

## ЎЗБЕКИСТОНДА ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТЛАШ РЕЖИМИГА ЎТИШ ШАРОИТИДА МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ ЗАМОНАВИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ

Дускобилов Умиджон Шарофиддинович  
ТДИУ “Банк иши ва инвестициялар” кафедраси доценти, PhD  
E-mail: [uduskobilov@gmail.com](mailto:uduskobilov@gmail.com)

**Аннотация:** Мақолада Ўзбекистонда инфляцион таргетлаш режимига ўтиш шароитида монетар сиёсатнинг стратегик ва тактик мақсадлари ўрганилган. Шунингдек, инфляцион таргетлаш режимига мос келадиган монетар сиёсат инструментлари тўпламини танлаш ва улардан самарали фойдаланиш амалиёти таҳлил қилинган.

**Калит сўзлар:** инфляцион таргетлаш, монетар сиёсат, валюта курси, фоиз ставкаси, инфляцион босим.

**Abstract:** The article studies strategic and tactical objectives of monetary policy in the conditions of transition to inflation targeting regime in Uzbekistan. Also, choosing of monetary policy tools and practice of implementation from those tools that fit with inflation targeting regime are analyzed in the article.

**Key words:** inflation targeting, monetary policy, exchange rate, interest rate, inflationary pressure.

### Кириш

Мамлакатимизда 2017 йилда иқтисодийни либераллаштириш ва бунда бозор механизмлари ролини оширишга қаратилган янги босқичдаги ислохотларнинг жадаллашуви ўрта муддатли истиқболда банк тизими ва пул-кредит сиёсатининг замонавий ривожланиш йўналишларини белгилаб берди. Бунда, мазкур йўналишдаги муҳим қарорлардан бири миллий валюта алмашув курсининг бозор механизмлари асосида шаклланиш тамойилларини жорий этиш орқали ички валюта бозорини босқичма-босқич либераллаштирилиши билан боғлиқ амалий қадамлар бўлса, иккинчи муҳим қарор сифатида монетар сиёсатининг мақсадли кўрсаткичларини ўзгартирилиши яъни, монетар таргетлашдан инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш бўйича Ўзбекистон Республикаси Президенти қарори[1] ва фармон[2]ларининг қабул қилинганлигини келтириш мумкин.

Бугунги кунда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки монетар сиёсатнинг стратегик мақсадларидан келиб чиқиб, асосиз инфляцион кутилмаларни олдини олиш мақсадида инфляцион таргетлашнинг принцип ва механизмларини босқичма-босқич татбиқ қилиш, пул-кредит сиёсати ва инструментларини тубдан такомиллаштириш, ушбу усулга ўрта муддатли истиқболда тўлиқ ўтиш ва пул-кредит соҳасида амалга оширилаётган сиёсат ва чораларнинг шаффофлигини ошириш бўйича тизимли чора-тадбирларни амалга оширмоқда.

Хусусан, бозор механизмлари асосида валюта курсининг шаклланиши амалиётига ўтилиши, Марказий банк олдида асосий эътиборни ички нархлар барқарорлигини таъминлаш асосида пул-кредит сиёсатини такомиллаштиришга

қаратиш вазифасини қўйди. Шу билан бирга, валюта бозорини либераллаштириш борасидаги ислохотларнинг мувафаққиятли амалга оширилиши кўп жиҳатдан пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш, тижорат банклари фаолиятини мустақкамлаш ҳамда банк тизимини ривожлантириш чоралари самарадорлигини таъминлаш имконини берди.

Шуни алоҳида таъкидлаш жоизки, ЯИМ дефлатори бўйича умумий инфляция индексини янада пасайтириш, пулга бўлган талабни ошириш каби айрим муаммолар ҳал этилиши лозим бўлган қатор вазифаларни илгари суради. Бу эса, ўз навбатида, нафақат Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш балки, мақсад, метод ва механизмларида ҳам керакли ўзгаришлар қилишни тақозо этади. Марказий банкнинг монетар сиёсат инструментларидан фойдаланиш самарадорлигини ошириш билан боғлиқ концептуал муаммоларнинг мавжудлиги ва уларни ҳал этишнинг зарурлиги мазкур соҳада чуқур илмий ёндашув ва амалий маълумотлар таҳлилини ўз ичига олган тадқиқотлар олиб бориш заруратини юзага келтиради.

### **Мавзуга оид адабиётлар таҳлили**

Инфляцион таргетлашга ўтиш шароитида монетар сиёсатни амалга оширишнинг назарий ва амалий жиҳатлари Ж.Тайлор, Б.Бернанке, Ф.Мишкин, Д.Веллес, Р.Манделл каби етакчи хорижлик иқтисодчи олимларининг илмий-тадқиқотларида атрофлича ёритилган.

Жумладан, Ж.Тайлор томонидан амалга оширилган тадқиқотларда монетар сиёсат қоидалари ва инфляцион таргетлаш ўртасидаги ўзаро боғлиқлик ўрганилган. Шунингдек, пул агрегатлари ва фоиз ставкаларининг мақсадли ўзгариши тадқиқ этилиб инфляциянинг паст даражасини таъминлашда фоиз ставкалари таъсирчан ва самарали восита эканлиги аниқланган[3].

Замонамизнинг таниқли иқтисодчи олимлари Б.Бернанке ва Ф.Мишкинлар томонидан олиб борилган тадқиқотларда қатор саноати ривожланган мамлакатларнинг инфляцион таргетлаш режимига ўтиши ва мазкур жараёнларни қандай босқич ва шарт-шароитларда амалга оширилганлиги тадқиқ этилган[4].

Иқтисодчи олим Д.Веллес ўзининг тадқиқотларида АҚШда инфляцион таргетлаш режимига ўтиш босқичлари ҳамда инфляцион таргетлаш шароитида монетар сиёсатнинг тактик ва стратегик мақсадларининг белгиланиши ва уларга эришиш жараёнларини тадқиқ этган[5].

Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлардан О.Намозов, Т.Бобакулов, О.Йўлдошев, А.Исмаилов, Ш.Каралиев, У.Абдуллаев, Ш.Якубоваларнинг илмий ишларида эса, монетар сиёсатни амалга оширишнинг айрим назарий-услубий ва амалий жиҳатлари ўрганилган бўлса-да, инфляцион таргетлаш режимининг жорий этилиши фақатгина илмий мақолалар доирасидагина кўриб чиқилган ва тадқиқ этилган.

Жумладан, Ш.Якубова ўзининг илмий ишларида инфляцион таргетлашни пул-кредит сиёсатини такомиллаштиришнинг замонавий йўналиши сифатида тадқиқ этган. Шунингдек, инфляцион таргетлашнинг элементларини ўрганиб, ҳар бир элементнинг инфляцион таргетлашга ўтиш босқичидаги аҳамиятини ёритиб берган. Бундан ташқари, саноати ривожланган ва ривожланаётган давлатларда инфляцион таргетлашга ўтиш жараёнларини тадқиқ этган[6].

Умуман олганда иқтисодий адабиётлар ва илмий тадқиқотларда Ўзбекистон иқтисодиётини монетар сиёсат инструментлари орқали тартибга солишнинг айрим жиҳатлари атрофлича ёритилган бўлсада, аммо инфляцион таргетлашга ўтиш шароитида монетар сиёсатни амалга оширишнинг стратегик мақсадларидан келиб чиқиб замонавий монетар сиёсат йўналишларини яхлит ва комплекс тарзда тадқиқ этишнинг долзарблиги янада ортади.

### **Тадқиқот методологияси**

Тадқиқот жараёнида инфляцион таргетлашга ўтиш шароитида монетар сиёсатнинг стратегик мақсадларига эришишда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан монетар инструментларни тўғри танланиши ва улардан самарали фойдаланиш бўйича тадқиқотлар олиб борилди ва бунда диалектик ва тизимли ёндашув, комплекс баҳолаш, қиёсий ва солиштирма таҳлил, статистик ва динамик ёндашув ҳамда гуруҳлаш усулларида фойдаланилди.

### **Таҳлил ва натижалар**

Бугунги кунда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки монетар сиёсатининг замонавий йўналишлари Ўзбекистон Республикасининг янги таҳрирдаги «Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида»ги Қонуни ва Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги ПФ-5877-сонли «Инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида»ги Фармони асосланади. Унга кўра, ҳозирда монетар сиёсатни амалга оширишда Марказий банк томонидан асосий эътибор таркибий ислохотларнинг янги босқичида инфляцион таргетлаш режимини фаол татбиқ этиш орқали монетар сиёсат шароитларини белгилашга қаратилмоқда. Бунда, Марказий банк инфляцион таргетга эришиш ва пул-кредит сиёсати инструментлари, механизмлари ва жараёнларини инфляцион таргетлаш режими стандартларига мувофиқлаштириш бўйича қуйидаги вазифаларни белгилаб олди:

1. Операцион механизмни ривожлантириш соҳасида:

- асосий фоиз ставкаси ва фоиз коридорини жорий этиш;
- ички валюта бозорини ривожлантириш стратегиясини ишлаб чиқиш;
- кредит бозоридаги сегментация даражасини пасайтириб бориш.

2. Таҳлилий-прогноزلаш салоҳиятини ошириш соҳасида:

– макроиқтисодий таҳлил ва прогноزلаштириш тизими (FPAS) ҳамда замонавий моделлаштириш инструментларини жорий этиш;

– аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмалари ва инфляция омилларини эмпирик моделлар асосида ўрганиб бориш услубларини ишлаб чиқиш.

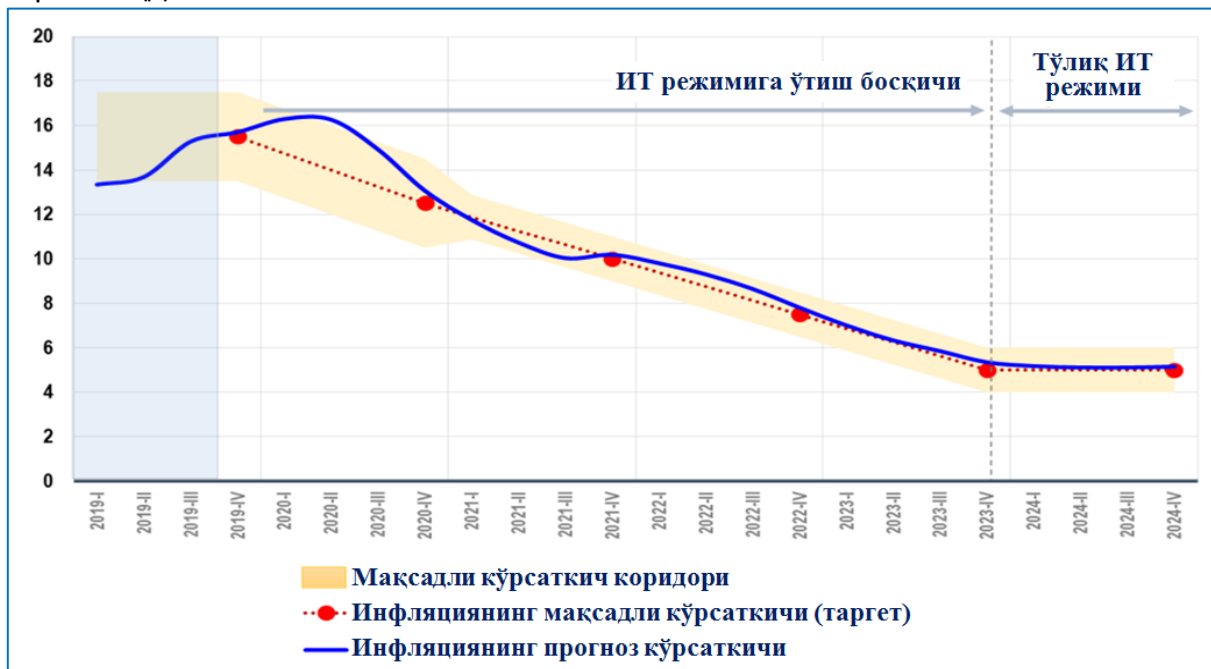
3. Коммуникация сиёсатини такомиллаштириш соҳасида:

– коммуникация сиёсатининг замонавий тамойилларидан фойдаланиш;

– бозор иштирокчилари билан мулоқот қилишнинг самарали механизмларини татбиқ этиш.

Иқтисодиётда инфляцион жараёнлар аксарият ҳолатларда талаб омиллари натижасида, яъни иқтисодиётда товар ва хизматларга бўлган талабнинг ишлаб чиқариш ҳажмларига нисбатан тезроқ суръатларда ўсиши натижасида юзага келади. Ялпи талабнинг ўсиши эса, асосан, давлат бюджети харажатлари ва иқтисодиётга йўналтирилган кредитлар ҳажмининг ўсиши, аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари

даромадларининг ошиши ҳисобига рўй беради. Пул-кредит сиёсати инструментларини қўллаш орқали Марказий банк ялпи талаб ҳажмига таъсир этади ва шу орқали иқтисодиётда инфляцион босимни пасайтиради. Паст ва барқарор даражадаги инфляция мамлакатда ижтимоий-иқтисодий фаровонлик ва тенгликни таъминлашда муҳим аҳамият касб этади. Шу жиҳатдан бугунги кунда Марказий банк томонидан инфляцион таргетлашга ўтиш жараёнлари фаол тарзда амалга оширилмоқда.



1-расм. Ўзбекистонда инфляциянинг мақсадли кўрсаткичлари ўзгариш траекторияси<sup>1</sup>

1-расмдан кўринадики, 2019 йил 1 январдан инфляцион таргетлаш режимига ўтиш босқичи бошланган бўлиб, дастлаб 2019 йилнинг тўртинчи чорагида инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи белгилаб олинди. Марказий банк томонидан мақсадли кўрсаткичнинг коридори ҳам белгиланган бўлиб ҳозирги кунда мазкур коридор инфляцион таргетга нисбатан  $\pm 2\%$ ни ташкил этмоқда. Шу ўринда, Марказий банк томонидан мамлакатдаги макроиқтисодий шароитлар ҳамда инфляцион кутилмалар даражасидан келиб чиқиб мақсадли кўрсаткич коридорини 2021 йилнинг биринчи чорагидан  $\pm 1\%$  қилиб белгилаш режалаштирилган.

Инфляцион таргетлаш режимига ўтиш шароитида монетар сиёсатнинг операцион механизмини такомиллаштириб бориш зарурати юзага келади. Бу борада бугунги кунда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки монетар сиёсатнинг операцион мақсади доирасида банклараро пул бозоридаги фоиз ставкасини асосий ставкага яқин даражада ушлаб туришга ҳаракат қилмоқда. Чунки, банклараро пул бозоридаги фоиз ставкасини асосий ставкага яқин даражада ушлаб туриш Марказий банкнинг пул-кредит шароитларини қатъийлаштириш ёки юмшатиш тўғрисидаги қарорлари таъсирининг пул бозоридаги банк ресурслари қийматига ўтказилишига

<sup>1</sup> Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул-кредит сиёсатининг 2020 йил ва 2021-2022 йиллар даврига мўлжалланган асосий йўналишлари. Т.: 2019 й. 86 б.

имкон беради, бу эса иқтисодий агентларнинг инвестицион ва истеъмол қарорларида ўз аксини топади.

Одатда, операцион мақсадга эришишда Марказий банк банк тизимидаги қисқа муддатли ликвидликни тартибга солиш амалиётини ҳам олиб боради. Бунда, банк тизимидаги ликвидликка бўлган талаб ва таклиф баҳолашиб, пул-кредит операциялари ҳажми аниқланади. Операцион механизм орқали банк тизими ликвидлигини бошқаришда Марказий банк асосий ва қўшимча инструментлар тўплами сифатида очиқ бозорда 1 ҳафтадан 2 ҳафтагача муддатли асосий операциялардан ҳам фойдаланади (2-расм).



2-расм. Банк тизимидаги қисқа муддатли ликвидликни тартибга солиш бўйича операциялар<sup>2</sup>

Бугунги кунда банк тизими ликвидлигини меъёрида таъминлаш доирасида икки ҳафтагача ликвидлик бериш учун кредит, депозит ва репо аукционлари ўтказилмоқда. Мазкур аукцион савдоларида Марказий банкнинг асосий ставкаси савдо сессиясининг бошланғич нархи бўлиб хизмат қилмоқда.

Умуман олганда инфляцион таргетлаш режимида пул-кредит сиёсати олиб бораётган марказий банклар аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кўтилмаларини жиловлаш мақсадида уларнинг марказий банкка бўлган ишончини мустаҳкамлашга ҳамда кенг жамоатчилик билан коммуникацияни ривожлантиришга жиддий эътибор қаратади. Шу билан бирга, инфляцион таргетлаш режимида пул-кредит сиёсатини юритиш маълум даражада эркин шаклландиган алмашув курси бўлишини талаб этади ва бу, ўз навбатида, мазкур режимнинг баъзи ташқи шокларга чидамлилигини оширади.

Мамлакатимизда монетар сиёсатни юритишда инфляцион таргетлаш режимининг танланилиши ушбу режимнинг афзалликлари билан бир қаторда валюта курси ёки монетар таргетлаш режимларида кузатилган қатор муаммолар билан изоҳланади. Хусусан, валюта алмашув курсини таргетлаш режимида курснинг доимий

<sup>2</sup> Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул-кредит сиёсатининг 2020 йил ва 2021-2022 йиллар даврига мўлжалланган асосий йўналишлари. Т.: 2019 й. 86 б.



тарзда мақсадли даражада сақлаб турилиши халқаро резервларни сезиларли даражада камайтириб, валюта инқирозининг келиб чиқиш хатарини оширади.

Валюта алмашув курсини таргетлаш режимда валюта курсини мос равишда ўзгартириш орқали ташқи салбий таъсирларни мўътадиллаштириш имконияти чекланади. Бундан ташқари, мазкур режимда Марказий банкнинг асосий эътибори фақатгина валюта алмашув курсининг мақсадли даражасини таъминлашга қаратилиши туфайли ички мақсадларга қаратилган мустақил пул-кредит сиёсатини амалга ошириш имконияти чекланади.

Иқтисодиётни либераллаштириш ва таркибий ўзгартириш, шунингдек, хуфёна иқтисодиётнинг сезиларли даражада мавжуд бўлиши шароитларида пул агрегатларининг кескин ўзгариши кузатилиши мумкин. Бу эса, ўз навбатида, монетар таргетлаш режими доирасида мақсадли кўрсаткичларни ўрнатиш ва унга эришиш вазифасини мураккаблаштиради. Шу билан бирга, пул агрегатлари ва инфляция орасидаги барқарор боғлиқликнинг пасайиши монетар таргетлаш режими самарадорлигини камайтиради.

Шундан келиб чиқиб, валюта сиёсатини либераллаштириш борасида амалга оширилган чора-тадбирлар ҳамда нархлар барқарорлигини таъминлаш бўйича аниқ мақсадларнинг белгиланиши инфляцион таргетлашга ўтиш учун зарурий шарт-шароитларни яратади деб ҳисобланади.

Бугунги кунда мамлакатимизда инфляцион таргетлаш режимига ўтиш учун қўйидаги макроиқтисодий шароитларни шакллантиришга қаратилган комплекс чора-тадбирларни амалга ошириш зарур ҳисобланади:

– монетар сиёсатнинг таъсирчан инструментларини танлаш орқали трансмиссион механизм каналлари самарадорлигини ошириш;

– ички валюта бозори фаолиятини янада либераллаштириш ва такомиллаштириш бўйича амалга оширилаётган чора-тадбирларни тизимли давом эттириш;

– монетар сиёсатнинг мавжуд инструментларини такомиллаштириш ва янги замонавий бозор инструментларини жорий этиш;

– банклараро пул бозори фаолиятининг шаффофлигини ошириш ва ривожлантириш;

– монетар инструментларнинг макроиқтисодий кўрсаткичларга таъсирини прогнозлаш ва таҳлил қилиш усулларини такомиллаштириш;

– монетар сиёсатнинг стратегик мақсади ва қўлланиладиган инструментлар тўғрисида кенг жамоатчиликни хабардор қилиш мақсадида пул-кредит сиёсатининг аниқлиги ва шаффофлигини ошириш ва шу асосида коммуникацион сиёсатни ҳам такомиллаштириш;

– молия бозорини, шу жумладан, давлат қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш;

– монетар сиёсатни фискал сиёсат билан самарали мувофиқлаштириш.

Миллий иқтисодиёт хусусиятларини инобатга олган ҳолда, пул-кредит сиёсати режимларининг ўзига хос жиҳатлари ва таъсирчанлиги таҳлили ўрта муддатли истиқболда Марказий банкнинг устувор мақсади сифатида нархлар барқарорлигига эришиш вазифасига инфляцион таргетлаш режими жуда мос келишини кўрсатмоқда. Шундан келиб чиққан ҳолда, пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг тамойил ва

усулларининг инфляцион таргетлашга босқичма-босқич йўналтириш учун зарурий ҳуқуқий асослар ва таянч иқтисодий шароитлар яратилди.

Хусусан, валюта сиёсатининг либераллаштирилиши ва бозор шароитларида алмашув курсининг шаклланишини таъминлаш бўйича чоралар, Марказий банкнинг устувор мақсадлари ва амалий мустақиллигини аниқ белгиланиши, пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг фаол босқичига ўтилиши, инфляцияни ҳисоблаш ва баҳолаш усуллари такомиллаштирилиши, шунингдек шаффофликнинг оширилиши ва коммуникацион сиёсатнинг кучайтирилиши каби амалий чоралар инфляцион таргетлашга ўтиш учун асосий шароитларни яратади.

Умуман олганда, инфляцион таргетлашга ўтиш монетар сиёсатнинг барча жиҳатларини тубдан қайта кўриб чиқиш ва такомиллаштиришни талаб этади. Бу эса, ўз навбатида, узоқ муддатли истиқболда барқарор иқтисодий ўсишнинг асоси бўлган макроиқтисодий барқарорликни таъминлашда сифат жиҳатдан янги босқичга ўтилишини англатади.

### **Фойдаланилган адабиётлар**

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги “Пул-кредит сиёсатини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги ПҚ-3272-сонли қарори. (Қонун ҳужжатлари маълумотлари миллий базаси, 25.09.2017 й., 07/17/3272/0001).

2. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги ПФ-5877-сонли «Инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида»ги Фармони. (Қонун ҳужжатлари маълумотлари миллий базаси, 19.11.2019й., 06/19/5877/4036-сон).

3. John B. Taylor (2019) Inflation targeting in high inflation emerging economies: lessons about rules and instruments, *Journal of Applied Economics*, 22:1, 103-116, DOI: [10.1080/15140326.2019.1565396](https://doi.org/10.1080/15140326.2019.1565396).

4. Bernanke, Ben S., and Frederic S. Mishkin. 1997. “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?” *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2): 97-116.

5. David Wessel. What is “average inflation targeting”? *BROOKINGS. “The Hutchins Center Explains”* May 30, 2019.

6. Якубова Ш.Ш. Таргетирование инфляции – современное направление совершенствования денежно-кредитной политики. “Инновацион иқтисодиёт шароитида банк-молия тизимини ривожлантиришнинг устувор йўналишлари” мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси материаллари тўплами. 2019 йил 28 сентябрь. 30-34 бб.

7. Давлатов Э.Б. Тижорат банклари орқали кўшимча пул яратилиш механизми. “Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар” илмий электрон журналы. № 4, июль-август, 2017 й.