

**МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО
СПЕЦИАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ
УЗБЕКИСТАН
ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

На правах рукописи
УДК:

ДЖУРАЕВА ДИЛДОРА РАВШАНОВНА

**ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА УЗБЕКИСТАНА И ЕЕ
ВОЗДЕЙСТВИЕ НА ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК**

5А 230701-Банковское дело(по видам деятельности)

ДИССЕРТАЦИЯ

на получение академического звания магистра

Научный руководитель: к.э.н., доц. Азларова А.А.

Ташкент 2018

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
Глава 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ЕЁ ВОЗДЕЙСТВИЕ НА ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК.....	9
1.1. Сущность денежно-кредитной политики: её роль и функции.....	9
1.2. Инструменты денежно-кредитной политики и их особенности.....	16
1.3. Методы и механизмы осуществления денежно-кредитной политики (важность перехода к инфляционному таргетированию).....	22
Выводы по первой главе.....	34
ГЛАВА 2 АНАЛИЗ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК.....	36
2.1. Анализ влияния денежно-кредитной политики на финансовый рынок.....	36
2.2. Меры по дальнейшей либерализации внутреннего валютного рынка и совершенствованию курсовой политики республики Узбекистан.....	44
Выводы по второй главе.....	58
ГЛАВА 3 СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ЕЁ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ С ФИНАНСОВЫМ РЫНКОМ.....	60
3.1. Проблемы, потенциальные риски и ограничения по внедрению режима инфляционного таргетирования.....	60
3.2. Перспективы внедрения инфляционного таргетирования в Узбекистане.....	65
Выводы по третьей главе.....	74
ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ.....	77
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	81

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность и обоснованность темы диссертации. Двухуровневая банковская система играет важнейшую роль в обеспечении функционирования экономики любой страны. Осуществляя расчетные, вкладные, кредитные и другие операции банки выполняют общественно-необходимые функции. Вместе с тем, как и работа других коммерческих предприятий, банковская деятельность подвержена многочисленным рискам и именно потому в большинстве стран эта деятельность является наиболее регулируемым видом предпринимательства. При этом регулирование имеет ярко выраженные национальные особенности, отражающие специфику формирования национальной банковской системы.

Устойчивость банков существенным образом влияет на эффективность экономики страны. Наступает более зрелый этап развития, когда устойчивость банков может быть обеспечена лишь на основе использования научных, проверенных международной практикой методов управления.

В проводимых в Узбекистане экономических реформах важная роль отводится банковской системе. На это указывает и Президент страны Ш.М.Мирзиёев “Самое важное, в экономической политике критически пересмотрен такой неприемлемый метод, как гонка за нереальными цифрами, стремление выдать за действительность утопические планы. Достижение конкретных результатов и обеспечение интересов человека определены в качестве главной цели наших реформ.

Благодаря осуществленным мерам в 2017 году устойчивые темпы экономического роста составили 5,5 процента, объем экспорта увеличился на 15 процентов. Положительное сальдо во внешней торговле достигло 854 миллиона долларов.

Мы начали свободную конвертацию нашей национальной валюты – сума. Юридические и физические лица получили возможность приобретения и продажи иностранной валюты в коммерческих банках без ограничений. С

начала либерализации сферы объемы операций купли-продажи иностранной валюты выросли в 1,5 раза и составили порядка 1,3 миллиарда долларов. Вместе с тем золотовалютные резервы нашего государства увеличились на 1,1 миллиарда долларов.¹

Основной целью проводимых реформ является формирование банковской системы, отвечающей требованиям рыночной экономики, активизация посреднической роли банков на финансовом рынке, обеспечение финансовой самостоятельности коммерческих банков, приближение их деятельности к мировой банковской практике, а также достижение высокого уровня конкурентоспособности банков на внутреннем и международных финансовых рынках.

Актуальность темы обусловлена недостаточным уровнем исследований данной проблемы в Узбекистане.

Определение объекта и предмета исследования. Объектом исследования выступают экономические отношения в процессе реализации схем денежно-кредитного регулирования в финансовом секторе.

Предметом исследования является система приоритетов денежно-кредитной политики, как основная составляющая государственной макроэкономической политики; субъектами – Центральный банк и коммерческие банки, которые на определенном этапе становятся полноправными участниками финансового рынка.

Цель и задачи исследования. Цель настоящего исследования состоит в разработке методологических и теоретических, а также прикладных аспектов создания, развития и регулирования национальной банковской системы и разработки стратегии управления банковской системой Республики Узбекистан в условиях модернизации и структурной перестройки экономики, обеспечивающей повышение роли банков в финансовом рынке.

Для достижения поставленной цели требуются решить следующие

¹ Послание Президента Республики Узбекистан Шавката Мирзиёева Олий Мажлису. 22.12.2017

задачи:

- изучить теоретические и методические основы денежно-кредитной политики и её воздействие на финансовый рынок;
- определить сущность, роль и функции денежно-кредитной политики;
- провести системный теоретико-методологический анализ взаимодействия денежно-кредитной политики на финансовом рынке;
- выявить сущность банковской системы и сформулировать количественные и качественные критерии, лежащие в основе анализа ее деятельности;
- проанализировать взаимодействия денежно-кредитной политики в финансовом рынке;
- оценить текущего состояния финансового рынка и проанализировать влияния денежно-кредитной политики на финансовом рынке;
- обосновать необходимые направления развития денежно-кредитной политики и её взаимодействия с финансовым рынком;
- определить проблемы взаимодействия денежно-кредитной политики в финансовом рынке;
- предложить пути и методы совершенствования денежно-кредитной политики и её взаимодействия с финансовым рынком.

Основные вопросы и гипотезы исследования. Основные вопросы рассматриваемые в диссертации, посвящены вопросам определения роли и воздействия денежно-кредитной политики на финансовый рынок в обеспечении устойчивого развития экономики.

Гипотеза исследования состоит в устойчивом развитии деятельности коммерческих банков в проведении эффективной денежно-кредитной политики, способствующей росту экономики.

Краткий анализ литератур по теме. Наибольший вклад в разработку теории денежно-кредитных инструментов и их влияния на развитие финансового рынка внесли российские ученые Балабанов И.Т., Ковалев В.В., Алексеева М.Ю., Берзона Н.И., Галанова В.А., Гусева И.А., Жуков Е.Ф.,

Миркина Я.М., О.И.Лаврушин и др.

Определенный вклад в развитие теории денежно-кредитной политики внесли ученые Республики Узбекистан: А.В.Вахабов, Т.И.Бобокулов, О.Ю.Рашидов, И.Р.Тоймухамедов, Ш.З.Абдуллаева и другие.

Несмотря на большое количество работ по этим проблемам в экономической литературе недостаточно разработаны вопросы комплексного анализа эффективности использования операций на финансовом рынке. В своей работе мы учитывали результаты имеющихся исследований данного вопроса и особенности финансового рынка с учетом его текущего состояния.

Краткое характеристика методов использованных исследований.

Краткая характеристика методов, использованных в данном исследовании. Методы исследования основываются на общенаучных и специальных методах познания. В частности, на основе методов функционального и системного анализа, единства исторического и логического осуществлен комплексный анализ эволюции теоретических взглядов на повышение роли банков в развитии экономики. При исследовании факторов, обеспечивающих стабильное развитие экономики и определении предпосылок роста роли банковского кредита в этом процессе использованы методы анализа и синтеза, научных обобщений. Метод научной абстракции применен при определении экономического содержания категорий «банковская система» и «банковские инвестиции» в широком и узком смысле, методы системного анализа — для выявления критериев достаточного уровня концентрации банков и определения минимально необходимого уровня инвестиций для предоставления финансового толчка в стабильном развитии экономики. Диалектический метод познания применен при изучении роли банковского инвестиционного кредита в инновационном развитии экономики. Для наглядного изображения статистического материала, отдельных теоретических и практических положений диссертационного исследования использованы методы графического анализа.

Практическая и теоретическая значимость исследования.

Практическое значение полученных результатов заключается в том, что научные положения и выводы, сформулированные в диссертации, могут быть использованы при разработке кредитной политики органами государственной власти, в процессе кредитной деятельности банков, а также в разработке рекомендаций по активизации банковского кредитования для обеспечения стабильного развития экономики.

Основные положения и результаты диссертационной работы могут быть использованы в учебной программе дисциплины «Банковская дело», «Регулирование денежно -кредитной и монетарной политики» и другие.

Научная новизна результатов исследования заключается в том, что в ней на основе комплексного экономического исследования банковской системы Узбекистана разработаны методологические основы ее совершенствования в целях обеспечения стабильного развития экономики. Наиболее существенными являются следующие результаты, характеризующие новизну диссертации:

- теоретическое обоснование ключевой роли денежно-кредитной политики в финансовом рынке, как организатора финансовых инициаторов инвестиционных проектов в условиях рыночной экономики. Доказано, что денежно-кредитная политика непосредственно повлияет на финансовый рынок;

- разработаны методологические основы денежно -кредитной политики и обоснована её воздействие на финансовый рынок;

- оценено текущее состояние финансового рынка и проанализировано влияние денежно-кредитной политики на финансовый рынок;

- теоретически обоснована регулирующая роль Центрального банка при проведении монетарной политики в Республике Узбекистан;

- проанализировано взаимодействие денежно-кредитной политики на финансовый рынок;

- проведен анализ операций РЕПО Центрального банка Республики Узбекистан на рынке ценных бумаг, выявлены последствия слабого

использования приёмов и методов анализа в коммерческих банках;

- в целях дальнейшего повышения эффективности денежно -кредитной политики и её взаимосвязи с финансовым рынком, сформулированы основные направления по повышению воздействия денежно -кредитной политики на финансовый рынок

- в результате исследования экономических отношений в отечественной банковской системе, обоснованы пути повышения эффективности воздействия денежно -кредитной политики на финансовый рынок.

Краткая характеристика структуры диссертации. Данная диссертация состоит из введения, трех глав, выводов и предложений, а также списка использованной литературы.

В первой главе «Теоретические и методические основы денежно-кредитной политики и её воздействие на финансовый рынок» диссертации рассмотрены теоретические вопросы роли банков в воспроизводственном процессе, дана характеристика теоретическим исследованиям монетаристов, показаны взгляды приверженцы кейнсианской теории, которые большое внимание уделяли исследованию роли государства в макроэкономике.

Вторая глава диссертации «Анализ взаимодействия денежно-кредитной политики на финансовый рынок» посвящена вопросам становления и развития банковской системы Узбекистана, проанализировано влияние денежно-кредитной политики на финансовый рынок и дана оценка текущего состояния финансового рынка.

В третьей главе «Совершенствование денежно-кредитной политики и её взаимодействия с финансовым рынком» рассмотрены вопросы проведения монетарной политики в целях обеспечения стабильного роста экономики, а также определены перспективы совершенствования взаимодействия денежно-кредитной политики на финансовый рынок.

В заключении сформулированы основные выводы и предложения по повышению взаимодействия денежно -кредитной политики на финансовый рынок.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

1.1. Сущность денежно-кредитной политики: её роль и функции

Денежно-кредитная сфера оказывает серьезное воздействие на текущее состояние и перспективы развития экономики, воспроизводственный процесс и темпы экономического роста, инвестиционную активность и эффективность производства, занятость и уровень жизни населения, внешнеэкономические связи.

Механизм воздействия денежно-кредитной политики на основные переменные народнохозяйственного комплекса, а также результат корреляции между приращением денежной массы и состоянием экономики по-разному расценивается в кейнсианской и монетаристской теориях, используемых для принятия денежными властями практических решений.

В качестве проводника денежно-кредитной политики выступает Центральный эмиссионный банк государства. Такими банками, например, являются Центральный банк Российской Федерации (Банк России), Банк Англии, Банк Японии, Центральный банк Узбекистана. В некоторых странах функции центрального денежно-кредитного учреждения выполняет целая группа банков (в США, например - Федеральная Резервная Система). Влияя на основной объект монетарной политики - денежную массу, центральный финансовый орган играет одну из ведущих ролей в государственном регулировании рыночной экономики.

Как отмечал Президент Ш.М.Мирзиёев «Важнейшим приоритетом является дальнейшее укрепление макроэкономической стабильности и сохранение высоких темпов роста экономики, в том числе сбалансированности Государственного бюджета на всех уровнях, устойчивости национальной валюты и уровня цен на внутреннем рынке².

² Мирзиёев Ш.М. Критический анализ, жесткая дисциплина и персональная ответственность должны стать повседневной нормой в деятельности каждого руководителя.

Регулирующая деятельность Центрального Банка основана на анализе динамики макроэкономических показателей, в том числе валового национального продукта и национального дохода, индекса цен, дефицита госбюджета, совокупного фонда заработной платы. Она направлена на осуществление контроля за состоянием совокупной денежной массы в стране и имеет своей целью эффективное управление совокупным денежным оборотом, включая наличный и безналичный компоненты, путем установления границ прироста денежной массы.

Главной целью денежно-кредитной политики является помощь экономике в достижении объема производства, характеризующегося полной занятостью, отсутствием инфляции и ростом. В нашей стране на данном этапе рациональная денежно-кредитная политика должна минимизировать инфляцию и спад производства, не допустить роста безработицы. Несмотря на всю ее скромность, задача эта достаточно сложная.

Объектами денежно-кредитной политики являются спрос и предложение на денежном рынке. Субъектами денежно-кредитной политики выступают центральный банк в соответствии с присущими ему функциями проводника денежно-кредитной политики и коммерческие банки.

Часто бывает довольно сложно отличить, что является целью, а что – средством ее достижения, поэтому денежно-кредитную политику центральные банки выстраивают следующим образом: выделяют стратегические или конечные цели, промежуточные цели, операционные процедуры (тактические цели) и, наконец, инструменты политики³.

Высшая цель государственной денежно-кредитной политики заключается в обеспечении стабильности цен, эффективной занятости и росте реального объема валового национального продукта. Эта цель достигается с помощью мероприятий в рамках денежно-кредитной политики, которые осуществляются довольно медленно, рассчитаны на годы и не являются

³ Деньги. Кредит. Банки, учеб. – под ред. В.В. Иванова, Б.И.Соколова, Изд-во Проспект, 2006, с. 34

быстрой реакцией на изменение рыночной конъюнктуры. В связи с этим, текущая денежно-кредитная политика ориентируется на более конкретные и доступные цели, например, на фиксацию количества денег, находящихся в обращении, на определение уровня обязательных резервов, изменение ставки рефинансирования коммерческих банков и тому подобное.

Нередко механизм реализации денежно-кредитных мероприятий называют передаточным, или трансмиссионным, денежно-кредитным механизмом. Такой механизм связывает цепочкой причинно-следственных связей инструменты денежно-кредитной политики с промежуточными и, наконец, с конечными макроэкономическими целями.

Воздействием определенного инструмента денежного регулирования можно вызвать функциональную передачу сигналов по передаточной цепи вплоть до конечного звена. Конечно, такое технологическое утрирование не может отразить сложный механизм экономических процессов в обществе. Тем не менее, это моделирование значительно облегчает понимание механизма денежно-кредитного регулирования.

В начале каждого года, а в условиях высокой инфляции и более короткого периода, правительство и Центральный банк формулируют конечные цели экономической и денежно-кредитной политики на предстоящий период. Наиболее важными из них, как мы уже отметили, являются реальный темп экономического роста, приемлемый темп инфляции и удовлетворительное состояние платежного баланса.

Центральный банк не может прямо достигнуть поставленных макроэкономических целей, поскольку его функции не носят директивного характера. Центральный банк регулирует экономику опосредованно через инструменты денежно-кредитной политики. В этом случае возникает необходимость выбора целей, которые располагаются между инструментами и конечными макроэкономическими целями.

При выборе промежуточных целей Центральный банк исходит, как правило, из следующих принципиальных требований к главному ее

индикатору:

- 1) промежуточная цель должна быть легко измерима;
- 2) должна поддаваться контролю со стороны Центрального банка;
- 3) должна находиться в тесной связи с конечной целью — инфляцией.

Объем денежной массы в сравнении с процентными ставками, кредитными агрегатами более других отвечает таким требованиям, поэтому именно денежная масса в большинстве случаев берется в качестве такой промежуточной цели.

Таким образом, главная задача Центрального банка при проведении денежно-кредитной политики — соблюдение целевого ориентира прироста денежной массы (таргетирование), исходя из текущего состояния хозяйственной конъюнктуры и перспектив экономического развития. Целевой ориентир прироста денежной массы определяется на контрольный срок, например на год вперед с прогнозной разбивкой по кварталам и месяцам, но может корректироваться в течение данного периода.

Денежно-кредитная политика (иногда ее называют монетарной или просто денежной) – это комплекс мер, используемых финансовыми властями страны для достижения преследуемых ими целей и воздействующих на количество денег, находящихся в обращении.

Конечные цели денежно-кредитной политики:

- устойчивые темпы роста национального производства;
- стабильные цены;
- высокий уровень занятости населения;
- равновесие платежного баланса.

Промежуточные целевые ориентиры:

- денежная масса в экономике;
- процентная ставка;
- курс национальной валюты.

Денежно-кредитная политика, основным проводником которой, как правило, является центральный банк, направлена главным образом на

воздействие на валютный курс, процентные ставки и на общий объем ликвидности банковской системы и, следовательно, экономики. Решение этих задач преследует цель стабильности экономического роста, низкой безработицы и инфляции. Центральный банк обычно по уставу отвечает за стабильность денежного обращения и курса национальной валюты и в этих целях координирует свою политику с другими государственными органами. Чаще всего денежно-кредитная политика представляет собой один из элементов всей экономической политики и прямо определяется приоритетами правительства.

Вместе с тем взаимоотношения банка и правительства в проведении денежно-кредитной политики обычно четко определены. Главное место здесь занимает так называемая финансовая конституция, то есть, закрепление принципов взаимоотношения банка с бюджетом. Правительство ограничено в своих действиях и обычно не вмешивается в повседневную деятельность банка, согласовывая лишь общую макроэкономическую политику.

В результате интернационализации финансовых рынков банки сталкиваются с дополнительными внешними и внутренними рисками, связанными с изменениями конъюнктуры рынков не только национальных, но и мировых, что еще более усложняет управление банковскими портфелями. Финансовая глобализация зашла так далеко, что в распоряжении транснациональных банков сегодня сосредоточены настолько крупные финансовые ресурсы, что они способны обрушить экономику любой страны.

Соответствие национальных банковских систем последним тенденциям развития рынка банковских услуг, без чего невозможна конкурентоспособность в международном масштабе, – неотъемлемое условие экономической безопасности национальных экономик. Слабость банковской системы какой-либо страны, развивающейся или развитой, может угрожать финансовой стабильности и этой страны, и других государств.

На сегодняшний день в Узбекистане начато выпуск государственных ценных бумаг. Это часть мер перехода к инфляционному таргетированию в

рамках Концепции развития и осуществления денежно-кредитной политики Центрального банка.

Государственные ценные бумаги это долговые ценные бумаги, выпущенные государством или госучреждением, и важнейший элемент фондового рынка. Продавая их, эмитент (то есть организация, которая выпустила ценные бумаги) должен в установленный срок погашать или выплачивать проценты по предусмотренным обязательствам. Чаще всего государственные ценные бумаги выпускают Министерство финансов, Центральный банк и другие подобные учреждения. Бумаги бывают разного вида (наличные и безналичные, гарантированные и доходные и т. д.). Облигации выпускаются под конкретные проекты. В Японии, например, есть строительные облигации: средства от размещения идут на строительство дорог, жилья, инфраструктуры. В Узбекистане, согласно закону «О рынке ценных бумаг», государственные бумаги могут выпускаться краткосрочными (на срок до одного года), среднесрочными (от одного года до пяти лет) и долгосрочными (от пяти лет и более). По действующему законодательству, Министерство финансов может выпускать среднесрочные казначейские обязательства в бездокументарной форме (в виде записей в учетных регистрах в электронной форме).

Государственные ценные бумаги — это финансовый инструмент, с помощью которого погашается дефицит госбюджета и привлекаются инвестиции в крупные госпроекты. Этот надежный актив применяется для поддержки ликвидности баланса финансово-кредитных учреждений. Выпуская ценные бумаги, государство может влиять на валютный курс, регулировать денежную массу и инфляцию, переливать капитал из одного финансового сегмента в другой и решать прочие задачи. В развитых странах рынок ГЦБ осуществляет централизованное заимствование временно свободных средств коммерческих банков, инвестиционных, финансовых и других компаний и населения.

Для активизации операций на открытом рынке, в Узбекистане уже

выпускались государственные ценные бумаги — с 1996 по 2011 годы. В 2012 году выпуск был приостановлен. ЦБ отмечает, что стабильно функционирующий рынок государственных ценных бумаг — это не только источник покрытия дефицита бюджета, но и важный инструмент в развитии финансового рынка страны.

ЦБ совместно с Министерством финансов планируют возобновить выпуск государственных ценных бумаг в 2018 году. В Бюджетном кодексе прописано, что Министерство финансов выпускает государственные ценные бумаги от имени Республики Узбекистан, а ЦБ может выступать в качестве фискального агента. В ЦБ уверены, что в Узбекистане есть все возможности для постепенного размещения и обслуживания государственных ценных бумаг. Также планируют разработать и ввести в действие ряд нормативно-правовых актов по дальнейшему совершенствованию операций ЦБ, запустить единую электронную платформу межбанковского рынка финансовых ресурсов по предоставлению краткосрочной ликвидности. Это также поможет расширить возможности ЦБ по оперативному воздействию на краткосрочные процентные ставки через рыночные операции.

На розничном рынке как крупные дилеры и инвесторы (юридические лица), так и население и мелких институциональных инвесторов могут купить государственные долговые обязательства. Бумаги для оптового рынка обычно эмитируются с большим номиналом и в дематериализованной форме, отличаются высокой надежностью и ликвидностью. Бумаги для населения — это что-то вроде сберегательных сертификатов. Ликвидность у них ниже, но доход выше. Поэтому эмитент должен продумать и выпустить разнообразные виды обязательств под изменения ситуации на денежном рынке и интересы различных инвесторов. Чтобы поддерживать ликвидность бумаг, при их размещении используются высокие технологии. В Узбекистане облигации ЦБ и среднесрочные казначейские обязательства могут купить только юридические лица.

При покупке государственных ценных бумаг исключаются обычные

риски фондового рынка, потому что их доходность фиксирована. То есть доход останется на весь срок таким же, каким был обещан в день покупки. Даже если на бирже что-то пойдет не так, доходность не может снизиться.

1.2. Инструменты денежно-кредитной политики и их особенности

Денежно-кредитная политика является одним из главных звеньев экономической политики государства и представляет собой систему целей, методов и инструментов денежно-кредитного регулирования, разработанных центральным банком совместно с правительством, для обеспечения необходимых условий в денежно-кредитной сфере в целях развития национальной экономики

К инструментам денежно-кредитной политики относятся:

1. Купля-продажа государственных ценных бумаг;
2. Купля-продажа иностранной валюты;
3. Изменение обязательной резервной нормы;
4. Изменение процентной ставки по депозитам коммерческих банков в Центральном банке;
5. Изменение ставки рефинансирования.

Таким образом, инструменты денежно-кредитной политики – операции и способы, при помощи которых центральный банк может изменять банковские резервы, денежную массу и объемы кредитования экономики⁴.

По способу воздействия на денежную массу все типы инструментов денежно-кредитной политики можно разделить на инструменты стерилизации (изъятия) и предоставления ликвидности банковской системе. Операции по стерилизации, например депозитные, применяются ЦБ в целях изъятия с рынка свободных денежных средств и сдерживания роста денежной базы. Операции по предоставлению ликвидности, например покупка ценных бумаг

⁴ Деньги. Кредит. Банки, учеб. – под ред. В.В. Иванова, Б.И. Соколова, Изд-во Проспект, 2006, с. 112

на условиях аутрайт, направлены на увеличение объема денежных средств в периоды дефицита ликвидности.

В общем виде в основе денежно-кредитной политики лежит теория денег, изучающая, в частности, процесс воздействия денег и денежно-кредитной политики на состояние экономики в целом. В современных условиях государства с рыночными моделями экономики используют одну из двух концепций денежно-кредитной политики:

- политика кредитной экспансии, или «дешевых денег»
- политика кредитной рестрикции, или «дорогих денег»

Кредитная экспансия осуществляется внутри страны посредством воздействия на экономику основными инструментами денежно-кредитной политики центрального банка. Кредитная экспансия включает снижение учетной ставки центрального банка (ставки рефинансирования), снижение процентных ставок по ломбардным кредитам, изменение нормативов обязательных резервов, депонируемых в центральном банке (или их отмену), покупку ценных бумаг на открытом рынке, расширение покупок у коммерческих банков иностранной валюты, снижение процентной ставки по этим операциям, отмену количественных ограничений на кредиты. Создание благоприятных условий для коммерческих банков расширяет возможности для капиталовложений в экономику и способствует наводнению финансового рынка дешевыми платежными средствами.

Однако, кредитная экспансия не всегда приводит к оживлению экономики. При неблагоприятной конъюнктуре коммерческие банки часто не увеличивают свои вложения в реальный сектор экономики, а используют их на рынке ценных бумаг для приобретения финансовых активов, например государственных ценных бумаг. В связи с этим, стимулирующим моментом в деятельности государства по привлечению дополнительных кредитных ресурсов в экономику является снижение доходности по государственным ценным бумагам.

Кредитная рестрикция - политика центрального банка по ограничению

объема рефинансирования кредитных организаций с целью предотвращения утечки золотых запасов за границу, избежание краха банков и инфляционных процессов. Довольно часто результатом проведения рестрикционной политики являются сокращение объема капитальных вложений, снижение уровня деловой активности, уменьшение банковских резервов и, соответственно, объемов кредитов, предоставляемых клиентам финансового учреждения.

Как правило, кредитная рестрикция влечет за собой уменьшение кредитного мультипликатора, что ограничивает возможности кредитных организаций в создании безналичной денежной массы, а, следовательно, сокращает процесс неконтролируемого центральными банками прироста денежной массы.

Поставленных целей денежно-кредитная политика достигает посредством используемых методов и инструментов.

В целом, эффективное использование инструментов денежно-кредитной политики определяется рядом факторов, из которых можно выделить следующие:

- выбор промежуточной цели денежно-кредитной политики
- выбор концепции денежно-кредитной политики: политика кредитной экспансии либо политика кредитной рестрикции
- уровень функциональной независимости центрального банка
- жесткость следования выработанным установкам денежно-кредитной политики
- применяемые методы денежно-кредитной политики
- стабильность банковской системы.⁵

Основными инструментами денежно-кредитной политики - средствами, при помощи которых государство планирует достичь поставленных целей являются:

⁵ Организация деятельности центрального банка, Г.Г. Фетисов, О.И.Лаврушин, И.Д.Мамонова; Кнорус; 2008, с.56

- ❖ операции на открытом рынке,
- ❖ изменение резервной нормы
- ❖ изменение учетной ставки.

Одним из самых важных средств регулирования денежного обращения являются операции на открытом рынке, которые заключаются в продаже или покупке центральным банком у коммерческих банков государственных ценных бумаг, банковских акцептов и других кредитных обязательств по рыночному или заранее объявленному курсу. В случае покупки центральный банк переводит соответствующие суммы коммерческим банкам, увеличивая тем самым остатки на их резервных счетах. При продаже центральный банк списывает суммы с этих счетов. Таким образом, указанные операции отражаются на состоянии резервной позиции банковской системы и используется как метод ее регулирования.

Под операциями на открытом рынке понимается купля-продажа Центральным банком государственных ценных бумаг, которые обладают высокой степенью ликвидности и умеренной доходностью. Коммерческие же банки являются основными инвесторами на рынке ценных бумаг, что расширяет регулирующее воздействие Центрального Банка на их кредитные возможности.

В настоящее время, в мировой экономической практике, именно операции на открытом рынке являются основным средством регулирования денежного предложения. Это вызвано, прежде всего, необыкновенно высокой гибкостью данного инструмента, позволяющего влиять на денежную конъюнктуру на краткосрочных временных отрезках, сглаживать нежелательные колебания денежной массы.

В промышленно развитых странах рынок государственных облигаций высоко развит.

Казначейские обязательства, являются беспрецедентным инструментом в мировой практике. На финансовом рынке появился гибрид, обладающий одновременно свойствами векселя, государственной ценной бумаги,

налогового освобождения и средства расчета.

На первом этапе своего обращения казначейские обязательства выступают в качестве своеобразного суррогата денег - средства обращения, предназначенного для расшивки неплатежей. Эти обязательства "появляются" в результате оформления задолженности госбюджета перед предприятиями в виде бумаг с доходностью 40%. Но следует отметить, что обращение некоторых серий может быть затруднено из-за дополнительных ограничений (в частности, осуществления расчетов только со строго определенными отраслями народного хозяйства).

После того как бумаги получают определенное количество индоссаментов (от одного до пяти), они могут продаваться любому юридическому лицу, то есть поступают на открытый рынок как государственные ценные бумаги с доходностью 40%. Вот здесь-то и открывались для Центробанка возможности по проведению ортодоксальных операций на открытом рынке. Однако многопрофильность ГКО, в частности, возможность погашения обязательств налоговыми освобождениями, увеличивала фискальную и преуменьшала денежно-кредитную составляющие этого нетривиального инструмента.

Операции на открытом рынке являются одним из основных рыночных инструментов Центрального банка в регулировании ликвидности в банковской системе.

Принимая во внимание начала перехода денежно-кредитной политики в активную фазу, предусматривается внедрение регулярных операций на открытом рынке, направленных на управление ликвидностью в соответствии с выбранными операционными целевыми показателями. Стратегия операций на открытом рынке будет основываться на приоритете следующих факторов:

- достижение операционных целей;
- сглаживание потоков ликвидности;
- обеспечение рыночных ставок на уровне близком к процентной ставке

Центрального банка;

- поддержание оптимального соотношения затрат и прибыльности инструментов;

- дальнейшее развитие данного рынка.

Центральный банк намерен содействовать дифференциации инструментария операций на открытом рынке.

В частности, исходя из складывающейся ситуации в банковской системе и экономике в целом, Центральный банк будет определять виды и объемы операций на открытом рынке, в том числе:

- аукционы с фиксированной или переменной ставкой;

- предоставление кредитов в национальной валюте с залоговым обеспечением;

- операции РЕПО по мере доступности государственных долговых обязательств;

- срочные депозиты в национальной валюте и др.

Особое внимание будет уделено согласованности сроков операций на открытом рынке с целевым уровнем ликвидности и приоритетам по развитию рынка, а также обеспечению надежности и прозрачности процесса проведения операций.

В Узбекистане с 1996 по 2011 года был осуществлен выпуск государственных ценных бумаг. В 2012 году выпуск государственных ценных бумаг был приостановлен.

При этом, на практике постоянно и стабильно функционирующий рынок государственных ценных бумаг является не только источником покрытия дефицита бюджета, а также важным инструментом в развитии финансового рынка страны.

В республике имеются все возможности по размещению и обслуживанию государственных ценных бумаг на постепенной основе.

В целях активизации операций на открытом рынке Центральный банк будет тесно сотрудничать с Министерством финансов по возобновлению выпуска государственных ценных бумаг в 2018 году. Также будет продолжена

работа по разработке и введению в действие ряда нормативно-правовых актов по дальнейшему совершенствованию операций Центрального банка.

Принимая во внимание решающую роль эффективно функционирующего межбанковского денежного рынка в проведении действенной процентной политики, Центральный банк будет уделять повышенное внимание созданию условий для всестороннего развития данного рынка. В частности, в 2018 году предусмотрен запуск единой электронной платформы межбанковского рынка финансовых ресурсов по предоставлению краткосрочной ликвидности.

Осуществление данной меры позволит собрать информацию о свободных средствах коммерческих банков в единую платформу и создать возможность для участников рынка наблюдать за динамикой процентных ставок и, тем самым, обеспечить формирование процентных ставок на основе рыночных механизмов.

В то же время, единая электронная платформа расширит возможности Центрального банка по оперативному оказанию воздействия на краткосрочные процентные ставки через рыночные операции и усилит влияние процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

1.3 Методы и механизмы осуществления денежно-кредитной политики (важность перехода к инфляционному таргетированию)

Начало реализации в 2017 году нового курса реформирования и развития экономики страны, направленного на экономическую либерализацию и преимущественное использование рыночных механизмов макроэкономического регулирования, предопределило вектор развития банковской системы и приоритеты в сфере денежно-кредитной политики на среднесрочную перспективу.

Одним из ключевых решений в данном направлении стали практические

шаги по поэтапной либерализации внутреннего валютного рынка с внедрением рыночных принципов формирования обменного курса национальной валюты.

Достижение цели по обеспечению стабильности уровня цен на внутреннем рынке требует наличия четкой стратегии и подробного плана реализации мер денежно-кредитной политики, а также набора эффективных инструментов и действенных механизмов их применения для достижения поставленных целевых параметров.

В международной практике наиболее распространенными методами денежно-кредитной политики, применявшимися большинством центральных банков развитых стран мира, являются инфляционное таргетирование, монетарное таргетирование, таргетирование валютного курса и др.

Хотя конечной целью является достижение целевого уровня или диапазона инфляции, данные методы различаются, в основном, в зависимости от использования оперативных и промежуточных целей.

Монетарное таргетирование. Данный метод осуществления денежно-кредитной политики подразумевает достижение стабильности цен посредством контролирования изменения денежных агрегатов, объемов резервных денег и денежной массы.

Успешная реализация этой стратегии обуславливается наличием устойчивой взаимосвязи между инфляцией и денежными агрегатами. При этом, цели по инфляции достигаются посредством поддержания объемов денежных агрегатов на соответствующем целевом уровне.

Монетарное таргетирование активно применялось в 1970-е и 1980-е годы в США, Канаде, Соединенном Королевстве, Германии, Швейцарии и других развитых странах.

Тем не менее, эффективное применение данного метода начало постепенно усложняться в связи с нестабильностью спроса на деньги на фоне развития финансовых рынков и появления новых инструментов. В результате, центральные банки не могли адекватно реагировать на изменение денежной

массы при обеспечении целевых параметров инфляции.

Принимая во внимание снижение устойчивой взаимосвязи между показателями денежных агрегатов и уровнем инфляции, многие страны постепенно отказались от практики таргетирования денежных агрегатов и начали внедрять режим инфляционного таргетирования.

Режим монетарного таргетирования нашел своё широкое применение как эффективная стратегия в странах с переходной экономикой, которые неизбежно сталкивались с резкими колебаниями в спросе и предложении денег. В данных странах поддержание определенного порога инфляции обуславливалось целями по поддержке экономического роста.

Начиная с 1994 года, денежно-кредитная политика Узбекистана была также нацелена на обеспечение стабильности национальной валюты посредством сдерживания чрезмерного роста денежной массы. При этом изменение резервных денег и денежной массы использовались соответственно в качестве операционной и промежуточной цели.

Хотя данный режим формально классифицировался как монетарное таргетирование, некоторые международные финансовые институты и эксперты относили его к смешанному типу ввиду того, что на практике регулировался обменный курс национальной валюты путем её привязки к доллару США с постепенной девальвацией.

Данная политика обменного курса, которая одновременно преследовала две несовместимые задачи, показала свою несостоятельность в условиях наступления внешних шоков. С одной стороны, ставилась задача по увеличению золотовалютных резервов страны, а с другой - поддержанию уровня обменного курса сумы на определенном уровне, не отражавшего реальную ситуацию с изменением состояния платежного баланса и внешнеэкономических условий.

Это, в свою очередь, привело к возникновению проблем в функционировании внутреннего валютного рынка, что также препятствовало проведению эффективной денежно-кредитной политики. Кроме того,

пассивный режим использования денежно-кредитных инструментов также препятствовал эффективному применению монетарного таргетирования.

Пофакторный анализ изменения денежной массы показывает, что её рост в разные периоды происходил под преобладающим воздействием увеличения золотовалютных резервов республики или вследствие расширения объемов кредитования экономики.

Сбалансированное исполнение государственного бюджета и постепенное накопление средств на счетах правительства, а также аккумулярование средств на счетах Фонда реконструкции и развития Республики Узбекистан в Центральном банке де-факто являлись основным рычагом сдерживания роста денежной массы.

В то же время, с учетом того, что основными источниками кредитования экономики были централизованные фонды, в том числе ФРРУ, данные кредиты не оказывали прямого влияния на рост денежной массы и уровень инфляции, так как использовались для импорта технологий и сырья.

В целом, сложившаяся динамика и взаимосвязь между вышеуказанными факторами позволили сдержать быстрый рост денежной массы (Рисунок 1).



Рисунок 1. Динамика изменения инфляции и денежных агрегатов⁶
квартал к кварталу (в %)

⁶http://trustbank.uz/ru/press_center/news/kontseptsiya-razvitiya-i-osushchestvleniya-denezhno-kreditnoy-politiki/?sphrase_id=9695

Тем не менее, согласно проведенному нами анализу между уровнем инфляции, дефлятором ВВП и изменением денежной массы не обнаружена четкая и устойчива взаимосвязь.

Более того, изменение показателя скорости обращения денег и денежного мультипликатора также свидетельствует об изменчивой динамике данных показателей, что может привести к искажению при разработке целевых показателей денежных агрегатов. (Рисунок 2)

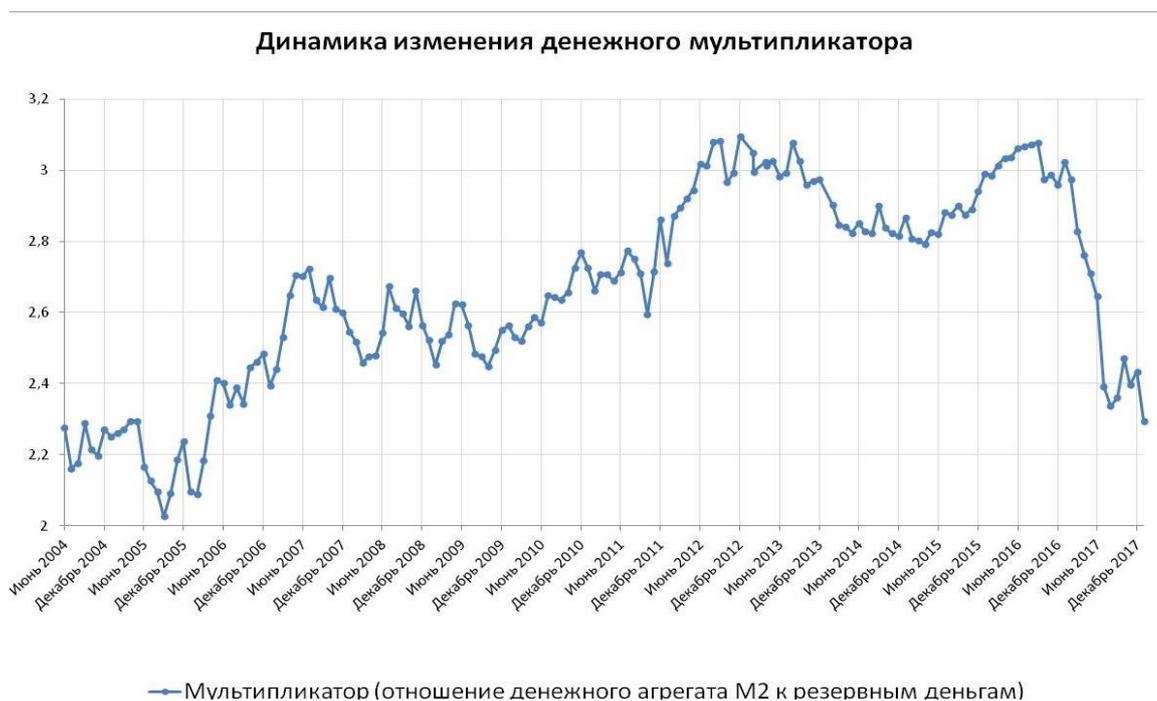


Рисунок 2. Динамика изменения денежного мультипликатора⁷

Следовательно, умеренный рост денежной массы по отношению к росту номинального ВВП, в целом, мог создать определенные условия для предотвращения существенного влияния на уровень инфляции.

Однако отсутствие четкой корреляции между этими показателями не позволяет рассчитать конкретный целевой уровень резервных денег и денежной массы. (Рисунок 3)

⁷http://trustbank.uz/ru/press_center/news/kontseptsiya-razvitiya-i-osushchestvleniya-denezhno-kreditnoy-politiki/?sphrase_id=9695



Рисунок 3. Динамика изменения денежного мультипликатора и скорости обращения денег⁸

Другим важным аспектом является способность центрального банка эффективно управлять денежными агрегатами. Как правило, центральные банки успешно управляют денежной базой, но затрудняются с управлением широкой денежной массы.

Данный процесс особенно усложняется в странах с высокой степенью долларизации и развивающимися финансовыми рынками, которые могут быть сильно подвержены изменениям спроса на кредиты и депозиты.

Структура широких денег и высокая степень долларизации снижают предсказуемость спроса на деньги вследствие его подверженности резким колебаниям. В данной ситуации спрос на деньги находится в слабой связи с процентными ставками, что затрудняет задачу центрального банка по поддержанию целевого уровня денежной массы.

На фоне этих проблем частые отклонения от промежуточной цели по широкой денежной массе подрывает доверие к денежно-кредитной политике

⁸http://trustbank.uz/ru/press_center/news/kontsepsiya-razvitiya-i-osushchestvleniya-denezhno-kreditnoy-politiki/?sphrase_id=9695

центрального банка.

Таргетирование валютного курса. Режим валютного курса предусматривает привязку обменного курса национальной валюты к валюте развитых стран, как правило, с низким и стабильным уровнем инфляции.

Другими видами таргетирования валютного курса являются установление горизонтального или наклонного коридора, в пределах которого обменный курс национальной валюты может колебаться, а также таргетирование реального обменного курса по отношению к корзине валют стран – основных торговых партнеров.

Таргетирование валютного курса активно применяется в тех странах, где экономика в большей степени зависит от экспорта, в том числе сырьевых товаров, а также в странах, где в структуре потребительской корзины преобладают импортные товары или же продукция с импортной составляющей.

Данный режим обеспечивает быстрое и эффективное снижение инфляции, особенно, в периоды кризисов. При этом, денежно-кредитная политика направлена только на поддержание целевого уровня обменного курса, т.е. в случае обесценения/повышения курса национальной валюты денежно-кредитная политика соответственно ужесточается или смягчается.

В силу своей простоты и ясности режим таргетирования валютного курса легко понимается населением, субъектами хозяйствования и другими участниками рынка.

Преимуществом данного режима является его действенность при отсутствии эффективно функционирующих финансовых институтов, так как обменный курс регулируется при помощи валютных интервенций и соответствующей корректировки мер денежно-кредитной политики.

Вместе с тем, при таргетировании валютного курса проведение денежно-кредитной политики сильно ограничивается в условиях высокой мобильности капитала, что может существенно осложнить задачу центрального банка в случае возникновения экономических шоков.

Применение режима таргетирования валютного курса также обуславливается следующими предпосылками и условиями:

- способность центральных банков поддерживать целевой уровень обменного курса зависит от объема золотовалютных резервов. В случае недостаточных объемов резервов неизбежно возникает выбор между девальвацией обменного курса с соответствующим ростом дальнейших девальвационных и инфляционных ожиданий, в том числе вследствие удорожания импорта, и установлением административных ограничений на внутреннем валютном рынке, что может спровоцировать расширение теневого валютного рынка и множественности обменных курсов;

- в случае применения подхода планомерной девальвации обменного курса национальной валюты увеличиваются риски инерционной инфляции, поддерживаемой девальвационными и инфляционными ожиданиями;

- в условиях фиксирования номинального обменного курса национальной валюты укрепление реального курса приводит к ухудшению сальдо платежного баланса и кумулятивному накоплению девальвационного риска;

- при возникновении повышенного давления на рост цен и обменный курс подрывается доверие к способности центрального банка обеспечить финансовую стабильность. В данной ситуации стабилизация достигается посредством чрезмерного повышения процентных ставок, что негативно скажется на развитии реального сектора экономики и т.д.

Опыт зарубежных стран, в том числе стран СНГ, показывает, что таргетирование обменного курса может иметь ряд негативных последствий, таких как существенное снижение объемов золотовалютных резервов, торможение развития экспортного сектора экономики ввиду снижения конкурентоспособности отечественных производителей из-за искусственного поддержания нерыночного уровня обменного курса, повышенная зависимость экономики от внешних факторов и др.

Режим без номинального якоря. Режим денежно-кредитной политики

без номинального якоря предполагает отказ со стороны центральных банков от принятия любых обязательств по достижению целевых значений номинальных показателей. При этом, провозглашаются долгосрочные цели (стабильный рост экономики, высокая занятость, низкая инфляция) с промежуточными ориентирами, которые официально не публикуются.

Как правило, при реализации денежно-кредитной политики центральные банки используют количественный целевой ориентир, который служит номинальным якорем для достижения желаемого уровня инфляции, уровня занятости или других макроэкономических показателей.

Данный режим наиболее предпочтителен в странах с низким уровнем инфляции, где в силу её инерционности наблюдается существенный временной лаг между мерами денежно-кредитной политики и достижением её результатов.

Инфляционное таргетирование. Инфляционное таргетирование представляет собой режим денежно-кредитной политики, при котором центральный банк объявляет среднесрочную цель по уровню инфляции и сосредоточивает все свои усилия на приведении текущей инфляции к её целевому показателю посредством применения денежно-кредитных инструментов.

Данный метод осуществления денежно-кредитной политики нашел широкое применение, как в развитых, так и в развивающихся странах. Инфляционное таргетирование также считается эффективным инструментом снижения волатильности и инерционности инфляции, что, в свою очередь, создает дополнительные условия для устойчивого и сбалансированного роста экономики в среднесрочной перспективе.

Впервые инфляционное таргетирование было внедрено в практику в 1989 году в Новой Зеландии. На сегодняшний день более 30 стран мира, включая Австралию, Аргентину, Бразилию, Великобританию, Грузию, Израиль, Индию, Канаду, Польшу, Турцию, Швецию, Японию, Чехию и др., активно применяют данный режим при проведении денежно-кредитной

политики.

Среди стран СНГ Армения и Россия перешли на режим инфляционного таргетирования. Центральные банки Беларуси и Казахстана заявили о своих намерениях и программах перехода к инфляционному таргетированию в среднесрочной перспективе.

Выбор в пользу инфляционного таргетирования, как правило, обусловлен его преимуществами наряду с вышеупомянутыми проблемами при использовании таргетирования валютного курса или денежных агрегатов.

В частности, четкая идентификация целей и приоритетов денежно-кредитной политики, а также ответственности центрального банка за достижение целевых показателей инфляции способствует формированию благоприятных экономических ожиданий в обществе.

Вместе с тем, данный режим предполагает большую свободу действий для центрального банка в достижении целевых показателей по инфляции. При этом, центральный банк может сосредоточиться на внутренних проблемах экономики, так как таргетирование инфляции позволяет более гибко реагировать на изменение макроэкономической ситуации.

Принимая во внимание, что режим инфляционного таргетирования позволяет повысить прозрачность деятельности центрального банка для общественности, то практическое применение данного подхода денежно-кредитной политики ведет к снижению инфляционных ожиданий в обществе и повышает его доверие к центральному банку.

Тем не менее, переход и эффективное функционирование режима инфляционного таргетирования требует наличия в стране комплекса базовых организационно-правовых и макроэкономических условий.

В частности, обеспечение низкого и стабильного уровня инфляции должно быть не только формальным, но и фактическим наивысшим приоритетом центрального банка при проведении денежно-кредитной политики.

В свою очередь, центральный банк принимает обязательства по

достижению главного целевого показателя по инфляции на основании прогноза изменения динамики цен, который, в данном случае, служит промежуточным целевым ориентиром. При этом отсутствуют официально принимаемые целевые уровни по другим макроэкономическим показателям (обменный курс, денежная масса, экономический рост и др.).

Следовательно, центральный банк должен иметь надежную прогнозно-аналитическую базу для определения складывающегося уровня инфляции и прогнозирования ожидаемой динамики цен. При этом, качество анализа, во многом, обуславливается наличием достоверных и детальных статистических данных, отражающих реальную динамику цен на внутреннем рынке.

Повышение действенности режима инфляционного таргетирования обуславливается независимостью центрального банка в установлении количественных целей по инфляции и выборе инструментов денежно-кредитной политики.

Соответственно, важной предпосылкой является отсутствие фискального доминирования, то есть, отказ от подчинения денежно-кредитной политики приоритетам в бюджетно-налоговой сфере.

В режиме инфляционного таргетирования главенствующая роль в снижении и достижении целевых показателей по инфляции играют инфляционные ожидания населения и бизнес-сообщества, что обуславливает необходимость завоевания доверия со стороны общества к проводимой политике.

Данная задача достигается посредством укрепления коммуникационного канала и повышения прозрачности действий центрального банка. В частности, центральный банк на регулярной основе публикует статистические данные и детально информирует общество и участников реального сектора экономики о принимаемых мерах по достижению целевых показателей.

Принимая во внимание, что при инфляционном таргетировании основным инструментом денежно-кредитной политики является процентная

ставка центрального банка (ставка рефинансирования, ключевая ставка, базовая ставка и др.), обязательным условием функционирования данного режима является наличие хорошо функционирующих финансовых институтов и рынков.

В данном случае, центральный банк оказывает влияние на уровень и динамику процентных ставок денежного рынка через операции банка по предоставлению или абсорбированию ликвидности.

При этом, существенное значение приобретает наличие целевого интервала колебаний инфляции, пределы которого устанавливаются центральным банком. Центральный банк концентрирует все усилия для сохранения целевых показателей в рамках установленных пределов.

В случае несоблюдения данных параметров, центральный банк должен представить разъяснения причин отклонения и четко сформулировать свою позицию с подробным планом дальнейших действий.

Вместе с тем, изучение опыта применения режима инфляционного таргетирования в зарубежных странах свидетельствует о наличии ряда потенциальных проблем, связанных с практическим применением данного режима.

В частности, во многих развивающихся странах, в том числе в странах СНГ, основные факторы инфляции имеют немонетарный характер и не подконтрольны центральному банку, что серьезно ограничивает эффективность использования инструментов денежно-кредитной политики.

Другой важный аспект применения инфляционного таргетирования связан с выбором репрезентативного индекса цен в качестве целевого параметра.

В некоторых странах вместо индекса потребительских цен (ИПЦ) используются индексы, «очищенные» от влияния факторов, связанных с колебаниями мировых цен, административным регулированием, сезонностью и пр. В результате, применение скорректированного показателя повышает риски его расхождения с официальным ИПЦ или дефлятором ВВП.

Практическое применение режима инфляционного таргетирования в разных странах отличаются друг от друга, но, в целом, достигнутые результаты свидетельствуют об эффективности данного подхода денежно-кредитной политики как в промышленно развитых странах, так и в странах с переходной экономикой.

Выводы по первой главе

В настоящее время механизм воздействия денежно-кредитной политики на состояние экономики, а также целесообразность различных стратегий ее реализации, составляют предмет спора между экономистами.

Выбор типа проводимой монетарной политики, а соответственно и набора инструментов регулирования деятельности коммерческих банков, осуществляется Центральным банком в каждом конкретном случае исходя из состояния хозяйственной конъюнктуры. Разработанные на основе такого выбора основные направления денежно-кредитной политики утверждаются в законодательном порядке.

Основными инструментами денежно-кредитной политики - средствами, при помощи которых государство планирует достичь поставленных целей являются:

- ❖ операции на открытом рынке,
- ❖ изменение резервной нормы
- ❖ изменение учетной ставки.

Одним из самых важных средств регулирования денежного обращения являются операции на открытом рынке, которые заключаются в продаже или покупке центральным банком у коммерческих банков государственных ценных бумаг, банковских акцептов и других кредитных обязательств по рыночному или заранее объявленному курсу. В случае покупки центральный банк переводит соответствующие суммы коммерческим банкам, увеличивая тем самым остатки на их резервных счетах. При продаже центральный банк списывает суммы с этих счетов. Таким образом, указанные операции

отражаются на состоянии резервной позиции банковской системы и используется как метод ее регулирования.

В частности, во многих развивающихся странах, в том числе в странах СНГ, основные факторы инфляции имеют немонетарный характер и не подконтрольны центральному банку, что серьезно ограничивает эффективность использования инструментов денежно-кредитной политики.

Важный аспект применения инфляционного таргетирования связан с выбором репрезентативного индекса цен в качестве целевого параметра.

В некоторых странах вместо индекса потребительских цен (ИПЦ) используются индексы, «очищенные» от влияния факторов, связанных с колебаниями мировых цен, административным регулированием, сезонностью и пр. В результате, применение скорректированного показателя повышает риски его расхождения с официальным ИПЦ или дефлятором ВВП.

Помимо всего прочего, внедрение режима инфляционного таргетирования обуславливает совершенствование экономической политики в более широком смысле.

Например, в странах Латинской Америки реализация инфляционного таргетирования сопровождалась совершенствованием бюджетно-налоговой политики.

Также в странах, применяющих инфляционное таргетирование, наблюдается повышение качества макроэкономических данных, наращивание технических возможностей, а также прогнозно-аналитического потенциала центрального банка.

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

2.1. Анализ влияния денежно-кредитной политики на финансовый рынок

Финансовый рынок (рынок ссудных капиталов) – это механизм перераспределения капитала между кредиторами и заемщиками при помощи посредников на основе спроса и предложения на капитал. На практике он представляет собой совокупность кредитных организаций (финансово-кредитных институтов), направляющих поток денежных средств от собственников к заемщикам и обратно. Главная функция финансового рынка (рынка ссудных капиталов) состоит в трансформации бездействующих денежных средств в ссудный капитал.

Финансовый рынок разделяется на денежный рынок и рынок капиталов.

Под денежным рынком понимается рынок краткосрочных кредитных операций (до одного года). В свою очередь, денежный рынок подразделяется обычно на учетный, межбанковский и валютный рынки.

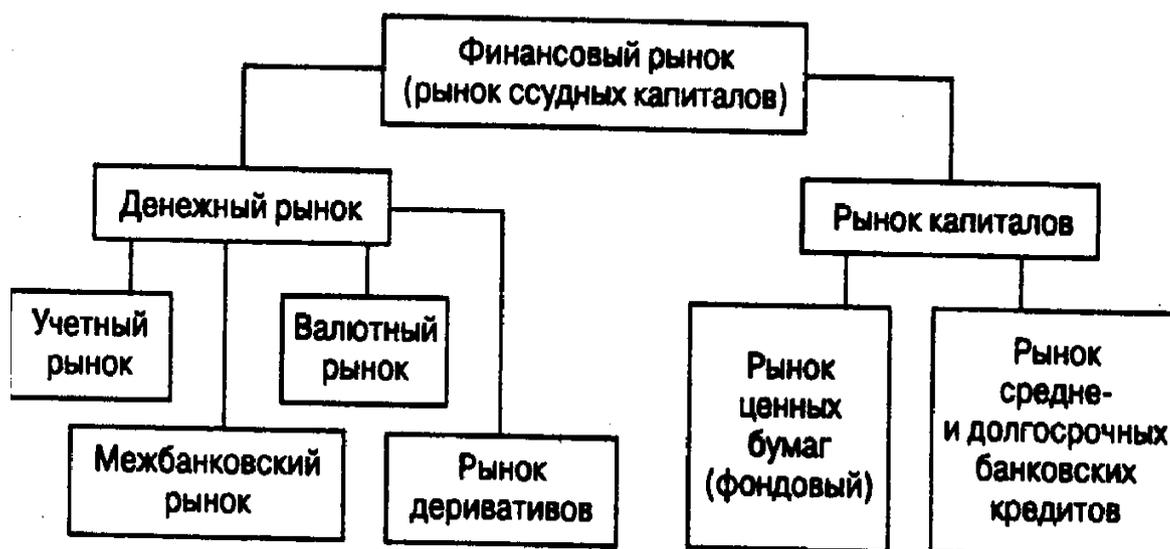


Рис. 4 Финансовый рынок (рынок ссудных капиталов)⁹

К учетному рынку относят тот, на котором основными инструментами

⁹ Рисунок составлен автором на основе научных исследований учебных литератур.

являются коммерческие векселя, другие виды краткосрочных обязательств (ценные бумаги). Таким образом, на учетном рынке обращается огромная масса краткосрочных ценных бумаг, главная характеристика которых – высокая ликвидность и мобильность.

Принято выделять несколько видов финансового рынка.

1. На валютном рынке совершаются валютные сделки. Основой этого рынка являются банки и другие финансово-кредитные учреждения.

Современный валютный рынок представляет из себя сложную и динамичную экономическую систему, которая функционирует в рамках всего мирового хозяйства. Валютный рынок непрерывно развивался, перестраиваясь исходя из новых условий, прошел путь от локальных центров торговли векселями в иностранных валютах до фактически единственного подлинно международного рынка, экономическую роль которого трудно переоценить.

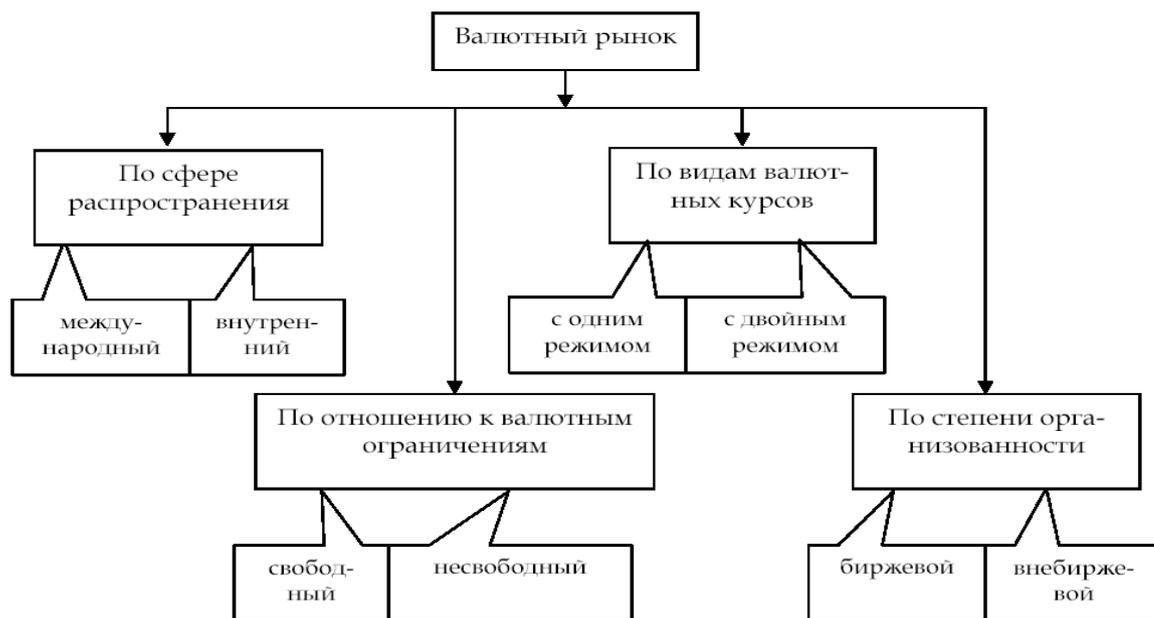


Рис. 5. Структура валютного рынка¹⁰

Валютный рынок - это, механизм посредством которого осуществляются операции купли-продажи иностранной валюты.

¹⁰ Рисунок составлен автором на основе научных исследований учебных литератур.

Необходимость купли-продажи иностранной валюты возникает при проведении международных операций: по внешней торговле, при предоставлении кредитов в иностранной валюте, при страховании от валютных колебаний курса резервов в иностранной валюте.

Валютный рынок выполняет следующие функции:

- обслуживание международного оборота товаров, услуг и капиталов;
- определение валютных курсов путем балансирования спроса и предложения, формирующихся под воздействием экономических, политических и других факторов;
- предоставление механизма для защиты от валютных рисков;
- для приложения свободных капиталов;
- использование рынка государством в целях проведения денежно-кредитной и экономической политики.

2.Рынок ценных бумаг - важное звено финансового рынка. На рынке ценных бумаг, включающем рынок долевых ценных бумаг, рынок долговых ценных бумаг и рынок производных ценных бумаг, или срочный рынок, осуществляется эмиссия, купля-продажа и перепродажа ценных бумаг (акций, облигаций, векселей, долговых обязательств и др.).

Рынок ценных бумаг подразделяется на первичный и вторичный, биржевой и внебиржевой, спотовый и срочный.

Рынок ценных бумаг является особой сферой экономических отношений, которые возникли на основе развития рынка ссудных капиталов. На нем производятся выпуск, обращение и погашение ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг объединяет разных профессиональных и непрофессиональных участников. В их числе – эмитенты ценных бумаг, которыми могут выступать только государство и юридические лица. Эмитент несет обязательства по выпущенным ценным бумагам перед их владельцами. Лицо, которое купило ценные бумаги за свой счет и от своего имени, называется инвестором. В качестве инвестора может выступать любой субъект – физическое, юридическое лицо, государство. Наиболее крупными на

мировом рынке являются институциональные инвесторы, в том числе банки, страховые компании, инвестиционные компании (фонды). Последние заметно усиливают свои рыночные позиции, вытесняя индивидуальных инвесторов (физических лиц). Третий участник рынка – посредники (профессиональные участники¹¹).

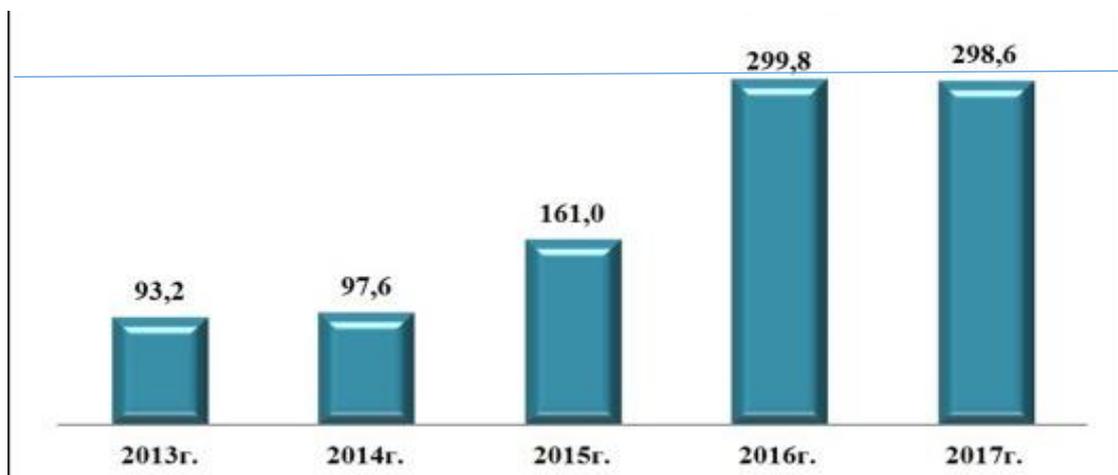


Рис.6. Динамика биржевых оборотов за 2013 -2017 гг. (в млрд.сум¹²)

По итогам 2017 года объем биржевых сделок на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» достиг – 298,6 млрд. сум, что на 0,4% ниже прошлого года (в 2016г. – 299,8 млрд. сум) и в 1,8 раза больше показателя по итогам 2015 года (161,0 млрд. сум).

Количество заключенных сделок на РФБ «Тошкент» составило 2572 сделки (в 2016г. – 3080 сделки). Всего за отчетный период реализовано 1 551,6 млн. штук ценных бумаг 99 акционерных обществ.

Активизация операций Центрального банка по предоставлению коммерческим банкам краткосрочных кредитов под залог иностранной валюты и проведение своп-операций расширили возможности для эффективного использования денежно-кредитных инструментов в регулировании ликвидности банковской системы.

Центральным банком были выданы коммерческим банкам кредиты в размере 1,4 трлн. сумов, в том числе в июле - 689 млрд. сумов, в августе - 466

¹¹ <https://www.imf.org/ru/News/Articles/2018/03/14/ms031418-uzbekistan-staff-concluding-statement-of-the-2018-article-iv-mission>

¹² www.uzce.uz

млрд. сумов и в сентябре - 262 млрд. сумов. С учетом погашенных кредитов в августе (131,7 млрд. сумов), в сентябре (848,9 млрд. сумов) и в октябре (313,2 млрд. сумов) остаток непогашенных коммерческими банками кредитов по состоянию на 1 ноября т.г. составил 84,4 млрд. сумов.

В сентябре и октябре т.г. погашение кредитов Центрального банка объясняется удовлетворением спроса банков на ликвидность посредством продажи коммерческими банками на валютной бирже валютных средств, ранее использованных в качестве залога в условиях перехода на рыночные механизмы формирования валютного курса.

Кредитами Центрального банка за прошедший период воспользовались 11 коммерческих банков. При этом 62 процента данных операций приходилось на долю системно значимых банков, в том числе Халкбанка, Асакабанка, Агробанка, Кишлок курилиш банка.

В целом, предоставление Центральным банком кредитов рефинансирования способствовало повышению эффективности процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Это создало условия для оказания эффективного воздействия, в первую очередь, на изменение процентных ставок на межбанковском денежном рынке, кредитов и депозитов коммерческих банков, динамики денежных агрегатов, и, как следствие, позволило поэтапно снизить влияние монетарных факторов на уровень инфляции в экономике.

Активизация указанных операций позволила также своевременно удовлетворять спрос на краткосрочную ликвидность со стороны банковской системы и поддерживать стабильную работу платежной системы.

Исходя из сложившейся ситуации в экономике и денежно-кредитной сфере, при регулировании ликвидности коммерческих банков был гибко использован инструмент обязательных резервов.

По состоянию на 1 ноября 2017 года остаток средств на счетах обязательных резервов коммерческих банков в Центральном банке увеличился с начала года на 32 процента (с 3,9 трлн. сумов до 5,2 трлн. сумов).

Процентные ставки Центрального банка с коммерческими банками¹³

Процентные ставки Центрального банка по операциям с коммерческими банками		
Вид кредита Центрального банка	Срок	Процентные ставки
Кредиты, предоставляемые под залог иностранной валюты по фиксированным процентным ставкам	До 1 месяца	На уровне ставки рефинансирования (14%)
	До 2 месяцев	Ставка рефинансирования +0,25 процентных пункта
	До 3 месяцев	Ставка рефинансирования +0,25 процентных пункта

Этот рост объясняется реальным ростом депозитной базы коммерческих банков и увеличением сумового эквивалента депозитов в иностранной валюте.

Удельный вес средств в национальной валюте в структуре обязательных резервов снизился с 60 процентов в начале года до 8 процентов по состоянию на 1 ноября текущего года. Это, в свою очередь, отражает сохранение на высоком уровне спроса со стороны коммерческих банков на ликвидность в национальной валюте и показывает, что данный инструмент служил одним из основных источников покрытия дефицита ликвидности в суммах.



Рис. 7. Динамика остатка обязательных резервов (на конец периода, млрд. сумов¹⁴)

Анализ процентных ставок и межбанковского денежного рынка.

¹³ www.cbu.uz

¹⁴ www.cbu.uz

Снижение объема ликвидности в коммерческих банках, в свою очередь, привело к увеличению объемов операций по привлечению денежных средств на межбанковском денежном рынке. В частности, объем операций на межбанковском денежном рынке в январе-сентябре текущего года увеличился в 1,9 раза по сравнению с соответствующим периодом прошлого года и составил 7,1 трлн. сумов. При этом, только в мае он увеличился по сравнению с соответствующим месяцем прошлого года в 4,5 раза и составил 1,2 трлн. сумов.

Вследствие повышения ставки рефинансирования средняя процентная ставка на межбанковском денежном рынке повысилась с 7,9-9,2 процента в январе-июне до 12 процентов в июле и 12,2 процента в августе. Вместе с тем, за счет улучшения состояния ликвидности в коммерческих банках средневзвешенная процентная ставка снизилась до 12,1 процента в сентябре и 11,75 процента в октябре. В течение октября коридор процентных ставок по операциям на межбанковском денежном рынке составил 11-14,5 процента.

В свою очередь, наблюдалось повышение процентных ставок коммерческих банков. Так, средневзвешенная процентная ставка по кредитам, выделенным в 2017 году (без учета льготных кредитов), повысилась с 14,1 процента в первом полугодии до 16,8 процента в октябре текущего года.

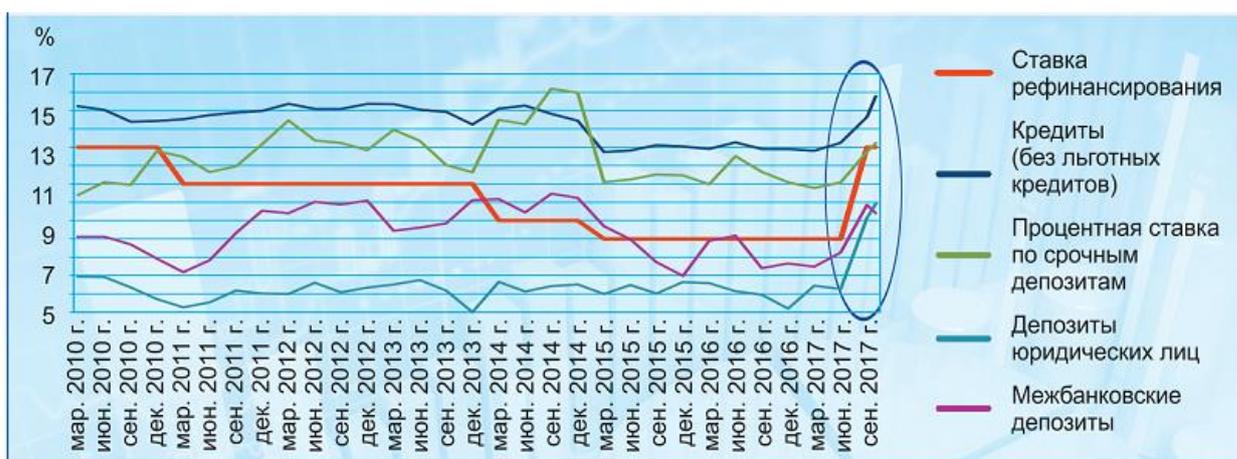


Рис. 8. Сведения об изменении процентных ставок в 2010- 2017 годах¹⁵

¹⁵ www.cbu.uz

Также наблюдалось повышение процентных ставок по депозитам. Если в январе-июне 2017 года средневзвешенная процентная ставка по срочным депозитам юридических и физических лиц составила 11,9 процента, то данный показатель в июле-октябре составил соответственно 12,9, 13,5, 15,2 и 14,2 процента. При этом увеличение происходило, в основном, за счет процентных ставок по срочным депозитам юридических лиц. В частности, процентные ставки по данным депозитам повысились с 6,4 процента в июле до 9,8 процента в августе, 11,4 процента в сентябре, но снизились до 10,9 процента в октябре. Данная динамика также происходит вследствие взаимосвязи между изменением объемов ликвидности банковской системы и процентных ставок.

Увеличение процентных ставок по кредитам и депозитам произошло, в основном, за счет увеличения процентных ставок по краткосрочным ресурсам.

На изменение процентных ставок также оказали воздействие такие факторы, как снижение объемов ликвидности в банках и сокращение объемов операций между коммерческими банками на межбанковском денежном рынке.

В целях активизации операций на открытом рынке в 2018 году Центральный банк будет тесно сотрудничать с Министерством финансов по вопросу выпуска в обращение государственных ценных бумаг.

В 2018 году будет продолжена работа по разработке и введению в действие ряда нормативно-правовых актов по дальнейшему совершенствованию операций Центрального банка. В частности, планируется совершенствование правовых основ по своп и другим операциям.

В этом году при проведении валютной политики основное внимание будет направлено на формирование валютного курса на основе рыночных механизмов с минимальным участием Центрального банка на валютной бирже. При этом, в целях соблюдения принципа «нейтральности золотовалютных резервов» интервенции Центрального банка на валютной бирже будут направлены на «стерилизацию» дополнительно возникающей в экономике ликвидности и денежной массы в результате проведения операций по покупке монетарного золота.

Данный подход к курсовой политике соответствует требованиям режима плавающего обменного курса и создает необходимые условия для выполнения обменным курсом функции «внутреннего автоматического стабилизатора» в экономике.

Начало реализации в 2017 году нового курса реформирования и развития экономики страны, направленного на экономическую либерализацию и преимущественное использование рыночных механизмов макроэкономического регулирования, предопределило вектор развития банковской системы и приоритеты в сфере денежно-кредитной политики на среднесрочную перспективу.

Одним из ключевых решений в данном направлении стали практические шаги по поэтапной либерализации внутреннего валютного рынка с внедрением рыночных принципов формирования обменного курса национальной валюты.

Принципиально новый режим курсообразования, в свою очередь, создаёт необходимую основу для дальнейшего совершенствования денежно-кредитной политики путём концентрации основного внимания и усилий Центрального банка исключительно на обеспечение стабильности уровня цен на внутреннем рынке.

С другой стороны, успешное завершение процесса валютной либерализации и необратимость данных реформ, во многом, обуславливается эффективностью проводимой денежно-кредитной политики, а также мерами по укреплению финансовой устойчивости коммерческих банков и развития банковской системы республики в целом.

Соответственно, вслед за Указом Президента Республики Узбекистан №УП-5177 «О первоочередных мерах по либерализации валютной политики» было принято Постановление Президента Республики Узбекистан №ПП-3272 «О мерах по дальнейшему совершенствованию денежно-кредитной политики» и одобрен Комплекс мер по дальнейшему совершенствованию денежно-кредитной политики в период на 2017-2021 годы и поэтапному переходу к

режиму инфляционного таргетирования.

Следующим важным шагом стало принятие Указа Президента Республики Узбекистан №УП-5296 «О мерах по коренному совершенствованию деятельности Центрального банка Республики Узбекистан» от 9 января 2018 года, в соответствии с которым приоритетной целью деятельности Центрального банка определено обеспечение стабильности уровня цен. Кроме того, данный документ предусматривает укрепление независимости и развитие институциональной базы Центрального банка.

В складывающихся новых макроэкономических реалиях в период трансформации и пересмотра основных подходов к проведению экономической политики решающее значение приобретают правильное восприятие и поддержка со стороны населения качественных преобразований в денежно-кредитной сфере, а также доверие и ожидания бизнес-сообщества.

2.2. Меры по дальнейшей либерализации внутреннего валютного рынка и совершенствованию курсовой политики республики Узбекистан

В отчетном году денежно-кредитная политика осуществлялась в условиях повышенного инфляционного давления и структурных преобразований в экономике, в частности, либерализации валютной политики и внешнеэкономической деятельности.

При проведении денежно-кредитной политики основное внимание уделялось снижению влияния на уровень инфляции монетарных факторов, возникших в результате резкого роста объемов банковского кредитования в первой половине 2017 года, а также снижению инфляционных рисков в период либерализации валютного рынка.

В частности, повышение ставки рефинансирования Центрального банка с 9 до 14 процентов годовых вместе с усилиями по эффективному применению

мер банковского надзора позволило за короткие сроки снизить темпы роста объемов кредитования и денежной массы до умеренного уровня.

Меры денежно-кредитной политики были направлены на поэтапное усиление действенности и повышение эффективности её инструментов.

Внедрение с начала второй половины 2017 года механизмов предоставления ликвидности коммерческим банкам стало одним из первых практических шагов перехода на активный режим денежно-кредитной политики. В свою очередь, это способствовало формированию эффективного канала передачи влияния повышения ставки рефинансирования на межбанковский денежный рынок, а также на процентные ставки по депозитным и кредитным операциям коммерческих банков.

Указом Президента Республики Узбекистан от 2 сентября 2017 года №УП-5177 «О первоочередных мерах по либерализации валютной политики» либерализация валютного рынка была определена как один из приоритетов государственной экономической политики.

Предпринятые меры по либерализации валютного рынка послужили основой для совершенствования механизмов денежно-кредитной политики Центрального банка.

В частности, было принято Постановление Президента Республики Узбекистан от 13 сентября 2017 года №ПП-3272 «О мерах по дальнейшему совершенствованию денежно-кредитной политики». Утвержденный данным постановлением комплекс мер по дальнейшему совершенствованию денежно-кредитной политики на 2017-2021 годы способствовал повышению роли денежно-кредитной политики в обеспечении макроэкономической стабильности и устойчивости национальной валюты.

В целях обеспечения устойчивости внутренних цен в среднесрочной перспективе были определены задачи по поэтапному переходу на режим инфляционного таргетирования,

Переход на инфляционное таргетирование требует наличия плавающего обменного курса, свободно формирующегося в рыночных условиях.

При этом, важным условием является четкое определение валютной политики и стратегии интервенций Центрального банка, а также их прозрачное исполнение и ясное понимание со стороны участников валютного рынка.

Во второй половине 2017 года в рамках проведения Центральным банком процентной политики при определении уровня ставки рефинансирования, особое внимание уделялось ожидаемому уровню инфляции, росту денежной массы через кредитный канал, а также сохранению положительной динамики вкладов населения в национальной валюте.

Принимая во внимание сложившиеся новые условия, в отчетном году особое значение придавалось выявлению инфляционных рисков на ранних стадиях путем детального анализа факторов, структуры и характера изменений денежных показателей.

Ужесточение денежно-кредитной политики начиная с июля 2017 года позволило существенно снизить темпы роста объемов кредитования и денежной массы, а также предотвратить возникшее инфляционное давление и негативное влияние монетарных факторов на внутренние цены.

Так, среднемесячные темпы роста кредитования и денежной массы в национальной валюте снизились с 4,7 процента и 2,3 процента в первой половине 2017 года до 0,7 процента и – 0,8 процента соответственно в июле-декабре.

Во второй половине отчетного года темпы роста кредитного портфеля в национальной валюте резко замедлились по сравнению с первым полугодием (32%) и составили 4,3 процента (1,8 трлн. сумов). Это, в свою очередь, помогло снизить влияние кредитного канала на увеличение денежной массы.

В результате, денежная масса в национальной валюте во второй половине года снизилась на 4,7 процента и по состоянию на 1 января 2018 года составила 47,5 трлн. сумов.(см. **рис.9** ниже).

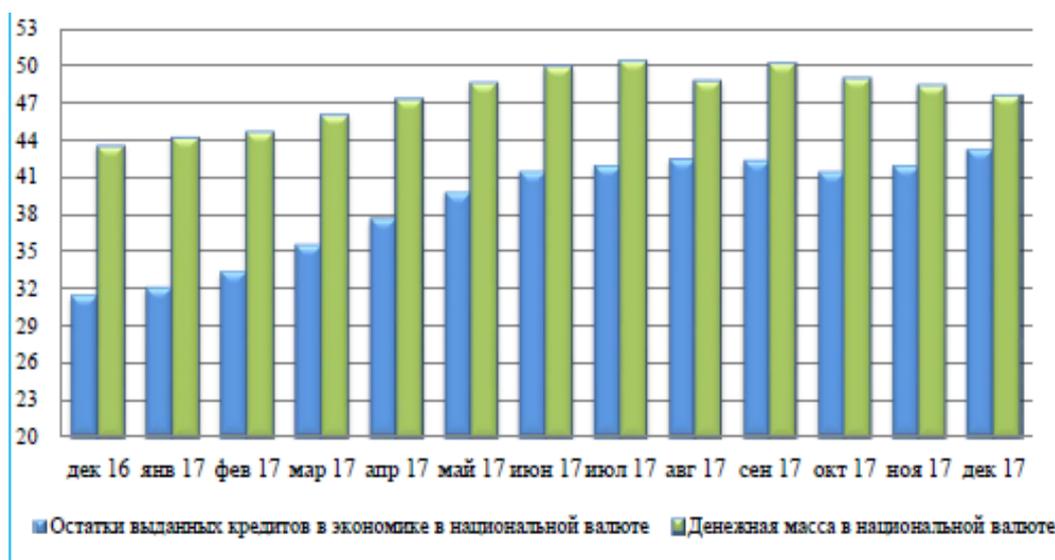


Рис. 9. Динамика денежной массы выделенных кредитов в экономике в 2017 году, трлн. сум¹⁶

Профицитное исполнение государственного бюджета, а также увеличение остатков денежных средств на счетах бюджета и внебюджетных фондов по сравнению с началом года в 2017 году способствовали снижению темпов роста денежной массы.

В целом, по итогам 2017 года, сохранился неинфляционный характер динамики денежной массы в национальной валюте, годовой рост которой составил 9%, а рост широкой денежной массы без учета переоценки депозитов в иностранной валюте составил 11 процентов.

Анализ структуры денежной массы показывает, что либерализация валютной политики способствовала сдерживанию быстрого роста объемов наличных денег в обращении.

В частности, если в первом полугодии 2017 года объем наличных денег в обращении увеличился на 5,3 трлн. сумов (рост – 40%), то во втором полугодии этот показатель составил 900 млрд. сумов (темп роста – 4,8%).

В ноябре и декабре объем наличных денег в обращении сократился на 681 и 371 млрд. сумов, соответственно. (см. рис. 10. ниже)

¹⁶ Годовой отчет Центрального банка Республики Узбекистан за 2017 год .-42 стр

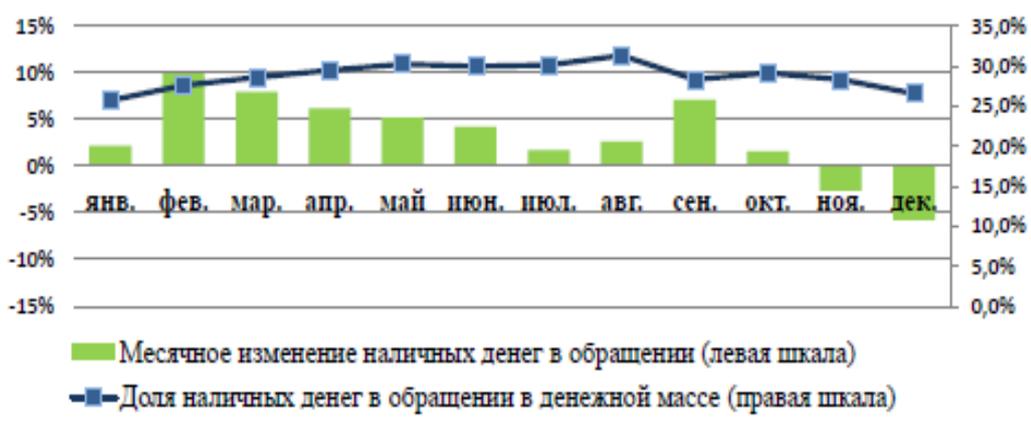


Рис. 10. Динамика наличных денег в обращение в 2017 году, в процентах¹⁷

Проведение процентной политики, направленной на обеспечение стабильности национальной валюты посредством поддержания высокой доходности сумовых активов по сравнению с активами в иностранной валюте и стимулирования сбережений в национальной валюте, а также стабильность обменного курса национальной валюты в сентябре-декабре 2017 годаспособствовали формированию устойчивой динамики роста сбережений населения в банках. Так, остаток срочных депозитов физических лиц в данном периоде увеличился почти на 15 процентов.

Анализ операций на межбанковском денежном рынке в течение 2017 года свидетельствует о том, что проводимая денежно-кредитная политика оказывала существенное влияние на формирование динамики процентных ставок.

В частности, в условиях удерживания ставки рефинансирования на уровне 9 процентов в первой половине 2017 года, средневзвешенные процентные ставки на межбанковском рынке варьировались в пределах 8,0–9,1 процента, что, соответственно, отразилось на процессах кредитования реального сектора.

Наблюдавшиеся в первой половине отчетного года ускоренные темпы роста объемов наличности в обращении и объемов кредитования, а также

¹⁷ Годовой отчет Центрального банка Республики Узбекистан за 2017 год .-43 стр

увеличение объемов продажи иностранной валюты Центральным банком и аккумуляцию средств на правительственных счетах явились основными причинами и факторами снижения уровня ликвидности в банковской системе. (см. рис. 11).



Рис.11.Операции на межбанковском денежном рынке¹⁸

Под влиянием этих факторов в течение января-июня 2017 года совокупный остаток средств коммерческих банков на корреспондентских счетах в Центральном банке снизился по сравнению с началом года в 2,5 раза.

Данная динамика, в свою очередь, привела к существенному увеличению объемов операций коммерческих банков по привлечению средств на межбанковском денежном рынке.

В частности, объем межбанковских операций на денежном рынке за 2017 год составил 9,5 трлн. сумов, увеличившись по сравнению с 2016 годом в 2 раза. Только в мае 2017 года объем осуществленных операций составил 1,2 трлн. сумов, что выше показателя аналогичного периода 2016 года в 4,8 раз.(см. рис 12. ниже)

¹⁸ Годовой отчет Центрального банка Республики Узбекистан за 2017 год -45 стр

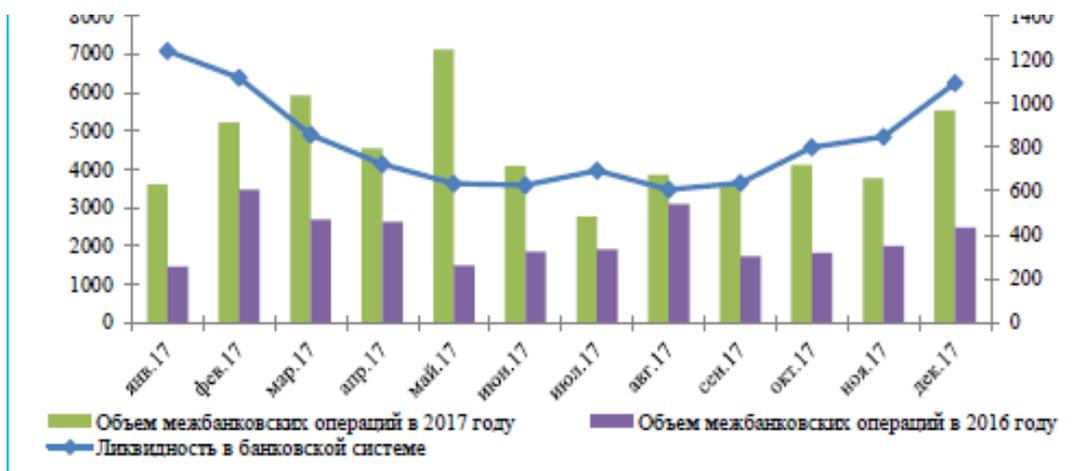


Рисунок 12. Операции на межбанковском денежном рынке, млрд. сум¹⁹

Принимая во внимание возникшую ситуацию в сфере ликвидности, начиная с июля 2017 года, Центральный банк возобновил практику выдачи краткосрочных кредитов коммерческим банкам под залог иностранной валюты и операции «своп».

Это дало возможность использования денежно-кредитных инструментов в регулировании ликвидности банковской системы путем увеличения предложения краткосрочных финансовых ресурсов на денежном рынке.

В частности, на поддержание ликвидности в коммерческих банках Центральным банком в июле 2017 года было выделено 689 млрд. сумов, в августе – 466 млрд. сумов, в сентябре – 262 млрд. сумов. Общая сумма выделенных кредитов рефинансирования составила 1,4 трлн. сумов.

По мере улучшения состояния ликвидности банковской системы, операции Центрального банка по предоставлению кредитных ресурсов постепенно сокращались. В итоге сумма выделенных коммерческим банкам кредитов в IV квартале 2017 года снизилась по сравнению с показателем III квартала на 76 процентов, составив 337 млрд. сумов.

В целом, во второй половине 2017 года Центральный банк выделил 11 коммерческим банкам кредиты на общую сумму 1,75 трлн. сумов. Основная часть этой суммы пришлось на долю системно значимых банков.

¹⁹ Годовой отчет Центрального банка Республики Узбекистан за 2017 год. -46 стр.

Необходимо подчеркнуть, что возобновление Центральным банком практики выдачи кредитов рефинансирования способствовало повышению эффективности трансмиссионного канала процентных инструментов денежно-кредитной политики.

Данная практика, в первую очередь, позволила оказать положительное влияние на депозитные и кредитные ставки коммерческих банков, динамику денежных агрегатов, а также способствовала поэтапному уменьшению влияния монетарных факторов инфляции.

Проведение данных операций помогло устранить появившийся в банковской системе дефицит краткосрочной ликвидности и сохранить устойчивость платежной системы.

Кроме того, вливание финансовых ресурсов со стороны правительства в коммерческие банки в общем объеме 670 млн. долл. США для повышения их капитализации расширило возможности банков для улучшения их состояния ликвидности.

Данные средства были использованы в качестве залогового обеспечения, а также при выполнении требований по обязательным резервам, что способствовало созданию дополнительной ликвидности в коммерческих банках.

В качестве одной из важнейших задач Центрального банка определена организация и обеспечение эффективной системы расчетов в экономике, в частности организация бесперебойного обеспечения банкнотами и монетами, исходя из потребности в наличных деньгах, а также оптимизация состава наличных денег, выпущенных в обращение.

Анализ поступлений наличных денег в кассы банков по видам источников показывает, что в 2017 году в общем объеме поступлений наличных денег доля поступлений от продажи товаров составила 47 процентов (18,7 трлн. сумов), сферы оказания платных услуг – 15 процентов (5,9 трлн. сумов), размещение доходов населения во вклады банков – 14 процентов (5,6 трлн. сумов), налоги и другие обязательные сборы – 11 процентов (4,2 трлн.

сумов) и поступления от других источников – 13 процентов (5,1трлн. сумов). (см.рис.13)



Рис. 13. Доля источников в общем объеме поступлений наличных денег²⁰

Анализ расхода наличных денег из касс банков за 2017 год, показывает, что общий объем расходов из касс банков составил 45,6 трлн. сумов, из них на социальные платежи приходится 34 процентов, на выплату заработной платы – 32 процента, на покупку иностранной валюты – 15 процентов, на выдачу с депозитных счетов населения (вклады и с пластиковых карт) – 15 процентов и на прочие цели – 4 процента.(см. рис.14).



Рис.14.Направление расходов наличных денег²¹

²⁰ Годовой отчет Центрального банка Республики Узбекистан за 2017 год -51 стр.

²¹ Годовой отчет Центрального банка Республики Узбекистан за 2017 год - 52 стр

В результате вышеуказанных факторов объем выпуска наличных денег в обращение в течение января-октября 2017 года (за исключением июня) постоянно увеличивался и на 1 ноября 2017 года составил 21,2 трлн. сумов, а в конце декабря снизился до 20,2 трлн. сумов. (см. рис.15)

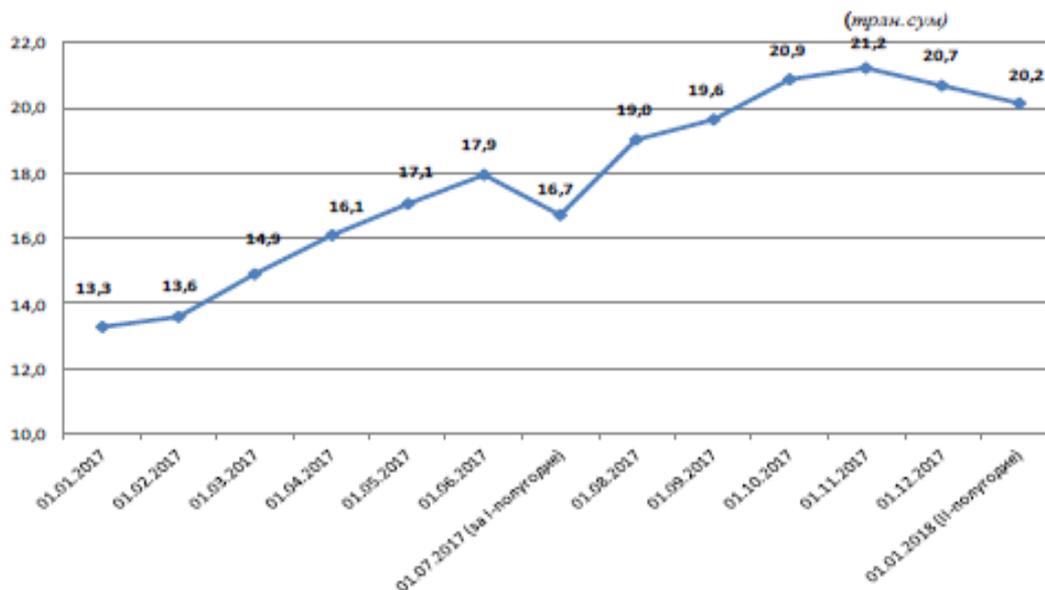


Рис. 15. Изменение объема наличных денег в 2017 году. млрд. сум²²

Еще одним важным направлением деятельности Центрального банка в части организации налично-денежного обращения является оптимизация структуры наличных денег в обращении.

В частности, постановлением Кенгаша Сената Олий Мажлиса Республики Узбекистан от 20 февраля 2017 года № ПК-147-III был одобрен дизайн и образец банкноты номиналом 10 000 (десять тысяч) сумов и банкнота данного номинала была выпущена в обращение с 10 марта 2017 года.

В целях создания дополнительных удобств для населения в осуществлении налично-денежных расчетов, постановлением Кенгаша Сената Олий Мажлиса Республики Узбекистан от 20 февраля 2017 года № ПК-147-III одобрен дизайн и образец банкноты номиналом 50 000 (пятьдесят тысяч) сумов, и данная банкнота была выпущена в обращение с 22 августа 2017 года.

Следует отметить, что выпуск в обращение банкнот крупного достоинства способствовал выводу из обращения банкнот номиналом в 500

²² Там же.

сумов и 1000 сумов на общую сумму более 2,0 трлн. сумов.

Это, в свою очередь, привело к значительному изменению структуры и количества банкнот в обращении.

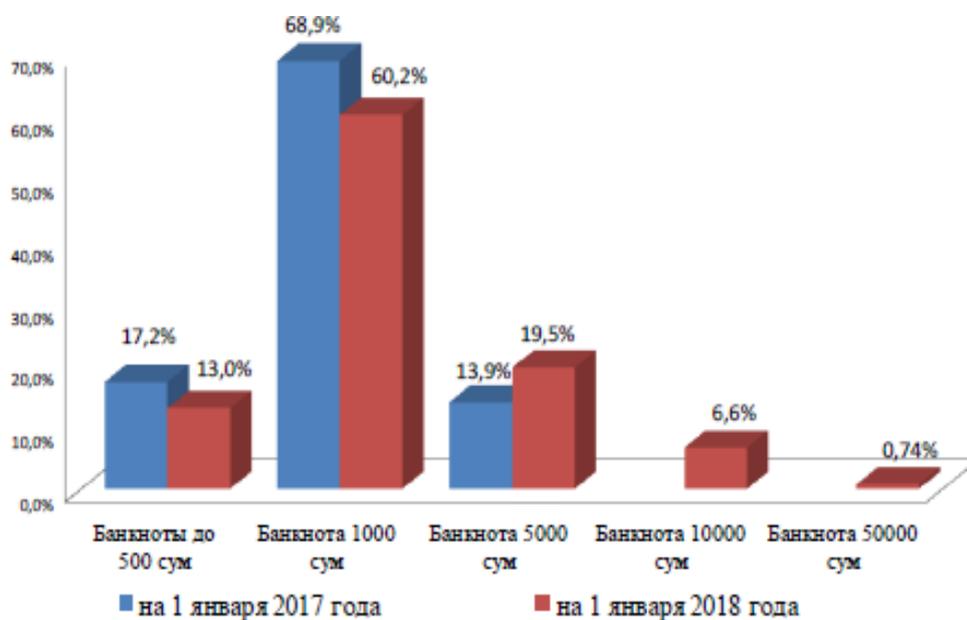


Рис. 16.Изменение количественной структуры наличных денег в обращении в 2017 году, в процентах²³

В частности, в начале 2017 года доля банкнот номиналом 500 сумов в общем количестве выпущенных в обращение наличных денег составляла 17,2 процента, банкнот номиналом 1000 сумов – 68,9 процента, 5000 сумов – 13,9 процента, то на конец года этот показатель составил 500 сумов – 13 процента, 1000 сумов – 60,2 процента, 5000 сумов – 19,5 процента, 10000 сумов – 6,6 процента и 50000 сумов – 0,7 процента.

Изменение количественной структуры банкнот, в частности, выпуск в обращение новых банкнот крупного достоинства в свою очередь стал важнейшим фактором структурных изменений суммы наличных денег в обращении. (см. рис 17 ниже).

В частности, из-за выпуска в обращение банкнот номиналом 10 000 сумов и 50 000 сумов доля банкнот номиналом 5000 сумов в общем объеме наличных денег в обращении снизилась на 11,1 процентных пункта, банкнот

²³ Годовой отчет Центрального банка Республики Узбекистан за 2017 год - 53 стр

номиналом 1000 сумов – на 24,6 процентных пункта, 500 сумов – на 3,1 процентных пункта, и 200 сумов, 100 сумов и монет – на 0,14 процентных пункта.

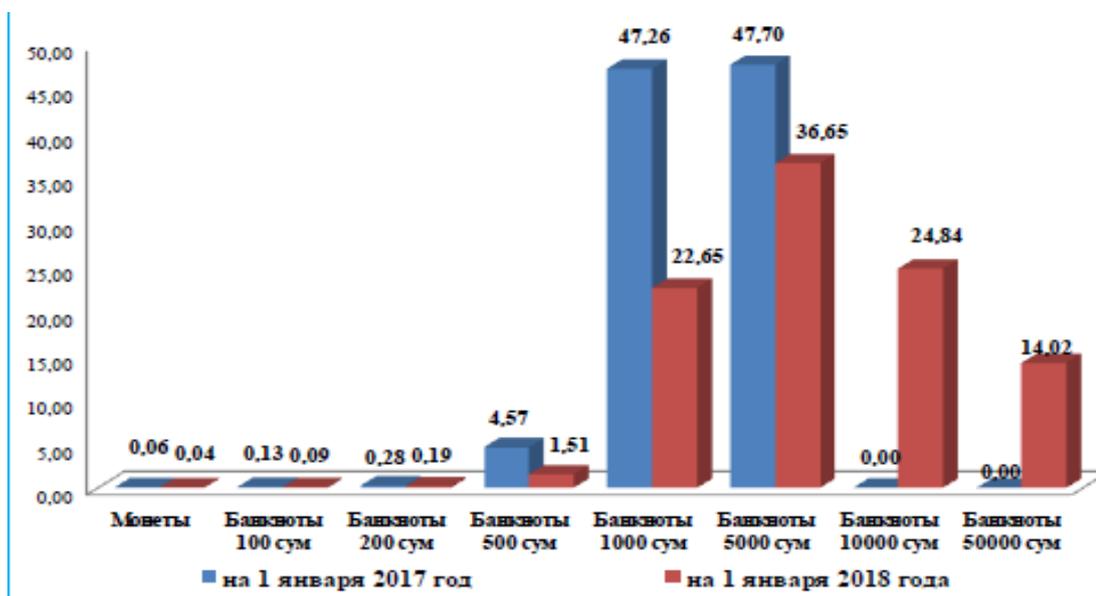


Рис. 17. Структурное изменение объема наличных денег в обращении в 2017 году, в процентах²⁴

При этом данное снижение было компенсировано увеличением доли банкнот номиналом 10 000 сумов на 24,8 процента и 50 000 сумов – на 14 процентов.

В целом, по итогам принятых Центральным банком мер по организации и оптимизации денежного обращения в экономике, сложившаяся за последние годы в республике тяжелая ситуация в области наличного оборота была практически полностью урегулирована, и достигнуты положительные результаты в обеспечении наличными денежными средствами потребностей населения и хозяйствующих субъектов.

Вместе с тем, необходимо учитывать, что на сегодняшний день инфляционные ожидания населения, во многом связаны с динамикой рыночного обменного курса. Исходя из этого, в краткосрочной перспективе обеспечение стабильности обменного курса национальной валюты является одной из важных задач денежно-кредитной политики.

²⁴ Годовой отчет Центрального банка Республики Узбекистан за 2017 год - 54 стр

При этом, обеспечение устойчивости валютного курса будет достигаться постепенным переносом акцента с прямых интервенций центрального банка на:

- расширение самодостаточности валютного рынка в целях достижения равновесия и сбалансированности спроса и предложения иностранной валюты посредством поэтапного увеличения амплитуды краткосрочных колебаний обменного курса;

- воздействие на спрос на иностранную валюту путем поддержания соответствующих объемов ликвидности в банковской системе, в том числе путем укрепления и гибкого использования преимущественно процентных инструментов денежно-кредитной политики и др.

Для достижения данной цели, Центральный банк будет придерживаться принципа «нейтральности международных валютных резервов», суть которого заключается в стерилизации сумовой ликвидности, поступающей в банковскую систему вследствие операций по покупке драгоценных металлов у производителей.

Наряду с этим, принимая во внимание, что поддержание обменного курса национальной валюты на стабильном уровне затруднено наличием повышенного инфляционного давления в экономике, обеспечение устойчивости обменного курса в будущем напрямую зависит от снижения уровня инфляции.

Для обеспечения равновесного уровня реального обменного курса динамика обменного курса должна отражать изменения уровня цен на внутреннем рынке и в странах - основных торговых партнерах.

В этих целях, ввиду ограниченности глубины валютного рынка на начальных этапах в политике интервенции Центрального банка особое внимание будет уделяться сглаживанию резких колебаний обменного курса, которые возникают вследствие краткосрочного несоответствия между спросом и предложением иностранной валюты, а не в силу фундаментальных факторов.

Развитие внутреннего валютного рынка будет достигаться путем последовательной либерализации валютного регулирования и формирования валютного курса, в том числе посредством поэтапного увеличения амплитуды колебаний обменного курса. Это позволит расширить глубину и самодостаточность валютной биржи и укрепить рыночные механизмы достижения равновесия спроса и предложения иностранной валюты.

Внедрение и гибкое использование таких инструментов, как валютные свопы, валютные опционы, фьючерсы и другие создадут дополнительные возможности для развития валютного рынка и обеспечения стабильности обменного курса.

Развитие имеющихся и внедрение современных рыночных инструментов денежно-кредитной политики

Проведение эффективной денежно-кредитной политики в свете подготовки к переходу на режим инфляционного таргетирования требует выявления и нейтрализации основных факторов, ограничивающих воздействие инструментов денежно-кредитной политики.

Достижение цели по обеспечению ценовой стабильности зависит от действенности инструментов денежно-кредитной политики и способности трансмиссионного механизма своевременно и полностью передавать ее импульсы на другие сектора экономики.

На нынешнем этапе приоритет будет отдаваться совершенствованию действующих и внедрению современных инструментов денежно-кредитной политики, а также принятию всесторонних мер по усилению трансмиссионных механизмов и устранению внутриэкономических ограничений.

Выводы по второй главе

В первой половине 2017 г. ЦБУ значительно смягчил кредитную и денежно-кредитную политику; в последующем она была ужесточена в преддверии либерализации валютного рынка в сентябре, в том числе за счет повышения ставки рефинансирования с 9 до 14 процентов. После

либерализации валютного рынка ЦБУ поддерживал стабильный уровень номинального обменного курса и ставки рефинансирования. В связи с тем, что либерализация цен, вероятно, будет продолжать оказывать давление на цены в сторону повышения, потребуется проведение жесткой денежно-кредитной политики, в том числе за счет повышения ставки рефинансирования и замедления темпов накопления валютных резервов.

Переход к таргетированию инфляции в среднесрочной перспективе должен сопровождаться дальнейшим укреплением фактической независимости центрального банка. Прошлый опыт переходного процесса свидетельствует о том, что более высокая степень независимости центрального банка ассоциируется с более положительной динамикой инфляции, но только после того, как ценовая система пройдет через первоначальные шоки, вызванные либерализацией цен. Другие предпосылки перехода к таргетированию инфляции включают создание эффективного механизма передачи воздействия денежно-кредитной политики, развитие аналитического потенциала центрального банка и четкое информирование общественности о мерах политики.

ГЛАВА 3 СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ЕЁ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ С ФИНАНСОВЫМ РЫНКОМ

3.1. Проблемы, потенциальные риски и ограничения по внедрению режима инфляционного таргетирования

Успешное завершение процесса валютной либерализации и необратимость данных реформ, во многом, обуславливается эффективностью проводимой денежно-кредитной политики, а также мерами по укреплению финансовой устойчивости коммерческих банков и развития банковской системы республики в целом.

Соответственно, вслед за Указом Президента Республики Узбекистан №УП-5177 «О первоочередных мерах по либерализации валютной политики» было принято Постановление Президента Республики Узбекистан №ПП-3272 «О мерах по дальнейшему совершенствованию денежно-кредитной политики» и одобрен Комплекс мер по дальнейшему совершенствованию денежно-кредитной политики в период на 2017-2021 годы и поэтапному переходу к режиму инфляционного таргетирования.

Следующим важным шагом стало принятие Указа Президента Республики Узбекистан №УП-5296 «О мерах по коренному совершенствованию деятельности Центрального банка Республики Узбекистан» от 9 января 2018 года, в соответствии с которым приоритетной целью деятельности Центрального банка определено обеспечение стабильности уровня цен. Кроме того, данный документ предусматривает укрепление независимости и развитие институциональной базы Центрального банка.

В складывающихся новых макроэкономических реалиях в период трансформации и пересмотра основных подходов к проведению экономической политики решающее значение приобретают правильное восприятие и поддержка со стороны населения качественных преобразований в денежно-кредитной сфере, а также доверие и ожидания бизнес-сообщества.

Сохранение устойчивости цен служит залогом макроэкономической и социальной стабильности в стране и обязательным условием продвижения экономических реформ и успеха программ социально-экономического развития республики.

Низкая и стабильная инфляция является важнейшим условием обеспечения сбалансированного роста экономики, повышения конкурентоспособности производства и уровня жизни населения. Поэтому снижение и стабилизация темпов роста цен должны стать одним из важных приоритетов государственной экономической политики.

При этом стабильно низкий уровень инфляции стимулирует экономическое развитие посредством создания необходимых условий для трансформации сбережений населения и юридических лиц в долгосрочные инвестиции, а также обеспечения наиболее эффективного распределения имеющихся экономических ресурсов вследствие нивелирования влияния ценовых искажений на рынке.

Изучение опыта ведущих центральных банков развитых и развивающихся стран, а также результаты исследований международных финансовых институтов указывают на безусловный приоритет цели по обеспечению стабильности цен на внутреннем рынке при проведении денежно-кредитной политики.

Вместе с тем, последовательность, сроки и методы проведения денежно-кредитной политики могут отличаться по странам в силу отличительных свойств и структуры экономики.

Согласно действующему закону «О Центральном банке Республики Узбекистан» основной целью Центрального банка является обеспечение стабильности национальной валюты. При этом, понятие «стабильность национальной валюты» может быть интерпретирована как стабильность обменного курса национальной валюты по отношению к иностранным валютам, так и стабильность её внутренней покупательской способности.

В условиях свободного формирования обменного курса, изменение

которого подвержено как внутренним, так и внешним факторам, стабильность национальной валюты обеспечивается посредством поддержания её внутренней покупательской способности.

При этом роль свободного плавающего обменного курса заключается в выполнении им функции внутреннего стабилизатора экономики. Другими словами, в условиях наступления внешних шоков или трудностей, связанных с платежным балансом, адекватное изменение обменного курса будет стимулировать экспортеров и производителей импортозамещающей продукции.

В то же время, в целях четкого определения и недопущения двусмысленной интерпретации приоритетной цели Центрального банка при разработке и реализации денежно-кредитной политики предусматривается внесение соответствующих изменений в действующее законодательство.

Важно отметить, что ценовая стабильность не подразумевает нулевую или негативную инфляцию. Под ценовой стабильностью понимается небольшой рост потребительских цен, а не их неизменность. На первый взгляд постоянная неизменность цен может показаться наилучшим условием, однако, низкий и положительно стабильный уровень инфляции является более благоприятным условием для эффективного функционирования экономики.

Несмотря на наличие правовых основ перехода и начало практической переориентации принципов и механизмов денежно-кредитной политики, полноценный переход на инфляционное таргетирование осложняется рядом рисков и ограничений.

В частности, устойчивость высоких инфляционных ожиданий среди населения и хозяйствующих субъектов является одним из ключевых вызовов успешному переходу на инфляционное таргетирование. При этом повышение давления на уровень цен в экономике в период либерализации и структурных преобразований во всех секторах экономики также способствует усилению и сохранению инфляционных рисков.

Принимая во внимание, что инфляционные ожидания в обществе

формируются на основе динамики цен предыдущих лет, задача по снижению и стабилизации инфляционных ожиданий в экономике требует концентрации повышенного внимания и усилий в переходный период на выполнении этой задачи.

Данная задача в значительной мере осложняется доминирующим воздействием немонетарных факторов инфляции, которые неподконтрольны Центральному банку и препятствуют успешному переходу на инфляционное таргетирование. К таким факторам относятся сохранение административно регулируемых цен на некоторые товары, монополизация локальных рынков, рост цен на сырье, импорт инфляции при восстановлении мировой экономики, малоэффективность и повышение энергоемкости производства, слаборазвитая инфраструктура и другие.

В данных условиях, эффективность режима инфляционного таргетирования обуславливается действенностью коммуникационной политики Центрального банка и доверием населения к проводимой денежно-кредитной политике, т.е. способностью объяснить населению причин роста цен и принимаемых мер по обеспечению ценовой стабильности.

Существенные риски связаны с продолжающимся процессом либерализации валютной политики и внешнеторговой деятельности в условиях становления валютного рынка.

При этом, в переходный период важно обеспечить переход на плавающий режим валютного курса с минимальными негативными последствиями посредством сглаживания чрезмерных краткосрочных колебаний курса и развития инструментов валютного хеджирования.

Достижение этих целей тесно связано с действенностью инструментов денежно-кредитной политики, что обуславливается решением коренных причин, ограничивающих их эффективность.

Слабое институциональное развитие финансового сектора и существенный объем внебанковского оборота наличных денежных средств в теневой экономике существенно снижают результативность политики

Центрального банка.

Отсутствие в обращении Государственных долговых обязательств является одним из основных ограничений, которое не позволяет Центральному банку проводить операции на открытом рынке и сужает возможности банковского сектора по привлечению краткосрочной ликвидности под залоговое обеспечение данных долговых инструментов.

Несмотря на объективные причины отсутствия Государственных долговых обязательств в условиях сбалансированности Государственного бюджета за последние годы, преимущества по диверсификации и оптимизации источников финансирования инвестиционных, а также территориальных и отраслевых программ развития создают необходимые предпосылки для выпуска долговых инструментов в ближайшей перспективе.

Внешнеэкономические риски, во многом, связаны со структурой экспорта и валютных поступлений в экономику. В частности, требуется минимизация рисков волатильности цен на рынке драгоценных металлов, а также потенциальных экономических проблем в соседних странах и основных торговых партнерах.

В связи с коренным пересмотром подходов к обеспечению устойчивого экономического развития и методов проведения макроэкономической политики в пользу рыночных инструментов обеспечение стабильности уровня цен на внутреннем рынке определено в качестве приоритетной цели денежно-кредитной политики.

В данном контексте снижение темпов инфляции и поддержание её на низком уровне рассматривается как базовое условие обеспечения макроэкономической стабильности и устойчивого экономического роста в среднесрочной перспективе.

Либерализация внутреннего валютного рынка создаёт необходимые предпосылки для постепенной переориентации принципов и методов осуществления денежно-кредитной политики на инфляционное таргетирование как наиболее эффективный и перспективный метод

обеспечения ценовой стабильности в Узбекистане в средне- и долгосрочной перспективе.

3.1. Перспективы внедрения инфляционного таргетирования в Узбекистане

Выбор режима инфляционного таргетирования в условиях Узбекистана объясняется рядом предпосылок. Во-первых, на сегодняшний день инфляционное таргетирование зарекомендовало себя как наиболее действенный режим денежно-кредитной политики, который наилучшим образом соответствует поставленным целям по эффективному обеспечению ценовой стабильности в среднесрочной перспективе.

Во-вторых, опыт применения альтернативных режимов валютного или монетарного таргетирования свидетельствует об их несоответствии современным требованиям и реалиям Узбекистана.

К примеру, при режиме таргетирования обменного курса необходимость постоянного поддержания его на целевом уровне резко повышает риски истощения международных резервов и возникновения валютных кризисов.

Также таргетирование обменного курса ограничивает возможность автоматического сглаживания внешних шоков с помощью корректировки обменного курса.

Кроме того, сужается возможность проведения независимой денежно-кредитной политики на основе внутренних приоритетов, так как при этом режиме усилия центрального банка направлены только на поддержание обменного курса.

С другой стороны, в условиях либерализации и структурных изменений в экономике, а также наличия теневой экономики могут наблюдаться резкие изменения в денежных агрегатах, что существенно осложняет установление и достижение целевых показателей при монетарном таргетировании.

Более того, снижение устойчивой связи между денежными агрегатами и

уровнем инфляции делает применение монетарного таргетирования бесперспективным.

Предпринятые шаги по либерализации валютной политики, а также четкое определение приоритетов по обеспечению ценовой стабильности создают базовые предпосылки для перехода на инфляционное таргетирование.

Как показывает международный опыт, переход на режим инфляционного таргетирования требует наличия определенных макроэкономических условий и реализации комплекса мер, направленных на:

- повышение эффективности передаточного, т.е. трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики;
- дальнейшую либерализацию и совершенствование деятельности валютного рынка;
- совершенствование имеющихся и внедрение современных рыночных инструментов денежно-кредитной политики;
- развитие и повышение прозрачности деятельности межбанковского денежного рынка;
- укрепление потенциала в области проведения анализа и составления макроэкономических прогнозов;
- повышение прозрачности и предсказуемости проводимой денежно-кредитной политики в целях информирования широкой общественности о применяемых инструментах и конечных целях проводимой политики;
- совершенствование коммуникационной политики;
- развитие институциональной базы Центрального банка;
- развитие финансовых рынков, в том числе рынка государственных ценных бумаг;
- эффективную координацию макроэкономической политики;
- успешную реализацию структурных реформ во всех отраслях экономики.

В целом, переход на инфляционное таргетирование требует кардинального пересмотра и совершенствования всех основных аспектов

денежно-кредитной сферы. Следовательно, поэтапная реализация мер, предусмотренных в данной Концепции, будет способствовать выполнению стратегической задачи по повышению эффективности денежно-кредитной политики на основе рыночных механизмов и инструментов.

Данная Концепция²⁵ развития и осуществления денежно-кредитной политики сопровождается «дорожной картой», охватывающей меры на период 2018-2021 годы.

При разработке данной дорожной карты особое внимание уделено реализации последовательных мер по созданию необходимых условий для эффективного внедрения принципов и механизмов инфляционного таргетирования в среднесрочной перспективе.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. Наличие действенного механизма передачи мер денежно-кредитной политики на совокупный спрос и, в конечном итоге, на уровень инфляции в экономике имеет решающее значение в обеспечении ценовой стабильности.

В режиме инфляционного таргетирования центральный банк устанавливает или изменяет процентную ставку, исходя из установленной цели по инфляции. В случае усиления инфляционных рисков в экономике, центральный банк традиционно ужесточает денежно-кредитные условия посредством повышения процентной ставки.

При этом сроки и степень воздействия данной меры на реальный сектор экономики, во многом, определяется эффективностью трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики означает процесс передачи влияния изменений процентной ставки (инструментов) центрального банка на экономическую активность в экономике и, в конечном счете, на инфляцию. (см. рис. ниже).

Передача (трансмиссия) влияния денежно-кредитной политики

²⁵ www.cbu.uz. Концепция развития и осуществления денежно-кредитной политики Центрального банка Республики Узбекистан на среднесрочную перспективу. 29.03.2018 г.

происходит через отдельные трансмиссионные каналы. В качестве основных каналов передачи можно выделить следующие:

- процентный канал;
- кредитный канал;
- канал валютного курса;
- канал инфляционных ожиданий;
- канал цен на активы.

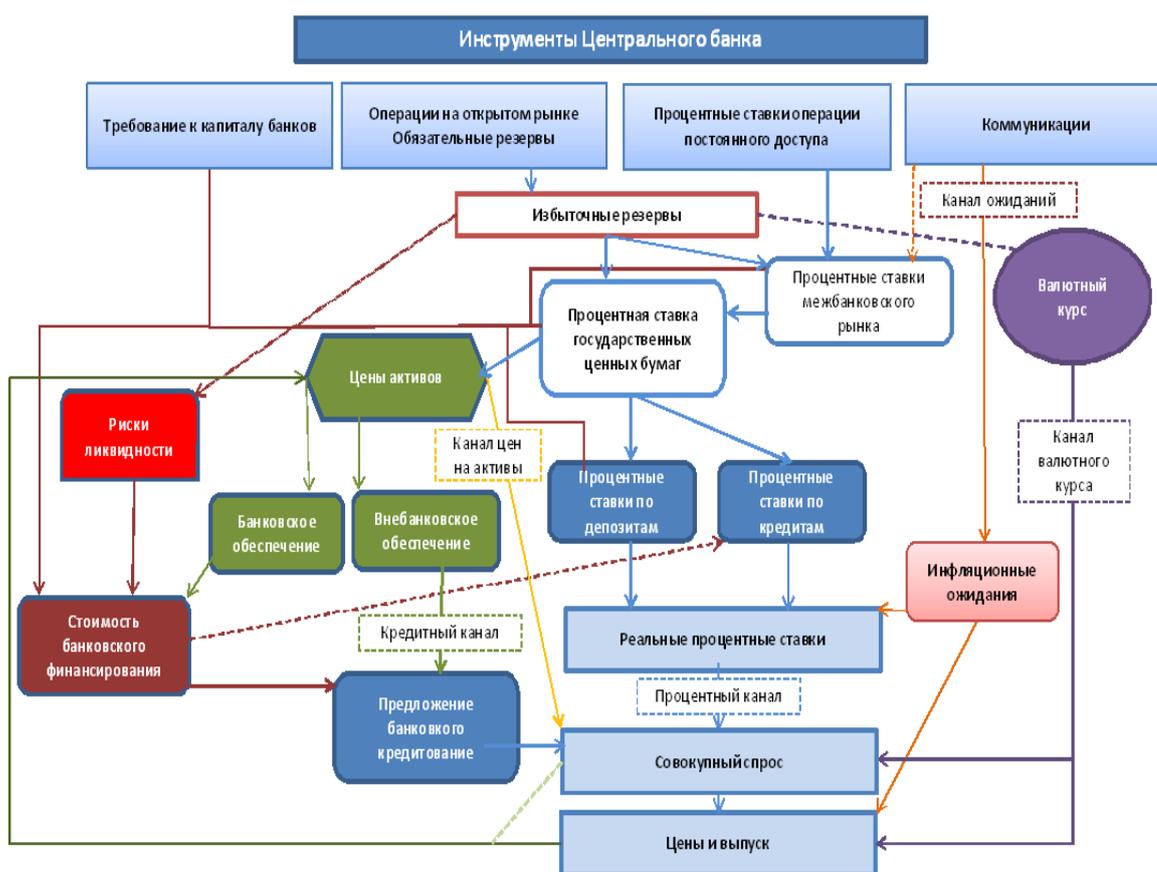


Рисунок 17. Инструменты Центрального банка²⁶

Процентный канал является традиционным каналом передачи воздействия мер денежно-кредитной политики на экономику. Изменение процентной ставки центрального банка влияет на уровень процентных ставок в экономике в целом, что приводит к соответствующим изменениям в инвестициях/сбережениях и, следовательно, в совокупном спросе. Изменение

²⁶ www.cbu.uz.

в объеме спроса, в свою очередь, влияет на инфляцию.

Изучение воздействия ставки рефинансирования Центрального банка Республики Узбекистан на процентные ставки в экономике свидетельствует о наличии, в целом, устойчивой взаимосвязи с определенным временным лагом.

В то же время, ограниченное воздействие процентного канала трансмиссионного механизма в условиях Узбекистана объясняется недостаточной развитостью и непрозрачностью межбанковского денежного рынка.

В частности, слабая активность банков и небольшие объемы операций, осуществляемые на межбанковском денежном рынке, снижают эффективность процентного канала.

Следовательно, несмотря на активизацию операций Центрального банка по предоставлению краткосрочной ликвидности во второй половине 2017 года, отсутствие единого рынка межбанковских операций, а также ограниченность инструментов денежно-кредитной политики уменьшают действенность прилагаемых усилий и мер со стороны Центрального банка.

С учетом сложившейся ситуации, а также в целях укрепления процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в первом квартале 2018 года предусмотрена реализация необходимых мер по запуску единой электронной платформы межбанковского рынка предоставления и привлечения краткосрочных денежных ресурсов для повышения эффективности регулирования и оказания своевременного воздействия на состояние денежного рынка.

Наряду с этим, при необходимости Центральный банк будет проводить активные операции по привлечению избыточной ликвидности из банковской системы, что будет способствовать укреплению процентного канала.

Необходимо также отметить, что в 2019 году предусмотрено введение ключевой ставки и процентного коридора в качестве основного индикатора денежно-кредитной политики Центрального банка в целях оптимизации процентных инструментов и обеспечения эффективности функционирования

трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Одним из факторов формирования процентного коридора по основным операциям Центрального банка будет расширение набора применяемых денежно-кредитных инструментов по предоставлению и абсорбированию ликвидности.

Реализация данных мер на фоне продолжения процесса экономической либерализации и преобладающего влияния рыночных механизмов вкупе с активными усилиями Центрального банка призваны существенно укрепить процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Кредитный канал является одним из основных каналов передачи денежно-кредитной политики, посредством которого процентные ставки оказывают влияние на процессы в реальном секторе экономики. Эффективность данного канала, во многом, обусловлена чувствительностью спроса и предложения кредитных ресурсов на повышение или снижение процентной ставки Центрального банка.

На сегодняшний день на кредитный канал приходится существенная доля роста денежной массы в экономике. Следовательно, кредитный канал оказывает значимое влияние на уровень цен на внутреннем рынке.

Например, заметная активизация кредитования реального сектора экономики в первой половине 2017 года со стороны коммерческих банков привела к ускорению темпов роста денежной массы и повышению инфляционного давления в экономике.

В целях стабилизации темпов роста объемов кредитования экономики во второй половине 2017 года Центральный банк ужесточил денежно-кредитные условия посредством повышения ставки рефинансирования до 14%, что привело к соответствующему росту процентных ставок на кредитные ресурсы.

Вместе с тем, существенная доля депозитов и кредитов в иностранной валюте в общем объеме, а также наличие теневой экономики существенно

снижают эффективность денежно-кредитной политики, основанной на воздействии на объемы кредитования в экономике.

Снижению эффективности кредитного канала трансмиссионного механизма также способствует механизмы предоставления кредитных ресурсов на нерыночных условиях, в том числе, льготное и целевое кредитование в рамках государственных программ социально-экономического развития.

В сложившихся условиях Центральный банк намерен проводить активную политику повышения привлекательности депозитов и кредитов в национальной валюте посредством соответствующей калибровки инструментов денежно-кредитной политики и пруденциальных требований к коммерческим банкам.

При оценке складывающейся ситуации и проведении процентной политики Центрального банка будут учитываться особенности формирования источников финансирования кредитных ресурсов, а также усилены меры по нивелированию воздействия нерыночных механизмов кредитования.

Канал валютного курса. Передача влияния через этот канал происходит, когда изменение условий денежно-кредитной политики (в сторону ужесточения или смягчения) приводит к изменению обменного курса, влияя на относительный спрос на отечественные и зарубежные товары и услуги.

С другой стороны, изменение процентной ставки Центрального банка может оказать воздействие на уровень обменного курса за счет изменения уровня доходности финансовых активов в национальной валюте.

Вместе с тем, в условиях продолжающегося процесса либерализации внутреннего валютного рынка в Узбекистане канал валютного регулирования также переплетается с каналом инфляционных ожиданий, когда девальвация обменного курса национальной валюты усиливает инфляционные ожидания населения.

При этом, принимая во внимание, что переход на режим инфляционного

ожидания требует наличия плавающего обменного курса, свободно формирующегося в рыночных условиях, актуальной задачей в среднесрочной перспективе является постепенное ослабление с последующим нивелированием взаимосвязи между каналами валютного курса и инфляционных ожидания населения.

Канал инфляционных ожиданий является одним из ключевых факторов, учитываемых при осуществлении денежно-кредитной политики в режиме инфляционного таргетирования.

Канал инфляционных ожиданий основывается на том, что при принятии своих решений участники экономических процессов не только учитывают реальные рыночные условия, но и их вероятное будущее изменение. К примеру, инфляционные ожидания важны для предпринимателей и организаций при установлении цен и оценки динамики заработной платы в будущем.

Однако, специфическая сторона данного канала исходит из ценообразования на рынке фирм. В частности, фирмы, ожидающие инфляцию в будущем, повышают цены немедленно, что приводит к соответствующему повышению инфляции в настоящее время.

Следует отметить, что ожидания играют определенную роль во всех представленных четырех каналах. Так, динамика процентных ставок на денежном рынке в определенной степени зависит от ожиданий относительно будущей ставки.

Относительно высокий уровень инфляционных ожиданий по сравнению с целевыми показателями центрального банка указывает на наличие пессимистических ожиданий со стороны общественности касательно его способности удержать инфляцию под контролем. Такая ситуация может привести к необходимости резко повысить процентную ставку.

В условиях Узбекистана, когда происходят структурные преобразования и экономическая либерализация, инфляционные ожидания возрастают, могут приобрести инерционный характер и сохраняться определенное время в

будущем.

Переход к режиму инфляционного таргетирования требует укрепления доверия и формирования инфляционных ожиданий, основанных на политике Центрального банка в будущем.

В целях оценки и мониторинга ожиданий населения и хозяйствующих субъектов касательно будущей динамики уровня цен, а также глубокого изучения факторов и особенностей формирования данных ожиданий Центральным банком, начиная с 2018 года, внедрена практика проведения наблюдений и опросов касательно динамики потребительских цен и инфляционных ожиданий.

Центральным банком будет уделяться повышенное внимание выявлению, изучению и анализу процесса формирования инфляционных ожиданий, а также совершенствованию базы моделирования.

Канал цен на активы оказывает воздействие на уровень инфляции в силу влияния условий денежно-кредитной политики на цены активов. В частности, при эффективном функционировании данного канала снижение процентного вознаграждения по государственным долговым обязательствам вследствие смягчения денежно-кредитных условий приводит к перенаправлению финансовых ресурсов на более привлекательные альтернативные активы. В результате, наблюдается повышение стоимости альтернативных активов и, соответственно, уровня цен.

Следует отметить, что основным фактором, определяющим действенность этого канала, является развитость и эффективное функционирование рынка государственных облигаций, капитала и недвижимости.

При этом, характер, скорость и интенсивность передачи изменений в денежно-кредитной политике центрального банка (т.е. краткосрочные процентные ставки, резервные деньги) на другие сектора определяют эффективность денежно-кредитной политики и её инструментов.

В целом, работа трансмиссионных каналов зависит от ряда факторов,

таких как конкурентная среда в банковско-финансовом секторе, доступ к альтернативным источникам финансирования, глубина и эффективность финансовых рынков, качество и охват услуг финансового посредничества, режим обменного курса и мобильность капитала, наличие хеджированных или безрисковых финансовых инструментов для инвестирования и др.

Выводы по третьей главе

Денежно -кредитная политика в промежуточном периоде охватывает меры по ценовой стабилизации и подготовке необходимых макроэкономических условий.

В переходном периоде основное внимание будет придаваться обеспечению полноценного выполнения утвержденных планов в соответствии с «Комплексом мер по дальнейшему совершенствованию денежно-кредитной политики в период 2017-2021 годы и поэтапному переходу к режиму инфляционного таргетирования», предупреждению резкого увеличения инфляционного давления и рисков в период экономических реформ и укреплению экономической и правовой базы.

Меры по укреплению законодательных основ включают подготовку проектов и принятие в новой редакции законов Республики Узбекистан «О Центральном банке Республики Узбекистан», «О валютном регулировании», «О банках и банковской деятельности» и др., а также внесение соответствующих изменений в другие нормативно-правовые акты.

Изменения основ правового регулирования направлены, в основном на:

- укрепление операционной независимости Центрального банка и возложение на Центральный банк мандата по обеспечению ценовой стабильности;

- установление понятных норм и приоритетов валютного регулирования, а также создание необходимых условий для развития валютного рынка и повышения её самодостаточности;

- расширение воздействия рыночных механизмов и принципов

регулирования, а также обеспечение гарантий и предпосылок развития банковской деятельности в конкурентных условиях и др.

Одним из основных задач переходного периода является развитие валютного рынка наряду со снижением роли Центрального банка как маркет-мейкера и переход к рыночным мерам обеспечения стабильности обменного курса.

Большая гибкость обменного курса вследствие воздействия рыночных механизмов будет способствовать расширению и развитию внутреннего валютного рынка, обеспечивая её самодостаточность. В этих целях предусматривается разработка и внедрение программы регулярных продаж валютных доходов от реализации драгоценных металлов на валютном рынке при одновременном поддержании резервов на целевом уровне.

Приоритетной задачей Центрального банка в период подготовки к переходу к режиму инфляционного таргетирования является проведение эффективной антиинфляционной политики, что отражается в сохранении жестких денежно-кредитных условий посредством гибкого и целенаправленного использования инструментов Центрального банка.

Анализ, оценка и прогнозирование денежно-кредитных условий и уровня инфляции будут осуществляться с использованием широкого набора показателей с целью выявления основных каналов воздействия и проведения эффективной политики по стабилизации цен.

По мере расширения набора рыночных инструментов денежно-кредитной политики будут соответственно увеличиваться частота и объемы активных монетарных операций, направленных на достижение целевых параметров денежно-кредитной политики.

В частности, принятые меры по либерализации валютной политики и созданию рыночных условий формирования обменного курса, четкое определение приоритетных целей и практической независимости Центрального банка, переход в активную фазу осуществления денежно-кредитной политики, совершенствование методики расчета и оценки

инфляции, а также повышение прозрачности и усиление коммуникационной политики на начальном этапе создают базовые условия для перехода на инфляционное таргетирование.

Тем не менее, имеющиеся потенциальные риски и ограничения по внедрению режима инфляционного таргетирования существенно усложняют выполнение поставленной задачи. Центральный банк будет уделять повышенное внимание укреплению прогнозно-аналитической базы, совершенствованию инструментов денежно-кредитной политики и усилению ее трансмиссионных каналов, коммуникационной политике и повышению доверия населения. Также Центральный банк консолидирует усилия профильными министерствами и ведомствами при реализации мер по обеспечению поэтапного перехода к данному режиму.

ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

По результатам проведенного исследования мы пришли к следующим выводам:

1. Денежно-кредитная политика является важнейшим направлением государственного регулирования экономики. Формирование четкой денежно-кредитной политики государства является одним из необходимых условий устойчивого развития государства. Она оказывает огромное влияние как на само государство в целом, так и на каждого его гражданина в частности. Чем продуманнее будет денежно-кредитная политика государства, тем лучше будет жизнь его граждан, тем мощнее оно будет выглядеть на международной арене.

2. Денежно-кредитная политика представляет собой комплекс взаимосвязанных мероприятий, предпринимаемых государством в целях регулирования деловой активности путем планируемого воздействия на состояние кредита и денежного обращения.

3. Денежно-кредитная политика проводится с целью реализации конкретных целей: 1) регулирование темпов экономического роста; 2) смягчение циклических колебаний; 3) сдерживание инфляции; 4) достижение сбалансированности внешнеэкономических связей; 5) поддержание стабильности курса национальной валюты; 6) снижение безработицы.

4. К промежуточным целям денежно-кредитной политики государства можно отнести: 1) контроль темпа роста денежной массы; 2) контроль номинального объема производства; 3) контроль уровня цен.

5. Основные цели реализуются денежно-кредитной политикой как одним из направлений экономической политики в целом, наряду с фискальной, валютной, внешнеторговой, структурной и другими видами политики. Промежуточные цели непосредственно относятся к деятельности Центрального Банка и осуществляются в рыночной экономике в основном с помощью косвенных инструментов.

6. Методы реализации денежно-кредитной политики подразделяют на прямые (административные) и косвенные (рыночные). Прямые методы направлены на регулирование деятельности коммерческих банков в области кредитования, операций с ценными бумагами, иностранной валютой, процентной политики. Важнейшей отличительной чертой прямых методов можно считать их обязательный характер для коммерческих банков и других хозяйствующих субъектов.

7. Одним из методов регулирования денежно-кредитной сферы является таргетирование, которое представляет собой установление центральным банком верхних и нижних границ изменения денежной массы, уровня процентных ставок, инфляции, валютного курса в прогнозируемом периоде.

8. Инфляционное таргетирование означает применение операционного инструментария центрального банка в целях достижения количественного ориентира инфляции, за который орган денежно-кредитного регулирования несет ответственность. Преимущества, которые несет с собой таргетирование инфляции, объясняются спецификой его трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

9. В первой половине 2017 г. ЦБУ значительно смягчил кредитную и денежно-кредитную политику; в последующем она была ужесточена в преддверии либерализации валютного рынка в сентябре, в том числе за счет повышения ставки рефинансирования с 9 до 14 процентов. После либерализации валютного рынка ЦБУ поддерживал стабильный уровень номинального обменного курса и ставки рефинансирования. В связи с тем, что либерализация цен, вероятно, будет продолжать оказывать давление на цены в сторону повышения, потребуются проведение жесткой денежно-кредитной политики, в том числе за счет повышения ставки рефинансирования и замедления темпов накопления валютных резервов. Последнее может быть достигнуто путем объявления программы регулярных продаж иностранной валюты за счет покупаемого ЦБУ золота.

10. «Дорожные карты» по совершенствованию статистики, которые

ЦБУ, Министерство финансов и Государственный комитет по статистике планируют разработать к ноябрю 2018 года, станут важной проверкой их технических возможностей, способности к сотрудничеству, а также их приверженности реформам. Совершенствование качества и охвата данных национальных счетов будет следующей важной задачей Государственного комитета по статистике. Качество статистики рынка труда можно было бы значительно повысить, в том числе поручив Государственному комитету по статистике всю работу по сбору данных в рамках обследований рынка труда.

11. Переход к таргетированию инфляции в среднесрочной перспективе должен сопровождаться дальнейшим укреплением фактической независимости центрального банка. Прошлый опыт переходного процесса свидетельствует о том, что более высокая степень независимости центрального банка ассоциируется с более положительной динамикой инфляции, но только после того, как ценовая система пройдет через первоначальные шоки, вызванные либерализацией цен. Другие предпосылки перехода к таргетированию инфляции включают создание эффективного механизма передачи воздействия денежно-кредитной политики, развитие аналитического потенциала центрального банка и четкое информирование общественности о мерах политики.

Предложения, сформированные в ходе проведенного исследования:

1. Высшая цель денежно-кредитной политики должна способствовать обеспечению стабильного экономического роста и соответствовать стратегической цели государства. Именно степень продвижения к поставленным конечным целям следует измерять эффективность применяемых мер денежно-кредитной политики как инструмента государственного регулирования экономики.

2. В процессе реализации денежно-кредитной политики, даже при условии максимальной координации и слаженности всех механизмов, органы денежно-кредитного регулирования способны достигнуть лишь определенной степени совершенства в регулировании денежно-кредитной сферы. Во многом

эффективность монетарной политики в системе государственного регулирования экономики определяется условиями институциональной среды, в которой она реализуется.

3. Для эффективного государственного денежно-кредитного регулирования экономики должно быть реализовано стремление к равномерности распределения ресурсов по стране, чтобы территориальная концентрация банковского сектора не сказывалась на цене кредита реальному сектору экономики. Это становится все актуальнее в связи с установленными данными более активного участия малых и средних банков в кредитовании реального сектора экономики. Поэтому, они должны иметь определенную компенсацию в виде льготных условий кредитования. В этой связи, необходимо разработать механизмы, способствующие формированию оптимальной институциональной среды развития банковского сектора, в том числе, в рамках его региональной структуры, сочетающей крупные многофилиальные, средние и малые банки.

4. Кредитный рынок Узбекистана характеризуется высокой степенью сегментации, при этом госпредприятия имеют привилегированный доступ к кредиту. В валютном сегменте кредитного рынка преобладают государственные предприятия, которые получают валютные кредиты либо напрямую от государственных банков, либо в рамках операций по перекредитованию, которые осуществляются государственными структурами, прежде всего, Фондом реконструкции и развития (ФРР). Эти целевые валютные кредиты часто предоставляются на весьма льготных условиях, что отрицательно влияет на прибыльность банков. Напротив, частный сектор имеет доступ в основном только к сумовому сегменту кредитного рынка, где размер маржи по кредитам, судя по всему, отчасти отражает попытки банков компенсировать низкую маржу по льготным кредитам.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

I. Законы Республики Узбекистан, Указы и Постановления Президента, Постановления Кабинета Министров

1. Конституция Республики Узбекистан, Т.: Узбекистан, 2018 г. 80 стр.
2. Гражданский Кодекс Республики Узбекистан, Т.: Адолат, 2014 г.
3. Закон Республики Узбекистан “О Центральном банке Республики Узбекистан” от 21.12.1995 г. №154-І.
4. Закон Республики Узбекистан “О банках и банковской деятельности” от 25.04.1996 г. №216-І.
5. Закон Республики Узбекистан “О бухгалтерском учете” от 30.08.1996 г.
6. Закон Республики Узбекистан “О банковской тайне” от 18.04.2005г.
7. Закон Республики Узбекистан от 17.12.12, № ЗРУ–339 «О частных банковских и финансовых институтах и гарантиях их деятельности».
8. Закон Республики Узбекистан от 16.12.2005 г. № ЗРУ-13 «Об электронных платежах»;
9. Закон «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Узбекистан в связи с принятием дополнительных мер по обеспечению ускоренного развития предпринимательской деятельности, всемерной защите частной собственности и качественному улучшению климата» //Народное слово. 29 декабрь 2016 г., №258 (6693)
10. Указ Президента Республики Узбекистан от 12.01.2017 года № УП–4931 «О создании свободных экономических зон «Ургут», «Гиждуван», «Коканд» и «Хазарасп».
11. Указ Президента Республики Узбекистан «О дополнительных мерах по обеспечению ускоренного развития предпринимательской деятельности, всемерной защите частной собственности и качественному улучшению делового климата» УП-4848 от 5 октября, 2016 года

12. Указ Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему упрощению порядка ввоза и вывоза наличной иностранной валюты физическими лицами». № УП-5276 от 6 декабря 2017 года.

13. Указ Президента Республики Узбекистан от 07.02.17, №УП-4947 Стратегия действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах.

14. Указ Президента Республики Узбекистан от 2 сентября 2017 года №УП-5177 «О первоочередных мерах по либерализации валютной политики» либерализация валютного рынка.

15. Указ Президента Республики Узбекистан от 13 сентября 2017 года №ПП-3272 «О мерах по дальнейшему совершенствованию денежно-кредитной политики».

16. Постановление Президента Республики Узбекистан “О мерах по дальнейшему совершенствованию деятельности Национального банка внешнеэкономической деятельности Республики Узбекистан” №ПП-3383 от 13.11.2017 г.

17. Постановление Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему совершенствованию корпоративного управления в акционерных обществах с преобладающей долей государства» №ПП-2635 от 17.10.2017 г.

18. Постановление Президента Республики Узбекистан «О дополнительных мерах по совершенствованию механизма выплаты заработной платы, пенсий, пособий и стипендий». №ПП-2753. 02. 2017 г.

19. Постановление Президента Республики Узбекистан от 06.05.15, №ПП-2344 «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости коммерческих банков и развитию их ресурсной базы».

20. Постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан от 30 июня 2017 года № 449 «О внесении изменений в некоторые решения Правительства Республики Узбекистан».

21. Постановление Президента Республики Узбекистан «О дополнительных мерах по стимулированию отечественных предприятий».

экспортеров», № ПП-3157 . от 28 июля 2017 года.

22. Постановление Президента Республики Узбекистан «О дополнительных мерах по регулированию операций, связанных с движением капитала» № ПП-3333 от 17 октября 2017 года.

II. Труды и доклады Президента Республики Узбекистан

23. Мирзиёев Ш.М. Критический анализ, жесткая дисциплина и персональная ответственность должны стать повседневной нормой в деятельности каждого руководителя. Доклад на расширенном заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2016 году и важнейшем приоритетном направлении экономической программы на 2017 год. / Ш.М. Мирзиёев. – Ташкент : Ўзбекистон, 2017. - 104 с

24. Доклад Президента Республики Узбекистан Ш. Мирзиёева на торжественном собрании, посвященном 24-й годовщине принятия Конституции Республики Узбекистан «Обеспечение верховенства закона и интересов человека – гарантия развития страны и благополучия народа» от 7.12.2016 г

25. Мирзиёев Ш.М. Мы все вместе построим свободное, демократическое и процветающее государство Узбекистан. Выступление на торжественной церемонии вступления в должность Президента Республики Узбекистан на совместном заседании палат Олий Мажлиса / Ш.М. Мирзиёев. – Ташкент : Ўзбекистон, 2016. - 56 с.

26. Доклад Президента Республики Узбекистан Ш. М. Мирзиёева .Достижения науки – важный фактор развития // Нар. слово. – 2016. – 31 дек.

27. Каримов И. А. «Концепция дальнейшего углубления демократических реформ и формирования гражданского общества в стране» 13.11.2010 г.

III. Нормативные документы, регулирующие банковскую деятельность

28. Постановление Правления Центрального банка Республики

Узбекистан от 20.02.16, №4/1 «О внесении изменений и дополнения в Положение о требованиях Центрального банка Республики Узбекистан к публикуемой годовой финансовой отчетности коммерческих банков» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 15.03.16, регистрационный №1419-2).

29. Постановление Правления Центрального банка, Министерства финансов, Министерства экономики Республики Узбекистан, Государственного комитета Республики Узбекистан по приватизации, демонополизации и развитию конкуренции от 30.12.15, №332-В-1, №111, №108, №01/22-26/28 «О внесении изменения в пункт 37 Положения о порядке реализации отдельных объектов, находящихся на балансе коммерческих банков» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 12.01.16, регистрационный №2589-1).

30. Постановление Правления Центрального банка Республики Узбекистан от 28.12.15, №35/6 «О внесении изменений и дополнений в Положение о выпуске и обращении облигаций Центрального банка Республики Узбекистан для юридических лиц» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 13.01.16, регистрационный №1140-3).

31. Постановление Правления Центрального банка, Министерства финансов, Государственного налогового комитета Республики Узбекистан от 20.10.15, №222-В-4, №80, №2015-28 «О внесении изменений в Положение о порядке приема наличной иностранной валюты на территории Республики Узбекистан» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 29 октября 2015 г., регистрационный №1165-4).

32. Постановление Правления Центрального банка Республики Узбекистан от 10.10.15, №29/3 «О внесении изменений в Положение о порядке бухгалтерского учета кредитов в коммерческих банках» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 20.10.15, регистрационный №1435-1).

33. Постановление Министерства финансов, Правления Центрального банка, Государственного налогового комитета Республики Узбекистан от 14.09.15, №79, №336-В, №2015-29 «Об утверждении Положения о порядке применения льготы по налогу на прибыль юридических лиц коммерческими банками в зависимости от доли долгосрочного инвестиционного финансирования в структуре кредитного портфеля» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 29.09.15, регистрационный №2716).

34. Постановление Правления Центрального банка Республики Узбекистан от 05.09.15, №24/8 «О внесении изменения и дополнения в Положение об аудиторской проверке банков в Республике Узбекистан» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 16.09.15, регистрационный №982-2).

35. Постановление Правления Центрального банка, Государственного таможенного комитета Республики Узбекистан от 22.08.15, №249-В-1, №01-02/19-39 «О внесении изменения в пункт 14 Положения о порядке ввоза и вывоза наличной национальной валюты Республики Узбекистан» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 04.09.15., регистрационный №1326-1).

36. Постановление Правления Центрального банка Республики Узбекистан от 22.07.15, №19/6 «О признании утратившими силу Положения о требованиях к управлению ликвидностью коммерческого банка, а также изменения и дополнения к нему» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 13.08.15, регистрационный №559-2).

37. Постановление Правления Центрального банка Республики Узбекистан от 22.07.15, №19/10 «О внесении изменений и дополнений в Положение о корпоративном управлении в коммерческих банках» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 13.08.15, регистрационный №943-4).

38. Постановление Правления Центрального банка Республики

Узбекистан от 22.07.15, №19/8 «О признании утратившими силу Положения о максимальном размере риска на одного заемщика или группу взаимосвязанных заемщиков, а также изменений и дополнений к нему» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 05.08.15, регистрационный №557-8).

39. Постановление Правления Центрального банка Республики Узбекистан от 22.07.15, №19/13 «О внесении изменений в Указание по применению Перечня сроков хранения документов, образующихся в деятельности коммерческих банков» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 05.08.15, регистрационный №951-5).

40. Постановление Правления Центрального банка Республики Узбекистан от 13.06.15 года № 14/5 «Об утверждении Положения классификации о порядке классификации качества активов и формирования резервов на покрытие возможных потерь по активам, а также использование в коммерческих банках» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 14.07.15, регистрационный №2696); Собрание законодательства Республики Узбекистан, раздел-5, ст. 374, №28(684) от 20.07.15 (нормативный акт не русифицирован).

41. Постановление Правления Центрального банка Республики Узбекистан от 11.07.15, №17/1 «О внесении изменений в Инструкцию об организации работы по денежному обращению банками Республики Узбекистан» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 15.07.15, регистрационный №1518-3).

IV. Основная литература

42. Банковское дело: учебник для студентов высших учебных заведений, обучающихся по финансово-экономическим специальностям / под ред. Г.Г. Коробовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва: Магистр: ИНФРА-М, 2012. , 720 с.

43. Банковское дело: учебник / под ред. Г.Г. Коробовой. М.: Магистр,

2011. – 320 с.

44. Банковское дело: учебник / Под ред. О.И. Лаврушина. М.: КНОРУС, 2011. – 760 с.

45. Балабанов И. Т.. «Банки и банковская деятельность» // С. – Петербург, Изд. «ПИТЕР», 2001г. - 345 с.

46. Белоглазова, Г.Н. Организация деятельности Центрального банка: Учебное пособие / Под ред. Г.Н. Белоглазовой, Н.А. Савинской – СПб. Б.И.: 2000 – 280 с.

47. Костерина Т.М. Банковское дело: учебник для бакалавров. М.: Юрайт-Издат, 2012. 345 с.

48. Жарковская Е.П. Банковское дело: учебник для студентов высших учебных заведений, обучающихся по специальности "Финансы и кредит" / Е.П. Жарковская. – 8-е изд., стер. – Москва: Омега-Л, 2011. – 320 с.

49. Жуков Е. Ф. «Банки и банковские операции» // М., Изд. «ЮНИТИ», 1997г. - 580 с.

50.Зубченко Л.А. “Новые тенденции в развитии банковского маркетинга”. [http\\ www.strateg.ru](http://www.strateg.ru).

51. Никитина Т.В. Банковский менеджмент. – СПб.: Питер, 2002 г.. – 160с.

52. Рубинштейн Т.Б., Мирошкина О.В. Развитие банковской системы и инновационные банковские продукты (пластиковые карты). М.: Гелиос АРВ, 2002.

53.Солодкая М.С. Надежность, эффективность, качество систем управления / www.credo.ru.

54.Лаврушин, О.И. Деньги, кредит, банки: Учебник – Под ред. О.И. Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 2000. 389 с.

55. Лаврушин, О.И. Банковское дело / О.И. Лаврушин. – М.: Финансы и статистика, 2006 – 768 с.

56. Лаврушин О.И. Управление деятельностью коммерческого банка (Банковский менеджмент): Учебник. –М: Юристъ, 2002.- 820 с.

57. Майкл Мескон, Майкл Альберт, Франклин Хедоури. Основы Менеджмента (Management) = Management / пер. Л. И. Евенко. — М.: Дело, 1997. — 704 с. — (Зарубежный экономический учебник). — 12 000 экз. — ISBN 5-7749-0047-9 (0060444150).

V. Дополнительная литература

58. Abdou H. & Pointon J. (2011) «Credit scoring, statistical techniques and evaluation criteria: a review of the literature» – *Intelligent Systems in Accounting: Finance & Management*, 18 (2-3), p. 170.

59. Yuriy Zaychenko, Ovi Nafas Aghaei Agh Ghamish – “Financial analysis and creditability estimation of borrowers – corporations under uncertainty” // *International Journal “Information Theories and Applications”*, Vol. 21, Number 3, 2014, pages 466.

60. Altman E.I. Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporation / E.I.Altman, R.G.Haldeman, P.Narayanan // *Journal of Finance*. – 1968. – №23. p. 190.

61. Chesser, Delton «Predicting loan noncompliance», *Journal of commercial bank lending*, 1974. p. 105.

62. Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2007. — 495 с. — (Б-ка словарей "ИНФРА-М").

63. Ларионова, И.В. Риск–менеджмент в коммерческом банке: Монография. – М.: КНОРУС, 2014. – 147 с.

64. Питер С. Роуз. Банковский менеджмент. Пер с англ. Со 2-го изд. - М.: Дело Лтд, 1995. - 768 с.

VI. Периодические и статистические материалы

65 Центральный банк – «Ситуация в денежно-кредитной сфере и основные направления монетарной политики» с 2011-2017 гг. (<http://cbu,uz/>)

66. Устав Национального банка внешнеэкономической деятельности

Республики Узбекистан, утвержденный Постановлением Кабинета Министров №45 от 21.01.1993г.

67. Арипов О.А. Приоритетные направления развития малого бизнеса и предпринимательства в Узбекистане // Российское предпринимательство. – 2017. – Том 18. – № 24. – doi: 10.18334/гп.18.24.38638.

68. Статистические данные Всемирного Банка: Data – Uzbekistan – World Development Indicators – Databank.

69. Методика скоринг-анализа оценки финансового состояния и кредитоспособности потенциальных заемщиков с образованием юридического лица в Узначбанке, утверждено Правлением Национального банка внешнеэкономической деятельности Республики Узбекистан от 26.08.2011г. рег. №373.

70. Годовой отчет Национального банка внешнеэкономической деятельности Республики Узбекистан за 2016 и 2015 год (на узбекском и английском языках).

71. Консолидированная финансовая отчетность и Отчет независимых аудиторов Национального банка внешнеэкономической деятельности Республики Узбекистан за 2011-2016 гг.

72. Статистические данные Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике (документы служебного пользования).

VII. Интернет-сайты

73. <http://cbu.uz/>

74. <https://data.gov.uz/ru/>

75. [http:// www.finance.uz/](http://www.finance.uz/)

76. <http://nbu.uz/>

77. <http://www.lex.uz/>

78. <http://data.worldbank.org/>

79. <http://www.uzdaily.uz/>

80. <http://www.stat.uz/>