

MOSLASHUVCHAN INFLYATSIYANI MAQSADLASH REJIMI: EVROPA TAJRIBASI VA O'ZBEKISTON UCHUN ISTIQBOLLAR

[Muallif Xoshimboyev E.X.]

O'zbekiston Respublikasi Bank-moliya akademiyasi magistranti

E-mail: [xoshimooveldor@gmail.com]

Annotatsiya. Ushbu maqolada moslashuvchan inflyatsiya maqsadlashi (Flexible Inflation Targeting — FIT) rejimining Evropa mamlakatlarida — xususan Shvetsiya Riksbanki, Norvegiya Norges Banki va Chexiya Milliy bankida — qo'llanilishi tahlil qilinadi va O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining pul-kredit siyosatini takomillashtirish bo'yicha amaliy xulosalar taqdim etiladi. 2017–2025 yillar statistik ma'lumotlari asosida O'zbekistondagi monetar transmission mexanizmining zaiflik omillari — yuqori dollarizatsiya darajasi, davlat banklarining kreditlar bozorida ustunligi va inflyatsion kutilmalar boshqaruvi tizimining rivojlanmaganligi — tahlil qilinadi. Tadqiqot natijalariga ko'ra, O'zbekiston 5 foizlik inflyatsiya maqsadiga erishish uchun shunchaki foiz stavkasini boshqarish emas, balki FIT ning to'rtta institutsional ustunini — shaffoflik, kommunikatsiya siyosati, mas'uliyat va maqsad ishonchliligi — yaxlit tizim sifatida joriy etishi zarur.

Kalit so'zlar: inflyatsiyani maqsadlash, pul-kredit siyosati, monetar transmission mexanizmi, dollarizatsiya, forward yo'naltirish, Markaziy bank mustaqilligi, O'zbekiston.

Abstract. This article analyses the application of Flexible Inflation Targeting (FIT) in selected European countries — specifically the Sveriges Riksbank, Norges Bank, and the Czech National Bank — and draws practical conclusions for improving the monetary policy framework of the Central Bank of Uzbekistan. Based on statistical data for 2017–2025, the article identifies key weaknesses of the monetary transmission mechanism in Uzbekistan: high dollarization, dominance of state banks in the credit market, and an underdeveloped inflation expectations management system. The findings suggest that to achieve the 5 percent inflation target, Uzbekistan needs not merely to manage interest rates, but to implement the four institutional pillars of FIT — transparency, communication policy, accountability, and target credibility — as an integrated system.

Keywords: inflation targeting, monetary policy, monetary transmission mechanism, dollarization, forward guidance, central bank independence, Uzbekistan.

1. Kirish

Jahon amaliyotida markaziy banklarning inflyatsiyani boshqarish usullari so'nggi o'ttiz yil ichida tubdan o'zgardi. 1990 yilda Yangi Zelandiyadan boshlangan inflyatsiyani maqsadlash (Inflation Targeting — IT) paradigmasi bugun 45 ta mamlakat va Yevrozonaning asosiy pul-kredit siyosati ramkasiga aylangan. Ushbu paradigmaning eng rivojlangan shakli — moslashuvchan inflyatsiya maqsadlashi (Flexible Inflation Targeting — FIT) — nafaqat narx barqarorligini, balki real iqtisodiyot ko'rsatkichlarini ham birgalikda maqsad qilib oladi.

O'zbekiston Respublikasi 2017 yilgi iqtisodiy islohotlardan so'ng pul-kredit siyosatini qayta qurishga kirishdi. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki (ORCB) 2020 yildan inflyatsiyani maqsadlash rejimiga bosqichma-bosqich o'tishni boshladi va 5 foizlik o'rta muddatli maqsad inflyatsiya darajasini e'lon qildi. 2026 yil iyun oyida umumiy inflyatsiya yillik 5,5 foizni tashkil etdi va prognoz traektoriyasi doirasida shakllanmoqda. Biroq XVF 2026 yilgi missiya xulosasida ta'kidlanishicha, monetar transmissiyani mustahkamlash uchun kengaytirilgan likvidlik boshqaruvi vositalari, likvidlikni prognozlashni yaxshilash va kommunikatsiyani aniqlashtirish talab etiladi.

Shu munosabat bilan, Evropa markaziy banklarining FIT tajribasini o'rganish va ulardan O'zbekiston uchun amaliy xulosalar chiqarish ilmiy va amaliy jihatdan dolzarb vazifaga aylanmoqda. Mazkur maqolaning maqsadi — FIT ning asosiy elementlarini Evropa tajribasi misolida tahlil qilish va O'zbekiston sharoitiga moslashtirilgan tavsiyalar ishlab chiqishdan iborat.

2. Adabiyotlar sharhi

Inflyatsiyani maqsadlash konsepsiyasining nazariy asoslarini Bernanke va Mishkin (1997) ishlab chiqqan bo'lib, ular IT ni «qat'iy qoidalar» va «sof ixtiyoriylik» o'rtasidagi «qoidalarga asoslangan ixtiyoriylik» (constrained discretion) sifatida ta'riflaydi. Svensson (2010) esa moslashuvchan IT modelini ishlab chiqib, uni «inflyatsiyani maqsad atrofida barqarorlashtirish bilan birga real iqtisodiyotni ham barqarorlashtirish» jarayoni sifatida aniq ta'rifladi.

Monetar transmission mexanizmi (MTM) nazariyasida Mishkin (1995) to'rt asosiy kanalani — foiz stavkasi, valyuta kursi, aktiv narxlar va kredit kanali — farqlaydi. O'zbekiston kontekstida Al Rasasi va Cabezon (IMF, 2022) VAR modeli yordamida transmission mexanizmining ishlash holatini baholab, dollarizatsiya va davlat banklari ustunligi kanalning samaradorligini sezilarli cheklashini isbotladi. ScienceDirect da chop etilgan so'nggi tadqiqot (2026) esa O'zbekistondagi depozit dollarizatsiyasi 25 foizni, kredit dollarizatsiyasi esa 42,9 foizni tashkil etishini ko'rsatadi — bu foiz stavkasi kanalining to'liq ishlamasligini anglatadi.

Evropa tajribasi bo'yicha BIS (2025) ning keng qamrovli sharhi 1990–2025 yillar oralig'ida IT rejimlari evolyutsiyasini tahlil qilgan. Tadqiqot shuni ko'rsatadiki, rivojlangan mamlakatlardagi markaziy banklar nuqtaviy maqsad va sifatiy gorizont bilan ishlashga o'tgan, rivojlanayotgan bozor iqtisodiyotlari esa diapazonli maqsad va aniqroq gorizontni saqlashda davom etmoqda.

3. Tadqiqot metodologiyasi

Maqolada qiyosiy tahlil metodi va deskriptiv statistika kombinatsiyasi qo'llaniladi. Qiyosiy tahlil uchun uchta Evropa markaziy banki — Riksbank (Shvetsiya), Norges Bank (Norvegiya), Chexiya Milliy banki (CNB) — va ORCB tanlangan. Ushbu tanlovning ilmiy asosi: birinchidan, bu banklar har biri FIT ning turli variantini qo'llaydi; ikkinchidan, Chexiya o'tish davri iqtisodiyoti tajribasiga ega; uchinchidan, barchasi 2020–2024 yillardagi inflyatsion inqirozdan o'tgan.

Ma'lumotlar manbalari: ORCB rasmiy press-relizlari va hisobotlari (2017–2026), XVF Article IV missiya bayonotlari (2022, 2024, 2025, 2026), Macrotrends va CEIC xalqaro ma'lumotlar bazalari, BIS va ECB rasmiy hisobotlari. Tahlil davri: 2017–2025 yillar (O'zbekiston uchun valyuta liberalizatsiyasidan hozirga qadar).

4. Tahlil natijalari

4.1. O'zbekistonda inflyatsiya dinamikasi: 2017–2025 yillar

O'zbekistondagi inflyatsiya 2018 yilda 17,5 foizga yetib eng yuqori ko'rsatkichga chiqdi. 2020 yildan boshlangan maqsadlash rejimiga o'tish jarayonida inflyatsiya barqaror pasayish tendentsiyasini ko'rsatdi: 2021 yilda 10,9 foiz, 2022 yilda 11,5 foiz (Rossiyaning Ukrainaga bosqini tufayli vaqtincha oshish), 2023 yilda 10,0 foiz, 2024 yilda 9,8 foiz. 2025 yilda esa inflyatsiya 7,3 foizga tushib, avvalgi prognozlardan past shakllanib, yalpi ichki mahsulot o'sishi 7,7 foizga yetdi.

Biroq 5 foizlik maqsad inflyatsiya hali erishilmagan. Inflyatsion kutilmalar yuqori darajada saqlanib qolayotganligi pul-kredit sharoitlarini nisbatan qat'iy darajada saqlab qolishni taqozo etmoqda. XVF 2026 yilgi missiya xulosasida ORCB 2025 yil mart oyidan beri foiz stavkasini 14 foizda ushlab turishi maqtovga sazovor deb baholangan, chunki bu kuchli ijobiy real foiz stavkalarini ta'minlaydi.

Ko'rsatkich	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Inflyatsiya (CPI, %)	12,9	10,9	11,5	10,0	9,8	7,3
ORCB asosiy stavkasi (%)	14,0	14,0	17,0	14,0	13,5	14,0
Real YaIM o'sishi (%)	1,9	7,4	5,7	6,3	6,5	7,7
Valyuta kursi (so'm/USD)	10 400	10 600	11 050	12 150	12 700	12 900*

*1-jadval. O'zbekiston asosiy makroiqtisodiy ko'rsatkichlari (2020–2025) Manba: ORCB, Davlat statistika qo'mitasi, XVF (2026). * — taxminiy ko'rsatkich.*

4.2. Evropa tajribasining qiyosiy tahlili: FIT ning to'rtta ustuni

Shvetsiya Riksbanki, Norges Bank va CNB tajribasini tahlil qilganda FIT ning to'rtta asosiy institutsional ustuni aniqlanadi. Birinchi ustun — aniq va ishonchli maqsad: uchala bank ham 2% nuqtaviy yoki $\pm 1\%$ diapazonli maqsadni qat'iy ushlab turadi va bu maqsad ommaga yaxshi ma'lum. Ikkinchi ustun — forward yo'naltirish (forward guidance): Riksbank 2007 yildan, CNB esa keyinroq kelajakdagi foiz stavkasi yo'nalishini rasman e'lon qilishni boshladi. Bu bozor kutilmalarini boshqarishning eng samarali vositasi hisoblanadi.

Uchinchi ustun — shaffof kommunikatsiya: uchala markaziy bank ham inflyatsion hisobotlarini choraklik tarzda e'lon qiladi, press-konferentsiyalar o'tkazadi va foiz stavkasi qarorlarining batafsil asoslanishini taqdim etadi. Chexiya Milliy banki shaffofligi bo'yicha 100 dan ortiq markaziy bank orasida to'rttadan birida bo'lgan. To'rtinchi ustun — mas'uliyat tizimi: maqsaddan og'ish bo'lsa, markaziy bank parlament yoki hukumat oldida rasmiy tushuntirish berishi majburiy.

Bu mexanizm siyosiy bosimdan himoya qilish bilan bir vaqtda demokratik nazoratni ta'minlaydi.

Ustun / Mezon	Riksbank (Shvetsiya)	Norges Bank (Norvegiya)	CNB (Chexiya)	ORCB (O'zbekiston)
Aniq raqamli maqsad	2% (nuqtaviy)	2% (nuqtaviy)	2±1%	5% (o'rta muddatli)
Forward yo'naltirish	Ha (2007~)	Ha	Ha	Rivojlan moqda
Choraklik inflyatsion hisobot	Ha	Ha	Ha	Ha (2020~)
Parlament mas'uliyati	Yuqori	O'rta	Yuqori	Cheklang an
Dollarizatsiya darajasi	Minimal	Minimal	Past	Yuqori (42,9%)
2024 yil inflyatsiyasi	2,8%	3,1%	2,4%	9,8%

2-jadval. FIT ning to'rtta ustuni: qiyosiy tahlil Manba: ECB, Riksbank, Norges Bank, CNB, ORCB rasmiy ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan.

4.3. O'zbekistondagi transmission mexanizmining zaiflik omillari

O'zbekistonda monetar transmission mexanizmining to'liq ishlamasligining asosiy uchta omili mavjud. Birinchi omil — yuqori dollarizatsiya. Kredit dollarizatsiyasining 42,9 foiz bo'lishi shuni anglatadiki, so'mdagi foiz stavkasini oshirish dollar kreditlari stavkasiga ta'sir qilmaydi — demak, inflyatsiyaga ta'sir kanalining muhim qismi ishlashdan chiqadi. Shu sababli, ORCB foiz stavkasini 17 foizga ko'targan 2022 yilda ham inflyatsiya 11,5 foizda qoldi — foiz stavkasi kanalining cheklanganligi aynan shu dalil bilan ifodalanadi.

Ikkinchi omil — davlat banklarining kreditlar bozorida ustunligi va preferentsial kreditlash dasturlari. XV F 2026 missiyasiga ko'ra, davlat tijorat banklarini

xususiylashtirishni tezlashtirish, yo'naltirilgan va preferentsial kreditlash dasturlarini bosqichma-bosqich bekor qilish va shaffofligini oshirish asosiy ustuvor vazifalar sifatida ko'rsatilgan. Preferentsial kreditlash quyidagi muammoni keltirib chiqaradi: markaziy bank foiz stavkasini oshirsa ham, imtiyozli kredit oluvchi sub'ektlar bu qimmatlashuvni his qilmaydi — shuning uchun kredit kanalining ta'siri amalda cheklangan.

Uchinchi omil — inflyatsion kutilmalarni boshqarish tizimining zaif rivojlanganligi. ORCB qarorida ta'kidlanganidek, inflyatsion kutilmalar pasayishda davom etmoqda, ammo hali barqaror emas. Rivojlangan IT mamlakatlarida kutilmalar boshqaruvi «forvard yo'naltirish» vositasi orqali amalga oshiriladi: markaziy bank nafaqat joriy qarorni, balki kelgusi siyosat yo'nalishini ham e'lon qilib, bozor ishtirokchilarining uzoq muddatli xulq-atvorini shakllantirishga ta'sir qiladi.

5. Xulosa va tavsiyalar

Amalga oshirilgan tahlil quyidagi asosiy xulosalarga olib keladi. O'zbekiston Markaziy banki inflyatsiyani pasaytirish yo'lida sezilarli yutuqlarga erishdi — 2018 yilgi 17,5 foizdan 2025 yilgi 7,3 foizga tushirish bu yo'ldagi jiddiy muvaffaqiyat. Biroq 5 foizlik maqsad hali erishilmagan va dollarizatsiya, davlat banklari hamda kutilmalar boshqaruvi tizimidagi tarkibiy kamchiliklar bunga asosiy to'siq bo'lmoqda.

Evropa tajribasi asosida O'zbekiston uchun quyidagi to'rtta strategik tavsiya ishlab chiqildi.

– Forvard yo'naltirish mexanizmini joriy etish. ORCB nafaqat joriy foiz stavkasini, balki kelgusi 2–3 yillik siyosat yo'nalishi haqida rasmiy bayonot e'lon qilishi kerak. Riksbank tajribasi ko'rsatadiki, bu vosita inflyatsion kutilmalarni boshqarishda foiz stavkasini o'zgartirishdan ham samaraliroq bo'lishi mumkin.

– De-dollarizatsiya siyosatini kuchaytirish. Chet el valyutasidagi depozitlarga majburiy zaxira normalarini oshirish, so'mda kreditlash uchun imtiyozli shart-sharoitlar yaratish va valyuta riskini boshqarish vositalarini rivojlantirish — bularning barchasi transmission mexanizmi samaradorligini oshirishga bevosita hissa qo'shadi.

– Markaziy bankning kommunikatsion strategiyasini zamonaviylashtirish. Choraklik «Inflyatsion hisobot» (Inflation Report) chiqarishni standartlashtirish, press-konferentsiyalarda foiz stavkasi qarorlarining batafsil asoslanishini taqdim etish va moliyaviy savod darajasini oshirish dasturlarini amalga oshirish zarur.

– Preferentsial kreditlash dasturlarini bosqichma-bosqich kamaytirish. Davlat tomonidan belgilanadigan imtiyozli foiz stavkalari ORCB foiz stavkasi kanalining samaradorligini amalda nolga tushiradi. XVF tavsiyalariga muvofiq, bu dasturlarning hajmini kamaytirib, bozor asosidagi kreditlashga o'tish transmission mexanizmini kuchaytiradi.

Xulosa qilib aytganda, O'zbekiston inflyatsiya maqsadlash rejimida ma'lum yutuqlarga erishgan bo'lsa-da, FIT ning to'laqonli ishlashi uchun foiz stavkasi vositasidan tashqari institutsional islohotlar — dollarizatsiyani kamaytirish, kommunikatsion siyosatni rivojlantirish va preferentsial kreditlashni cheklash — ham bir vaqtning o'zida olib borilishi shart. Evropa markaziy banklari tajribasi shuni ko'rsatadiki, ana shu to'rtta ustunning birgalikda ishlashi narx barqarorligini ta'minlashning yagona ishonchli yo'lidir.

Adabiyotlar ro'yxati

1. Al Rasasi M., Cabezon E. (2022). Uzbekistan's Transition to Inflation Targeting. IMF Working Paper WP/22/229. Washington D.C.: International Monetary Fund.

2. Bernanke B.S., Mishkin F.S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? Journal of Economic Perspectives, 11(2), 97–116.

3. BIS (2025). Moving targets? Inflation targeting frameworks, 1990–2025. BIS Quarterly Review, February 2025. Basel: Bank for International Settlements.

4. IMF (2026). Uzbekistan: Staff Concluding Statement of the 2026 Article IV Mission. April 2026. Washington D.C.: IMF.

5. IMF (2025). Uzbekistan: Staff Concluding Statement of the 2025 Article IV Mission. April 2025. Washington D.C.: IMF.

6. Mishkin F.S. (1995). ~~Symposium~~ on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3–10.
7. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki (2026). 2026-yil 17-iyundagi yig'ilishda asosiy stavkani ko'rib chiqish to'g'risida press-reviz. Toshkent: ORCB.
8. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki (2025). 2025-yil 4-chorak uchun pul-kredit siyosati sharhi. Toshkent: ORCB.
9. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki (2025). Pul-kredit siyosatining asosiy yo'nalishlari 2026 va 2027–2028 yillar. Toshkent: ORCB.
10. ScienceDirect (2026). Monetary policy transmission mechanism in post-communist economies: Evidence from Uzbekistan. *Journal of Economics and Finance*.
11. Svensson L.E.O. (2010). Inflation Targeting. In: *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3. Amsterdam: Elsevier.
12. Macrotrends (2024). Uzbekistan Inflation Rate — Historical Data 2011–2025. <https://www.macrotrends.net>