига тикланиши билан изоҳланса, бошқа тарафдан давлат улушидаги корхоналарнинг ташқи қарз ва кредитларга юқори талаби сабаб бўлди.

Узоқ муддатли ва инновацион фаолиятларга инвестициялар. Ўзбекистон учун юқори ва барқарор ўсиш суръатларини таъминлаш учун узоқ муддатли ва инновацион фаолиятларга инвестицияларни ошириш зарур ҳисобланади. 2019-2024 йиллар оралиғида интеллектуал мулк маҳсулотларига сарфланган инвестициялар жами асосий капиталга инвестицияларнинг 2,4 фоизигача ошди. Ушбу инвестицияларнинг улушини янада ошириш экспорт салоҳиятини кучайишига, ички бозорни диверсификациясига ва жаҳон иқтисодиётидаги рақобатда устунликка эришишга имконият яратиб, иқтисодий ўсишни тезлашишига хизмат қилади.

9-расм. Кредитлар фоизи ва тижорат банки кредити ёки корхона маблағи ҳисобидан инвестиция, млрд сўм, %

Манба: Марказий банк, Миллий статистика қўмитаси

10-расм. Асосий капиталга инвестицияларнинг асосий фондлар турлари бўйича таркиби, %

Манба: Миллий статистика қўмитаси.

Пул-кредит ва макропруденциал сиёсатнинг мувофиқлиги ва уларнинг ўзаро тўлдирувчи аҳамияти

2007–2009 йиллардаги глобал молиявий инқироздан сўнг нархлар барқарорлиги ва молиявий барқарорлик ўртасидаги боғлиқлик ҳақидаги қарашлар тубдан ўзгарди. Глобал молиявий инқирозгача аксарият иқтисодчи эксперт олимлар томонидан иқтисодиётда нархлар барқарорлиги таъминлашга молиявий барқарорликни ҳам ўз-ўзидан таъминлаш асоси сифатида қаралган. Бироқ глобал молиявий инқироз молиявий барқарорликни таъминлашда нархлар барқарорлиги зарур, лекин етарли эмаслигини кўрсатди. Шу сабабли глобал молиявий инқироздан сўнг марказий банклар фаолиятида тизимли молиявий хатарларни олдини олишга қаратилган макропруденциал сиёсат аҳамияти ошиб бормоқда. Бунда, пул-кредит сиёсати ва макропруденциал сиёсат ўзаро мувофиқлигига алоҳида аҳамият берилма бошлади.

Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати асосан инфляция даражасининг паст ва барқарор бўлишини таъминлашга қаратилган бўлиб, у асосий фоиз ставкаси, очиқ бозор операциялари ва мажбурий захира меъёрлари каби инструментларни ўз ичига олади. Пул-кредит сиёсатининг самарадорлиги инфляция даражасининг, шунингдек, инфляцион кутималарнинг пастлиги билан баҳоланади.

Макропруденциал сиёсат - бу бутун молия тизимини хавфсиз ва барқарор сақлашга, молиявий тизим миқёсидаги хатарларни камайтириш ва молиявий инқирозларнинг олдини олишга қаратилган сиёсатдир. У ҳаддан ташқари қарз олиш, кредитларнинг тез ўсиши ёки активлар нархларининг кескин ошиши каби хавфларнинг кенгайиб кетишини олдини олишга ёрдам беради.

Нега нархлар барқарорлиги молиявий барқарорликни кафолатламайди?

Товар ва хизматлар нархларини барқарор бўлиши жуда муҳим бўлиб, у аҳолининг даромадлари ва жамғармаларини инфляциядан ҳимоя қилади. Лекин истеъмол нархларининг барқарор бўлиши ҳар доим ҳам молиявий тизим хавфсизлигини англатмайди. Бунинг бир неча сабаблари мавжуд. Хусусан:

1. Активлар нархи ва кредитларнинг тез ўсиши

Баъзан истеъмол нархлари, хусусан, озиқ-овқат ёки кийим-кечак нархлари барқарор бўлиши билан бирга уй-жой, ер, акциялар каби активлар нархи жуда тез ошиб боради. Бу ҳолат инвесторлар (аҳоли, молиявий ташкилотлар ёки фирмалар) ушбу активларни сотиб олиш учун ҳаддан ташқари қарз олишига туртки бериб активлар нархи шаклланишида пуфак ҳосил қилади. Пуфак ёрилганда эса инфляция даражасининг паст бўлишига қарамасдан молиявий инқироз бошланиши эҳтимоли кескин ошади. (Мисол учун, 2008 йилда АҚШда инфляция паст бўлган, бироқ уй-жой нархлари ҳаддан ортиқ ошиб кетган. Натижада уй жой нархлари пуфаги юзага келиши ва ёрилиши ҳисобига глобал молиявий инқироз юзага келган).

2. Паст фоизлар даврида хатарга мойиллик ошиши

Узоқ вақт давомида нархлар барқарорлиги ҳисобига фоиз ставкалари паст даражада шаклланиши банклар ва инвесторларни кам даромадли хавфсиз активлардан кўпроқ фойда топиш учун хатар даражаси юқори активларга сармоя киритишга ундайди.

Натижада тизимда хатар йиғилиб бориши тизимни хатарга таъсирчанлигини оширади ва тизимдаги кичик кичик хатарнинг юзага чиқиши ҳам катта йўқотишларга олиб келиши мумкин.

3. Нобанк кредит ташкилотлари назоратидаги бўшлиқлар

Одатда иқтисодиётда барча қарзлар ҳам анъанавий банклар орқали берилмайди. Иқтисодиётда тижорат банклари билан бир қаторда бошқа молиявий ташкилотлар томонидан “кредитлаш” амалиётлари амалга оширилади (насия савдо, фоизли ва фоизсиз кечиктириб тўлаш,). Бироқ, ушбу ташкилотлар пул-кредит сиёсати инструментлари таъсири остида бўлмаганлиги сабабли пул-кредит шароитларининг қатъийлаштирилиши уларнинг кредитлаш ҳажмига таъмир кўрсата олмайди. Натижада, бу иқтисодиётда кўринмас хатарларнинг тўпланишига сабаб бўлади. Шунинг учун инфляция паст бўлса ҳам, тизимда яширин хатарлар ортиб бориши мумкин.

4. Молиявий инновациялар ва инклюзивлик

Молиявий инновациялардан фойдаланиш ва аҳолининг молиявий хизматлардан кенгроқ фойдаланиши молия тизими учун ижобий жараён ҳисобланади¹⁶. Бу иқтисодиётда самарадорликни оширади ва молия тизимининг ривожланишига ёрдам беради. Бироқ, бу инновациялар амалдаги қоидаларда назарда тутилмаган янги хатарларни ҳам келтириб чиқариши мумкин.

Одатда янги технологиялар ва маҳсулотлар тез ривожланади, тартибга солиш эса улардан орқада қолади. Бунда тартибга солишнинг кечиктирилиши ривожланиш циклини (boom-bust cycle) кучайтириб, келгусида инқироз хатарларини юзага келтириши мумкин.

Шунинг учун, молия бозорига янги иштирокчилар ёки технологиялар кириб келганда, улар қандай янги хатарлар юзага келтириши мумкинлигини доимий равишда кузатиб бориш зарурияти кучаяди.

Пул-кредит ва макропруденциал сиёсатнинг мувофиқлиги

Халқаро амалиётда активлар нархи пуфагига қарши Марказий банклар томонидан жавоб чоралари кўрилиши лозимлиги ёки аралашмаслиги бўйича турли қарашлар мавжуд бўлиб, улар асосан икки гуруҳга бўлинади.

Биринчи гуруҳ иқтисодчилари Марказий банк активлар нархи пуфагига жавоб кўриши лозим эмаслигини ёқлайдилар. Уларга кўра иқтисодиётда активлар турлари жуда кўп бўлиб, улар нархидаги пуфакларни аниқлашнинг имкони йўқ деб ҳисоблайдилар.

Активлар пуфагига қарши пул-кредит сиёсати инструментларидан фойдаланиш фақатгина нархи фундаментал даражадан ошиб кетган активлар нархига эмас, балки бутун иқтисодиётга салбий таъсир кўрсатади. Мисол учун, асосий ставкани ошириш иқтисодиётда ялпи талабни камайтириб умумий иқтисодий ўсишнинг секинлашувига олиб келади.

¹⁶ Молиявий инновациялар - янги маҳсулотлар, технологиялар ва бизнес моделлари (масалан, мобил банкинг, финтех). Молиявий инклюзивлик - молиявий хизматларни кўпроқ одамлар ва кичик бизнесларни қамраб олиш.

Бу гуруҳ иқтисодчилари актив нархи пуфаги ёрилгандан сўнг юмшоқ/кенгайтирувчи пул-кредит сиёсати юритиш орқали иқтисодиётга пуфак нарх етказган зарарни камайтириш ва тиклаш мумкинлигини таъкидлашади.

Иккинчи гуруҳ иқтисодчилари эса аксинча Марказий банклар активлар нархи пуфакларига фаол равишда жавоб чоралари кўриши лозимлигини ёқлайдилар (*leaning against the wind*¹⁷ - “шамолга қарши ҳаракатланиш”).

Мазкур қараш тарафдорлари активлар нархидаги пуфакларни аниқлаш мураккаб бўлса ҳам, бу хавфни инкор этиш молиявий барқарорликка кескин хавф солиши ва жавоб чораларини кўрмаслик сезиларли салбий оқибатларга олиб келиши мумкин, деб ҳисоблашади.

Бу ёндашувга кўра, Марказий банк активлар нархлари жуда тез ўсиб бораётгани ва кредитлаш ҳаддан зиёд кенгаяётгани аниқланганда, асосий фоиз ставкаси ёки бошқа пул-кредит инструментларини эҳтиёткорлик билан қатъийлаштириш лозим бўлади. Бунда, марказий банк сиёсати иқтисодиётни кескин қизиқ кетишдан “совитиш”, ортиқча таваккалчиликни чеклаш ва молиявий тизимдаги пуфакларнинг катталашиб кетишини олдини олиш мақсадларидан келиб чиқиб амалга оширилади.

Бундан ташқари, бу гуруҳ иқтисодчилари активлар нархи пуфагига қарши макропруденциал сиёсат инструментларидан фаол фойдаланишни ёқлайдилар. Макропруденциал сиёсат инструментларидан фойдаланиш молиявий тизимдаги хавфлар манбаларини аниқ тарзда чеклаш ва фоиз ставкаси орқали бутун иқтисодиётга салбий таъсир кўрсатмасдан, мақсадли таъсир механизмини таъминлашга имкон яратади.

Умуман олганда, пул-кредит сиёсати фақат паст ва барқарор инфляцияни эмас, молиявий барқарорликни ҳам ўз ичига олиши лозим. Марказий банк инфляция мақсадидан биров оғишга йўл қўйиб бўлса ҳам, молиявий хавфларни олдини олиш мақсадида фоиз ставкаси сиёсатини қатъийлаштириши мумкин.

Бу қисқа муддатли иқтисодий ўсишдан воз кечиш орқали узоқ муддатли молиявий барқарорликни таъминлаш стратегияси ҳисобланади.

Пул-кредит сиёсати инфляция ва иқтисодий циклни тартибга солишда, макропруденциал сиёсат эса молиявий сектордаги тизимли хатарларнинг олдини олишда асосий воситалар бўлса-да, иккала сиёсат ҳам мамлакатда молиявий барқарорликни таъминлашда бирдек муҳим ва аҳамиятли ҳисобланади. Глобал молиявий инқироздан кейинги давр тажрибаси шундан далолат бермоқдаки, пул-кредит ва макропруденциал сиёсат бир-бирини тўлдиргандагина ижобий натижага эришиш мумкин.

¹⁷ "Шамолга қарши ҳаракатланиш" - иқтисодий ва пул-кредит сиёсати атамаси бўлиб, марказий банкнинг активлар нархи ёки кредитлар кескин ошишига жавобан пул-кредит сиёсатини қатъийлаштириши ёки юмшатиши тўғрисидаги қарорини англатади - ҳатто инфляция ва ишлаб чиқариш барқарор кўринса ҳам. Марказий банк "шамолга қарши ҳаракатланганда," инфляция мақсадли кўрсаткичдан паст бўлса ҳам, ҳаддан ташқари кредит ўсиши, активлар нархи пуфаклари ёки молиявий ному таносибликни камайтириш учун фоиз ставкаларини оширади (сиёсатни қатъийлаштиради).

Молиявий тизимни хавфсиз сақлаш учун доимий назорат, масъулиятли кредитлаш ва кучли тартибга солиш инструментлари ва чоралари зарур бўлади. Самарали сиёсат интеграциялашган ёндашувни – нархлар барқарорлигига йўналтирилган пул-кредит сиёсати ва фаол макропруденциал назорат, кучли макропруденциал тартибга солиш, инқирозни бошқариш воситалари ва мувофиқлаштиришни таъминлайдиган институционал чораларни – талаб қилади.

Макропруденциал сиёсат молиявий тизимдаги хатарларни олдиндан аниқлаб, уларни чеклаш билан бир қаторда пул-кредит сиёсати самарадорлигини таъминлашда ҳам муҳим ўрин тутади.

Хусусан, макропруденциал назорат самарали ташкил этилмаган тақдирда иқтисодиётда кредитлашнинг кескин ўсишига нисбатан пул-кредит шароитлари қатъийлаштирилиши самара бермаслиги мумкин. Бунда кредитлаш талаблари етарли даражада ўрнатилмаганлиги ҳисобига фоиз сиёсати инструментларининг таъсирчанлиги пасаяди.

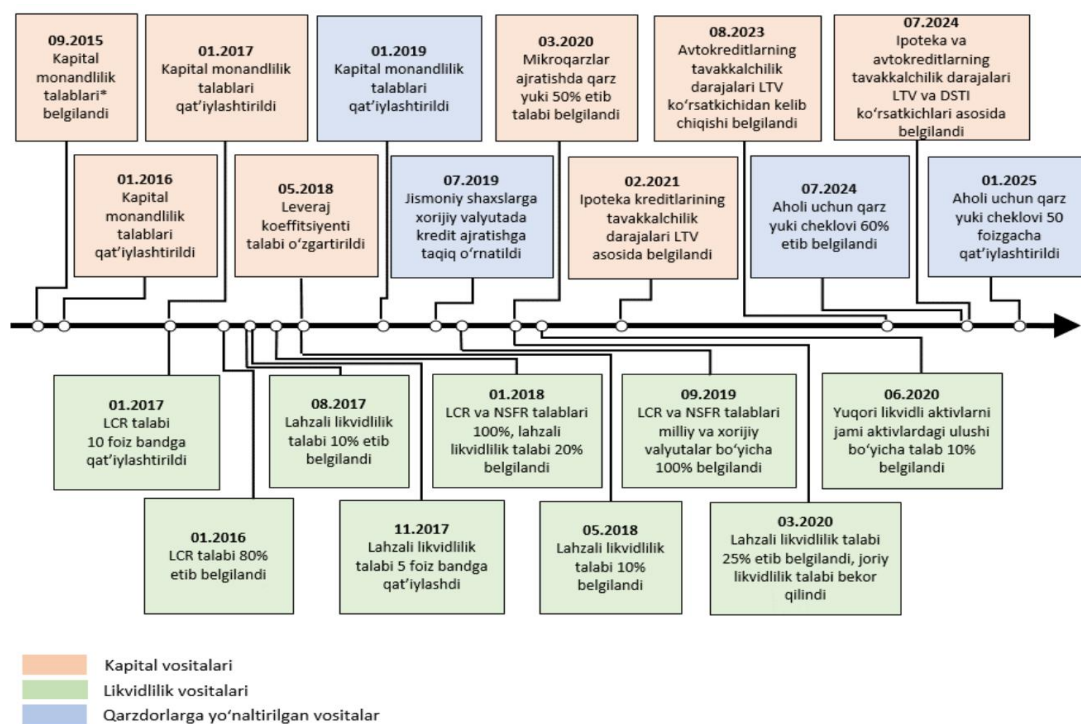
Бундан ташқари, тизимли хатарларга етарлича эътибор қаратилмасдан давлат қарзи ва уй-хўжаликлари қарзлари юқори шаклланган ҳолатда маълум бир сабабларга кўра инфляцион босимлар вужудга келса Марказий банк фоиз инструментларидан эркин фойдалана олмайди. Бунда инфляцияни пасайтириш мақсадида фоизлар оширилиши иқтисодиётда дефолт хатарини юзага келтириши мумкин.

Шу сабабли, макропруденциал назоратнинг таъминланиши молия тизимининг турли кутилмаган шокларга чидамлилигини оширибгина қолмай, ўз навбатида, пул-кредит сиёсати таъсирчанлигини ҳам яхшилади.

Марказий банклар доимий равишда нархлар барқарорлигини ҳам, молиявий барқарорлик кўрсаткичларини ҳам кузатиб боришлари, кенгайтирилган воситалар тўпламини сақлаб қолишлари ва муаммолар тизимли тус олмасдан олдин мақсадли макропруденциал чоралар билан ҳаракат қилишга тайёр бўлишлари талаб этилади.

Ўзбекистонда ҳам мамлакат молиявий барқарорлигига салбий таъсир кўрсатиши мумкин бўлган тизимли хатарлар доимий таҳлил қилиниб, уларга қарши жавоб чоралари кўриб борилмоқда. Иқтисодиётда молия секторининг ривожланиши, кредитлаш ҳажмининг кескин ошиб бориши билан юзага келиши мумкин бўлган тизимли хатарларнинг кўлами ҳам кенгайиб бормоқда. Бунга жавобан уларни тартибга солишга қаратилган макропруденциал сиёсат чоралари ҳам шунга мос равишда такомиллаштириб борилмоқда (1-расм).

1-расм. Ўзбекистонда қўлланилаётган макропруденциал сиёсат воситаларидаги асосий ўзгаришлар, (2025 йил 1-январь ҳолатига)



Манба: Марказий банк

Тизимли хатарларни олдини олишга қаратилган чоралар ва уларни қўллаш сабаблари тўғрисида батафсил Марказий банкнинг [Молиявий барқарорлик шарҳларида](#) танишишингиз мумкин.

Инфляцияни самарали жловлашда пул-кредит сиёсати фаоллик даражасининг аҳамияти

Марказий банк инфляцион босим юзага келганда, баъзан зарур маълумотлар тўпланишини кутиши, шокнинг давомийлиги юзасидан ноаниқликлар туфайли пул-кредит шароитларини қатъийлаштирувчи қарор қабул қилишни кечиктириши мумкин. Бунда, юқори ноаниқлик шароитида хато қарорнинг эҳтимолий оқибатларини камайтириш ва инфляцион босимга ўз вақтида жавоб бериш заруратларини мувофиқлаштириш табиий равишда қарор қабул қилиш жараёнини секинлаштириши мумкин. Қисқа муддатли кутиш эҳтиёткорлик сифатида кўринса-да, ўрта муддатда бу ёндашув салбий оқибатларга олиб келиши мумкин: юқори нарх босими инфляцион кутилмаларга таъсир этиши натижасида инфляция давомийлиги кучайиши ва марказий банкнинг пул-кредит сиёсатида иқтисодий агентлар ишончи пасайиши инфляцион барқарорликни тиклаш учун янада қатъий чораларни тақозо қилади.

Пул-кредит сиёсатидаги кечикиш оқибатларини таҳлил қилиш мақсадида чораклик прогнозлаш модели ёрдамида 1 фоизлик инфляция¹⁸ ва талаб шокларининг фаол ва кечиктирилган пул-кредит сиёсати шароитида иқтисодий таъсирлари ўрганиб борилади.

Симуляция шартлари:

- **Фаол пул-кредит сиёсати:** шок юз берган заҳоти пул-кредит сиёсати қатъийлаштирилади, асосий ставка оширилади ва шу орқали инфляцияни жловлаш мандатига амал қилинади. Ушбу ёндашув инфляцион кутилмаларни мустаҳкамлаш ҳамда иқтисодиётни барқарорлаштиришга қаратилади.

- **Кечиктирилган пул-кредит сиёсати:** дастлабки 2 чорак давомида нейтрал сиёсат сақланади ва кейинчалик қатъийлаштириш чоралари қўлланиб борилади.

Фаол пул-кредит сиёсатида марказий банкнинг тезкор чораси шок оқибатларини тезда жловлаб, иқтисодиётни нисбатан кам тебранишлар билан мувозанатга қайтаради.

Пул-кредит шароитларини қатъийлаштириш кечиктирилганда, дастлабки босқичда инфляцион босимнинг кучайишига йўл қўйилади, бу эса кейинчалик кескинроқ тузатишлар талаб қилади ва умумий иқтисодий тебранишлар қўламини оширади.

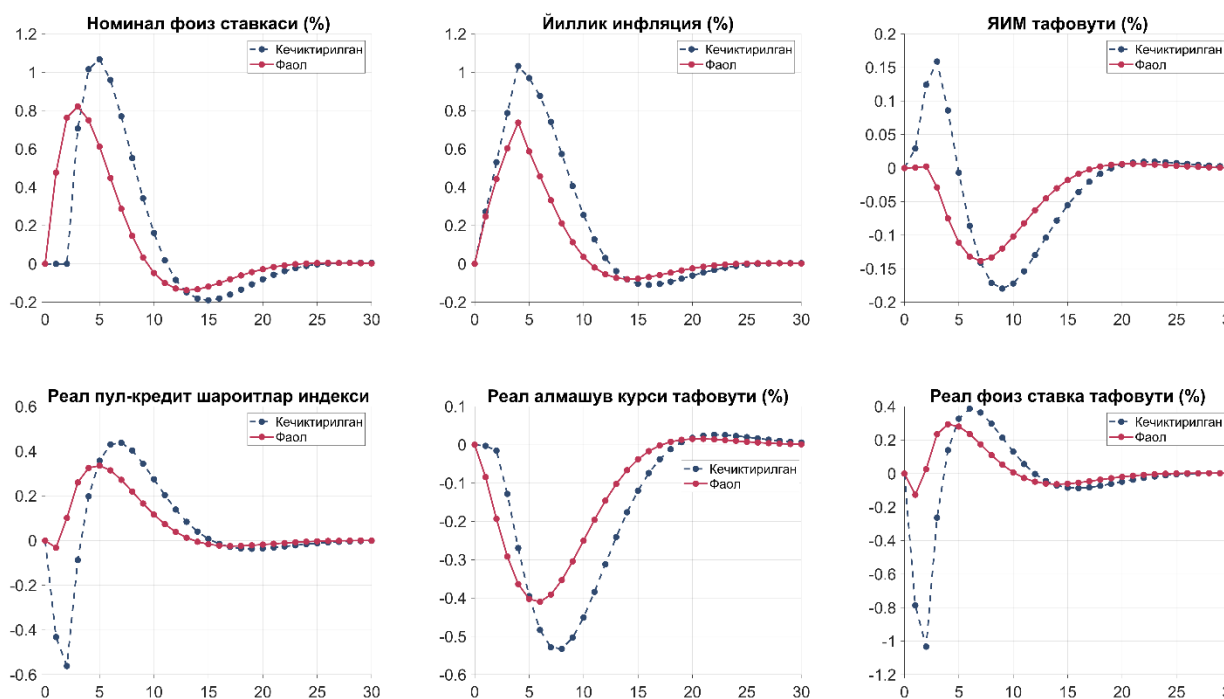
Инфляция шокининг иқтисодиётга таъсири. Кузатилган шок натижасида инфляция дастлабки чораклардан ошиб боради. Шокдан кейинги 4 чорак якунида фаол ва кечиктирилган пул-кредит сиёсатлари шароитида инфляция мос равишда 0,75 фоиз банд ва 1,05 фоиз бандга юқори шаклланади. Бунда инфляцион кутилмалар ҳар иккала сценарийда турлича шаклланади. Марказий банкнинг кечиктирилган чоралари қатъийлик сигналларини сусайтиради, натижада иккиламчи таъсирлар инфляцияга оширувчи таъсир кўрсатади ва инфляцион жараён нисбатан узоқ давом этади.

¹⁸ Инфляция шоки - тақлиф омилларидаги ўзгаришлар натижасида инфляция динамикасида тўғридан-тўғри таъсир кўрсатувчи шок.

Фоиз ставкаси канали кечиктирилган чоралар сценарийсида дастлабки икки чорак давомида деярли ишламайди: банклараро фоиз ставкаси дастлаб деярли ўзгармайди, бу эса молиявий ресурслар нархини ўзгаришсиз қолдиради ва ялпи талаб босимини давом эттиради. Ақсинча, фаол пул-кредит сиёсатида асосий ставка биринчи чоракда 0,5 фоиз бандга оширилади ва йил охиригача 0,8 фоиз бандга ошириб борилади, бу эса харажатларни чеклайди ва ялпи талабни барқарорлаштиради.

Кечиктирилган пул-кредит сиёсати шароитида юқори инфляция ва ўзгаришсиз номинал фоиз ставкаси шаклланишига мос равишда реал фоиз ставкаси тафовути дастлабки чоракларда давомий манфий шаклланган бўлса, фаол пул-кредит шароитида эса реал фоиз ставка тафовути қатъийлаштирувчи бўлиб, мусбат шаклланади. Реал фоиз ставкаси тафовути фаол сиёсат шароитида босқичма-босқич ўсиб боради ва талабни изчил чеклайди. Кечиктирилган сиёсат эса йиғилиб қолган инфляция босимларини юмшатиш учун асосий ставкани кескин оширишни тақозо этади.

1-расм. Инфляция шоки юз берганда фаол ва кечиктирилган пул-кредит сиёсати шароитида танланган макроиқтисодий кўрсаткичларнинг импульс жавоб функциялари.



Манба: Модел натижалари.

Таҳлил қилинаётган икки сценарий доирасида реал алмашув курси тафовутининг турлича шаклланиши пул-кредит шароитлари орасидаги фарқни янада кескинлаштиради. Хусусан, фаол пул-кредит сиёсати шароитида нисбатан юқори фоиз ставкалари капитал оқимлари кучайиши натижасида миллий валюта қадри ошади ва йил охирида реал алмашув курси тафовути - 0,3 фоиз бандни ташкил қилади. Кечиктирилган сиёсатда эса реал алмашув курси тафовути бироз кечроқ, лекин юқори инфляция ҳисобига кучлироқ шаклланиб йил охирида - 0,4 фоиз бандга етади.

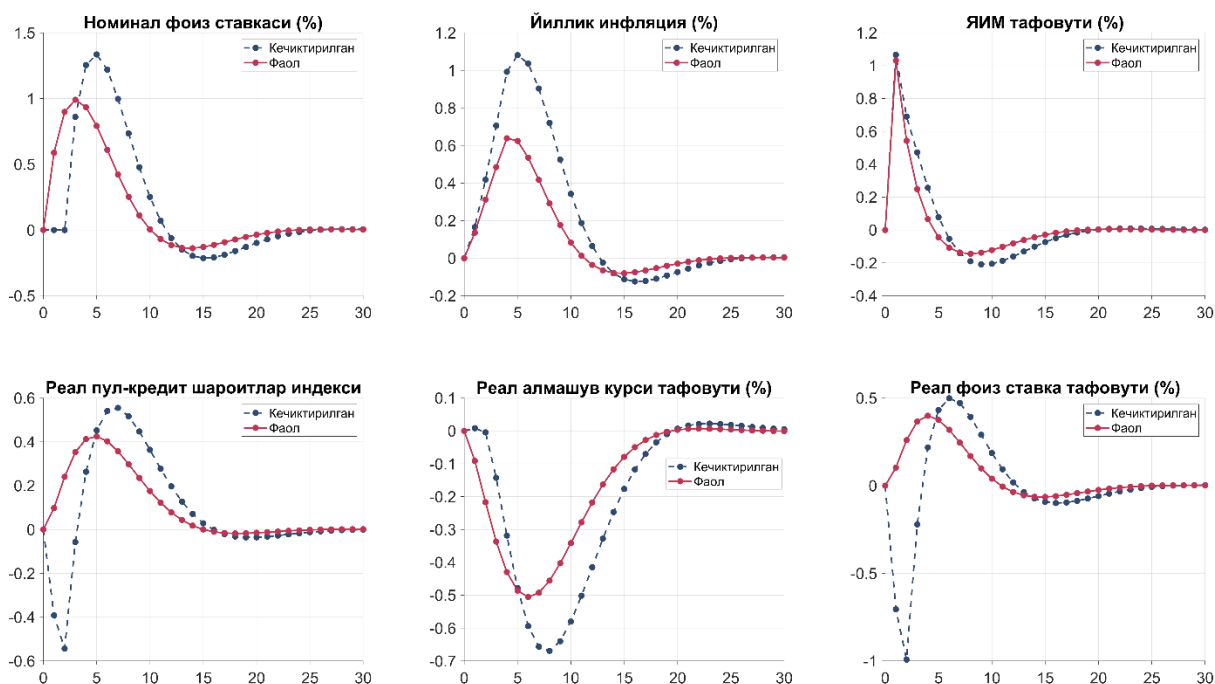
Реал пул-кредит шароитлари индекси реал фоиз ставкаси ва реал алмашув курси тафовутлари шаклланишига мос равишда умумий пул-кредит шароитларининг қатъийлик ёки рағбатлантириш даражасини кўрсатади. Фаол пул-кредит сиёсатида у нейтрал даражасидан тезроқ қатъийлашади - тўртинчи чорақда 0,4 фоиз бандгача кўтарилиб, марказий банкнинг инфляцияни жиловлашга қаратилган сиёсатига ишора қилади.

Кечиктирилган пул-кредит сиёсати сценарийсида манфий реал фоиз ставкаси ва реал алмашув курси тафовутлари ҳисобига реал пул-кредит шароитлари индекси дастлабки 3 чорақ давомида манфий шаклланиб, ялпи талабни оширувчи таъсирга эга бўлади.

Фаол сиёсатда пул-кредит шароитлари ўз вақтида қатъий фазада шаклланганлиги натижасида ЯИМ тафовутида қисқа муддатли ва мўътадил пасайиш кузатилади. Марказий банкнинг тезкор чораси шок таъсирини жиловлаб, иқтисодиётни нисбатан камроқ тебранишлар билан мувозанатга қайтаради. Бу жараёнда юқори фоиз ставкалари инвестиция ва истеъмол ўсишини секинлаштиради.

Кечиктирилган ҳолатда эса рағбатлантирувчи пул-кредит шароитлари ялпи талабни нейтрал даражасидан ошириши натижасида ЯИМ тафовути йил охиригача ижобий шаклланади. Кечиктирилган чоралар дастлабки босқичда талаб босимининг кучайишига йўл қўяди, бу эса кейинчалик кескинроқ тузатишлар талаб қилади ва умумий иқтисодий тебранишлар кўламини оширади.

2-расм. Талаб шоки юз берганда фаол ва кечиктирилган пул-кредит сиёсати шароитида танланган макроиқтисодий кўрсаткичларнинг импульс жавоб функциялари.



Манба: Модел натижалари.

Талаб шокининг иқтисодиётга таъсири. Талаб шоки натижасида ЯИМ тафовути дастлабки чоракда фаол ва кечиктирилган пул-кредит сиёсатлари шароитида 1 фоиз бандга ошади. Пул-кредит сиёсати чораларининг ялпи талабга маълум кечикиш билан таъсир қилиши туфайли турли сиёсий чоралар дастлабки чоракда деярли бир хил ЯИМ тафовутига мос келади. Кейинги даврларда эса ялпи талаб шаклланиши ҳар иккала шароитда турлича шаклланади. Марказий банкнинг кечиктирилган чоралари қатъийлик даражаси сигналларини сусайтириб, ЯИМ тафовути ўсишига оширувчи таъсир кўрсатади. Натижада, ижобий ЯИМ тафовути шаклланиш жараёни нисбатан узоқ давом этади, аммо кечиктирилган пул-кредит сиёсатининг қатъийлашув фазаси ЯИМ тафовутининг нисбатан чуқурроқ пасайишига олиб келади.

Пул-кредит сиёсати кечиктирилган ҳолатда фоиз ставкаси канали дастлабки икки чоракда молиявий ресурслар нархини барқарор қолдириб, талаб босимини давом эттиради. Марказий банк учинчи чоракдан бошлаб асосий ставкани кескин 0,8 фоиз бандга, йил охирида эса 1,4 фоиз бандга оширади. Фаол пул-кредит сиёсатида эса фоиз ставкаси биринчи чоракда 0,6 фоиз бандга кўтарилиб, кейинги 3 чорак давомида 1 фоиз бандгача изчил ошириб борилади.

Реал алмашув курси тафовути таҳлил даврида ҳар иккала шароитда ҳам юқори инфляция ҳисобига манфий шаклланган бўлиб, реал ҳисобда миллий валюта қадри нейтрал даражасига нисбатан мустаҳкамланишини намоён этади.

Реал пул-кредит шароитлари индекси симуляция даврида фаол пул-кредит сиёсати юритилиши орқали нейтрал даражасига нисбатан қатъий сақланиб, тўртинчи чоракда 0,4 фоиз бандга кўтарилади ва инфляцион босимни чекловчи шароитни таъминлайди. Кечиктирилган сиёсатда талаб ўсиши натижасида юзага келган юқори инфляция ва номинал ставканинг нейтрал даражада сақланиши натижасида реал фоиз ставкаси тафовути дастлабки чоракларда манфий шаклланади. Бунда умумий пул-кредит шароитлари ўзининг рағбатлантирувчи фазасида ялпи талабни оширувчи характер касб этади. Кечиктирилган пул-кредит сиёсати чоралари ҳолатида йиғилган талаб ва инфляцион босимларни бартараф этиш учун пул-кредит шароитларини кучлироқ қатъийлаштириш зарурати пайдо бўлади. Натижада, дастлабки уч чорак давомида рағбатлантирувчи бўлган пул-кредит шароитлари йил охиридан бошлаб қатъийлаштирувчи фазага кескин кўчиши бошланиб иқтисодий тебранишлар динамикасини оширади.

Таҳлил натижаларига кўра, 1 фоиз банд инфляция шокига пул-кредит сиёсати чораларини 2 чоракка кечиктириш 3 йил давомида инфляцияни 3 фоиз бандга, ЯИМ тафовутини эса 0,3 фоиз бандга оширади. Шу билан бирга, 1 фоиз банд талаб шокига пул-кредит сиёсати чораларини кечиктириш 3 йил давомида инфляцияни 3,6 фоиз бандга, ЯИМ тафовутини эса 0,4 фоиз бандга оширади.

Мазкур таҳлил инфляцияни оширувчи ҳар қандай талаб ёки тақлиф шоклари шароитида фаол пул-кредит сиёсати юритилиши нархлар барқарорлигини таъминлаш ҳамда ўрта муддатда мўътадил иқтисодий ўсишга эришишда муҳим аҳамиятга эга эканлигини кўрсатмоқда. Шу билан бирга, бундай ёндашув иқтисодий агентларнинг марказий банк сиёсатига бўлган ишончини мустаҳкамлаш, инфляцион кутилмаларини самарали жиловлашга хизмат қилади.

ГЛОССАРИЙ

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

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

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

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

**Қисқартирилган
инфляция**

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