

## **Ўзбекистонда инфляцион таргетлашга ўтишнинг истиқболлари, мавжуд шарт-шароитлар ва муаммолар**

Н. Ачиллов, Р. Махаммадиев, У. Джуманазаров,  
С. Иногамов, Х. Усмоналиев

Октябрь 2018

Ушбу мақоладаги қарашлар муаллифларнинг шахсий фикр ва мулоҳазалари бўлиб, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг расмий позицияси билан мос тушмаслиги мумкин. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки мақола мазмунига жавобгарлик олмайди. Тақдим қилинган материалларни ҳар қандай услубда қайта ишлатиш фақатгина муаллифлар рухсати билан амалга оширилади.

### **Аннотация**

Ушбу мақолада пул-кредит сиёсатини амалга оширишда инфляцион таргетлашнинг назарий истиқболлари, афзалликлари ва халқаро тажриба, шунингдек уни келгусида амалиётга жорий этишда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки дуч келиши мумкин бўлган муаммолар таҳлил этилган. Амалий нуқтаи назардан ўрта ва узоқ муддатли истиқболда пул-кредит сиёсатининг имкониятлари ва асосий устунликлари баҳоланади. Инфляцион таргетлаш режимини амалиётга тўлиқ тадбиқ этишда муваффақиятга эришиш учун дастлабки зарурий фундаментал шарт-шароитлар ва инструментларни ҳар томонлама таҳлил қилишга алоҳида эътибор қаратилган. Мазкур мақола Ўзбекистонда инфляцион таргетлашни амалиётга жорий этишнинг муҳимлиги борасида баҳс-мунозараларни фаоллаштириш мақсадида тайёрланган.

**Таянч сўзлар:** инфляцион таргетлаш, пул-кредит сиёсати, марказий банк, Ўзбекистон.

## **Inflation Targeting in Uzbekistan: Relevance, Pre-conditions and Challenges**

Nodirbek Achilov, Rustem Makhammadiev, Uchkun Djumanazarov,  
Samigjon Inogamov, Khumoyun Usmonaliev

October 2018

**The views expressed in this paper are those of the authors and do not necessarily represent the views of the Central Bank of the Republic of Uzbekistan.** The Central Bank of the Republic of Uzbekistan is not responsible for the content of this paper. Any reproduction of the material is allowed only with the permission of the authors.

### **Abstract**

The paper describes the theoretical aspects and advantages of inflation targeting in the conduct of monetary policy, international experience of its implementation, as well as the challenges faced by the Central Bank of Uzbekistan. From a practical point of view, we assess capability and priorities of monetary policy in Uzbekistan in the medium and long term. Particular emphasis is placed on a comprehensive analysis of the institutional pre-conditions and tools required for the successful implementation of full-fledged inflation targeting. This paper was prepared to encourage debate about the relevance of inflation targeting in Uzbekistan.

**Keywords:** inflation targeting, monetary policy, central bank, Uzbekistan.

## Мундарижа

|  |    |
|--|----|
| Кириш .....  | 4  |
| Инфляцион таргетлашнинг келиб чиқиши ва унинг долзарблиги .....                          | 5  |
| Инфляцион таргетлаш бўйича халқаро тажриба .....   | 11 |
| Инфляцион таргетлашга ўтиш учун зарурий шарт-шароитлар.....                              | 22 |
| Инфляцион таргетлашга муваффақиятли ўтишда юзага келиши<br>мумкин бўлган муаммолар ..... | 32 |
| Хулоса .....   | 33 |
| Адабиётлар .....   | 34 |

## Кириш

Республикаимиз иқтисодиёти тармоқларидаги туб ўзгаришлар ҳамда макроиқтисодий бошқариш инструментларининг такомиллашиши пул-кредит сиёсатининг асосий қоидалари ва йўналишларини қайта кўриб чиқишга туртки бўлди. Бу жараёнда нархлар барқарорлигини таъминлашнинг энг мақбул йўли бу – инфляция таргетлаш режимига ўтиш ҳисобланади.

Паст инфляция даражаси барқарор ва мувозанатли иқтисодий ўсишга эришиш ҳамда мамлакатимиз аҳолиси турмуш даражасини оширишнинг муҳим шарти эканлигини эътиборга олиб, ички нархлар барқарорлигини таъминлаш Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг (кейинги ўринларда Ўзбекистон Марказий банки) асосий вазифаси этиб белгиланди. Барқарор ва паст инфляция даражаси аҳоли ва бизнес субъектларининг ишлаб чиқариш, инвестициялаш, жамғариш ва истеъмол борасида қарорлар қабул қилишлари учун қулай иқтисодий шароитларни яратади.

Бу мақсадга эришиш учун пул-кредит сиёсатини амалга ошириш борасида аниқ режа ва стратегиялар, шунингдек, таъсирчан инструмент ва механизмлар тўплами талаб этилади. Шу боис, Ўзбекистон Марказий банки халқаро тажрибаларга таянган ҳолда ҳозирги муаммо ва шароитларга мос келувчи янги пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқишга ҳамда амалга оширишга киришди.

## Инфляцион таргетлашнинг келиб чиқиши ва унинг долзарблиги

Маълумки, мамлакат ижтимоий-иқтисодий ривожланишини таъминлаш кўп жиҳатдан давлат томонидан самарали бюджет-солиқ, пул-кредит ва тузилмавий сиёсатларни амалга оширилиши ва уларнинг уйғунлигига боғлиқ. Ҳар қандай мамлакат иқтисодиётидаги макроиқтисодий барқарорлик, яъни бюджет ва тўлов балансининг мувозанатлилиги ҳамда инфляциянинг паст даражаси унинг иқтисодий барқарор ривожланишини таъминлайди.

Бутун дунёда нархлар барқарорлигини таъминлаш вазифаси одатда марказий банклар зиммасига юкланган. Чунки иқтисодиётда ялпи талаб даражасига пул-кредит сиёсати орқали тез ва самарали таъсир кўрсатиш имконияти мавжуд.

Пул-кредит сиёсатини амалга оширишда марказий банклар, асосан валюта алмашув курсини таргетлаш, монетар таргетлаш, инфляцион таргетлаш ва номинал якорсиз режимлардан бирини қўллайди.

Шу ўринда савол туғилади. Нима учун Ўзбекистон Марказий банки инфляцион таргетлаш режимига ўтишга қарор қилди?

Пул-кредит сиёсатни амалга оширишда **валюта алмашув курсини таргетлаш**<sup>1</sup> режимининг танланиши фаол пул-кредит сиёсатидан воз кечишни аниқлаб, ташқи шароитларга боғланиб қолиш хатарини оширади. Бундай режим, асосан, иқтисодиёти тўлиқ хом-ашё (масалан, нефт) экспортига боғлиқ бўлган давлатларда фойдаланилади.

Мазкур режим доирасида марказий банк ички валюта бозорига доимий интервенция қилиш орқали миллий валюта курсини муайян даражада ушлаб туради. Бироқ, ташқи иқтисодий вазиятнинг ёмонлашуви шароитида, алмашув курсини ушлаб туриш олтин-валюта захирасига сезиларли босим кўрсатади. Бу ўз навбатида, девальвация

---

<sup>1</sup> Бу ва бошқа режимларнинг ўзига хос хусусиятлари Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг ўрта муддатли истиқболда пул-кредит сиёсатини ривожлантириш ва амалга ошириш Концепциясида батафсил кўрсатиб ўтилган.

ва ички валюта бозорида беқарорликка олиб келиши мумкин.

Шунингдек, бошқариладиган валюта курси автоматик равишда мувозанатлантирувчи, яъни ташқи иқтисодий таъсирларни юмшатувчи ролини бажара олмайди ва иқтисодиётни ташқи шарт-шароитлар ўзгаришига таъсирчан қилиб қўяди.

Ушбу режимда марказий банкларнинг ички иқтисодий манфаатлардан келиб чиқиб, мустақил пул-кредит сиёсатини амалга ошириш имконияти чекланади. Чунки, мамлакат ичидаги макроиқтисодий вазият ва молиявий барқарорлик сезиларли даражада ташқи шароитларга боғлиқ бўлади. Бундай вазиятда, ташқи савдо шароитларининг ўзгариши натижасида вужудга келган салбий таъсирларни йўқотиш мақсадида марказий банкларнинг бор эътибори миллий валюта алмашув курсини керакли даражада ушлаб туришга қаратилади.

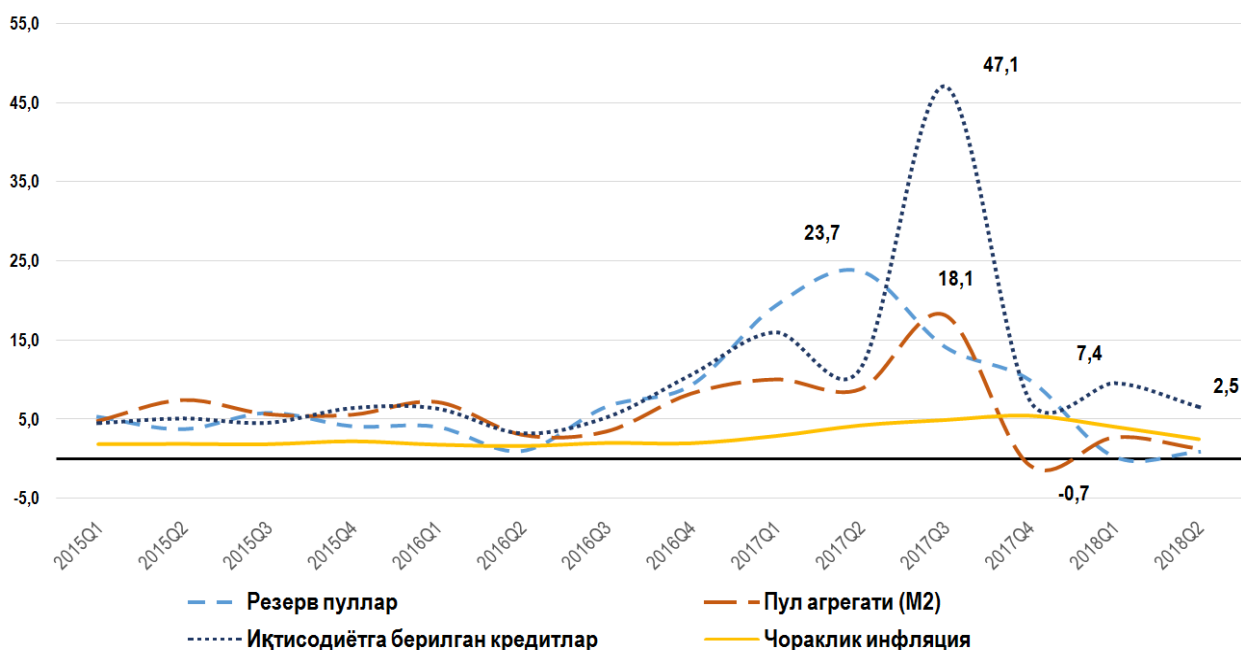
Мазкур режимнинг юқорида санаб ўтилган ўзига хос хусусиятларини инобатга олиб, XXI асрда, очиқ бозор иқтисодиёти шароитда аксарият марказий банклар пул-кредит сиёсатини амалга оширишда ундан умуман фойдаланишмайди ёки фойдаланишса ҳам қисқа муддатда воз кечишади.

**Монетар таргетлаш режимини** танлаб олиниши Ўзбекистон шароитида катта эҳтимоллик билан кутилган натижаларни бермаслиги мумкин.

Биринчидан, бугунги кунда иқтисодиётда катта ҳажмда таркибий ислохотлар амалга оширилмоқда ва иқтисодиётнинг халқаро ҳамжамиятга фаол интеграциялашуви кузатилмоқда. Бундай шароитда пулга бўлган талабни аниқ баҳолаш имконияти бўлмайди.

Иккинчидан, ўтиш даврида пул массасида таркибий ўзгаришлар содир бўлади ва пул агрегатлари ҳамда инфляция ўртасидаги ўзаро боғлиқлик даражаси кескин пасаяди. Натижада, марказий банк учун пул агрегатлари бўйича мақсадли кўрсаткичларга эришиш ҳамда уларнинг жорий динамикаси ва инфляция даражаси ўртасидаги тафовутни жамоатчиликка тушунтириш мураккаблашади.

## Инфляция даражаси ва пул агрегатлари динамикаси



Манба: Марказий банк маълумотлари асосида муаллифлар ҳисоб-китоблари

Таҳлил натижалари шуни кўрсатмоқдаки, иқтисодиётдаги тузилмавий ўзгаришлар натижасида монетар омилларнинг инфляцияга таъсир даражаси, даври ва унинг давомийлигида ўзгаришлар кузатилмоқда. Хусусан, монетар омилларнинг нархлар даражасига таъсири давомийлиги етти чорақгача чўзилди, унинг энг юқори таъсири бошқа омиллар ўзгармасдан сақланиб қолганда икки чорақдан кейин кўринади.

Таъкидлаш лозимки, монетар омиллар ва инфляция даражаси ўртасидаги боғлиқликни эконометрик таҳлиллари пул-кредит сиёсатини юритишнинг фаол даври бошлангунча ва ундан кейинги даврда ҳам ўрганилаётган омиллар ўртасида боғлиқлик жуда пастлигини кўрсатди.

Хусусан, 2006 йилдан 2017 йилнинг биринчи ярим йиллигигача бўлган ўрганиш даври охирида монетар омилларнинг инфляцияга таъсири маълум миқдорда ошишига қарамасдан, унинг мутлақ қиймати сезиларсиз бўлди. Қолаверса, айрим даврлар оралиғида пул агрегатлари ҳамда инфляция ўртасида тескари корреляция мавжудлигини кўрсатди.

Мазкур ўрганиш даврига пул-кредит сиёсати юритишнинг фаол даври (2017 йил иккинчи ярим йиллигидан кейинги давр) қўшилганда пул массасининг нархлар динамикасига таъсири бирмунча ошгани кузатилади. Бироқ, мутлақ қийматда ушбу таъсир даражаси жуда пастлигича сақланиб қолди.

Таҳлиллардан келиб чиқиб, шуни хулоса қилиш мумкинки, молия бозорларининг жадал ривожланиши, глобализация ва юқори долларлашув шароитида пул агрегатларини самарали бошқариш вазифаси қийинлашади.

Ўзбекистон Марказий банк томонидан пул базаси ўзгаришини муваффақиятли бошқаришга эришилган ҳолатда ҳам, кенг маънодаги пул массасини бошқариш мураккаблигича сақланиб қолади. Натижада, кенг маънодаги пул массаси бўйича оралиқ мақсаддан тез-тез силжишлар марказий банк пул-кредит сиёсатига бўлган ишончга путур етказилади.

**Номинал якорсиз режим** инфляция даражаси паст бўлган давлатлар томонидан афзал кўриладиган режим ҳисобланади. Бунда, пул-кредит соҳасида амалга оширилган чора-тадбирлар ва унинг натижадорлиги ўртасида узоқ вақт тафовут кузатилади ва ушбу режим миллий валютаси жаҳон захира валютаси ҳисобланувчи давлатларда фойдаланилади.

Шунинг учун кўплаб марказий банклар инфляцион таргетлаш режимини янги иқтисодий қарашларнинг пайдо бўлиши сифатида эмас, балки пул-кредит сиёсатининг юқорида санаб ўтилган самарасиз режимларига амалий жавоб тариқасида қабул қилиб келмоқда.

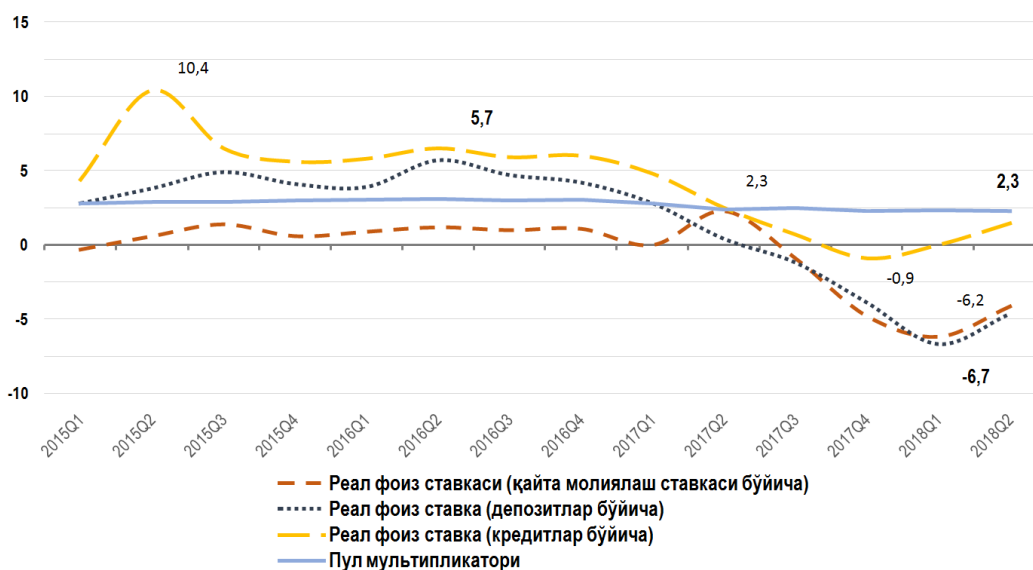
Ушбу режимда пул-кредит сиёсатининг устувор йўналишларини аниқ белгилаб олиш, нархлар барқарорлигини таъминлаш учун марказий банк ваколати ва жавобгарлигини ошириш, қарорлар қабул қилишда мустақил ва шаффофлигини таъминлаш муҳим аҳамиятга эга. Бу эса, ўз навбатида, молия бозорларида марказий банкка бўлган ишончни ошириб, аҳоли ва бизнес субъектларнинг инфляцион кутилмаларини барқарорлаштириш имконини беради.



## Реал фоиз ставкаси ва пул мультипликатори

2017 йилнинг II чорагидан бошлаб иқтисодиётда реал фоиз ставкаларининг пасайиши кузатилди. Назарий жиҳатдан, ушбу жараён пул мультипликатори ошиши билан бирга содир бўлиш керак эди. Бироқ, кузатилаётган даврда ушбу кўрсаткич ўзгармас динамикани намोён қилди. Салбий реал фоиз ставкаси аҳоли ва бизнес вакилларининг жамғариш фаоллигини камайтирди ва истеъмолни рағбатлантирди.

### Реал фоиз ставкалари динамикаси ва пул мультипликатори



Манба: муаллифлар ҳисоб-китоблари.

2018 йилдан бошлаб реал фоиз ставкалари ошиши кузатилиб, номинал фоиз ставкаси ва инфляция ўртасида салбий фарқ қисқармоқда. Бу эса фоиз каналининг ривожланаётганлигидан далолат беради.

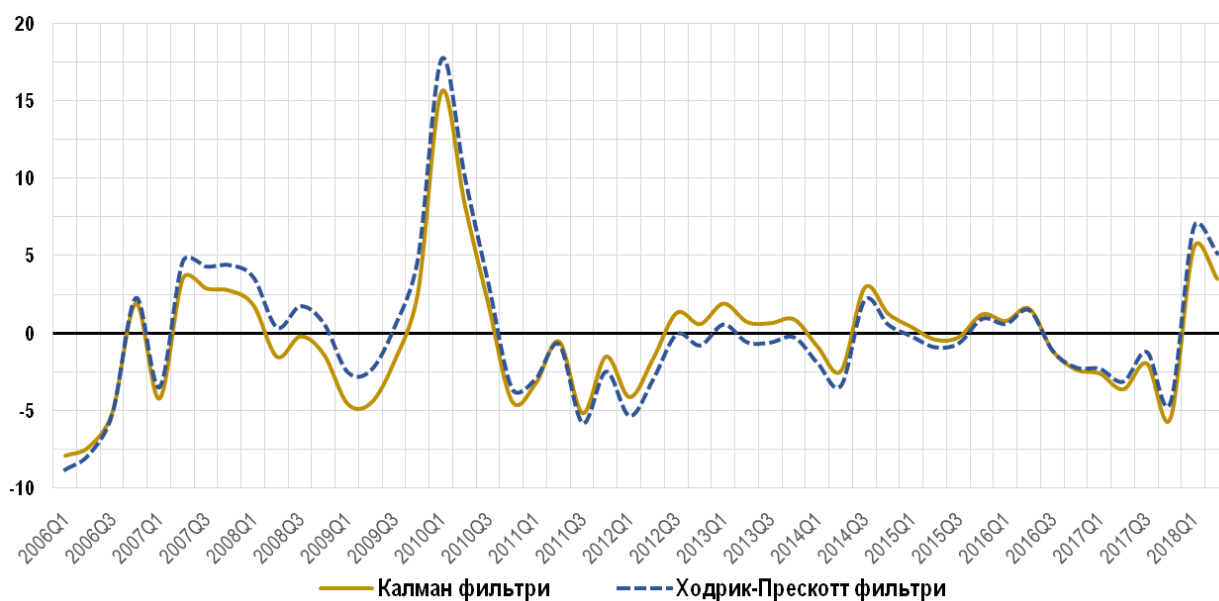
Мамлакатимизда молия бозори етарли даражада ривожланмаганлиги, жумладан давлат қимматли қоғозлар бозорининг умуман мавжуд эмаслиги тижорат банкларининг мазкур жараёнда ролини мураккаблаштириб, иқтисодиётда молиявий ресурсларнинг мультипликацион жараёнини секинлаштирмоқда.

Жаҳон амалиётда инфляцион таргетлаш ўзини мослашувчан режим сифатида намоён қилади. У ички ва ташқи шокларга ҳамда ўзгарувчан шароитларга яхши мослашади. Бундан ташқари, ушбу режим марказий банклар учун инфляция бўйича мақсадли кўрсаткичларга эришишда тегишли қарорлар қабул қилишда эркинлик беради. Мазкур режим марказий банкка турли хил цикл ва шоклар сабабли вужудга келадиган ишлаб чиқариш тафовутлари ва ялпи талаб ўзгаришининг салбий таъсирини камайтиришга қаратилган мослашувчан сиёсат юритиш имкониятини беради.

Макроиқтисодий ўзгаришлар натижасида инфляцион жараёнларнинг туб моҳиятини аниқлаш ҳам таклиф, ҳам талаб омилларининг хусусиятини синчиклаб ўрганишни талаб этади. Иқтисодиётни тубдан ислоҳ қилиш, тармоқлар ва минтақаларни ривожлантириш бўйича ислохотларни амалга ошириш шароитида ички талабнинг ортиши, асосан, давлат харажатларининг ошиши, иқтисодиётни ривожлантириш ва кредитлаш дастурларини молиялаштириш каби омиллар таъсирида шаклланади.

2-расм

### Ўзбекистонда жорий ишлаб чиқариш даражаси ва унинг потенциал даражаси орасидаги тафовут динамикаси



Манба: муаллифлар ҳисоб-китоблари.

Таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, 2017 йилнинг IV чорагидан бошлаб Ўзбекистонда ишлаб чиқариш ижобий тафовутининг ортиб бораётганлиги кузатилмоқда (2-расм). Бу иқтисодиётнинг ўз салоҳиятидан юқори даражада фаолият олиб бораётганидан ва бунинг натижаси ўлароқ, талаб инфляцияси<sup>2</sup> кучайиши хатарини оширади.

Бундай шароитда инфляцион таргетлаш режимига ўтиш инфляция хатарларини самарали бартараф этиш, шунингдек, ишлаб чиқариш тафовутини ўз тенденцияси ва салоҳияти доирасида ушлаб туриб, унинг тебранишини қисқартириш ва юмшатиш имконини беради.

<sup>2</sup> Ишлаб чиқариш ҳажмлари мос равишда ошмасдан ялпи талабнинг ўсиши билан боғлиқ.

## Инфляцион таргетлаш бўйича халқаро тажриба

1989 йилда **Янги Зеландия** инфляцион таргетлаш режимининг оддий кўриниши жорий қилинган биринчи давлат бўлди. Ушбу давлатда 1970 ва 1980-йилларда нархлар динамикасида кескин ўзгарувчанлик кузатилган. Мазкур даврда юмшоқ пул-кредит сиёсати шароитида давлат харажатларининг юқори даражада ошиши инфляцияни келтириб чиқарувчи асосий омил бўлган. Мамлакат тарихида қатъий пул-кредит сиёсатини юритиш даврлари ҳам кузатилган, лекин бу узоқ давом этмаган. Ишлаб чиқариш ва ишсизлик даражасининг вақтинча қисқариши ҳукуматга маъқул келмаган ва шунинг учун пул-кредит сиёсати яна юмшатирилган. Қисқа муддат давомида инфляциянинг паст даражада бўлиши оқибатида ишлаб чиқариш хажмининг қисқариши ва ишсизлик даражасининг ортиши ҳукумат томонидан маъқулланмаган ва натижада пул-кредит сиёсати яна юмшатирилган.

Охир оқибат, ҳукумат юқори инфляцияни жиловлашга қарор қилган ва пул-кредит сиёсатининг янги режимига ўтиш иқтисодиётнинг барча тармоқларини ислоҳ қилиш билан бирга амалга оширилган.

Янги режимнинг тўртта асосий жиҳатлари, марказий банкнинг қарорлар қабул қилишдаги эркинлиги, очиқлиги, нархлар барқарорлигини таъминлаш ягона мақсад қилиб белгиланиши ва банк бошқарувига ваколат берилишидир. Айтилишича Марказий банкка нархлар барқарорлигини таъминлаш бўйича жавобгарлик юкланган.

Натижада, инфляция даражаси тез суръатларда бир хонали - 1992 йилда 2% дан камроқ даражагача туширилган.

Инфляцион таргетлашнинг дастлабки босқичларида Янги Зеландия Резерв банки алмашув курсидан фаол фойдаланган. Вақт ўтиши билан инфляция бўйича белгиланган мақсадга эришиш реал иқтисодиёт учун катта йўқотишлар билан содир бўлаётганлигини ҳисобга олиб, Резерв банки пул-кредит сиёсатини амалга оширишда кўпроқ мослашувчан ёндашувларни қабул қилишни бошлаган. Мазкур ёндашувлар ишлаб чиқариш, фоиз ставкалари ва алмашув курсидаги ортиқча беқарорликни бартараф этиш имконини берган бўлса, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан маълум миқдорда чекинишга олиб келган.

1990 йилгача **Исроилда** валюта алмашув курси инфляцион муҳитга таъсир қилувчи пул-кредит сиёсатининг асосий номинал якори сифатида хизмат қилган. 1990 йилнинг биринчи ярмида пул-кредит сиёсати якори сифатида валюта алмашув курсининг аҳамияти пасайди. Бунга сабаб, номинал курсининг қатъий ушлаб турилиши миллий валюта курси қадрининг сезиларли даражада ошишига ҳамда Исроил иқтисодиётида рақобатбардошликнинг пасайишига олиб келганлиги бўлди.

1997 йилнинг ўрталарида валюта коридори сезиларли даражада кенгайтирилди ҳамда валюта курси талаб ва таклифга асосан шакллана бошлади. 1997 йилдан бошлаб пул-кредит сиёсати инфляцион таргетлаш режими доирасида эркин алмашув курси ва Исроил банкининг фоиз ставкаси асосий инструмент сифатида қўллана бошланди.

Исроилда инфляцион таргетлашни амалиётга тадбиқ этишнинг муҳим жиҳати сифатида ҳукумат ва марказий банкнинг инфляция мақсадли кўрсаткичларини белгилаш ва таъминлашдаги яқдиллиги ҳисобланади. Бунда, инфляция ва бюджетнинг мақсадли кўрсаткичлари ўзаро узвий ҳолда ўрнатилган. Бундай ёндашув ҳукуматга солиқ-бюджет сиёсатини амалга оширишда инфляцияни ҳисобга олиш мажбуриятини юклайди ва ҳукумат харажатларини кескин ошириб юборилмаслигини кафолатлаган.

Исроилда пул-кредит ва солиқ бюджет сиёсатини мувофиқлаштиришсиз паст инфляция муҳитини яратиш имкони бўлмас эди. Исроил банки инфляция даражаси бўйича ҳисоботларида унинг мақсадли кўрсаткичидан четлашиш сабабларини тушунтириб бориши билан бир қаторда, Молия вазирлиги ҳам бюджет параметрларининг бажарилиши билан боғлиқ жорий вазиятни ёритиб берувчи фискал ҳисоботни чоп этиб борган.

Бюджет кўрсаткичлари бажарилмаган ҳолатда, ҳукумат қандай чора-тадбирларни амалга ошириш кераклиги борасида қарор қабул қилади. Натижада, фискал устунлик, яъни давлат молиясини самарасиз бошқариш натижасида келиб чиқадиган бюджет дефицитини молиялаштириш бўйича вазифаларни пул-кредит сиёсатига юклаш амалиётини бекор қилувчи механизм яратилган.

Мураккаб иқтисодий шароитларга қарамасдан, инфляция бўйича мақсадларга юқори аниқлик билан эришиб келинаётганлиги Исроил марказий банкининг инфляция ва инфляцион кутилмаларни жilовлаш салоҳияти юқорилигини кўрсатади.

XXI аср бошларида **Туркияда** қатъий белгиланган алмашув курси сиёсати муваффақиятсизликка учради ва Туркия лираси жиддий қадрсизланди. 2001 йил охирида йиллик инфляция даражаси 68% гача ошиб кетди ва мамлакатда инфляцион кутилмаларни кучайтирди.

Ўша даврларда Туркия Марказий банки олдида инфляцион таргетлаш режимига ўтиш учун тегишли институционал шароитларни яратиш, жумладан прогнозлаштириш ва таҳлилий салоҳиятни кучайтириш каби фундаментал вазифалар турар эди. Шунингдек, Туркия иқтисодиётида содир бўлаётган таркибий ўзгаришлар инфляция динамикаси ва пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизмнинг ишлаши борасида катта ноаниқликларни келтириб чиқарган эди.

Бундан ташқари, Туркияда банк тизимини қайта ташкил этиш ҳисобига давлат қарзининг сезиларли даражада ошиши билан бошланган фискал устунликнинг вужудга келиши фаол пул-кредит сиёсатини амалга ошириш имкониятларини чеклаган ва инфляцион таргетлашга ўтиш учун жиддий чақирув бўлган. Шунингдек, Туркия иқтисодиётида долларлашув даражаси юқори бўлган ва бу ҳам пул-кредит сиёсати самарадорлигини пасайтирган.

Шундай бўлсада, ўша пайтда Туркияда инфляцион таргетлашга ўтиш учун муҳим шартлардан бири мавжуд эди. Бу пул-кредит сиёсатини юритишда Марказий банкнинг ҳукумат ва бошқа давлат идораларидан мустақиллигидир.

2006 йилда Туркия инфляцион таргетлаш режимига расман ўтди. Бундан аввал, тайёргарлик даврида Туркия Марказий банки инфляцион таргетлашга муваффақиятли ўтиш учун зарурий шарт-шароитларни бажариш устида ишлади.

Туркияда инфляцион таргетлашга ўтиш муваффақиятининг асоси бир томондан коммуникация каналини фаоллаштириш орқали инфляцион кутилмаларга янада самаралироқ таъсир кўрсатилганлиги бўлса, иккинчи томондан тартибли солиқ-бюджет сиёсати юритиш инфляцион кутилмалар ва жорий инфляция даражасини

пасайтиришнинг асосий омили эканлигини англаб етилганлиги дейиш мумкин.

Амалда, инфляция бўйича мақсадли кўрсаткичлар Туркия Марказий банки ва ҳукумат томонидан биргалиқда белгиланди ва нархлар барқарорлигини таъминлашга эришиш борасидаги хатти-ҳаракатлар мувофиқлаштирилди.

2001 йилдан сўнг, фискал интизом изчил пул-кредит сиёсати билан биргалиқда қисқа муддатларда инфляцион кутилмаларни барқарорлаштиришга, хўжалик юритувчи субъектлар ишончини қозонишга ва нархлар ошишини сезиларли даражада пасайтиришга имкон берди. Натижада, 2005 йил якуни бўйича инфляция 7,7 фоизга камайди.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозига жавобан иқтисодиётни агрессив фискал сиёсат ёрдамида қўллаб-қувватлаш бошланмасидан олдин, Туркия инфляцияни белгиланган мақсадли кўрсаткичлари доирасида бўлишини муваффақиятли равишда назоратга олишга эришди.

2009 йилдан бошлаб пул-кредит сиёсатнинг иқтисодий ўсишни рағбатлантирувчи восита бўлмаслиги бўйича келишувга қарамасдан, инқирознинг салбий оқибатларидан сўнг Туркия Марказий банки иқтисодиётни қайта тиклаш мақсадида пул-кредит сиёсатини сезиларли даражада юмшатди.

2010 йилдан бошлаб, Туркия Марказий банки ўзининг асосий мақсади ҳисобланган нархлар барқарорлигини таъминлашга эмас, аксинча, банк кредитларнинг ошиши, капитал оқимлари, жорий операциялар ҳисобининг камомади каби муаммоларга эътибор қарата бошлаган. Марказий банкнинг инфляцияни жиловлашга қарши етарлича чоралар кўрмаганлиги инфляцион кутилмаларни кучайишига ҳамда молиявий бозорнинг ўзгарувчанлигини ошишига олиб келди.

Паст фоиз ставкалар бўлишини талаб қилувчи сиёсий босим остида Марказий банк бозор фоиз ставкалари ва ўзининг асосий фоиз ставкаси орасида катта тафовут пайдо бўлишига имкон берди ва натижада инфляция суръати реал фоиз ставкалар динамикасига таъсир қилмай қўйди.

2018 йилнинг иккинчи чорагидан бошлаб, бозорлар жадаллашиб бораётган икки хонали инфляция даражаси ва лирага бўлган босимнинг ортишига жавобан Туркия Марказий банки фоиз ставкасини оширишини кутган эди. Бироқ, фоиз ставкаси оширилмади. Чунки Туркия Марказий банки мустақил қарор қабул қилиш имкониятини чекловчи вазиятга тушиб қолганди. Бу эса, жуда қисқа муддат ичида бозорларнинг салбий реакциясига олиб келди ва лиранинг сезиларли даражада арзонлашувига сабаб бўлди.

Мамлакатдаги вазиятнинг ёмонлашуви Туркия Марказий банкни келгусида пул-кредит сиёсатини қатъийлаштиришга мажбур қилди. Кечикиб қабул қилинган қарор иқтисодиёт учун катта салбий оқибатларга олиб келди ва бозорларнинг Марказий банкка бўлган ишончига путур етказди.

Туркия тажрибаси шуни кўрсатдики, 2009 йилгача бўлган даврда қатъий фискал интизомни сақлаб қолиш, Марказий банкга мустақиллик бериш ва унинг саъй-ҳаракатларини инфляцияни барқарорлаштиришга қаратиш натижасида нархлар барқарорлигини таъминлашда муваффақиятга эришилди. Аммо, кейинчалик ушбу ютуқлар бозор тамойилларига асосланмаган макроиқтисодий бошқариш ва Марказий банк мустақиллигини заифлашиши оқибатида йўққа чиқди.

2006 йилдан бошлаб, **Россия** Марказий банки ликвидликни бошқариш инструментларини такомиллаштириш, валюта коридорини секин-аста кенгайтириш, прогнозлаш ва моделлаштириш бўйича ички салоҳиятини ривожлантириш орқали босқичма-босқич инфляцион таргетлаш режимига ўтишга тайёргарлик кўриб борди. 2014 йилда жаҳон бозорида нефт нархининг кескин пасайиши ва халқаро санкциялар жорий қилиниши натижасида капиталнинг катта миқдорда чиқиб кетиши рубл алмашув курсининг қадрсизланишига, унинг ўзгарувчанлигини ошишига ҳамда инфляцион ва девальвацион кутилмаларнинг ортишига олиб келди.

Бу даврда, алмашув курси шокларининг инфляция даражасига таъсири кучли эди, чунки Россияда истеъмол саватчасининг катта қисми импорт товарларидан ташкил топган эди. Россия томонидан жавоб санкциялари (импортга қўйилган таъқиқлар) таклифга бўлган қўшимча шокларини келтириб чиқарди.

Юқорида келтирилган ҳолат, шунингдек инвестицион фаолликнинг пасайиши натижасида Россия иқтисодиёти, бир томондан, секинлашди, иккинчи томондан эса инфляциянинг ўсиш суръатлари тезлашди.

Бундай шароитларда, Россия банки биринчи навбатда, эркин шаклланувчи валюта курси режимига ўтиш ва бюджет қоидаларини жорий қилиниши билан биргалиқда келгусида рублнинг нефт баҳоси ўзгаришларига боғлиқлигини камайтириш имконини берди.

Иккинчидан, Россия банки фоиз ставкасини кескин 17 фоизга кўтариб пул-кредит сиёсатини қатъийлаштирди ва кейинчалик мўътадил қатъий пул-кредит сиёсати юритишни давом эттирди. Бундан ташқари, компаниялар ва банклар жаҳон молия бозорлари имкониятларидан фойдаланиши чекланганлиги сабабли хорижий валюта дефицитига тўқнашиш келмаслиги учун Россия банки томонидан кредит ташкилотларига хорижий валютада ликвидлик тақдим этиш ҳажми оширилди. Бир вақтнинг ўзиде, молиявий барқарорликни таъминлаш, шу жумладан молия бозорини тартибга солиш ва назоратни кучайтириш, бозорни беқарор иштирокчилардан тозалаш бўйича чоралар кўрилди.

Ушбу чора-тадбирлар натижасида жуда қисқа вақт ичида инфляция ўсишининг олдини олиш, инфляцион кутилмалар ва молия бозоридаги вазиятни барқарорлаштиришга эришилди. 2017 йилда Россия банки инфляция бўйича 4 фоизли мақсадли кўрсаткичга эришди.

Россия банкининг қатъий ва изчил ҳаракатлари, шунингдек, ҳукумат билан самарали ҳамкорлик қилиши натижасида Россияда инфляцион таргетлаш режимига муваффақиятли ўтилди. Бундай ютуққа эришишга эркин шаклланувчи валюта курси, пул-кредит сиёсатининг инфляцион хатарларига тўғри ва ўз вақтида таъсир кўрсатиши, молия соҳаси барқарорлигини таъминлаш, **қатъий бюджет қоидаларини** амалга оширилиши ҳамда марказий банкнинг фаол ахборот сиёсати кабилар асос бўлди.



## **Дастлабки шарт-шароитлар ва тайёргарлик даври бошидаги илк қадамлар**

Инфляцион таргетлашга ўтган мамлакатлар тажрибаси шуни кўрсатмоқдаки, мазкур давлатлар мақсадга эришиш учун тайёргарлик жараёнида юзага келган кўплаб қийинчиликларни енгиб ўтган. Халқаро тажриба ва бугунги кундаги мавжуд шарт-шароитларни инобатга олиб, Ўзбекистонда ушбу режимга ўрта ва узоқ муддатли истиқболда босқичма-босқич ўтиш муҳим аҳамият касб этади.

Таъкидлаш жоизки, Ўзбекистон ҳамжамиятининг инфляцион таргетлашга ўтиш зарурлигини тушуниб етишининг ўзи бу йўналишдаги биринчи муҳим қадам бўлади.

Марказий банк таркибида Статистика ва тадқиқотлар, Монетар операциялари, Халқаро ҳамкорлик ва коммуникациялар, Валютани тартибга солиш ва тўлов баланси каби департаментлар ташкил этилди. Мазкур қайта ташкил этиш ички ресурслардан янада самарали фойдаланиш ва Марказий банк инфляцион таргетлашга ўтиш доирасида амалга ошириши керак бўлган янги вазифаларни бажариш учун зарур қадам деб баҳолаш мумкин.

Сўнгги йилларда илк бор пул-кредит сиёсати инструментларини қўллаш ва такомиллаштириш бўйича муҳим амалий қадамлар ташланди. Жумладан, 2017 йилнинг ўрталарида банк тизими барқарорлигини таъминлаш мақсадида банкларга ликвидлик тақдим этиш бўйича операциялар қайта тикланди.

Банк ликвидлигини бошқариш пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг ажралмас қисми эканлигини ҳисобга олган ҳолда, ликвидлилик ўзгаришини доимий мониторинг қилиш ва прогнозлаш, шунингдек, уни шакллантирувчи асосий омилларни таҳлил қилиш амалиёти тадбиқ этилди.

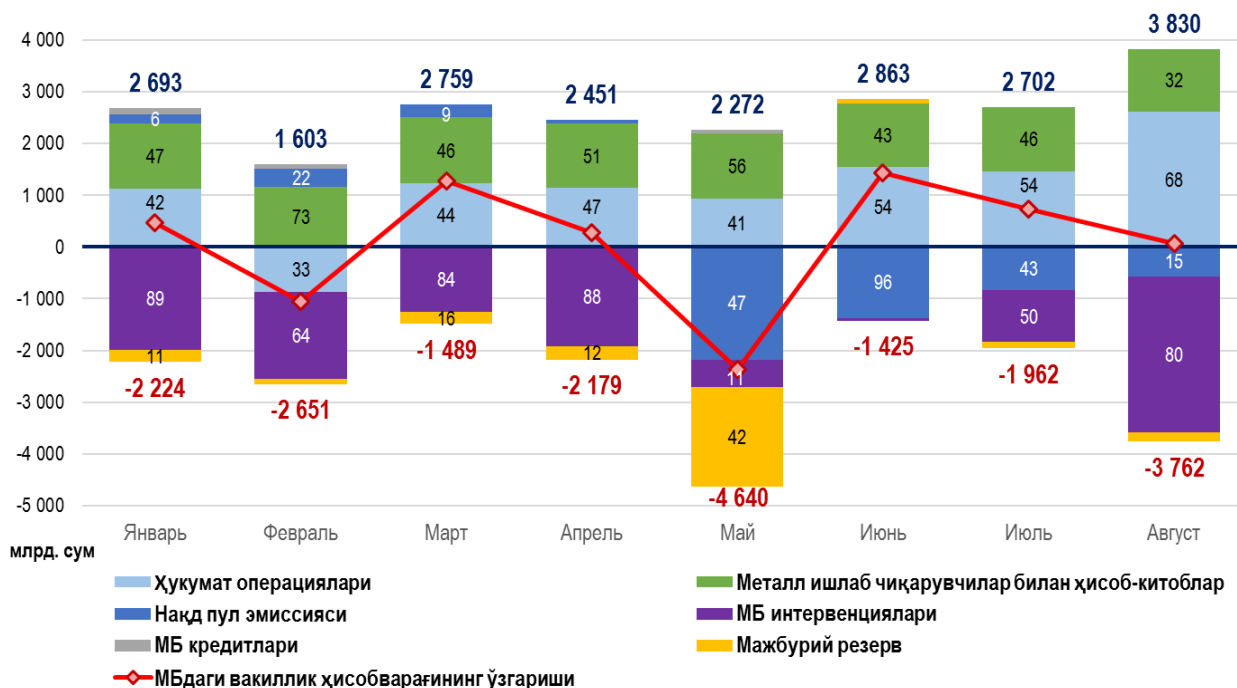
Хусусан, 2018 йилда нақд пул эмиссияси, мажбурий захиралаш тартиби ўзгартирилиши ва Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги интервенциялари банк тизимидан ликвидликни жалб қилишнинг асосий омиллари бўлди (3-расм).

Шу билан бирга, 2018 йилда пул бозори ставкаларини бошқариш имкониятини кенгайтириш мақсадида мажбурий захиралар тартиби ва нормативлари тубдан қайта кўриб чиқилди. Мажбурий захиралашда ўртачалаш усули ва уларни фақат миллий валютада шакллантирилиши жорий қилинди.

Бироқ, мажбурий захира нормативларининг 2018 йил мобайнида икки марта ўзгартирилиши банк тизими ликвидлигини тартибга солувчи бозор фоиз инструментлари етарли эмаслиги ва уларни тез орада тадбиқ этиш зарурлигини кўрсатмоқда.

3-расм

### 2018 йилда банк тизимида ликвидликнинг шаклланиш омиллари



Манба: Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари, муаллифларнинг ҳисоб-китоблари.

Банклараро пул бозорини фаоллаштириш йўлида бирламчи вазифалардан бири иштирокчилари ўртасида тезкор ахборот алмашинуви орқали унинг ошкоралигини ошириш эди. Ушбу мақсадда, янги банклараро пул бозори электрон платформаси яратилди.

Бошланғич даврда, таҳлил натижаларига кўра, банклараро пул бозори тижорат банкларининг бўш маблағларини қайта тақсимлашда тўлақонли савдо марказига айлана олмади. Бу борада, Марказий банк томонидан депозит операцияларни жорий қилиниши пул бозорнинг самарадорлигини ва иштирокчиларнинг фаоллигини янада оширишга хизмат қилади.

2018 йил бошида Марказий банк ички валюта бозорида интервенцияларни амалга оширишда "олтин-валюта захиралари нейтраллиги" тамойилини эълон қилди. Ушбу стратегия Марказий банк интервенциялари сўм алмашув курсининг асосий бозор трендига таъсир қилмаслиги учун танланди, яъни улар нейтрал характерга эга

бўлиши назарда тутилган. Интервенциялар Марказий банк томонидан ишлаб чиқарувчилардан монетар олтинни сотиб олиш натижасида банк тизимида пайдо бўлган қўшимча ликвидликни стерилизация қилиш учун қўлланилмоқда.

Дастлаб интервенциялар ёрдамида қўшимча ликвидликни доимий тарзда стерилизация қилиш мумкинлиги тахмин қилинган эди. Амалиётда эса бир неча ой давомида интервенциялар стерилизация учун етарли эмаслигини кўрсатди (ички бозорга валюта тушумининг мавсумий омиллари сабабли). Бу эса интервенция стратегиясини валюта тушумларини даврийлигидан келиб чиққан ҳолда чет эл валютасини сотиш ҳажмини йил давомида ойлар қирқимида тақсимлаш орқали қайта кўриб чиқишни талаб этади.

Чет эл валютаси оқимининг мавсумий кўпайиши ҳисобига интервенциялар ҳажми ўртача ойлик мақсадли кўрсаткичдан камроқ бўлган ойларда ортиқча ликвидлик Марказий банкнинг депозит операциялари ёки ликвидликни жалб қилишнинг бошқа инструментлари ёрдамида стерилизация қилиш аҳамияти ошиб бормоқда.

Бундан ташқари, иқтисодиётдаги инфляцион жараёнларни янада кенгроқ тушуниш ва нархлар ўзгаришига боғлиқ хатарларни олдиндан аниқлаш мақсадида инфляцияни келтириб чиқарувчи омилларни доимий равишда ўрганиб бориш ҳамда аҳоли ва тадбирикорлик субъектларининг инфляцион кутилмаларини аниқлаш бўйича тадбирлар йўлга қўйилди.

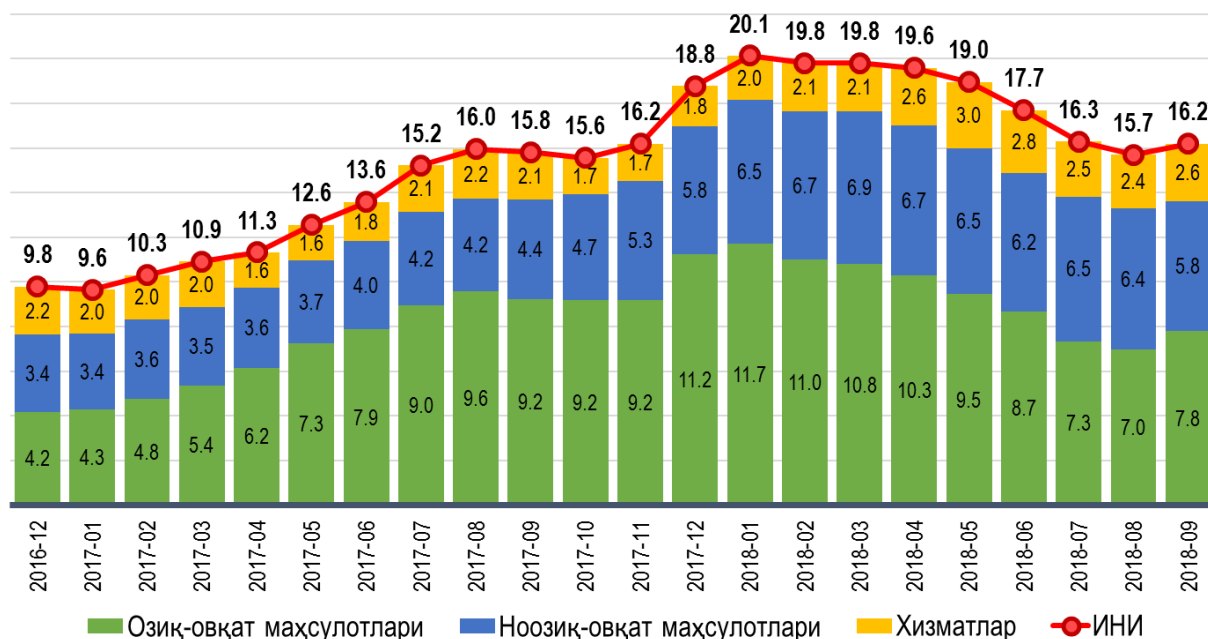
Жорий инфляция омилларининг таҳлил натижаларига кўра, мамлакат иқтисодиёти либераллашуви ҳамда чегарадош давлатлар билан савдо алоқаларини мустаҳкамлашуви жараёнида ички нархлар даражаси ташқи нархлар билан мувофиқлашиши кузатилмоқда. Мазкур ҳолат дастлаб озиқ-овқат товарлари нархларида сезилди. Бу эса минтақада уларга бўлган талабнинг юқорилиги ва Ўзбекистон ички бозорида озиқ-овқат маҳсулотлари нархлари нисбатан паст бўлганлиги билан изоҳланади.

2018 йилнинг бошидан бошлаб инфляция таркибида ноозиқ-овқат товарлар ва хизматларнинг улуши ортиб бориши билан бир қаторда, озиқ-овқат маҳсулотларининг истеъмол нархлари ўсишидаги ҳиссаси аста-секин қисқариб борди (4-расм). Йил охирига қадар инфляция таркибида яна ўзгаришлар бўлиши мумкин. Бу ўз

навбатида, ҳукумат томонидан 2018 йил охирида тартибга солинадиган нархларга тузатишлар киритиш режалаштирилганлиги билан боғлиқ. Мазкур ўзгартиришлар иқтисодиётда кўшимча инфляциявий босимни шаклланишига ҳамда аҳолининг инфляцион кутилмаларини ошишига сабаб бўлиши мумкин.

4-расм

**Истеъмол нархлари индекси**  
(таркибнинг йиллик ўзгариши, фоизда)



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллифларнинг ҳисоб-китоблари.

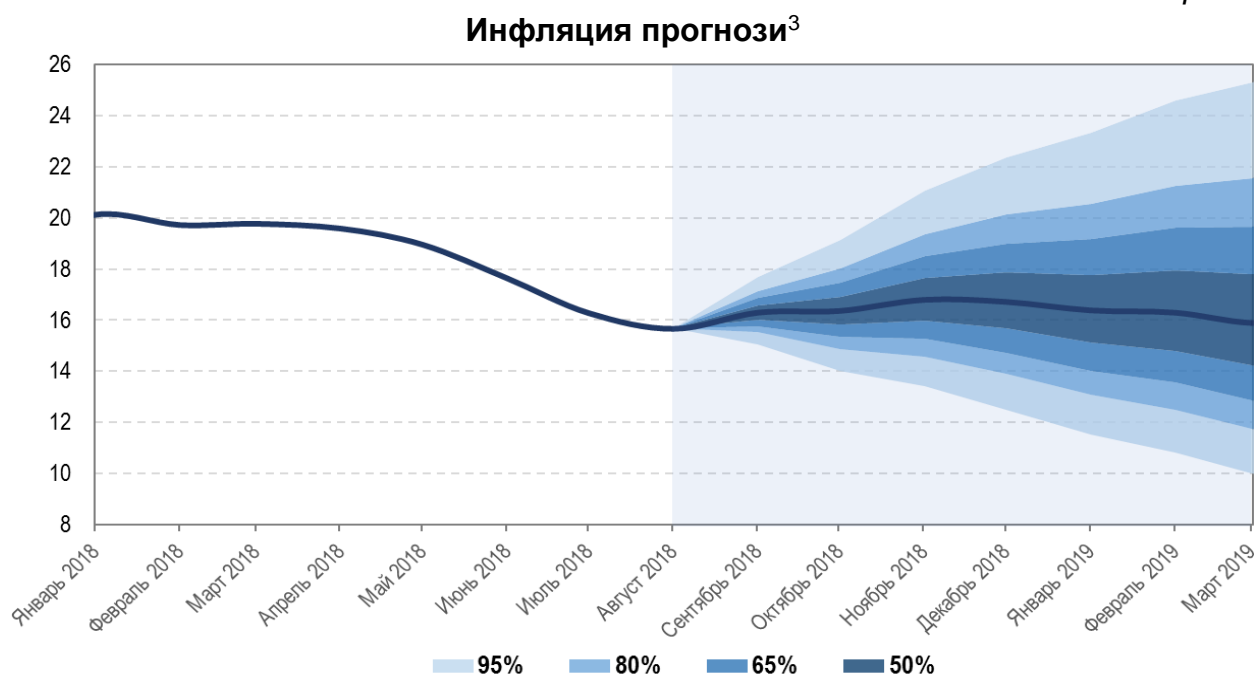
Мамлакатдаги инфляциявий жараёнларни ҳамда уларга таъсир этувчи омилларни ҳар томонлама чуқур ўрганиш:

- аҳоли ва бизнес соҳа вакилларининг инфляцион кутилмаларини баҳолаш мақсадида улар ўртасида мунтазам равишда сўровлар ўтказишни;
- иқтисодиётдаги ялпи таклиф нуқтаи назаридан реал сектордаги мавжуд муаммоларни ўрганиш ва таҳлил қилишни;
- инфляция ва бошқа макроиқтисодий кўрсаткичларни прогнозлашнинг замонавий усулларига ўтишни тақозо этмоқда.

Инфляцияни прогнозлаштириш инфляцион таргетлаш режимининг асосий элементларидан бўлиб, пул-кредит сиёсати йўналишини белгилашда муҳим рол ўйнайди. Бу ўз ўрнида, ҳисоб-китоб натижалари аниқлигини ошириш мақсадида инфляция ва унга

таъсир кўрсатувчи омилларни ҳамда макроиқтисодий кўрсаткичларни эмпирик моделлар орқали таҳлил қилиш ва прогнозлашни талаб қилади.

5-расм



Манба: Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, муаллифлар ҳисоб-китоблари.

Шу билан бирга, тартибга солинадиган нархларни либераллашуви, кутилаётган солиқ ислохотлари, ўзгариб бораётган ташқи шароитлар билан боғлиқ ноаниқликлар мавжуд бўлган жорий ҳолат инфляцияни юқори аниқлик билан прогнозлашда бир қатор қийинчиликларни туғдиради.

Ўзбекистон Марказий банки прогнозига кўра, 2018 йил охирига келиб йиллик инфляция 16-17 фоизни ташкил этади (5-расм). Ушбу прогноз тартибга солинадиган нархларнинг кутилаётган ошиши ва унинг инфляцияга бирламчи таъсирини инобатга олади.

Шу боис, мавжуд шарт-шароитлардан келиб чиққан ҳолда, халқаро тажрибага асосан инфляцияни таҳлил қилиш ва прогнозлаш инструментларини такомиллаштириб бориш зарур. Ички бозордаги нархлар шаклланишида рақобат муҳитини кучайтириш ва тартибга солинадиган нархларни имкон қадар эркинлаштириш ҳам прогноз натижаларининг аниқлигини оширишга ҳамда инфляцион жараёнларни самарали бошқаришга шароит яратади.

<sup>3</sup> Ишонч интервали (*инг. confidence bands*) прогноз кўрсаткичлари билан боғлиқ бўлган ноаниқликни кўрсатади. Бунда энг катта диапазон энг оч рангли диапазон ҳисобланиб, инфляция ушбу ораликда бўлиш эҳтимоли 95% ни ташкил этади. Аксинча, инфляция энг тўқ рангли диапазон оралиғида бўлиш эҳтимоли 50% ни ташкил этади.

## Инфляцион таргетлашга ўтиш учун зарурий шарт-шароитлар

Пул-кредит сиёсатининг самарали ва истиқболли режимининг асосий тамойиллари бу – Марказий банкнинг институционал тузилиши, унинг мақсадлари, инструментлари, стратегияси, шунингдек коммуникация ҳисобланади.<sup>4</sup>

Институционал асос ўз ичига марказий банкнинг ваколатлари, бошқарув тузилмаси ва қарорлар қабул қилиш жараёнларини қамраб олади. Пул-кредит сиёсатининг мақсадлари ва инструментлари мажмуи тегишли қонунлар асосида белгиланади.

Пул-кредит сиёсати стратегияси Марказий банкнинг асосий операцион мақсадларини белгилаб беради, операцион жараёнлар эса мақсадга эришиш учун қўлланилиши керак бўлган инструментлар ҳисобланади. Марказий банк коммуникацияси сиёсати жамоатчиликка пул-кредит сиёсати асосларини тушунишларига, шунингдек, қабул қилинган қарорларнинг сабабларини тушунтиришга ва бозор кутилмалари шаклланишига ёрдам беради.

Марказий банкка бўлган ишончни ошириш ва пул-кредит сиёсатни самарали юритиш учун Марказий банк аниқ ва равшан **мақсадга** эга бўлиши керак. Яқин вақтгача Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг мақсади миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш бўлган. Бироқ, бу мақсадни турлича талқин қилиш мумкин. Бу миллий валюта алмашув курсини ушлаб туришни англатадими ёки паст ва барқарор инфляция даражасини таъминлашни? Айни кунда Марказий банкнинг асосий мақсади сифатида нархлар барқарорлигини таъминлашни танлаб олиниши бу ноаниқликга барҳам беради. Бу ўз навбатида, Марказий банкка тегишли ваколатларни бериш билан бир қаторда унинг зиммасига қўшимча масъулиятни ҳам юклайди.

Инфляцион таргетлашда пул-кредит сиёсатининг оралиқ мақсади инфляция даражасини прогноз қилиш бўлиб, у операцион мақсад ва у пул-кредит сиёсатининг пировард ва операцион мақсади ўртасидаги боғлиқликни таъминлайди, шунингдек инфляцион кутилмаларга<sup>5</sup> таъсир қилади. Бунда, операцион мақсад банклараро

<sup>4</sup> IMF Staff Report (2015) Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-Income and Other Developing Countries.

<sup>5</sup> Laurens B. et al. (2015) The Journey to Inflation Targeting – Easier Said than Done.

пул бозорида қисқа муддатли фоиз ставкаси ҳисобланади. Ушбу ставкалар Марказий банк томонидан кунлик операцияларни амалга ошириш орқали етарли даражада назорат қилинади. Операцион мақсад оралиқ мақсадга таъсир қилади ва шу билан бирга, пул-кредит сиёсатининг провард мақсадга эришишига кўмаклашади.

Ўзбекистон Марказий банки инфляция бўйича операцион мақсаднинг аниқ даражаси ва муайян таргетни белгиламаган бўлсада, банклараро пуллар бозорини кенгайтириш, очиқ бозор операциялари жадаллаштириш, шунингдек, таҳлилий инструментлар ва операцион воситаларни ишлаб чиқиш ва амалиётга жорий қилиш чора-тадбирлари бўйича мақсадларини очиқ эълон қилиб бормоқда.

Инфляцион таргетлашга муваффақиятли ўтган мамлакатлар тажрибаси шуни кўрсатмоқдаки, пул-кредит сиёсатининг де-факто мустақиллигини таъминлаш ва уни тубдан такомиллаштириш учун ҳукумат томонидан сиёсий қатъийлик муҳим аҳамиятга эга.

Одатда, бунга консенсус орқали эришилади, яъни ҳукумат Марказий банк билан ҳамкорлик қилади ва қисқа муддатли иқтисодий ўсишни рағбатлантириш учун пул-кредит сиёсатидан фойдаланмайди. Марказий банк эса ўз таҳлиллари ва прогнозларидан келиб чиқиб қарорлар қабул қилади ва нархлар барқарорлигини таъминлашга эътибор қаратади. Айрим мамлакатларда бу босқичга аста-секинлик билан Марказий банк ва Ҳукумат ўзаро тушунишлари асосида етиб келинган бўлса, айрим мамлакатларда инфляцион таргетлашга ўтишга Марказий банкнинг Ҳукумат билан зиддиятларга қарамай, ўз мақсади йўлида собит қадамлиги ҳисобига эришилган. Аслида Ҳукумат ва Марказий банкнинг мақсади бир хил бўлиб, узоқ муддатли истиқболда мамлакатда паст инфляция шароитида барқарор иқтисодий ўсиш суръатларига эришиш билан изоҳланади.

Мутлоқ мустақиллик Марказий банкнинг ҳаракатлари устидан назоратнинг йўқлиги дегани эмас. Зарурий мувозанатни сақлаб қолиш учун Марказий банк, одатда, ошкоралик тамойилига амалга қилиб, мамлакат парламенти ва кенг жамоатчиликка ҳисобот беради. Марказий банк томонидан қабул қилинган қарорлар коммуникация сиёсати ёрдами билан батафсил тушунтирилиши керак. Агар инфляция белгиланган мақсаддан четга чиқса, Марказий банк оғиш сабабларини тушунтиради ва пул-кредит шартларига мос келадиган тузатишларни эълон қилади.

Тан олиш керакки, Ўзбекистон Марказий банки ҳуқуқий нуқтаи назардан мустақил ҳисоблансада, унинг ҳақиқатан мустақиллигини ҳали амалиётда исботлаш зарур. Пухта ўйланган қарорлар қабул қилиш ва уларни доимий равишда бозорларга тушунтириш орқалигина бозорларнинг ишончини қозониш ва Марказий банк мустақил ташкилот эканлигини исботлаши мумкин.

Назария ва амалиётнинг кўрсатишича, шоклар пайдо бўлганда марказий банк узоқ муддатли барқарорликни мўлжаллаб қарорлар қабул қилиши лозим. Бундай қарорлар кенг жамоатчилик томонидан илиқ кутиб олинмаслиги ва қисқа муддатли истиқболда иқтисодий фаолликни секинлаштирувчи муайян таъсирга эга бўлиши мумкин. Шунга қарамасдан, олдиндан кўриб қўйилган чора-тадбирлар эвазига марказий банк инфляцион хатарларнинг кучайишининг олдини олиши ва шокларнинг салбий оқибатлари ўрнини тезроқ қоплаши мумкин.

Инфляцион хатарлар кучайиб боришига жавобан марказий банк пул-кредит сиёсатини қатъийлаштирилса ва бу орқали кредит олиш шартлари қийинлашса, мазкур қарорлар жамоатчилик ва бозорлар иштирокчилари томонидан қисман салбий кутиб олинади.

Хусусан, Ўзбекистон Марказий банкининг 2017 йилда қайта молиялаш ставкасини ошириш ва сўм алмашув курсини кескин девальвация қилиш тўғрисидаги қарорлари бошида ижобий кутиб олинмади. Аммо, бу қарорлар иқтисодиётдаги номутаносибликларни бартараф этиш мақсадида қабул қилинган зарурий чора-тадбирлар эди. Агар ушбу чоралар ўз вақтида кўрилмаганида йиғилиб қолган муаммолар ечимлари кечиктирилиши, бу эса ўз навбатида, кейинчалик бундан-да ёмонроқ оқибатларга олиб келиши мумкин эди.

Шундай бўлса ҳам, қайта молиялаш ставкасининг 2018 йил сентябрь ойидаги оширилишига бўлган фикр-мулоҳазалар шуни кўрсатадики, жамоатчилик орасида Марказий банк ҳатти-ҳаракатларини қўллаб-қувватловчи экспертлар қатлами вужудга келмоқда.

Жамоатчилик кутмаган ва маъқул келмайдигандек туюлган, лекин асосланган қарорларнинг қабул қилиниши ҳам пул-кредит сиёсатининг бир қисми саналади. Марказий банк бундай қарорларни қабул қилиб жамоатчилик, ҳукумат ва бошқа давлат органлари томонидан билдириладиган танқидий фикрларга тайёр туриши лозим. Бу марказий банк мустақиллиги ва асосий мақсадлари қатъийлиги



учун синов ҳисобланади.

Марказий банк фаолиятининг кейинги муҳим жиҳати **пул-кредит сиёсати инструментларини** фаоллаштириш ва **прогноз-таҳлилий базасини** мустаҳкамлаш ҳисобланади. Бошқа мамлакатлар тажрибаси кўрсатганидек, пул-кредит сиёсатининг таъсирчан инструментлари жамланмаси ва прогноз-таҳлилий потенциал секин-асталик билан тўпланади ва самарадорлик вақт ўтиши билан кириб келади.

Ўзбекистон Марказий банки ҳам, бошқа давлатлар Марказий банклари каби, паст сифатли статистик маълумотлар, моделлаштириш бўйича тажриба етишмаслиги, макроиқтисодий маълумотлар ва прогнозларни ишлаб чиқишда ўзаро мувофиқликнинг сустлиги ҳамда пул-кредит сиёсатининг трансмиссион каналлари ривожланмаганлиги каби муаммоларга дуч келмоқда.

Шу билан бирга, Ўзбекистон Марказий банки учун, асосан, бюджет маблағлари оқимлари нобарқарорлиги ва уларни олдиндан прогноз қилиш қийинлиги туфайли, банк тизими ликвидлилигини аниқ прогнозлаштириш жиддий масала бўлиб турибди. Бунинг натижасида, Марказий банк ликвидликни етарлича бошқариш бўйича қийинчиликларга учрамоқда.

Инфляцион таргетлашда пул-кредит сиёсати йўналишини аниқлаб олиш учун марказий банк макроиқтисодий ҳолат ва ташқи вазият бўйича ўз баҳолашларига таяниши керак. Бунинг учун эса пул-кредит сиёсатига таъсир этувчи (иложи борича) кўпроқ омилларни ўрганишга хизмат қиладиган ички тизим зарур.

Марказий банкда қарор қабул қилиш жараёнини **прогноزلлаштириш ва сиёсий таҳлил тизимини** (*ингл. FPAS – Forecasting and Policy Analysis System*) ишлаб чиқиш ва амалиётга жорий этиш орқали анчагина яхшиланиши мумкин. *FPAS* ни жорий этиш қуйидаги афзалликларга эга<sup>6</sup>:

– таҳлил ва прогноزلлаштириш билан шуғулланувчи мутахассислар, шунингдек, қарор қабул қилувчи шахслар ўртасида мулоқотнинг яхшиланиши, прогнозларни амалий (конструктив) ва изчил муҳокама қилиш орқали ўзаро таъсир вужудга келиши, қабул қилинаётган қарорларнинг асосланганлигини оширишга ва уларни қабул қилиш жараёнида янада кўпроқ уйғунликка эришишга замин

---

<sup>6</sup> Laxton D., Rose D., & Scott A. (2009) Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System to Support Inflation-Forecast Targeting (IFT). IMF Working Paper.

яратади;

– юқори ихтисослашган инсон капиталини ривожлантириш;

– пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмнинг ишлаши ва пайдо бўладиган шокларнинг унга таъсири борасидаги марказий банк билимлари базасини такомиллаштириш;

– прогнозларни ишлаб чиқиш жараёнининг шаффофлигини ва пул-кредит сиёсатини олиб боришга тизимли ёндашувни кучайтириш.

Умуман олганда, FPAS тизимининг жорий этилиши янада асосли қарорлар қабул қилишга ва пул-кредит сиёсатига нисбатан ишончнинг мустаҳкамланишига хизмат қилади.

Инфляцион таргетлашга ўтиш амалдаги инструментларни қайта кўриб чиқиш ҳамда такомиллаштириш, шунингдек, бозор тамойиллари асосида ишловчи янги инструментларни амалиётга жорий этиш учун зарурий пойдевор яратишни талаб этади. Бу инфляцияни маъмурий методлар билан эмас, балки фақат бозор методлари орқали таргетлаш мумкинлигини англатади.

Бунинг учун инструментлар етарли даражада мослашувчан бўлиши ва иқтисодиётнинг ички талабларига кўникувчан бўлиши керак. Бу пул-кредит сиёсатининг барча трансмиссион каналлари (кредит канали, кутилмалар канали, активлар баҳоси канали ва валюта канали) хусусиятлари ва таъсирларини синчиклаб ўрганишни талаб қилади.

Банк тизимидаги ликвидлиликни тартибга солиш марказий банк учун муҳим вазифа саналади ва бозор инструментларини фаоллаштиришни талаб қилади. Операцион мақсадларга эришиш учун марказий банк пул бозори ставкаларини ўзининг асосий ставкасига яқинлаштиришга ҳаракат қилган ҳолда ликвидлиликни тақдим этиш ва олиш бўйича операциялар ўтказиши зарур.

**Асосий ставка** ликвидлилик тақдим этиш бўйича операцияларнинг минимал ставкасини белгилайди. Марказий банк тижорат банкларидан маблағларни депозитга қабул қилишда эса максимал ставка сифатида ишлатилади. Унинг даражаси пул-кредит сиёсати йўналишидан дарак беради. Асосий ставкани ўзгартириб, марказий банк банклараро пул бозоридаги қисқа муддатли фоиз ставкаларига, бу билан эса ўз навбатида, узоқ муддатли фоиз ставкалари даражасига таъсир ўтказиши мумкин. Бунинг учун марказий банк

қўшимча қўллаб-қувватловчи операциялар ўтказди ва фоиз коридорини шакллантиради.

Марказий банкнинг ликвидлиликни олиш бўйича қисқа муддатли операциялари фоиз коридорининг қўйи чегарасини яратади. Бир пайтнинг ўзида, чет эл валютасини гаровга олиб марказий банк кредитларини бериш операциялари ва давлат қимматли қоғозлари бўйича РЕПО операциялари коридорнинг юқори чегараси сифатида хизмат қилади. Самарали ишловчи давлат қимматли қоғозлари бозорининг мавжудлиги очиқ бозор операцияларини ривожлантириш ва банк тизими ликвидлигини тартибга солиш учун яхши пойдевор яратади.

Бозор ставкалари коридорнинг юқори чегарасини ошиб ўтса бу - ликвидлилик етишмовчилигини англатади<sup>7</sup>. Бундай ҳолатда марказий банк ставкаларни коридор доирасига қайтишини таъминлайдиган миқдорда ликвидлилик тақдим этади. Ставкалар жорий даражаси коридор қўйи чегарасидан ҳам пасайиб кетиши ликвидлилик ортиқчаллигини билдиради ва марказий банк депозит аукционлари ва қимматли қоғозлар билан операциялар воситасида ликвидлиликни олиб қўяди.

Бугунги кунда ликвидлиликни тартибга солувчи фоиз инструментларидан Ўзбекистон Марказий банки ихтиёрида қайта молиялаш ставкасига боғлаб қўйилган фақат ликвидлилик тақдим этиш (кредитлар ва своплар) инструментларигина мавжуд.

Таъкидлаш лозимки, давлат қимматли қоғозларининг узок даврдан бери муомалада мавжуд эмаслиги Ўзбекистон Марказий банки учун асосий ставкаси даражасини аниқлашнинг бошланғич босқичида бирмунча қийинчиликларни вужудга келтирмоқда. Давлат қимматли қоғозларининг даромадлилиги эгри чизиғи Марказий банкнинг пул бозоридаги операциялари параметрларини аниқлашда мўлжал вазифасини ўташи мумкин эди.

Ўзбекистонда давлат қимматли қоғозлари бўйича даромадлилик эгри чизиғининг шаклланиши бирданига содир бўлмайди, эҳтимол бу узок давом этадиган жараён бўлар, чунки яқин келажакда фақат қисқа муддатли облигацияларни муомалага чиқариш режалаштирилмоқда.

Шунга қарамасдан, Марказий банк бир ҳафталик аукцион

---

<sup>7</sup> Ахмедов А., Хақимжанов С. (2015) Денежно-кредитная политика при плавающем курсе. Haluk Finance.

операцарияларини бошлаши ва шу орқали бозор ставкаларини аниқлаши мумкин, бу ўз навбатида, асосий ставкани ўрнатиш учун мўлжал бўла олади.

Юқоридагилардан келиб чиқиб, ҳозирги ҳолатда ликвидлилик тақдим этиш ва олиш бўйича Марказий банкнинг актив операциялари бошланганидан сўнг банклараро пул бозори фоиз ставкалари давлат облигациялари учун бенчмаркка айланади (бошқа мамлакатларда бунинг тескараси).

Инфляцион таргетлашда устувор омил ва инструмент бўлиб давлат қимматли қоғозларининг яхши ишловчи бозори ва умуман молия бозори мавжуд бўлишини тақазо этувчи **очиқ бозор операциялари** ҳисобланади. Гарчи Марказий банк ўзининг қимматли қоғозларини муомалага чиқариши мумкин бўлса ҳам, бу иқтисодиёт учун Молия вазирлиги облигацияларидан кўра камроқ самарали чора ҳисобланади.

Очиқ бозор операциялари Марказий банкнинг операцион мақсадига мувофиқ ликвидлиликни тартибга солишга йўналтирилган бўлиши лозим. Операцион мақсад ўрнатилиши ва ликвидлиликни прогнозлаштириш йўлга қўйилиши биланоқ Марказий банк мунтазам равишда очиқ бозор операцияларини ўтказиши мумкин бўлади.

Очиқ бозор операциялари параметрлари пул бозори қисқа муддатли фоиз ставкаларини операцион мақсадга яқин даражада сақлаб туриш ва ҳукумат ҳамда марказий банк операциялари натижасида вужудга келган банк тизими ликвидлиги ҳажмларини мақбуллаштириш заруриятдан келиб чиққан ҳолда аниқланиши лозим.

Очиқ бозор операциялари фаоллаштирилиши қимматли қоғозлар фоизли даромадлиги ва уларнинг сўндирилиш муддати орасидаги ўзаро муносабатни акс эттирадиган қарз қимматли қоғозлари бўйича даромадлилик эгри чизиғи пайдо бўлишига олиб келади. У ўз навбатида бозордаги молиявий ресурсларнинг қийматини аниқлаш учун мўлжал бўлиб хизмат қилади.

Шу ўринда таъкидлаш зарурки, баъзи пул-кредит операциялари, масалан, банк тизимидан ортиқча ликвидлиликни олиш, марказий банк учун маълум харажатлар келтириб чиқаради. Лекин даромадларни кўпайтириш ва операциялардан фойда олиш марказий банкнинг бош мақсади бўлмаганлиги учун бу секинлаштирувчи омил бўла олмайди.

Инфляцион таргетлаш ва эркин шаклланувчи алмашув курсига ўтиш шароитида марказий банкдан ички валюта бозоридаги **интервенциялар стратегиясини** аниқ ифодалаб бериши талаб этилади. Бозор кутилмаларини жиловлаш алмашув курси динамикаси билан эмас, балки бозор инструментлари ва марказий банк коммуникацион сиёсати воситасида амалга оширилиши керак.

Ҳатто курс бозор механизмлари билан шаклланиб, амалда ўзгармас тенденцияга эга бўлса, бозор иштирокчилари уни қатъий белгиланган алмашув курси деб қабул қилишади, бу эса шоклар вужудга келганида курснинг бозор механизми билан тўғриланишини қийинлаштиради<sup>8</sup>. Шунинг учун марказий банк номинал алмашув курсининг қисқа ва ўрта муддатли тебранишига тўсқинлик қилмаслиги керак ва бу талаб ва таклифнинг ҳақиқий мувозанатлашишига имкон яратади.

Интервенциялар алмашув курсининг асосий трендига таъсир қилмайдиган яққол қодаларга таяниши зарур. Шундай бўлса ҳам, фавқулотда ҳолатларда ҳаддан ташқари тебранувчанликни бартараф этиш учун марказий банкда кутилмаганда интервенциялар ўтказиш ҳуқуқи бўлиши керак.

Бошқа мамлакатлар тажрибаси шунини кўрсатадики, пул-кредит сиёсати изчил ва шаффоф бўлганида унинг самарадорлиги анча ортади. Самарали **коммуникация** айниқса, инфляцион таргетлашда муҳимдир. Чунки у марказий банкка бозорлар ишончини қозониш ва инфляцион кутилмаларни бошқаришда кўмаклашади. Коммуникация ўз ичига молиявий ва пул-кредит маълумотлари тўлиқ тўпламини доимий равишда тарқатиб туришни, марказий банк ўз мақсадларини айтиб боришини ва қабул қилинаётган қарорлар сабабларини тушунтириб беришини қамраб олади. Бозор қатнашчилари марказий банк қандай қилиб пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиши ва амалга оширишини, шунингдек, унинг мақсад ва инструментларини тушунишлари керак.

Коммуникацион сиёсат “Айт, бу ёғига нима қиласан ва нима деяётган бўлсанг, ўшани қил” тамойилига таянади, яъни марказий банк изчил бўлиши ва ўзининг айтганларига қарши чиқмаслиги зарур. Акс ҳолда у ҳеч қачон бозорларнинг ишончини қозона олмайди. Бундан ташқари, кенг жамоатчилик марказий банк нима ҳақида

---

<sup>8</sup> Harjes T. et al. (2018) An Interim Monetary Policy Framework and Strategy for the Transition to Inflation Targeting.

гапираётганини ва пул-кредит сиёсати соҳасидаги қарор унга қандай таъсир қилишини тушуниши керак. Шу нуқтаи назардан, аҳолининг молиявий саводхонлигини ошириш масаласи ҳам муҳим аҳамият касб этади.

2017 йилгача Ўзбекистон Марказий банки ўз қарорларини камдан кам ҳолларда тушунтирган ва маълумотларни катта қисми эълон қилинмаган, айтиш мумкин амалда умуман коммуникацион сиёсат юритилмаган. Сўнгги пайтларда анча фаол коммуникацион сиёсат олиб бормоқда. Доимий равишда шарҳлар, ҳисоботлар ҳамда маърузалар эълон қилинмоқда. Марказий банкнинг муҳим қарорлари билан биргаликда уларнинг моҳияти батафсил тушунтириб берилган пресс-релизлар чоп этилаёпти. Аммо кенг жамоатчилик ва экспертлар қатламининг бунга жавобан акс садоси кутилганидан пастроқ бўлди. Бир томондан, бу жамоатчиликнинг пул-кредит сиёсатига бўлган суҳт қизиқишидан дарак берса, бошқа томондан, эълон қилинаётган материалларнинг сифатини ошириш кераклигидан хабар беради.

Ҳали кўп ишлар қилинишини талаб этувчи кейинги соҳа бу пул-кредит ва солиқ-бюджет сиёсатларини **мувофиқлаштириш (координация)** ва қатъий бюджет қондасини киритиш ҳисобланади. Бюджетни режалаштириш механизминини жорий этиш қийин жараён ҳисобланади ва узоқ тайёргарликни талаб этади.

Республиканинг асосий экспорт йўналишлари бўйича ташқи бозорларда кузатилаётган қулай конъюнктура бюджет қондасига ўтиш учун дастлабки шарт-шароитларни яратмоқда. Лекин Ҳукумат ва Молия вазирлигининг позицияси Марказий банк позицияси билан мос тушмаслиги мумкин.

Халқаро тажриба шуни кўрсатадики, Барқарорлаштириш жамғармаси билан бир қаторда қатъий бюджет қондасини киритиш бюджет интизоминини мустаҳкамлаш ва макроиқтисодий барқарорликнинг гарови бўлиб хизмат қилади. Хомашё экспорти учун қулай шарт-шароитлар шаклланган пайтда белгилангандан юқори даромадлар Барқарорлаштириш жамғармасида йиғилиб боради, ташқи шарт-шароитлар ёмонлашган пайтда эса тўпланган захиралар бюджет харажатлари тебранишинини бир маромга келтириш учун йўналтирилади.

Ҳозирги пайтда тўпланган маблағларни ишлатиш бўйича (инқироз даврида бюджетни қўллаб-қувватлаш учун) бирор-бир

тасдиқланган қоиданинг йўқлиги сабабли Ўзбекистон Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси (ЎТТЖ) хомашё нархлари тебранишининг бюджетга таъсирини юмшатиш функциясини бажармаяпти. Бундан ташқари, ЎТТЖнинг бюджет доирасидан ташқари харажатлари солиқ-бюджет ва пул-кредит сиёсатларининг самарали мувофиқлиги учун тўсиқ бўлмоқда. Ваҳоланки, жаҳон тажрибаси давлатнинг барча харажатлари умумлашган ҳисобини Давлат бюджетида юритиш лозимлигини кўрсатади.

Ўзбекистон иқтисодиёти учун қатъий бюджет қоидаси киритилишини бирданига амалга ошириб бўлмайди, балки у узоқ муддатли истиқболда босқичма-босқич амалга ошириладиган жараёндир. Бу ҳолда, бюджет қоидасининг жорий этилиши ўтиш даврида макроиқтисодий ҳолатни нобарқарорлаштириш учун таҳдид туғдирмайди.

Мамлакатни ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш дастурлари давлат томонидан фаол молиялаштирилаётган даврда бюджет операциялари пул-кредит кўрсаткичлари шаклланишига жиддий таъсир кўрсатади. Бюджет оқимларининг кескин ўзгаришига боғлиқ бўлган шоклар шароитида ликвидлилик даражасини самарали тартибга солиш учун Марказий банк зарур инструментларга эга бўлиши ва Молия вазирлиги билан ўз ҳатти-ҳаракатларини мувофиқлаштириши керак. Бу соҳада, Молия вазирлиги билан амалий мулоқот Марказий банк янги коммуникация сиёсатининг бир қисми ҳисобланади.

## **Инфляцион таргетлашга муваффақиятли ўтишда юзага келиши мумкин бўлган муаммолар**

Марказий банкда барча зарурий инструментлар яратилишининг ўзи тўла масштабдаги инфляцион таргетлашга муваффақиятли ўтишни таъминламайди. Марказий банкнинг қанчалик тез инфляцион таргетлашга ўтиши, кўп жиҳатдан, таркибий ислоҳот ўтказишнинг сифати ва тезлигига, шу жумладан иқтисодиётдаги ва молия бозоридаги рақобат муҳитининг ривожланганлигига, давлат молия системасининг такомиллашганлигига, иқтисодиётнинг таянч тармоқларидаги давлат корхоналарини қанчалик мувоффақиятли ислоҳ қилинишига боғлиқ.

Молия вазирлигининг давлат қимматли қоғозлари, республика суверен рейтингини олиниши, шунингдек суверен қимматли қоғозларнинг муомалага чиқарилиши мамлакатимиз молия бозорининг ривожланишига яхши туртки беради. Бундан ташқари, келгусида давлат корхоналарининг хусусийлаштирилиши корпоратив қимматли қоғозлар бозорининг ривожланишига рағбат бўлиши мумкин.

Тадбиркорлик фаолияти ва аҳолини қўллаб-қувватлаш, шунингдек қишлоқ хўжалиги ва уй-жой қурилишини молиялаштириш бўйича давлат дастурлари доирасида ажратилаётган имтиёзли кредитларнинг тижорат банклари кредит портфели таркибида сезиларли улушга эга эканлиги пул-кредит сиёсати инструментларининг кредит каналлари орқали таъсирчанлигини чегараламоқда.

Янги реалликда тижорат банклари бошқача форматда ишлаши ва улар банк хизматлари хилма-хиллигига, оммабоплигига, фойдани максималлаштиришга интиладиган замонавий молия институтларига айлантирилиши керак.

Банкларнинг давлат дастурларини молиялаштиришга жалб қилиниши билан бир қаторда банк секторида давлат банклари улушининг ҳаддан ташқари кўплиги банклар орасидаги рақобат муҳитига салбий таъсир қилмоқда.

Давлат улуши иштирокидаги банкларни хусусийлаштириш, уларнинг фаолиятини “ҳақиқатан тижоратлаштириш”, фақат давлатнинг ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш дастурларини молиялаштиришга ихтисослашган ривожланиш Банкни ташкил қилиш мазкур муаммонинг ечими бўлиши мумкин.



## Хулоса

Халқаро тажриба шуни кўрсатмоқдаки, дунёнинг кўпчилик давлатлари пул-кредит сиёсатининг режимлари ичидан инфляцион таргетлашни танлашган, чунки пул-кредит сиёсатининг бошқа режимлари макроиқтисодий барқарорликка хавф солаётган инфляция жараёнига қарши курашишда яхши самара бермаслигини кўрсатмоқда.

Инфляцион таргетлашга ўтиш мураккаб ва узоқ давом этадиган жараён бўлиб, бу йўлда кўплаб қийинчиликлар билан тўқнашишга тўғри келади.

Биринчидан, таркибий ўзгаришлар ва молия бозорининг ривожланиши узоқ давом этадиган жараёндир.

Иккинчидан, пул-кредит сиёсатининг келгусидаги истиқболларини олдиндан кўра олиш салоҳиятини шакллантириш Марказий банкдан унинг аналитик салоҳиятини ривожлантиришни талаб этади. Бу салоҳият нафақат инсон капиталини ривожлантириш билан, балки сифатли статистик маълумотлар билан ҳам боғлиқ.

Учинчидан, пул-кредит сиёсатининг трансмиссин каналларини ривожлантириш босқичма-босқич бўладиган жараён бўлиб, бу жараён нафақат Марказий банкдан, балки бозорнинг бошқа қатнашчиларидан ҳам катта кучни талаб қилади.

Шунга қарамасдан, инфляцион таргетлаш режимини амалиётга муваффақиятли жорий қилган давлатларда ҳам бу режимга ўтиш дастлабки талабларнинг барчасини тўлиқ бажаришни тақозо қилмаган.

Ушбу талабларнинг барчаси бажарилишини кутгандан кўра таёргарлик жараёнини бошлаган яхшироқ. Лекин бунда Марказий банк ўзига аниқ мажбуриятни олиши керак, яъни у бу жараённи охиригача етказиши ва тўла масштабдаги инфляцион таргетлаш режимига ўтиши керак. Ўз навбатида ҳукумат ҳам мувофиқлашган макроиқтисодий сиёсатга ўтиши ва нархларнинг турғунлиги барқарор иқтисодий ўсишнинг муҳим шарти эканлигини тушуниши керак.

## Адабиётлар

1. Bernanke B., Mishkin F. (1997) Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy.
2. Brash D. (2002) Inflation targeting 14 years on. Reserve Bank of New Zealand.
3. Eckhold K., Harjes T., Groom J. (2017) Developing Monetary Policy Operations, Emergency Liquidity Assistance and Interbank Market Development. IMF Aide Memoire.
4. Gürbüz Y., Jobert T., Tuncer R. (2008) The Turkish Experience in Inflation Targeting: Uncertainties and the Efficiency of Monetary Policy. *Économie internationale* 116.
5. Gürkaynak R., Kantur Z., Taş A., Yildirim S. (2015) Monetary Policy in Turkey after Central Bank Independence. CFS Working Paper Series No. 520.
6. Harjes T., Pio Perez L., Pongsaparn R., Zehnder T. (2018) An Interim Monetary Policy Framework and Strategy for the Transition to Inflation Targeting. IMF Aide Memoire.
7. IMF Staff Report (2015) Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-Income and Other Developing Countries.
8. Israel's Inflation Target Policies – Historical Perspective and Future Outlook. Leumi Review. Israel: Macroperspectives 143.
9. Jahan S. (2017) Inflation Targeting: Holding the Line. Finance & Development. IMF.
10. Kara H. (2006) Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting. The Central Bank of the Republic of Turkey.
11. Laurens B., Eckhold K., King D., Maehle N., Naseer A., and Durré A. (2015) The Journey to Inflation Targeting – Easier Said than Done. IMF Working Paper.
12. Laxton D., Rose D., Scott A. (2009) Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System to Support Inflation-Forecast Targeting (IFT). IMF Working Paper.
13. McDermott J., Williams R. (2018) Inflation targeting in New Zealand: an experience in evolution. Reserve Bank of New Zealand.
14. Mohsin K. (2003) Current Issues in the Design and Conduct of

Monetary Policy. IMF Working Paper.

15. The Bank of Israel (2007) Inflation Targeting Revisited.
16. The Bank of Israel. Frenkel J. Israel's Experience with Inflation.
17. The Bank of Russia's inflation challenge. BIS Papers No 89.
18. Ахмедов А., Хакимжанов С. (2015) Денежно-кредитная политика при плавающем курсе. Nalyk Finance.
19. Концепция развития и осуществления денежно-кредитной политики Центрального банка Республики Узбекистан на среднесрочную перспективу (2018) Центральный банк Республики Узбекистан.
20. Лекция Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной. Конференция МВФ в Вашингтоне. Трудный путь России к цели по инфляции (2018).
21. Обзор денежно-кредитной политики за I полугодие 2018 года (2018) Центральный банк Республики Узбекистан.
22. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов (2018) Банк России.
23. Основные направления монетарной политики на 2018 год (2017) Центральный банк Республики Узбекистан.
24. Роджер С. (2010) Таргетированию инфляции исполняется 20 лет. МВФ. Финансы & развитие.
25. Таргетирование инфляции – цели и инструменты в условиях волатильности на международных рынках (сессия 2) (2014) Деньги и Кредит 8/2014.