

## **Инфляционное таргетирование в Узбекистане: необходимость, предпосылки и вызовы**

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

Сентябрь 2018

**Содержание настоящей работы выражает личные мнения и взгляды авторов и может не совпадать с официальной позицией Центрального банка Узбекистана. Центральный банк Узбекистана не несет ответственности за содержание работы. Любое воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.**

### **Аннотация**

В данной работе раскрываются теоретические аспекты и преимущества инфляционного таргетирования в реализации денежно-кредитной политики, международный опыт по его внедрению, а также вызовы, с которыми сталкивается Центральный банк Узбекистана. С практической точки зрения оцениваются возможности и основные приоритеты денежно-кредитной политики в средне- и долгосрочной перспективе в Узбекистане. Особый упор сделан на всесторонний анализ институциональных предварительных условий и инструментарий, необходимых для успешного внедрения полномасштабного инфляционного таргетирования. Данная работа подготовлена для стимулирования дискуссии об актуальности внедрения инфляционного таргетирования в Узбекистане.

**Ключевые слова:** инфляционное таргетирование, денежно-кредитная политика, центральный банк, Узбекистан.

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

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

September 2018

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

### **Abstract**

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

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

## Содержание

Введение .....	4
Генезис инфляционного таргетирования и его актуальность .....	4
Международный опыт таргетирования инфляции .....	9
Предпосылки и предварительные шаги в начале подготовительного периода .....	15
Необходимые условия перехода к инфляционному таргетированию .	19
Вызовы для успешного перехода .....	29
Заключение .....	30
Литература .....	32

## **Введение**

Переход к новому этапу развития экономики с активизацией структурных преобразований во всех секторах экономики и коренным совершенствованием инструментов макроэкономического регулирования стал важным импульсом в пересмотре и переосмыслении принципов и направлений денежно-кредитной политики.

Принимая во внимание то, что важным условием обеспечения устойчивого и сбалансированного экономического роста, а также повышения благосостояния населения страны является стабильно низкая инфляция, ценовая стабильность была определена как основная задача Центрального банка Узбекистана. Стабильная и низкая инфляция создает предсказуемые экономические условия для принятия населением и бизнесом решений относительно производства, инвестиций, сбережений и потребления.

Достижение цели по обеспечению стабильности цен требует наличия конкретной стратегии и подробного плана реализации комплекса мер денежно-кредитной политики, а также набора действенных инструментов и механизмов. В свою очередь, Центральный банк Узбекистана, трансформируясь в современный институт и применяя передовой международный опыт, приступил к разработке и реализации новой денежно-кредитной политики, соответствующей текущим вызовам и реалиям.

## **Генезис инфляционного таргетирования и его актуальность**

Как известно, обеспечение социально-экономического развития требует от государства проведения эффективных налогово-бюджетной, денежно-кредитной и структурной политик. Любая экономика устойчиво развивается только при условии наличия макроэкономической стабильности, элементами которой являются сбалансированный бюджет, низкая инфляция и стабильность внешнего сектора экономики.

Во всем мире задача по обеспечению стабильности цен традиционно возлагается на центральный банк, потому что воздействие на совокупный спрос в экономике лучше всего удается денежно-кредитной политике.

При проведении денежно-кредитной политики центральные банки используют, в основном, один из четырех режимов: валютное таргетирование, монетарное таргетирование, инфляционное таргетирование и режим без номинального якоря.

Почему Центральный банк Узбекистана решил перейти к таргетированию инфляции?

Выбор **валютного таргетирования**<sup>1</sup> означал бы отказ от активной денежно-кредитной политики и повысил бы зависимость от внешних условий. Такой режим, в основном, используется в странах, где экономика почти полностью зависит от сырьевого экспорта (например, нефти).

В рамках данного режима центральный банк поддерживает курс национальной валюты на определенном уровне посредством постоянных интервенций. Однако, в случае ухудшения внешнеэкономической ситуации, поддержание курса создает значительное давление на золотовалютные резервы, что может привести к девальвации и дестабилизации внутреннего валютного рынка. Управляемый валютный курс не позволяет ему выполнять роль автоматического стабилизатора, сглаживающего внешние шоки, и делает экономику уязвимой к изменению внешних условий.

При этом режиме у центрального банка сужается возможность проведения независимой денежно-кредитной политики на основе внутренних приоритетов, так как макроэкономическая ситуация и финансовая стабильность внутри страны в значительной степени зависят от внешних условий. В этом случае, усилия центрального банка направлены только на поддержание обменного курса национальной валюты на уровне, необходимом для нивелирования влияния шока условий торговли.

**Режим монетарного таргетирования**, скорее всего, не принес бы ожидаемых результатов. В условиях переходного периода – проведения структурных реформ в экономике, ее интеграции в мировые экономические отношения и нестабильного спроса на деньги данный режим столкнулся бы с трудностями. В такой ситуации

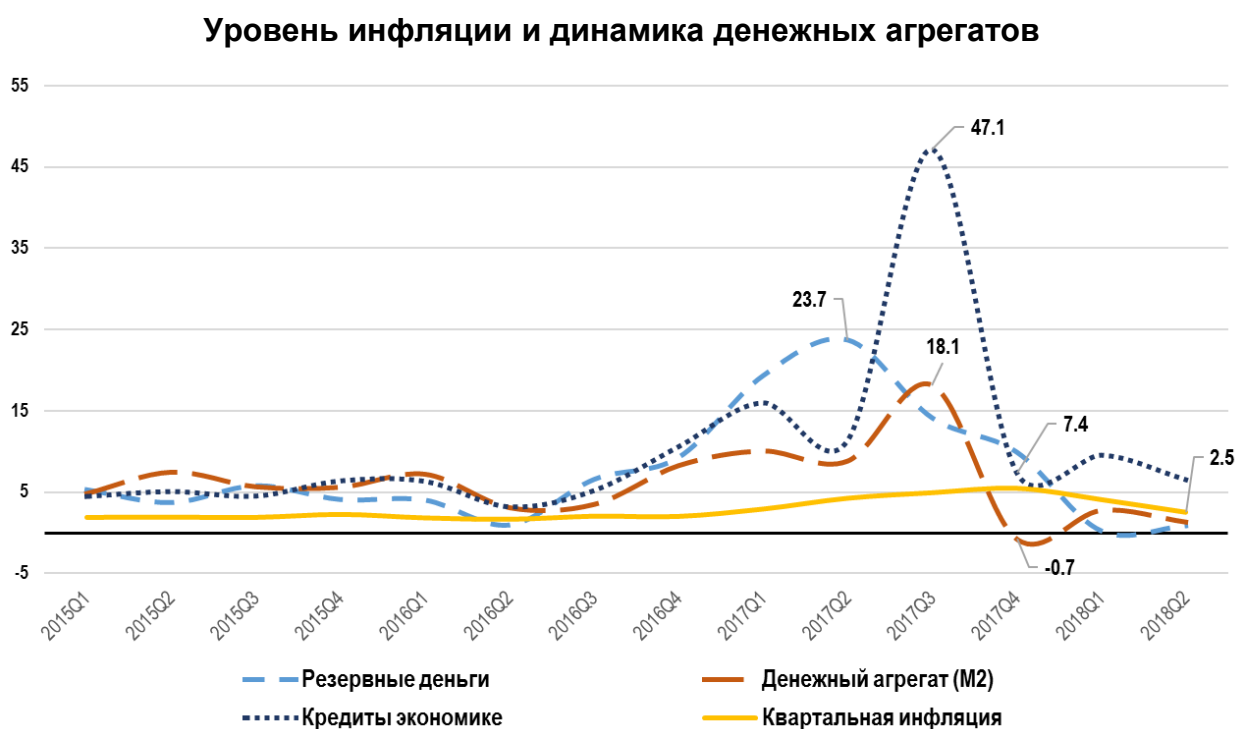
---

<sup>1</sup> Особенности этого и других режимов подробнее рассматриваются в Концепции развития и осуществления денежно-кредитной политики Центрального банка Республики Узбекистан на среднесрочную перспективу.

происходят структурные изменения в денежной массе и взаимозависимость между денежными агрегатами и инфляцией становится неустойчивой. Также при этом режиме усложняется коммуникация с общественностью, так как центральному банку будет сложно выполнять целевые показатели по денежным агрегатам и объяснять данные отклонения.

Анализ влияния денежно-кредитных показателей на уровень инфляции в Узбекистане показывает, что под воздействием структурных изменений в экономике наблюдается изменение временных лагов, степени и продолжительности влияния монетарных факторов на инфляцию. В частности, продолжительность влияния монетарных факторов на уровень цен удлиняется до семи кварталов при сохранении стабильности периода достижения их наибольшего воздействия (с лагом в 2 квартала).

Рис. 1



Источник: расчеты авторов.

Следует отметить, что несмотря на некоторое возрастание степени воздействия монетарных факторов на инфляцию в конце выборки, их влияние в абсолютном значении остается небольшим. В определенных выборках точечная оценка показала негативную корреляцию между денежными агрегатами и инфляцией.

При изменении выборок с добавлением периода активной фазы денежно-кредитной политики наблюдается некоторое повышение воздействия монетарных факторов (особенно агрегата M2) на динамику цен, хотя в абсолютном значении влияние остается незначительным.

В условиях активного развития финансовых рынков, глобализации и высокого уровня долларизации экономики эффективное управление денежными агрегатами становится трудновыполнимой задачей. Даже успешно контролируя изменение денежной базы, центральному банку, как правило, не удается управлять широкой денежной массой. Как следствие, частые отклонения от промежуточной цели по широкой денежной массе подрывают доверие к денежно-кредитной политике центрального банка.

**Режим без номинального якоря** наиболее предпочтителен в странах с низким уровнем инфляции, где в силу ее инерционности наблюдается существенный временной лаг между мерами денежно-кредитной политики и достижением ее результатов. Также этот режим используется в странах, где национальная валюта является мировой резервной валютой.

Многие центральные банки стали применять инфляционное таргетирование в качестве практического ответа на неэффективность вышеперечисленных режимов денежно-кредитной политики, а не как проявление нового экономического мышления. Четкое определение приоритетов денежно-кредитной политики при данном режиме, повышение полномочий и ответственности центрального банка за обеспечение стабильности цен, а также высокая транспарентность и независимость его действий повышают доверие рынков к центральному банку и стабилизируют инфляционные ожидания населения и бизнеса.

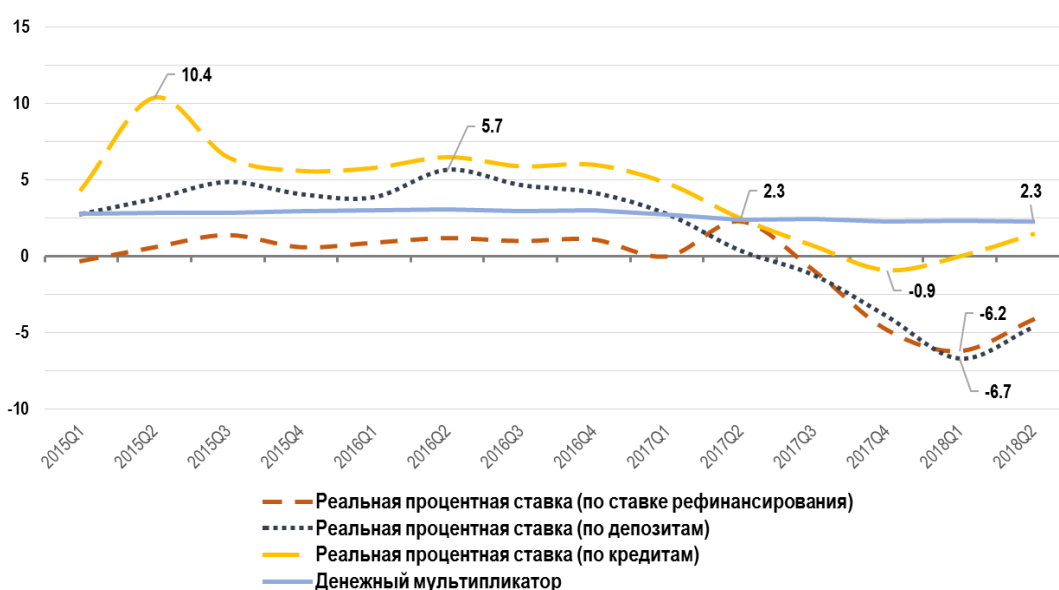
Инфляционное таргетирование зарекомендовало себя как гибкий режим. Несмотря на шоки, данный режим хорошо адаптируется к меняющимся условиям. Кроме того, данный режим предполагает большую свободу действий для центрального банка в достижении целевых показателей по инфляции. Центральный банк может более

гибко реагировать на изменение спроса и сглаживать разрывы выпуска, вызванные бизнес-циклами и различными шоками.

### Реальные процентные ставки и денежный мультипликатор

Со II квартала 2017 года в экономике наблюдалось снижение реальных процентных ставок. С теоретической точки зрения, данный процесс должен был сопровождаться увеличением денежного мультипликатора. Однако в наблюдаемом периоде данный показатель демонстрировал неизменную динамику. Негативные реальные процентные ставки снижают сберегательную активность населения и бизнеса и стимулируют потребление.

#### Динамика реальных процентных ставок и денежного мультипликатора



Источник: расчеты авторов.

С 2018 года наблюдается рост реальных процентных ставок (сокращается негативный разрыв между номинальной процентной ставкой и инфляцией), что свидетельствует о развитии процентного канала.

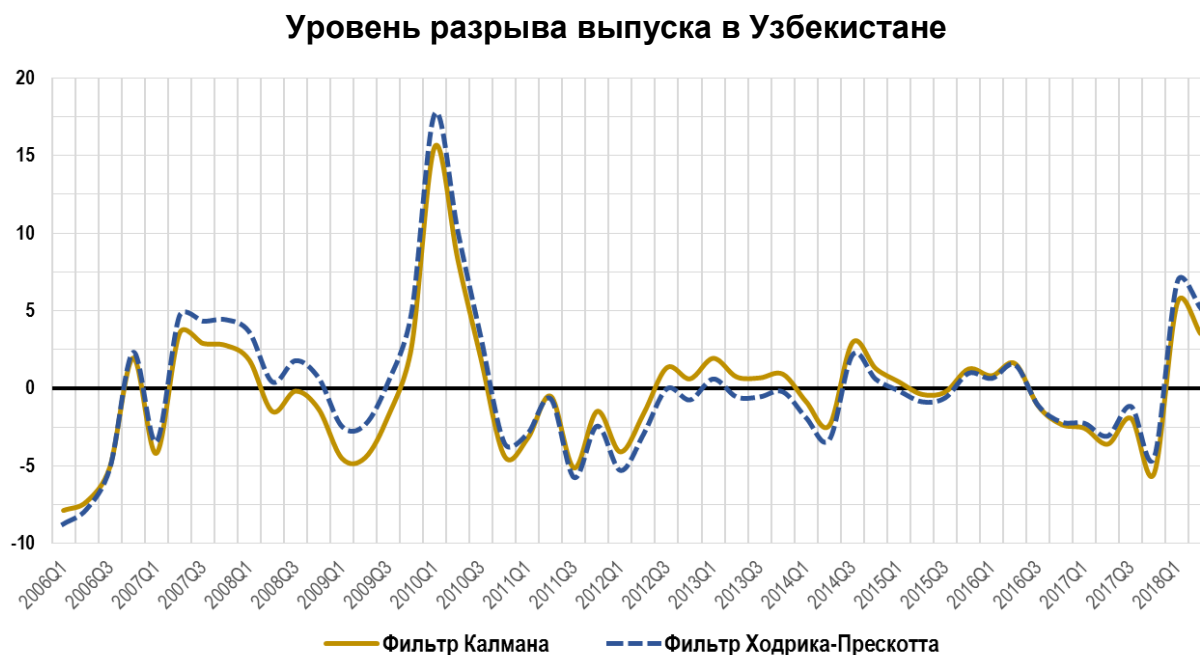
Неразвитость финансового рынка, в том числе рынка государственных ценных бумаг, замедляет процесс мультипликации финансовых ресурсов в экономике, усложняя роль коммерческих банков в данном процессе.

Определение сущности инфляционных процессов в результате макроэкономических изменений требует тщательного изучения природы шоков, возникающих как со стороны предложения, так и со стороны спроса. В условиях реформирования экономики, развития отраслей и регионов шоки спроса, в основном, формируются под



влиянием таких факторов, как увеличение государственных расходов, финансирования программ развития и кредитования экономики.

Рис. 2



Источник: расчеты авторов.

Как показывает предварительный анализ, начиная с IV квартала 2017 года в Узбекистане наблюдается увеличение положительного разрыва выпуска (рис. 2). Это может свидетельствовать о функционировании экономики выше своего потенциала и, как следствие, усилении инфляции спроса<sup>2</sup>. В этих условиях таргетирование инфляции наиболее эффективно справляется с проинфляционными рисками, а также сокращает и сглаживает волатильность разрыва выпуска, удерживая при этом выпуск в области своего тренда и потенциала.

### Международный опыт таргетирования инфляции

В 1989 году **Новая Зеландия** стала первой страной, внедрившей простую версию инфляционного таргетирования. В 1970-х и 1980-х в данной стране наблюдалась волатильная инфляция. Основным драйвером инфляции в течение этого периода были государственные расходы на фоне, в целом, мягкой денежно-кредитной политики. Были эпизоды, когда денежно-кредитная политика становилась жесткой. Однако правительство не было заинтересовано в краткосрочном

<sup>2</sup> В связи с ростом совокупного спроса без соответствующего увеличения объемов производства.

падении выпуска и росте безработицы, вызванным дезинфляцией, и поэтому вновь смягчало денежно-кредитную политику.

В конце концов, правительство решило, что обуздание высокой инфляции является приоритетной задачей. Переход к новому режиму денежно-кредитной политики происходил параллельно с более широкими реформами государственного сектора Новой Зеландии.

Четырьмя ключевыми аспектами нового режима стали: операционная независимость, прозрачность, ценовая стабильность в качестве единой цели и наделение управляющего Резервного банка Новой Зеландии полномочиями и возложение на него персональной ответственности за обеспечение стабильности цен.

В результате, инфляция была быстро доведена до однозначного уровня – менее чем 2% в 1992 году. На первоначальном этапе Резервный банк активно использовал канал обменного курса. Со временем, учитывая то, что иногда достижение цели по инфляции сопряжено с большими нежелательными потерями для реальной экономики, при проведении денежно-кредитной политики Резервный банк стал применять более гибкий подход, который допускает некоторое отклонение фактической инфляции от цели, если это позволяет избежать излишней нестабильности в выпуске, процентных ставках и обменном курсе.

В **Израиле** до начала 1990-х обменный курс служил в качестве главного номинального якоря денежно-кредитной политики, влияющего на инфляционную среду. В первой половине 1990-х значение обменного курса в качестве якоря денежно-кредитной политики уменьшилось. В середине 1997 года валютный коридор был значительно расширен и валютный курс фактически стал плавающим. С 1997 года денежно-кредитная политика уже осуществлялась в рамках инфляционного таргетирования с плавающим курсом и процентной ставкой Банка Израиля в качестве ее основного инструмента.

Важным моментом внедрения инфляционного таргетирования в Израиле стало совместное установление правительством и центральным банком цели по инфляции. Более того, цели по инфляции устанавливались в тесной увязке с целями по бюджету. Такой подход обязывал правительство учитывать инфляцию при

определении бюджетной политики и гарантировал, что государство не будет раздувать расходы.

Создание низкоинфляционной среды в Израиле было бы невозможным без координации денежно-кредитной и фискальной политик. Помимо того, что Банк Израиля публикует отчет об инфляции, где в случае отклонения инфляции от таргета объясняются его причины, Министерство финансов публикует фискальный отчет, где освещается текущая ситуация с исполнением бюджета относительно утвержденных параметров. В случае, если показатели бюджета не выполняются, то правительство решает какие корректирующие меры следует предпринять. Таким образом, существует механизм, предотвращающий фискальное доминирование, то есть обременение денежно-кредитной политики задачами по финансированию дефицита бюджета в результате плохого управления государственными финансами.

Несмотря на сложные экономические условия, таргеты по инфляции в среднем достигались с большой точностью. Это доказало способность израильского центрального банка удерживать инфляцию и соответственно заякоривать инфляционные ожидания. Банк Израиля получил доверие рынков, а международные рейтинговые государства улучшили инвестиционный рейтинг Израиля.

**Турция** официально перешла к инфляционному таргетированию в 2006 году. Этому предшествовал подготовительный период, когда Центральный банк Турции работал над выполнением необходимых условий для успешного перехода к инфляционному таргетированию. В начале 2000-х ползущая привязка обменного курса потерпела крах и турецкая лира сильно девальвировала. В конце 2001 года годовая инфляция подскочила до 68%. Высокая текущая инфляция, а также ее высокие показатели в прошлом усиливали инфляционные ожидания.

Центральному банку предстояло подготовить соответствующую институциональную инфраструктуру для инфляционного таргетирования, в том числе требовавшего укрепление прогнозно-аналитического потенциала. Кроме того, структурные изменения, происходившие на тот момент в турецкой экономике, создавали большую неясность относительно динамики инфляции и

функционирования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Серьезным вызовом для инфляционного таргетирования стало фискальное доминирование, спровоцированное значительным ростом государственного долга в связи с реструктуризацией банковской системы в 2001 году. На тот момент проблемы устойчивости долга и его рефинансирования были приоритетными, что сужало возможности для активной денежно-кредитной политики. Высокий уровень долларизации турецкой экономики также снижал эффективность денежно-кредитной политики.

Тем не менее, на тот момент Турция удовлетворяла одно из важных условий перехода к инфляционному таргетированию. Это независимость Центрального банка от правительства и других органов государственной власти при проведении денежно-кредитной политики.

Наряду с активизацией коммуникационного канала, который стал все более эффективно влиять на инфляционные ожидания, решающим фактором их снижения и всего процесса дезинфляции стало осознание роли фискальной дисциплины. На практике это выразилось в совместном установлении Центральным банком Турции и правительством цели по инфляции, а также в координации ими усилий и приверженности ценовой стабильности.

После 2001 года фискальная дисциплина вкупе с последовательной денежно-кредитной политикой позволили относительно в сжатые сроки заякорить инфляционные ожидания, заслужить доверие экономических агентов и значительно снизить рост цен. В результате, уже по итогам 2005 года инфляция снизилась до 7,7%.

До 2009 года Турция успешно таргетировала и контролировала инфляцию, пока в ответ на глобальный финансовый кризис не началось агрессивное фискальное стимулирование экономики. Вопреки существующему консенсусу о том, что денежно-кредитная политика не должна быть инструментом стимулирования экономического роста, Центральный банк Турции сильно смягчил ее для восстановления экономики от последствий кризиса.

Начиная с 2010 года Центральный банк Турции перестал уделять должное внимание своей главной цели – обеспечению стабильности цен – и стал фокусироваться на других проблемах, в том числе росте банковского кредитования, движении капитала, дефиците счета текущих операций и т.д. Денежно-кредитная политика стала недостаточно жестко реагировать на инфляцию, что ослабило роль номинального якоря, усилило инфляционные ожидания и повысило волатильность на финансовых рынках.

Под политическим давлением, требующим низких процентных ставок, Центральный банк позволил рыночным ставкам отклониться от своей процентной ставки и динамика реальных процентных ставок перестала реагировать на рост инфляции.

Начиная со второго квартала 2018 года рынки ожидали, что Центральный банк Турции поднимет свою процентную ставку в ответ на ускоряющуюся двухзначную инфляцию и возрастающее давление на лиру. Однако повышения ставки не произошло, так как Центральный банк Турции оказался в ситуации, ограничивающей его возможности по принятию независимых решений. Это вызвало немедленную негативную реакцию рынков, что в значительной степени способствовало обесценению лиры.

Ухудшение ситуации все-таки вынудило Центральный банк Турции в дальнейшем ужесточить денежно-кредитную политику. Запоздалое решение привело к большим негативным последствиям для экономики и подорвало доверие рынков к Центральному банку.

Турецкий опыт показывает, что успешное достижение и поддержание ценовой стабильности до 2009 года стало возможным благодаря поддержанию строгой фискальной дисциплины, предоставлению автономии центральному банку и сосредоточению его усилий на стабилизации инфляции. Однако позже данные достижения были сведены на нет нерыночным макроэкономическим управлением и ослабшей независимостью Центрального банка.

Банк **России** с 2006 года поэтапно переходил к инфляционному таргетированию, совершенствуя инструментарий по управлению ликвидностью, постепенно расширяя валютный коридор и развивая внутренний потенциал моделирования и прогнозирования. В 2014 году

резкое падение мировых цен на нефть и масштабный отток капитала в связи с введением международных санкций привели к ослаблению рубля, повышению его волатильности и росту инфляционных и девальвационных ожиданий.

Инфляция, прежде всего, подстегивалась шоками со стороны обменного курса, поскольку потребительская корзина в России, в значительной степени состоит из импортируемых товаров. Российские ответные санкции (запрет на импорт) вызвали дополнительные шоки предложения.

На фоне вышеуказанных событий, а также падения инвестиционной активности, российская экономика столкнулась, с одной стороны, замедлением экономического роста, с другой – с ускорением инфляции.

В этих условиях Банк России, во-первых, перешел к плавающему валютному курсу, который вкупе с введением бюджетного правила в дальнейшем позволил снизить зависимость рубля от колебаний цен на нефть. Во-вторых, Банк России ужесточил денежно-кредитную политику, резко подняв ставку до 17%, и в последующем сохранял умеренно жесткую денежно-кредитную политику. Кроме того, для того, чтобы компании и банки не столкнулись с дефицитом иностранной валюты в связи с утратой доступа на мировые финансовые рынки, Банк России увеличил объемы предложения валютной ликвидности кредитным организациям. Параллельно были приняты меры по поддержанию финансовой стабильности, в том числе путем усиления регулирования и надзора на финансовом рынке и очищения рынка от неустойчивых игроков.

В результате данных мер, удалось в сжатые сроки предотвратить рост инфляции, стабилизировать инфляционные ожидания и ситуацию на финансовом рынке. Уже в 2017 году Банк России достиг цели по инфляции 4%.

Успешный переход к инфляционному таргетированию в России стал возможен благодаря компетентным и последовательным действиям Банка России, а также эффективному взаимодействию с правительством. «Ингредиентами» данного успеха стали переход к плавающему валютному курсу, адекватное и своевременное реагирование денежно-кредитной политики в ответ на инфляционные

риски, поддержание устойчивости финансового сектора, независимость центрального банка вкупе с реализацией жесткого бюджетного правила, и активная информационная политика.

### **Предпосылки и предварительные шаги в начале подготовительного периода**

Как показывает опыт стран, осуществивших переход к инфляционному таргетированию, они проходили через подготовительный процесс, который сопровождался преодолением многих трудностей. Принимая во внимание международную практику, а также отсутствие базовых условий для применения инфляционного таргетирования в Узбекистане, было принято решение о поэтапном переходе к данному режиму в средне- и долгосрочной перспективе.

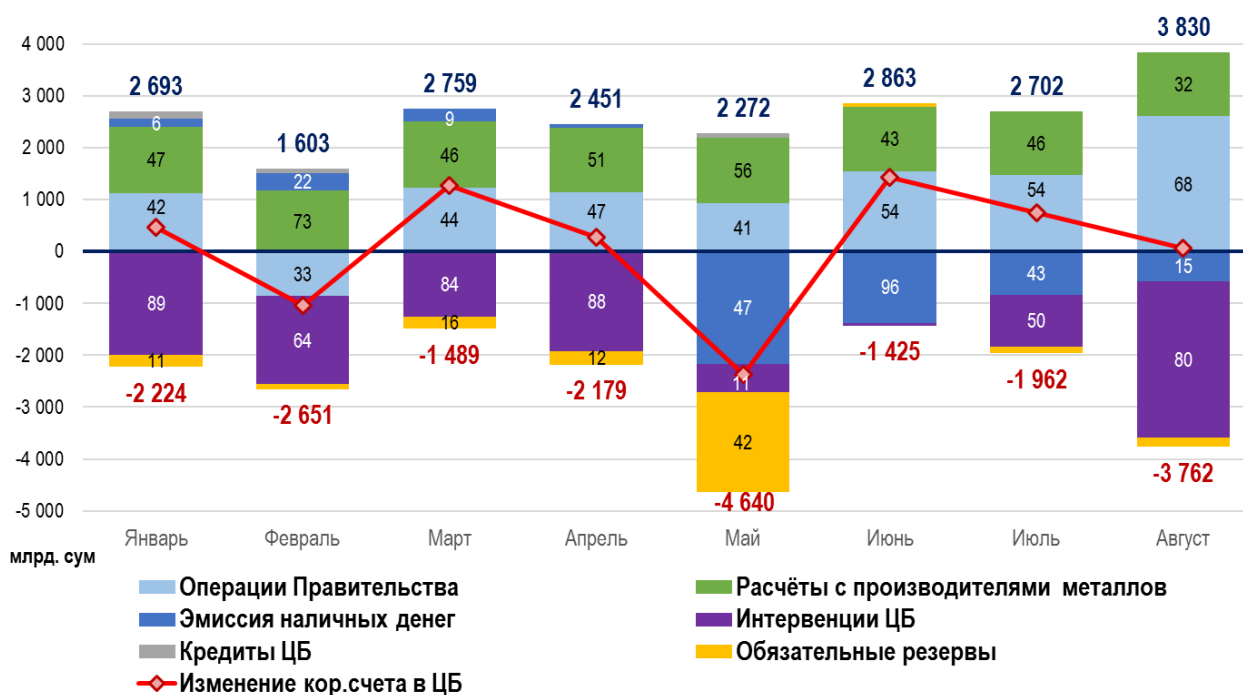
Следует отметить, что понимание руководством Узбекистана необходимости перехода к инфляционному таргетированию было первым шагом в этом направлении.

Важным изменением институционального характера стал пересмотр структуры Центрального банка. Так, в его структуре были созданы Департамент статистики и исследований, Департамент монетарных операций, Департамент международного сотрудничества и коммуникаций и Департамент валютного регулирования и платежного баланса и другие.

Впервые за многие годы, стали предприниматься реальные практические шаги по применению и совершенствованию инструментов денежно-кредитной политики. Возобновились операции по предоставлению ликвидности банкам для поддержания стабильности банковской системы.

С учетом того, что управление банковской ликвидностью является неотъемлемой частью реализации денежно-кредитной политики, был внедрен постоянный мониторинг и прогнозирование изменения ликвидности, а также анализ основных факторов ее формирования. В частности, факторами изъятия ликвидности стали эмиссия наличных денег, изменение порядка обязательного резервирования коммерческими банками и интервенции Центрального банка на внутреннем валютном рынке.

### Факторы формирования ликвидности в банковской системе в 2018 г.



Источник: расчеты авторов.

Ввиду ограниченности набора рыночных процентных инструментов регулирования банковской ликвидности, а также в целях создания почвы для их дальнейшего развития, полностью пересмотрены порядок и нормативы обязательных резервов. Так, формирование обязательных резервов стало производиться исключительно в национальной валюте независимо от валюты привлеченных обязательств, унифицированы нормативы по депозитам юридических и физических лиц и повышены нормы по депозитам в иностранной валюте.

В целях повышения прозрачности межбанковского денежного рынка внедрена новая платформа, которая создала условия для более оперативного обмена информацией между его участниками. Однако межбанковский рынок пока не стал полноценной площадкой для перераспределения свободных ресурсов коммерческих банков. Планируемый запуск депозитных операций Центрального банка может значительно повысить эффективность денежного рынка и активность его участников рынка.



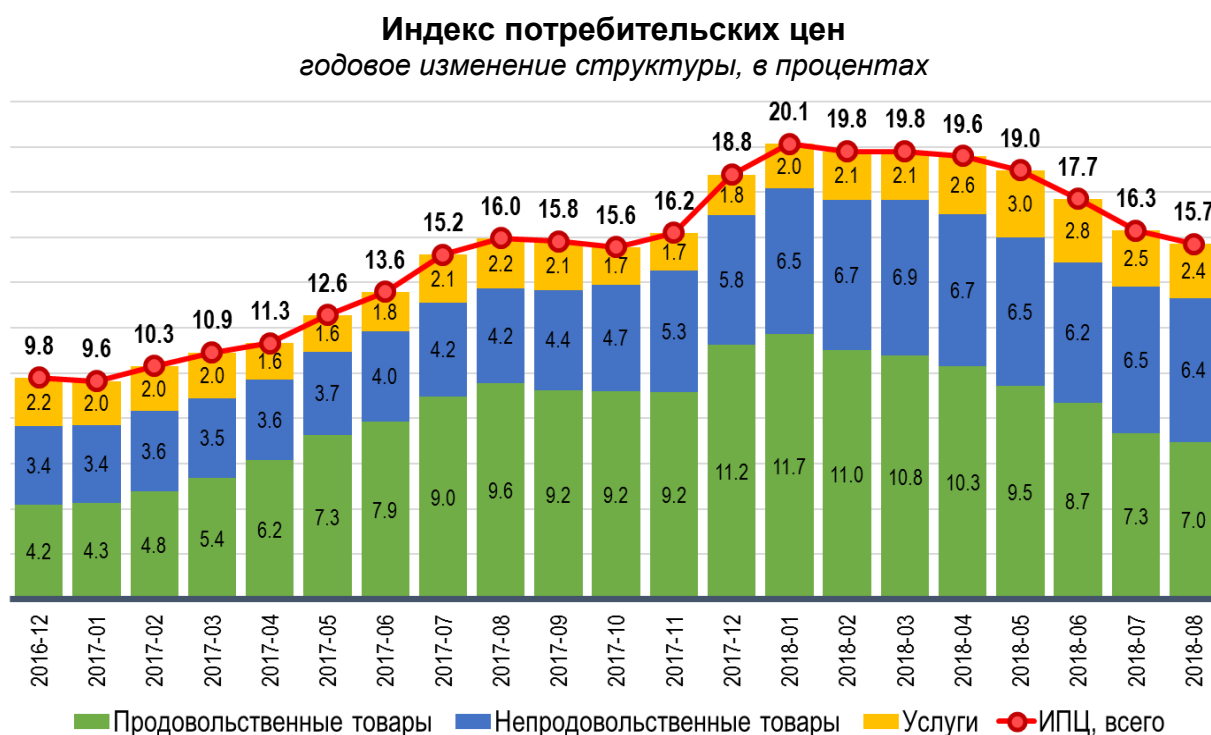
Интервенции Центрального банка на валютном рынке стали проводиться на основе принципа «нейтральности золотовалютных резервов». Данная стратегия не влияет на фундаментальный рыночный тренд курса сума и носит нейтральный характер. Интервенции направлены исключительно на стерилизацию дополнительной ликвидности в банковской системе, возникающей в результате покупки Центральным банком монетарного золота у производителей. Таким образом, Центральный банк не использует золотовалютные резервы для поддержания определенного уровня валютного курса.

Изначально предполагалось, что с помощью интервенций можно будет постоянно стерилизовать дополнительную ликвидность, но в силу сезонных факторов поступления иностранной валюты на внутренний рынок, интервенции в некоторых месяцах не были достаточны для стерилизации. Это требует пересмотра стратегии интервенций путем перераспределения объемов продажи иностранной валюты между месяцами года в зависимости от потоков валютных поступлений в республику.

В тех месяцах, в которых объемы интервенций составляют меньше среднемесячного целевого показателя из-за сезонного увеличения поступления иностранной валюты на внутренний валютный рынок, дополнительная ликвидность может быть стерилизована посредством депозитных операций Центрального банка или других инструментов изъятия ликвидности.

Кроме того, началось изучение факторов инфляции для более ясного понимания инфляционных процессов в стране. Анализ факторов инфляции показывает, что в период либерализации экономики и укрепления региональной интеграции происходит корректировка внутренних цен до уровня внешних. Первая волна корректировки затронула продовольственные товары, что объясняется высоким спросом на них в регионе.

С начала 2018 года вклад продовольственных товаров в рост потребительских цен начал постепенно уменьшаться, при увеличении доли непродовольственных товаров и услуг в структуре инфляции. К концу 2018 года ожидается корректировка регулируемых цен, что создаст дополнительную инфляционную волну (рис. 4).



Источник: Госкомстат, расчеты авторов.

Необходимость факторного анализа инфляционных процессов для всестороннего изучения обусловила:

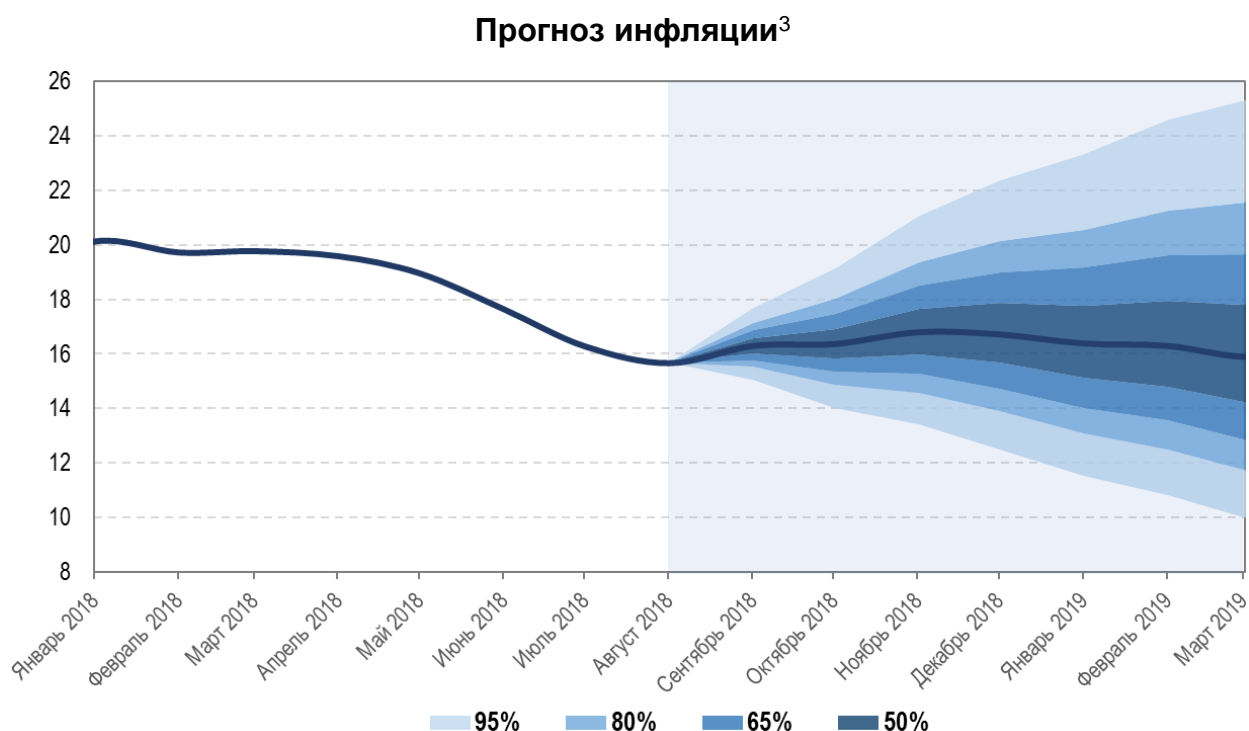
- регулярное проведение опросов населения и бизнеса для оценки их инфляционных ожиданий;
- изучение проблем реального сектора экономики в контексте адекватности **предложений**;
- переход к современным методам прогнозирования инфляции и других макроэкономических показателей.

Прогноз инфляции стал играть важную роль при принятии решений по определению направленности денежно-кредитной политики. Однако в условиях текущей неопределенности, связанной с либерализацией регулируемых цен, ожидаемой налоговой реформой, меняющимися внешними условиями, оценка прогнозных показателей инфляции требует определенной осторожности.

Согласно текущему прогнозу, годовая инфляция по итогам 2018 года ожидается в пределах 16-17% (рис. 5). Данный прогноз учитывает

дополнительное инфляционное давление от повышения регулируемых цен.

Рис. 5



Источник: расчеты авторов. Дата отсечения данных: 28.09.2018 г.

Хотя у Центрального банка уже есть определенная база для анализа и прогнозирования инфляции, она требует дальнейшего развития и расширения. При этом повышение точности прогнозов будет достигаться по мере совершенствования прогнозного инструментария и практики, а также формирования полноценной рыночной среды с конкурентным ценообразованием и завершения либерализации регулируемых цен.

### **Необходимые условия перехода к инфляционному таргетированию**

Принципиальными основами эффективного и вперед смотрящего режима денежно-кредитной политики являются институциональная структура центрального банка, его цели,

<sup>3</sup> Доверительные интервалы (*англ. confidence bands*) вокруг прогноза инфляции иллюстрируют неопределенность, связанную с прогнозными показателями. Чем светлее область вокруг центральной линии, тем выше вероятность того, что инфляция окажется в указанном диапазоне. Например, вероятность того, что инфляция окажется в диапазоне самой темной области составляет 50%. Тогда как самая светлая область означает, что вероятность реализации инфляции в этой области составляет 95%.

инструменты, стратегия, операционные цели и процедуры, а также коммуникация<sup>4</sup>.

Институциональная основа охватывает полномочия центрального банка, структуру управления и процессы принятия решений. Правовой мандат определяет цели денежно-кредитной политики и набор соответствующих инструментов. Стратегия денежно-кредитной политики определяет основные операционные цели центрального банка, а операционные процедуры – как инструменты должны применяться для достижения цели. Коммуникация центрального банка помогает общественности понимать основы режима политики, а также объясняет причины принимаемых решений и способствует формированию рыночных ожиданий.

Для эффективного проведения денежно-кредитной политики и повышения доверия к центральному банку у него должна быть конкретная и ясная **цель**. До недавнего времени целью Центрального банка Узбекистана была обеспечение стабильности национальной валюты. Однако интерпретация данной цели неоднозначна. Означает ли это поддержание обменного курса или обеспечение низкой и стабильной инфляции? Закрепление стабильности цен в качестве главной цели Центрального банка устраняет эту неясность, возлагает на него ответственность и наделяет его соответствующими полномочиями.

При инфляционном таргетировании промежуточной целью денежно-кредитной политики является прогноз инфляции, который обеспечивает связь между операционной целью и конечной целью политики, а также влияет на инфляционные ожидания<sup>5</sup>. При этом в качестве операционной цели выступает краткосрочная процентная ставка межбанковского денежного рынка, которая в достаточной степени контролируется центральным банком посредством проведения повседневных операций. Операционная цель влияет на промежуточную цель и, тем самым, способствует достижению конечной цели денежно-кредитной политики.

---

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

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

Несмотря на то, что Центральным банком Узбекистана пока не установлены конкретный уровень операционной цели и явный таргет по инфляции, он эксплицитно объявит эти цели по мере углубления межбанковского денежного рынка, активизации операций на открытом рынке, а также разработки и настройки всех аналитических инструментов и операционных процедур.

Как показывает опыт других стран, для обеспечения де-факто **независимости** и успешной модернизации основ денежно-кредитной политики важна политическая решимость со стороны правительства. Обычно, это достигается консенсусом: правительство сотрудничает с центральным банком и не пытается использовать денежно-кредитную политику для стимулирования краткосрочного экономического роста, а центральный банк сосредотачивается на обеспечении стабильности цен, принимая все решения на основе анализа и прогнозов. Некоторые страны шли к этому постепенно, поэтапно достигая взаимопонимания, тогда как другие центральные банки смогли достигнуть своих целей, несмотря на противоречия с правительством.

Независимость не означает отсутствие контроля над действиями центрального банка. Для поддержания необходимого баланса центральный банк, как правило, подотчетен парламенту страны и широкой общественности посредством реализации принципа транспарентности. Решения, принимаемые центральным банком, должны подробно разъясняться с помощью коммуникационной политики. Если инфляция отклоняется от установленной цели, центральный банк объясняет причины отклонения и объявляет о корректировках, которые могут быть внесены в денежно-кредитные условия.

Следует признать, что Центральный банк Узбекистана де-юре независим, но де-факто автономию еще предстоит доказать на практике. Только принимая компетентные решения и постоянно коммуницируя их с рынками, можно вызвать их доверие и убедить, что Центральный банк является самостоятельным органом. Однако процесс укрепления операционной независимости Центрального банка будет сопряжен с преодолением определенных трудностей.

Теория и практика показывает, что в случае наступления шоков, центральный банк должен принимать решения с ориентиром на

стабильность в долгосрочной перспективе. Эти решения могут быть непопулярными среди широкой публики и иметь в краткосрочной перспективе определенный сдерживающий эффект на экономическую активность. Тем не менее, за счет опережающих действий центральный банк способен предотвратить усиление инфляционных рисков и быстрее нивелировать негативные последствия шоков.

Когда в ответ на возрастающие инфляционные риски, центральный банк ужесточает денежно-кредитную политику и уменьшает, тем самым, доступность кредитных ресурсов, данные решения зачастую воспринимаются негативно общественностью и рынками.

В частности, решения Центрального банка Узбекистана по повышению ставки рефинансирования и резкой девальвации обменного курса сума в 2017 году изначально не были встречены положительно. Однако это были необходимые меры, которые принимались с целью корректировки дисбалансов в экономике. Не будь эти меры приняты в свое время, решение накопившихся проблем только бы откладывалось, что в дальнейшем могло бы иметь еще более негативные последствия.

Тем не менее, отзывы касательно недавнего повышения ставки показывают, что в обществе уже появляется экспертное сообщество, которое поддерживает действия Центрального банка.

Принятие непопулярных, но обоснованных решений тоже является частью денежно-кредитной политики. Принимая их, Центральный банк должен быть готов к жесткой критике со стороны общества, правительства и других государственных органов. Это будет испытанием на прочность его независимости и приверженности своей главной цели.

Следующим важным аспектом деятельности Центрального банка является активизация **инструментов денежно-кредитной политики** и укрепление **прогнозно-аналитической базы**. Как показывает опыт других стран, набор действенных инструментов денежно-кредитной политики и прогнозно-аналитический потенциал нарабатываются постепенно и эффективность приходит со временем.

Центральный банк Узбекистана, как и другие центральные банки в свое время, сталкивается с такими вызовами, как низкое качество

статистических данных, недостаточный опыт в моделировании, слабая координация при разработке макроэкономических данных и прогнозов, неразвитость трансмиссионных каналов денежно-кредитной политики.

Вместе с тем, достаточно точное прогнозирование ликвидности остается серьезным вызовом для Центрального банка Узбекистана, в основном, из-за нестабильности и плохой предсказуемости потоков бюджетных средств. Как следствие, Центральный банк затрудняется адекватно управлять ликвидностью.

При инфляционном таргетировании центральный банк должен полагаться на собственные оценки макроэкономической ситуации и внешних условий для определения направленности денежно-кредитной политики. Для этого необходима внутренняя система, которая будет служить основой для изучения как можно большего числа экономических факторов, влияющих на денежно-кредитную политику.

Процесс принятия решений в центральном банке может быть значительно улучшен путем разработки и внедрения структурированной **системы прогнозирования и анализа политики** (англ. *FPAS – Forecasting and Policy Analysis System*). Внедрение FPAS дает следующие преимущества<sup>6</sup>:

– улучшение коммуникации между специалистами, занимающимися анализом и прогнозированием, и лицами, принимающими решения. Взаимодействие происходит путем конструктивного и последовательного обсуждения прогнозов, что позволяет повысить обоснованность принимаемых решений и достичь большей согласованности в процессе их принятия;

– разработка базы данных для оценки прошлых прогнозов помогает специалистам найти те области, где требуются новые исследования и дополнительные усилия;

– развитие высокоспециализированного человеческого капитала;

---

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

– развитие базы знаний в центральном банке в области функционирования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и влияния на него возникающих шоков;

– повышение прозрачности процесса разработки прогнозов и системного подхода к проведению денежно-кредитной политики.

В целом, FPAS способствует принятию более качественных решений и укрепляет доверие к денежно-кредитной политике.

Переход к инфляционному таргетированию требует пересмотра и калибровки действующих инструментов, а также создания необходимой основы для внедрения новых инструментов, функционирующих на рыночных принципах. Это объясняется тем, что таргетирование инфляции возможно исключительно рыночными, а не директивными методами.

При этом инструменты должны быть достаточно гибкими и адаптироваться к внутренним требованиям экономики. Это требует тщательного изучения свойств и влияния всех трансмиссионных каналов денежно-кредитной политики (кредитного канала, канала ожиданий, канала цен активов и валютного канала).

Регулирование ликвидности в банковской системе является важной задачей центрального банка и требует активизации рыночных инструментов. Для достижения операционной цели центральный банк должен проводить операции предоставления и изъятия ликвидности, пытаясь приблизить процентные ставки денежного рынка к своей ключевой ставке.

Ключевая ставка используется как минимальная ставка по операциям предоставления ликвидности и максимальная ставка, по которой центральный банк готов принимать от банков средства на депозиты. Ее уровень сигнализирует направленность денежно-кредитной политики. Изменяя ключевую ставку, центральный банк влияет на краткосрочные процентные ставки на межбанковском рынке, которые, в свою очередь, оказывают воздействие на уровень долгосрочных ставок. Эффективная трансмиссия денежно-кредитной политики происходит тогда, когда рыночные ставки следуют динамике ключевой ставке. Для этого центральный банк проводит поддерживающие операции и формирует процентный коридор.



Депозитные операции и облигации центрального банка создадут нижнюю границу коридора операций. В то же время, операции по предоставлению кредитов центрального банка под залог иностранной валюты и РЕПО операции с государственными ценными бумагами послужат в качестве верхней границы коридора. Наличие эффективно функционирующего рынка государственных ценных бумаг послужит хорошим фундаментом для развития операций на открытом рынке и регулирования ликвидности в банковской системе.

Превышение рыночными ставками верхней границы коридора означает недостаток ликвидности<sup>7</sup>. В этом случае центральный банк предоставляет ее в объеме, обеспечивающим возвращение ставок в рамки коридора. Уход ставок ниже нижней границы означает избыток ликвидности в системе и центральный банк изымает ее с помощью депозитных аукционов и операций с ценными бумагами.

Введение ключевой ставки и процентного коридора Центрального банка Узбекистана несколько осложняется долгим отсутствием в обращении государственных ценных бумаг, кривая доходности которых могла бы послужить ориентиром для определения параметров операций Центрального банка на денежном рынке.

Тем не менее, Центральный банк может начать аукционные операции по предоставлению и изъятию ликвидности и таким образом определить рыночные ставки, которые, в свою очередь, могут стать ориентиром для установления ключевой ставки.

Приоритетным фактором и инструментом при инфляционном таргетировании являются **операции на открытом рынке**, которые обуславливают наличие хорошо функционирующего рынка государственных ценных бумаг и финансового рынка в целом. В этом контексте, позиция Центрального банка Узбекистана состоит в том, что Министерство финансов должно ускорить выпуск государственных ценных бумаг. Хотя Центральный банк тоже может выпустить собственные облигации, это будет менее эффективной мерой, чем облигации Министерства финансов.

---

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

Операции на открытом рынке должны быть направлены на регулирование ликвидности в соответствии с операционной целью. Как только операционная цель установлена и прогнозирование ликвидности налажено, Центральный банк может активно проводить регулярные операции на открытом рынке.

Параметры операций на открытом рынке должны определяться исходя из необходимости поддержания уровня краткосрочных процентных ставок денежного рынка вблизи операционной цели и сглаживания потоков ликвидности в банковской системе в результате операций правительства и центрального банка.

Активизация операций на открытом рынке способствует формированию кривой доходности по долговым ценным бумагам, которая будет отражать соотношение между процентной доходностью ценных бумаг и сроком их погашения. Динамика кривой доходности, в свою очередь, станет целевым ориентиром – бенчмарком для определения стоимости финансовых ресурсов на рынке.

Некоторые денежно-кредитные операции, как например, изъятие излишней ликвидности из банковской системы, будут сопровождаться определенными издержками для центрального банка. Однако это не должно быть сдерживающим фактором, так как увеличение доходов и получение прибыли от операций не является основной целью центрального банка.

В условиях перехода к инфляционному таргетированию и свободно плавающему курсу центральному банку требуется четко сформулировать **стратегию интервенций** на внутреннем валютном рынке. Заякоривание рыночных ожиданий должно происходить рыночными инструментами и коммуникационной политикой центрального банка, а не динамикой обменного курса.

Даже если курс формируется рыночными механизмами, но имеет практически неизменную тенденцию, участники рынка станут воспринимать его как фиксированный, что осложнит рыночную корректировку курса при наступлении шоков<sup>8</sup>. Поэтому центральный банк не должен препятствовать кратко- и среднесрочным колебаниям

---

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

номинального обменного курса, что будет способствовать естественной балансировке спроса и предложения.

Интервенции должны быть основаны на конкретных правилах, не влияющих на фундаментальный тренд обменного курса. Однако в экстренных случаях у центрального банка должно быть право проводить внезапную интервенцию для сглаживания чрезмерной волатильности.

Опыт других стран показывает, что денежно-кредитная политика наиболее эффективна, когда она последовательна и прозрачна. Эффективная **коммуникация** особенно важна при таргетировании инфляции, так как она помогает центральному банку завоевать доверие рынков и управлять инфляционными ожиданиями. Коммуникация включает в себя регулярное распространение всеобъемлющего набора финансовых и денежно-кредитных данных, артикуляцию центральным банком своих намерений и разъяснение причин принимаемых решений. Участники рынков должны понимать как центральный банк разрабатывает и проводит денежно-кредитную политику, включая ее цели и инструменты.

Коммуникационная политика основывается на принципе «Говори, что делаешь и делай, что говоришь», то есть центральный банк должен быть последовательным и не противоречить действиями заявлениям. Иначе он никогда не завоеует доверие рынков. Кроме того, общественность должна понимать о чем говорит центральный банк и как решения в области денежно-кредитной политики влияют на нее. В этом аспекте, немаловажную роль играет финансовая грамотность населения, которая также является объектом внимания Центрального банка Узбекистана.

В прошлом Центральный банк Узбекистана практически не проводил активную коммуникационную политику, редко объясняя причины принимаемых решений и не распространяя данные. В последнее время проводится более активная коммуникационная политика. Стали публиковаться регулярные обзоры, отчеты и доклады. Вслед за ключевыми решениями Центрального банка выпускаются пресс-релизы с подробным объяснением их сути. Но отзывы широкой публики и экспертного сообщества оказались ниже ожиданий. С одной стороны, это свидетельствует о слабом интересе

общественности к денежно-кредитной политике, а с другой – о необходимости повышения качества публикуемых материалов.

Следующей сферой, где предстоит сделать еще много работы, – это **координация** денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик и введение бюджетного правила. Внедрение механизмов бюджетного планирования является нелегкой задачей и требует подготовительного процесса. Наблюдаемая благоприятная конъюнктура на основные экспортные позиции республики на внешних рынках создает предпосылки для перехода к бюджетному правилу. Однако позиция Правительства и Министерства финансов может не совпадать с позицией Центрального банка, потому что у них могут быть свои планы, которые не предусматривают введение бюджетного правила в краткосрочной перспективе.

Положительный международный опыт показывает, что внедрение бюджетного правила наряду с созданием стабилизационного фонда служат залогом укрепления бюджетной дисциплины и макроэкономической стабильности. Во время формирования благоприятных условий для сырьевого экспорта, сверхдоходы от него будут аккумулироваться в стабилизационном фонде, а при ухудшении внешних условий – накопленные резервы будут направляться на сглаживание колебаний в государственных расходах.

В настоящее время, ввиду отсутствия утвержденных правил использования накопленных средств (на поддержку бюджета в кризисные периоды), Фонд реконструкции и развития Узбекистана не выполняет функцию сглаживания последствий волатильности сырьевых цен на бюджет. Более того, осуществление расходов ФРРУ вне рамок бюджета препятствует эффективной координации налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик, тогда как международная практика предполагает использование консолидированного учета всех расходов государства в бюджете.

В условиях экономики Узбекистана ввод бюджетного правила не может быть произведен сразу, а должен происходить постепенно с ориентированностью на долгосрочную перспективу. Таким образом, внедрение бюджетного правила не создаст угрозу для

дестабилизации макроэкономической ситуации в переходном периоде.

В период активного финансирования государством программ социально-экономического развития страны операции бюджета оказывают существенное влияние на формирование денежно-кредитных показателей. Центральный банк должен располагать необходимыми инструментами и координировать свои действия с Министерством финансов для эффективного регулирования уровня ликвидности в условиях шоков, связанных с резким изменением бюджетных потоков. В этом контексте, конструктивный диалог с Министерством финансов является частью новой коммуникационной политики Центрального банка.

### **Вызовы для успешного перехода**

Наличие у Центрального банка всех необходимых инструментов не означает успешный переход к полномасштабному инфляционному таргетированию. Насколько Центральный банк быстро перейдет к инфляционному таргетированию, во многом, зависит от качества и скорости проведения структурных реформ, в том числе развития конкурентной среды в экономике и финансового рынка, совершенствования системы государственных финансов и реформирования государственных предприятий базовых отраслей экономики.

Предстоящий выпуск государственных ценных бумаг Министерства финансов, получение суверенного рейтинга республики, а также выпуск суверенных бондов дадут хороший толчок развитию финансового рынка страны. Кроме того, приватизация государственных предприятий может стать стимулом для развития рынка корпоративных ценных бумаг.

Значительная доля льготных кредитов в структуре кредитного портфеля коммерческих банков, выделяемых в рамках государственных программ по поддержке предпринимательской деятельности и населения, а также финансированию сельского хозяйства и жилищного строительства, ограничивают воздействие денежно-кредитных инструментов через кредитный канал.

В новых реалиях коммерческие банки должны работать в другом формате и преобразоваться в современные финансовые институты, ориентированные на максимизацию прибыли. Чрезмерное присутствие государственных банков в банковском секторе наряду с привлечением банков к финансированию государственных программ негативно влияет на конкурентную среду.

Решением данной проблемы может стать приватизация банков с государственной долей, «реальная коммерциализация» их деятельности и создание Банка развития, специализирующегося исключительно на финансировании государственных программ социально-экономического развития.

Несмотря на эти вызовы и другие трудности, Центральный банк будет последовательно идти к инфляционному таргетированию.

### **Заключение**

Международный опыт показывает, что большинство стран, перешедших на инфляционное таргетирование, сделали это, потому что другие режимы денежно-кредитной политики, как например, фиксированный обменный курс, оказались несостоятельными при борьбе с инфляционными процессами, которые угрожали макроэкономической стабильности.

Переход к инфляционному таргетированию представляет собой сложный и долгий путь, на котором придется столкнуться со многими трудностями. Во-первых, структурная трансформация и развитие финансового рынка может быть долгим процессом. Во-вторых, формирование потенциала для вперед смотрящей денежно-кредитной политики требует развития аналитического потенциала центрального банка, который зависит не только от развития человеческого капитала, но и наличия качественных статистических данных. В-третьих, развитие трансмиссионных каналов денежно-кредитной политики является постепенным процессом, требующим усилий не только центрального банка, но и других ведомств и участников рынка.

Несмотря на это, для успешного внедрения инфляционного таргетирования стране-кандидату необязательно выполнять целый ряд предварительных условий. Важнее начать подготовительный процесс, чем ждать пока все условия будут удовлетворены. Но при

этом центральный банк должен взять на себя четкое обязательство, что он доведет этот процесс до конца и перейдет к полномасштабному инфляционному таргетированию. В свою очередь, правительство должно проводить скоординированную макроэкономическую политику и должно быть общее понимание того, что стабильность цен является важным условием устойчивого развития экономики.

## **Литература**

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



14. Mohsin K. (2003) Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy. IMF Working Paper.
15. The Bank of Israel (2007) Inflation Targeting Revisited.
16. The Bank of Israel. Frenkel J. Israel's Experience with Inflation.
17. The Bank of Russia's inflation challenge. BIS Papers No 89.
18. Ахмедов А., Хакимжанов С. (2015) Денежно-кредитная политика при плавающем курсе. Nalyk Finance.
19. Концепция развития и осуществления денежно-кредитной политики Центрального банка Республики Узбекистан на среднесрочную перспективу (2018) Центральный банк Республики Узбекистан.
20. Лекция Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной. Конференция МВФ в Вашингтоне. Трудный путь России к цели по инфляции (2018).
21. Обзор денежно-кредитной политики за I полугодие 2018 года (2018) Центральный банк Республики Узбекистан.
22. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов (2018) Банк России.
23. Основные направления монетарной политики на 2018 год (2017) Центральный банк Республики Узбекистан.
24. Роджер С. (2010) Таргетированию инфляции исполняется 20 лет. МВФ. Финансы & развитие.
25. Таргетирование инфляции – цели и инструменты в условиях волатильности на международных рынках (сессия 2) (2014) Деньги и Кредит 8/2014.