



INFLYATSIYANI TARGETLASH SIYOSATI VA INFLYATSION RISKLARNI BOSHQARISH: O'ZBEKISTON TAJRIBASI

Yuldasheva Umida,

TDIU, "Xalqaro moliya" kafedrasi DSc., professor

umida_yu@mail.ru

Shukurova Gulzoda,

TDIU, Moliya fakulteti talabasi

gulzodashukurova05@gmail.com

Annotatsiya. Ushbu maqolada inflyatsion targetlash (IT) siyosatining inflyatsion xavflarni boshqarishdagi o'rni, uning nazariy asoslari va amaliy ahamiyati tahlil qilinadi. Tadqiqotning asosiy maqsadi inflyatsion targetlash rejimining mazmunini tushuntirish, uning iqtisodiyotga ta'sir qilish mexanizmlarini o'rganish hamda ushbu siyosat samarali amalga oshirilishi uchun zarur bo'lgan shartlarni aniqlashdan iborat. Maqolada inflyatsion targetlashning asosiy tamoyillari, inflyatsiya xavfini kamaytirish yo'llari, so'nggi yillarda inflyatsiya darajasida kuzatilgan o'zgarishlar hamda ushbu siyosatning samaradorligiga ta'sir ko'rsatuvchi asosiy omillar O'zbekiston misolida ko'rib chiqiladi.

Kalit so'zlar: inflyatsion targetlash, inflyatsion risk, pul-kredit siyosati, inflyatsion kutilmalar, asosiy stavka, bazaviy inflyatsiya.

Kirish.

Inflyatsiyani jilovlash va narxlar barqarorligini ta'minlash masalasi so'nggi o'n yillikda jahon iqtisodiyotida muhim muammolardan biriga aylandi. Ayniqsa, 2021–2023-yillarda dunyoning ko'plab mamlakatlarida inflyatsiyaning tezlashishi bunga yaqqol misol bo'la oladi. Pandemiya keyin talabning keskin tiklanishi, ta'minot zanjirlaridagi uzilishlar va energiya resurslari narxining oshishi narxlar darajasiga kuchli ta'sir qildi. Natijada nafaqat rivojlanayotgan mamlakatlar, balki rivojlangan iqtisodiyotlarda ham narxlar barqarorligini saqlash qiyinlashdi. Ushbu



jarayonlar inflyatsion targetlash siyosatining imkoniyatlari va amaliyotdagi cheklovlarini qayta ko'rib chiqish zaruratini yuzaga keltirdi.

Bugungi kunda inflyatsion targetlash ko'plab mamlakat markaziy banklari tomonidan rasmiy ravishda qo'llaniladigan pul-kredit siyosati rejimlaridan biridir. Biroq uning natijalari barcha mamlakatlarda bir xil bo'lavermaydi. Ayniqsa, rivojlanayotgan iqtisodiyotlarda moliya bozorlarining yetarlicha rivojlanmaganligi, iqtisodiyotning yuqori darajada dollarlashuvi va tashqi iqtisodiy zarbalarga sezgirlik kabi omillar targetlash siyosatining ishlashiga ta'sir ko'rsatishi mumkin. Shu sababli inflyatsion targetlashning rivojlanayotgan mamlakatlardagi amaliy natijalarini alohida o'rganish muhim hisoblanadi.

O'zbekiston uchun ham mazkur masala dolzarbdir. 2017-yildan boshlab mamlakatda iqtisodiy islohotlar jadallashib, valyuta bozorini liberallashtirish, narxlarni erkinlashtirish va tashqi savdoni kengaytirish bo'yicha muhim choralar amalga oshirildi. Ushbu jarayonlar iqtisodiyotning bozor mexanizmlariga moslashishini tezlashtirgan bo'lsa-da, dastlabki bosqichda inflyatsion bosimning kuchayishiga ham olib keldi. Masalan, 2018-yilda yillik o'rtacha inflyatsiya 17,5 foizgacha yetgan [1; 2]. Shunday sharoitda 2020-yildan boshlab inflyatsion targetlash rejimiga bosqichma-bosqich o'tish boshlandi. Bu O'zbekistonning pul-kredit siyosatida yangi yondashuvning shakllanishiga olib kelgan muhim institutsional o'zgarishlardan biri bo'ldi.

Adabiyotlar sharhi.

Inflyatsiya haqida gap ketganda ko'pincha narxlarning o'sish sur'ati nazarda tutiladi, lekin iqtisodiy qarorlarga ko'proq uning noaniqligi ta'sir qiladi. Korxona ikki yildan keyingi narxlarni taxmin qila olmasa, uzoq muddatli loyihaga kirishishga ikkilanadi; oila ham jamg'armasi qadrsizlanishidan qo'rqsa, pulini tezroq sarflashga yoki valyutaga almashtirishga intiladi. Shu sababli inflyatsion risk deganda narxlarning o'sishi bilan birga uni bashorat qilishdagi qiyinchilik ham tushuniladi.

Inflyatsion targetlash g'oyasi 1970-yillardagi yuqori inflyatsiya va pul agregatlarini nazorat qilishga asoslangan siyosatning o'zini oqlamaganidan keyin



paydo bo'ldi. Bu tizim 1990-yilda Yangi Zelandiyada joriy etilgan, keyinroq Kanada, Buyuk Britaniya, Shvetsiya, Braziliya, Chili va Polsha kabi mamlakatlarga tarqalgan [3]. O'zbekiston bu yo'lga nisbatan kech, rasmiy ravishda 2020-yildan boshlab chiqdi.

Olimlar Ben S. Bernanke va Frederic S. Mishkinning fikriga ko'ra, inflyatsion targetlashni Markaziy bank uchun qat'iy va o'zgarmas qoida emas, balki aniq maqsadlar bilan cheklangan moslashuvchan pul-kredit siyosati tizimi («cheklangan diskretsiya») sifatida izohlaydi [3]. Ular ushbu rejimning uchta muhim jihatiga e'tibor qaratadi:

- inflyatsiya bo'yicha aniq maqsadni belgilash;
- pul-kredit siyosatining ochiqligi va shaffofligini oshirish;
- Markaziy bank faoliyati uchun javobgarlikni kuchaytirish.

Tadqiqotning asosiy ahamiyati inflyatsion targetlash samaradorligi nafaqat foiz stavkasiga, balki Markaziy bankning ishonchliligi va jamoatchilik bilan muloqotiga ham bog'liqligini tushuntiradi.

Targetlash rejimining nazariy asosi pul-kredit siyosatidagi vaqt bo'yicha nomuvofiqlik muammosiga borib taqaladi. Kydland va Prescott [4], shuningdek Barro va Gordon [5] fikricha, hokimiyat qisqa muddatda iqtisodiy o'sishni rag'batlantirish uchun kutilganidan yuqori inflyatsiyaga yo'l qo'yishi mumkin. Lekin aholi va korxonalar buni oldindan sezadi, kutilmalarini shunga moslaydi va natijada o'sishga erishilmay, inflyatsiya yuqoriligicha qoladi. Raqamli nishonni e'lon qilish markaziy bankni ana shu vaziyatdan tiyib turadigan majburiyat vazifasini bajaradi. Raqamli nishonni oldindan e'lon qilish Markaziy bankning belgilangan maqsadga sodiqligini ta'minlashga xizmat qiladi hamda kutilmagan qarorlar qabul qilish ehtimolini kamaytiradi.

Svensson targetlashni inflyatsiya prognoziga asoslangan rejim (inflation forecast targeting) sifatida ta'riflaydi: bank nishon doirasida sharoitga qarab harakat qilish erkinligini saqlab qoladi [6]. Amaliyotda esa Taylor qoidasi keng qo'llanadi



[7]. Unga ko'ra, siyosiy stavka inflyatsiyaning nishondan og'ishi va ishlab chiqarish bo'shlig'iga qarab o'zgartiriladi. Rejim odatda beshta belgi bilan tavsiflanadi: narx barqarorligining rasman birlamchi maqsad deb e'lon qilinishi, raqamli nishon, markaziy bankning operatsion mustaqilligi, prognozga asoslangan qaror qabul qilish va jamoatchilik oldidagi hisobdorlik.

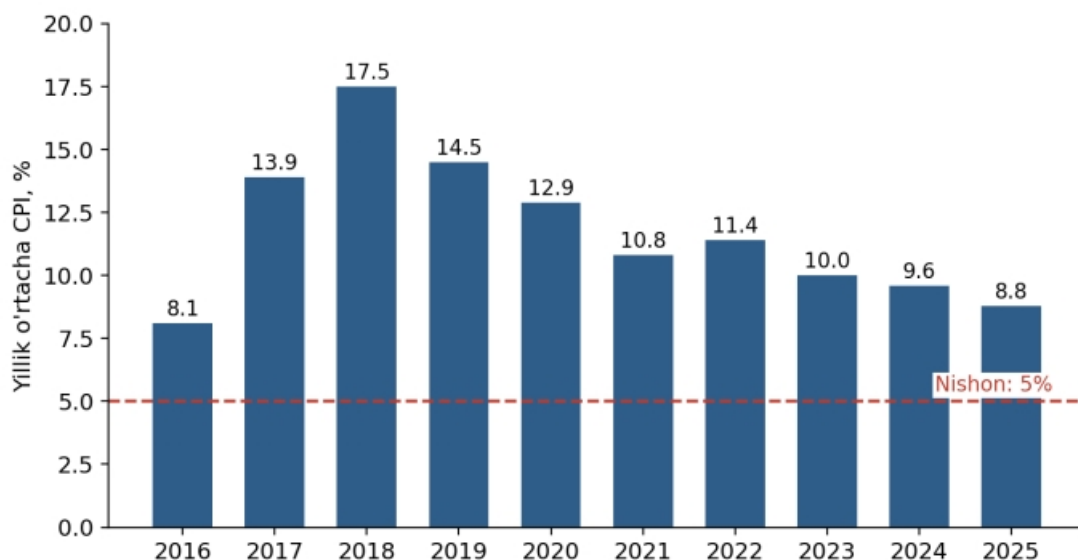
Rejimning eng muhim ta'siri kutilmalar orqali amalga oshadi. Markaziy bankka ishonch yetarli bo'lsa, tashqi zarba (masalan, oziq-ovqat narxining o'sishi) vaqtinchalik hodisa sifatida qabul qilinadi va ish haqi hamda narx belgilashga o'tmaydi. Ishonch yo'q joyda esa bir martalik zarba inflyatsion spiralga aylanishi mumkin.

Tadqiqot metodologiyasi

Ushbu tadqiqotda O'zbekistonda inflyatsion targetlash siyosatining rivojlanishi va uning inflyatsion jarayonlarga ta'sirini o'rganish uchun tavsifiy-tahliliy yondashuvdan foydalanildi. Tadqiqot davomida sifat va miqdoriy tahlil usullari birgalikda qo'llanib, inflyatsiya ko'rsatkichlarining vaqt davomida qanday o'zgargani hamda bunga ta'sir qiluvchi asosiy omillar ko'rib chiqildi.

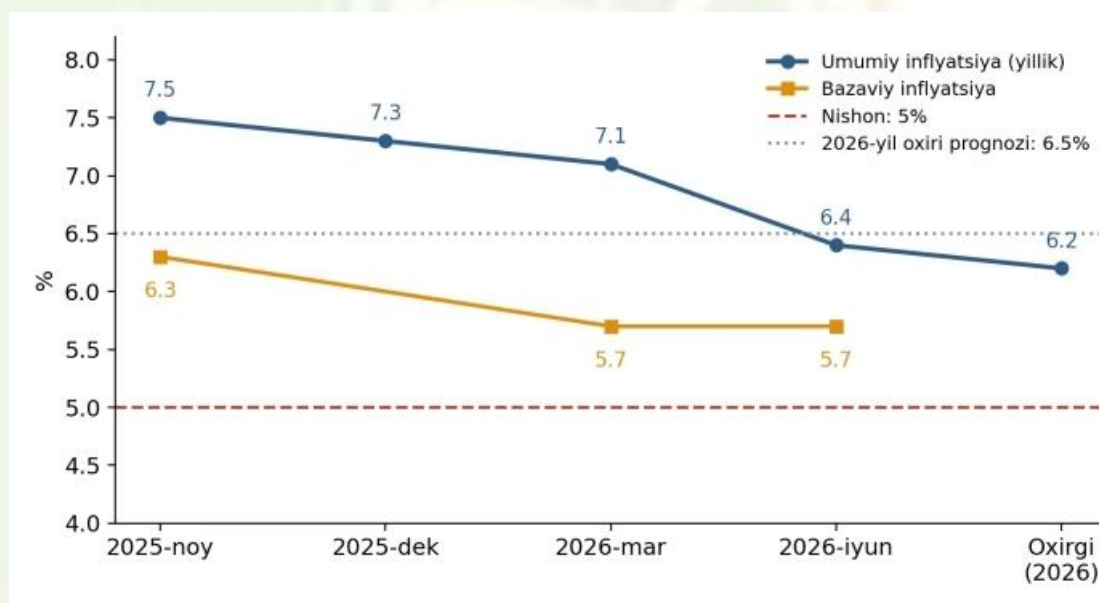
Tahlil usullari. Tadqiqotda bir nechta tahlil usullaridan foydalanildi. Birinchidan, vaqt qatorlari tahlili orqali inflyatsiya, bazaviy inflyatsiya va asosiy stavkaning yillar davomida o'zgarishi kuzatildi va asosiy tendensiyalar aniqlandi. Bundan tashqari, korrelyatsion baholash tavsifiy darajada qo'llanildi. Bunda YaIM o'sish sur'ati, davlat fiskal xarajatlari va inflyatsiya darajasining o'zgarishi o'rtasidagi bog'liqlik yo'nalishi ko'rib chiqildi. Ushbu usul asosiy makroiqtisodiy ko'rsatkichlar o'rtasidagi umumiy tendensiyalarni aniqlash uchun ishlatildi.

Tahlil va natijalar.



1-rasm. O'zbekistonda yillik o'rtacha inflyatsiya (CPI), 2016–2025, % [1; 2]

Natijalarga qaraydigan bo'lsak, 1-rasmda 2016–2025-yillardagi yillik o'rtacha inflyatsiya ko'rsatilgan. Ko'rsatkich 2018-yilda 17,5 foizga yetib, undan keyin asta-sekin kamaygan va 2025-yilda 8,8 foizni tashkil etgan. Ya'ni cho'qqidan hisoblaganda pasayish taxminan 8,7 foiz punktga teng bo'lib, inflyatsiya deyarli ikki barobar kamaygan [1; 2].



2-rasm. Yillik va bazaviy inflyatsiya dinamikasi hamda nishon, 2025–2026,

% [8; 9; 10].



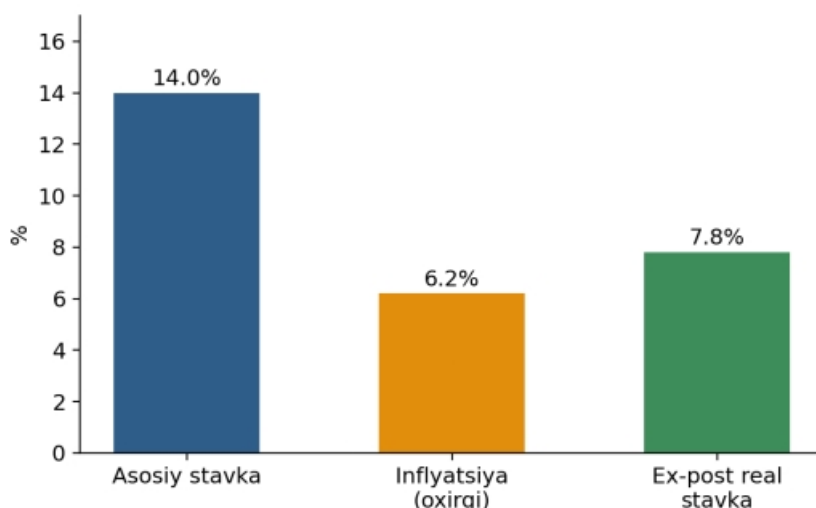
So'nggi oylardagi holat 2-rasmda berilgan. Yillik inflyatsiya 2025-yil noyabrida 7,5 foiz, dekabrida 7,3 foiz edi [8]. 2026-yil martida 7,1 foizga [9], iyunda 6,4 foizga [8] tushdi, Markaziy bank rahbarining so'nggi bayonotida esa 6,2 foiz aytilgan [10]. Bazaviy inflyatsiya 6,3 foizdan 5,7 foizgacha kamaygan va iyunda shu darajada qolgan [8; 9]. Bazaviy ko'rsatkichning pasayishi muhim, chunki u mavsumiy va ma'muriy omillardan tozalangan bo'lib, pasayish faqat bir martalik omillar hisobiga emasligini ko'rsatadi.

1-jadval. Asosiy makroiqtisodiy va pul-kredit ko'rsatkichlari

Ko'rsatkich	Qiymat	Davr
Asosiy stavka	14,0 % (2025-yil 24-martdan beri; oldin 13,5 %)	
Inflyatsion nishon	5 %	O'rta muddat
Yillik inflyatsiya	7,3 % / 7,1 % / 6,4 %	2025-dek / 2026-mar / 2026-iyun
Bazaviy inflyatsiya	5,7 %	2026-mart, iyun
Inflyatsiya prognozi	≈ 6,5 %	2026-yil oxiri

Manba: muallif tuzgan; asosiy stavka, nishon va prognoz — [9; 10]; yillik inflyatsiya — [8; 9]; bazaviy inflyatsiya — [8; 9].

1-jadvalda asosiy ko'rsatkichlar jamlangan. Stavka 2025-yil 24-martda 13,5 foizdan 14 foizga ko'tarilgan va shundan buyon o'zgarmagan. [9]



3-rasm. Asosiy stavka, inflyatsiya va ex-post real stavka, % [9; 10]

Asosiy stavkadan joriy inflyatsiyani ayirsak, ex-post real stavka (amaldagi real foiz stavkasi) taxminan $14,0 - 6,2 = 7,8$ foiz punktni tashkil etadi (3-rasm) [9; 10]. Bu ancha yuqori ijobiy qiymat: pul-kredit sharoiti qat'iy ekanini ko'rsatadi ; Markaziy bankning o'zi ham kuchli ichki talab va tashqi iqtisodiy noaniqlik sharoitida qat'iy sharoitni saqlashni zarur deb hisoblaydi [9].

Umuman olganda, bunga ikki xil yondashuv mavjud. Bir tomondan, inflyatsiya barqaror kamaymoqda. Ikkinchi tomondan, hozirgi daraja (6,2–6,4 %) nishondan hali 1,2–1,4 foiz punktga yuqori, Markaziy bank esa nishonga barqaror erishilmaguncha stavkani pasaytirmasligini bildirgan [10]. Bunga asosiy sabab: iqtisodiy faollik tezlashmoqda, ichki talab kuchli, tashqi iqtisodiy muhitda esa noaniqlik saqlanib qolmoqda [9].

Inflyatsion targetlash hamma joyda bir xil ishlamaydi. Birinchi navbatda, markaziy bank hukumat bosimidan mustaqil bo'lishi kerak. Ikkinchidan, byudjet taqchilligi pul emissiyasi hisobidan qoplanadigan bo'lsa, ushbu rejimga ishonch tezda yo'qoladi. Uchinchidan, moliya bozori yetarlicha rivojlanmagan bo'lsa, foiz stavkasi kanali sust ishlaydi, iqtisodiyotda dollarlashuv yuqori bo'lsa, milliy valyutadagi stavka siyosatining ta'siri zaiflashadi. Oxirgisi esa, oziq-ovqat va energiya narxlaridagi keskin o'zgarishlar Markaziy bankning bevosita nazoratida bo'lmaganligi sababli ularni faqat pul-kredit siyosati vositalari yordamida to'liq bartaraf etishning imkoni yo'q.



Rejimni tanqid qiluvchilarning fikricha, narxlar barqarorligiga ortiqcha e'tibor qaratish moliyaviy barqarorlik va bandlik kabi boshqa muhim masalalarning e'tibordan chetda qolishiga olib kelishi mumkin. 2008-yildagi global moliyaviy inqiroz va 2020-yildan keyin kuzatilgan inflyatsiya to'liqini bu boradagi bahslarni yanada kuchaytirdi. Shu sababli, bugungi amaliyot inflyatsiyani qat'iy targetlashdan ko'ra, moslashuvchan targetlash va makroprudensial siyosat bilan uyg'unlashgan yondashuvga ko'proq tayanmoqda. Yana bir hisobga olinishi kerak bo'lgan jihat shundaki, inflyatsiyaning pasayishini faqatgina joriy rejim natijasi deb baholash to'g'ri bo'lmaydi, chunki bunda tashqi va ma'muriy omillar ham muhim rol o'ynashi mumkin.

Yuqoridagi ma'lumotlar asosida umumiy olib qaraydigan bo'lsak, O'zbekiston inflyatsion targetlash siyosatida eng muhim vositalardan biri Markaziy bankning asosiy stavkasi hisoblanadi. Asosiy stavkaning o'zgarishi, avvalo, iqtisodiyotdagi foiz stavkalariga ta'sir qiladi. Bu esa kredit olish, jamg'arish va iste'mol qilish kabi jarayonlarda o'z aksini topadi. Natijada ichki talabga ta'sir qilish orqali inflyatsiyaning maqsadli ko'rsatkichga yaqinlashishiga sharoit yaratiladi.

Asosiy stavka bilan bir qatorda, pul-kredit siyosatini amalga oshirishda foiz koridori va ochiq bozor operatsiyalari ham qo'llaniladi. Ushbu vositalar, asosan, banklararo pul bozoridagi qisqa muddatli foiz stavkalarini kerakli darajada ushlab turishga yordam beradi.

Pul-kredit siyosatining yana bir muhim jihati — bank tizimidagi likvidlikni boshqarishdir. Markaziy bank zarur hollarda tijorat banklariga likvidlik taqdim etadi yoki, aksincha, ortiqcha likvidlikni jalb qiladi.

Inflyatsiyani kuzatishda narxlar monitoringi ham alohida o'rin tutadi. Ushbu monitoring narxlarda yuz berayotgan o'zgarishlarni tezroq aniqlash va inflyatsiya bilan bog'liq jarayonlarni baholashga yordam beradi.

Bundan tashqari, kommunikatsiya siyosati ham inflyatsion targetlashning muhim elementlaridan biridir. Markaziy bank asosiy stavka bo'yicha qarorlarni e'lon qilish bilan cheklanib qolmay, kelgusida pul-kredit siyosati qanday yo'nalishda



bo'lishi mumkinligi haqida ham ma'lum signallar beradi. Bu, o'z navbatida, aholi, tadbirkorlar va moliya bozori ishtirokchilarining kelajakdagi inflyatsiya bo'yicha kutilmalariga ta'sir ko'rsatadi. Ayniqsa, Markaziy bankning kelgusidagi siyosati bo'yicha aniq va tushunarli kommunikatsiyasi uzoq muddatli inflyatsion kutilmalarni shakllantirishda muhim hisoblanadi.

Xulosa.

Inflyatsion targetlash inflyatsiya bilan bog'liq xatarlarni boshqarishda samarali yondashuvlardan biri hisoblanadi. Uning asosiy afzalligi inflyatsion kutilmalarni barqarorlashtirish, iqtisodiy noaniqlikni kamaytirish va Markaziy bank faoliyatining hisobdorligini oshirishda namoyon bo'ladi. O'zbekiston misoli buni qisman tasdiqlaydi: o'rtacha yillik inflyatsiya 2018–2025-yillarda 17,5 foizdan 8,8 foizgacha [1; 2], yillik inflyatsiya 2026-yil iyunida esa 6,4 foizgacha pasaydi, bazaviy inflyatsiya 5,7 foizga tushdi [8; 9]. Shunga qaramay, inflyatsiyani 5 foizlik maqsadli darajaga tushirishga hali erishilgani yo'q. Inflyatsion kutilmalar hali ham ushbu ko'rsatkichdan yuqori bo'lib, ichki talabning yuqoriligi asosiy xavf omillaridan biri bo'lib qolmoqda.

Amaliy jihatdan, inflyatsion targetlash sharoitida asosiy stavka yagona vosita sifatida emas, balki foiz koridori, ochiq bozor operatsiyalari, likvidlikni boshqarish, narxlar monitoringi va kommunikatsiya siyosati bilan birgalikda qo'llanadi. Ushbu instrumentlarning o'zaro uyg'un ishlashi Markaziy bankka inflyatsiyani maqsadli darajada ushlab turish va iqtisodiyotdagi pul-kredit sharoitlarini boshqarish imkonini beradi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR VA MANBALAR

1. CEIC. Uzbekistan – Inflation: Consumer Price Index (Jahon banki/XVF ma'lumotlari asosida). <https://www.ceicdata.com/en/uzbekistan/inflation>
2. TheGlobalEconomy.com. Uzbekistan: Inflation. <https://www.theglobaleconomy.com/Uzbekistan/Inflation/>
3. Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation targeting: A new framework for monetary policy? Journal of Economic Perspectives, 11(2), 97–116.



4. Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85(3), 473–491.
5. Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1), 101–121.
6. Svensson, L. E. O. (1997). Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets. *European Economic Review*, 41(6), 1111–1146.
7. Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.
8. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki. Yillik, oylik va jamlanma inflyatsiya. <https://cbu.uz/en/monetary-policy/annual-inflation/indicators/>
9. Interfax. Central Bank of Uzbekistan holds policy rate at 14%. 29.04.2026. <https://interfax.com/newsroom/top-stories/117361/>
10. UzDaily. Uzbekistan Central Bank to Keep Tight Policy Until Inflation Reaches 5%. 2026-yil sentyabr. <https://www.uzdaily.uz/en/uzbekistan-central-bank-to-keep-tight-policy-until-inflation-reaches-5/>