

Узбекистан: Переход на режим инфляционного таргетирования

НЕОФИЦИАЛЬНЫЙ ПЕРЕВОД

Муайяд аль Расаси и Эзекиль Кабесон

WP/22/229

Рабочие документы МВФ описывают исследования, проводимые автором (авторами), и публикуются с целью получения комментариев и поощрения дискуссий.

Мнения, выраженные в рабочих документах МВФ, принадлежат автору (авторам) и не обязательно отражают точку зрения МВФ, Исполнительного совета или руководства МВФ.



Рабочий документ МВФ

Департамент по Ближнему Востоку и Центральной Азии

Узбекистан – Переход на режим инфляционного таргетирования

Подготовлено Муайядом аль Расаси и Эзекиль Кабесон*

Разрешено для распространения Роном Ван Руденом

[Месяц] 2022

Рабочие документы МВФ описывают исследования, проводимые автором (авторами), и публикуются с целью получения комментариев и поддержки дискуссий.

Мнения, выраженные в рабочих документах МВФ, принадлежат автору (авторам) и не обязательно отражают точку зрения МВФ, его Исполнительного совета или руководства МВФ.

РЕЗЮМЕ: Узбекистан значительно улучшил систему денежно-кредитной политики в течение 2017-21 годов. Тем не менее, переход к инфляционному таргетированию является сложной задачей, поскольку страна переживает период глубоких структурных реформ. Поэтому Центральный банк Узбекистана (ЦБУ) должен будет отслеживать структурные реформы и соответствующим образом калибровать денежно-кредитную политику. В данной работе определяются институциональные и структурные пробелы, а также оценивается эффективность трансмиссии денежно-кредитной политики. Институциональные пробелы оцениваются с помощью институциональных индексов, а трансмиссия - с помощью моделей VAR. В документе делается вывод о том, что в ближайшие годы необходимо продолжить реформы, чтобы дальше совершенствовать управление и укреплять независимость ЦБ, развить финансовые рынки, но, прежде всего, уменьшить всё ещё большое влияние государства в финансовом секторе, а также в экономике в целом.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ССЫЛКА: Муайяд аль Расаси и Эзекиль Кабесон, 2022. "Переход Узбекистана на режим инфляционного таргетирования," Рабочий документ МВФ 2022/229, Международный Валютный Фонд.

РАБОЧИЕ ДОКУМЕНТЫ

Узбекистан: Переход на режим инфляционного таргетирования

Подготовлено Муайядом аль Расаси и Эзекиль Кабесон

Содержание

Переход в 2017-21 годах	Ошибка! Закладка не определена.
Предпосылки.....	Ошибка! Закладка не определена.
Режим ИТ: Общие соображения	3
Улучшения в системе денежно-кредитной политики Узбекистана в 2017-21 гг. Ошибка! Закладка не определена.	
Результаты денежно-кредитной политики в Узбекистане	9
Оценка институтов и трансмиссии	11
Оценка предварительных условий	11
Институциональные предварительные условия.....	123
Предварительные условия трансмиссионного механизма	14
Некоторые существующие проблемы и общие рекомендации	Ошибка! Закладка не определена.
Повышение доверия	Ошибка! Закладка не определена.
Улучшение трансмиссии денежно-кредитной политики.....	20
Заключение	22
Приложение I. Детальное представление условий инфляционного таргетирования	22
ВРЕЗКИ	
1. Динамика инфляции.....	9
2. Процентные ставки в отдельных странах	16
3. Функции импульсных откликов VAR на единичный шок стандартного отклонения.....	17
РИСУНКИ	
1. Экономические показатели до и после внедрения инфляционного таргетирования.....	11
3. Влияние ставок денежно-кредитной политики на розничные процентные ставки	167
4. Опыт стран в области политики и мер по снижению долларизации.....	21
ТАБЛИЦЫ	
Table 1. Экономические показатели до и после внедрения инфляционного таргетирования.....	11
Table 2. Модифицированный индекс независимости центрального банка (индекс Цукермана).....	13
Table 3. Влияние ставок денежно-кредитной политики на розничные процентные ставки	16
Table 4. Опыт стран в области политики и мер по снижению долларизации.....	21

Переход в 2017-21 годах

Предпосылки

1. Узбекистан работает над совершенствованием институциональной и политической базы, чтобы иметь возможность полностью внедрить инфляционное таргетирование к 2023 году. До 2017 года денежно-кредитная политика была подчинена привязке к обменному курсу. В сентябре 2017 года Центральный банк Узбекистана (ЦБУ) принял новый подход, и денежно-кредитная политика была переориентирована на достижение стабильности цен. Важно отметить, что ЦБУ был исключен из списка государственных органов, находящихся под контролем правительства, что открывает путь к большей операционной независимости ЦБУ. Кроме того, были отменены ограничения на доступ к иностранной валюте, что привело к 50-процентному снижению официального обменного курса и его унификации. МВФ предоставил значительное техническое содействие для поддержки ЦБУ. В октябре 2019 года был принят новый закон о центральном банке, который четко определил стабильность цен в качестве основной цели денежно-кредитной политики, и ЦБУ начал переход к режиму инфляционного таргетирования (ИТ). В настоящем документе оценивается прогресс ЦБУ в переходе к ИТ и ставится задача выявить остающиеся институциональные и структурные пробелы, в том числе путем оценки эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

2. Переход к инфляционному таргетированию является сложной задачей, поскольку Узбекистан все еще находится в процессе глубоких структурных реформ. С 2017 года власти приступили к реализации амбициозной программы реформ, включающей либерализацию внешней торговли, цен и валютного рынка, реформирование операций правительства и налоговой системы, а также создание надежной статистики. Во время перехода от плановой к рыночной экономике, помимо традиционного инфляционного давления со стороны спроса и издержек, на инфляцию влияли и другие структурные факторы. Например, либерализация цен и следующие за ней относительные корректировки цен ускоряют темпы инфляции. Аналогичным образом, негибкость рынков товаров и труда и индексация цен, как правило, способствуют росту инфляции в странах с переходной экономикой. Наконец, цены растут вместе с доходами (так называемый эффект Балассы-Самуэльсона). Соответственно, монетарные власти должны оценить вклад этих факторов инфляции, хотя это осложняется отсутствием предсказуемых взаимосвязей между экономическими переменными из-за структурных изменений. В результате внедрение ИТ в переходной экономике может оказаться особенно сложной задачей.

3. Власти Узбекистана работают над развитием рыночных институтов, стимулированием конкуренции и сокращением все еще большого влияния государства на экономику. Ограниченная конкуренция, отсутствие рыночной культуры и большое влияние государства также наблюдаются на финансовых рынках, включая валютный рынок, межбанковский рынок и банковскую систему. Международный опыт свидетельствует о том, что для успешного внедрения ИТ важно провести реформы финансового сектора.

Режим ИТ: Общие соображения

4. Инфляционное таргетирование (ИТ) стало для центральных банков популярным операционным режимом по достижению стабильности цен. В отличие от других режимов денежно-кредитной политики, направленных на поддержание низкой и стабильной инфляции косвенно, путем таргетирования промежуточных переменных, таких как денежные агрегаты или обменный курс, ИТ предполагает прямое и явное таргетирование инфляции. ИТ было принято в 41 стране, включая три страны Кавказа и Центральной Азии (МВФ, 2020). В этих странах, включающих развитые и развивающиеся рынки, ИТ способствовало улучшению макроэкономических условий по сравнению со странами с другими режимами денежно-кредитной политики (МВФ, 2006; Роджер, 2009).

5. Общие предпосылки для инфляционного таргетирования включают: институциональную независимость, макроэкономическую стабильность, хорошо развитые аналитические возможности и здоровую финансовую систему. Лоренс и другие (2015) подчеркивают важность соблюдения необходимых предварительных условий, чтобы иметь возможность принять полноценный режим ИТ во избежание неблагоприятных последствий. Некоторые исследования выделяют дополнительные предпосылки для успешного внедрения ИТ. Например, Роджер и Стоун (2005), Уолш (2009) и Фридман и Откер-Роуб (2009 и 2010) подчеркивают, что создание эффективного и четкого инструмента денежно-кредитной политики является необходимым условием для успеха ИТ. Батини и Лакстон (2005) подчеркнули необходимость ясного понимания трансмиссионного механизма и создания баз экономических данных. Исследование МВФ (2006) указало на важность снижения уровня долларизации в финансовом секторе для повышения эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики при переходе к ИТ.

6. Существует пять основных элементов для системы инфляционного таргетирования, как описано в статье Хаммонда (2012). Этими основными элементами являются: (i) четкое определение стабильности цен в качестве основной цели денежно-кредитной политики; (ii) публичное объявление численных целевых показателей инфляции; (iii) информативная стратегия денежно-кредитной политики для настройки инструментов политики на основе широкого набора информации, включая прогнозы инфляции; (iv) прозрачная стратегия денежно-кредитной политики, которая доводит до сведения общественности планы, цели и обоснование решений денежно-кредитной политики; и (v) усиление подотчетности при проведении и оценке действий денежно-кредитной политики. МВФ (2015) также подчеркивает важность этих элементов, характеризующих эффективную основу независимой денежно-кредитной политики.

Улучшения в системе денежно-кредитной политики Узбекистана в 2017-21 гг.

7. В декабре 2019 года ЦБ объявил, что инфляционное таргетирование будет внедрено к 2023 году. Хотя переход на ИТ начался еще в 2017-18 годах, в январе 2020 года ЦБУ принял официальную ИТ-стратегию¹, определяющую переход на ИТ и ставящую в качестве цели снижение уровня инфляции до 10% к концу 2021 года и далее до 5% к концу 2023 года. Стратегия также предусматривает: (i) тесную координацию между ЦБУ и Кабинетом министров для устранения препятствий на пути эффективного перехода к ИТ; (ii) план корректировки оставшихся регулируемых цен до (как минимум) уровня возмещения затрат; (iii) сокращение предоставления кредитов на льготных условиях, и (iv) сохранение общего фискального дефицита на уровне ниже 1,5 процента ВВП. Прогресс в реализации этой стратегии был неравномерным. В то время как ЦБУ успешно реализует стратегию в областях, находящихся под его контролем, прогресс в некоторых областях, требующих действий правительства - таких как кредитная политика или тарифы на коммунальные услуги - еще не достигнут.

8. Институциональные рамки денежно-кредитной политики были укреплены с принятием нового закона о центральном банке в 2019 году. Новый закон четко определяет стабильность цен как основную цель, предоставляет ЦБУ операционную независимость и возлагает на него ответственность за выполнение поставленных задач (включая также обеспечение стабильности банковской и платежной систем). Закон также запрещает ЦБ финансировать правительство. Для укрепления процесса принятия решений ЦБУ и обеспечения надлежащего надзора закон также требует назначения в состав правления двух независимых членом². Для дальнейшего укрепления системы подотчетности закон о ЦБУ требует, чтобы аудиторский комитет состоял из трех членом, а финансовая отчетность ЦБУ проходила внешний аудит.

¹ Указ Президента № 5877 от 19 ноября 2019 года.

² В состав правления ЦБУ входят 9 членом, в том числе Председатель, первый заместитель Председателя, 5 заместителей Председателя и 2 независимых члена.

9. Будучи важным элементом перехода на ИТ, был значительно усилен процесс формулирования денежно-кредитной политики. Процесс принятия решений был формализован в семь этапов (Врезка 1). Сотрудники департамента денежно-кредитной политики начинают процесс с первоначального прогноза на основе последних экономических данных, а также альтернативных сценариев, которые затем обсуждаются соответствующими департаментами и заместителями председателя. Это может привести к пересмотру прогноза, после чего департамент денежно-кредитной политики готовит предложение по ставке (изменять ставку или нет). Далее (пересмотренные) прогнозы и предлагаемые политические меры обсуждаются на кредитном комитете, состоящем из ключевых сотрудников³, перед рассмотрением на заседании правления ЦБУ. На заседании правления сотрудники представляют последние экономические данные, среднесрочный прогноз и предлагаемые меры денежно-кредитной политики для обсуждения и утверждения. Правление ЦБУ проводит восемь регулярных заседаний в год, на которых обсуждает денежно-кредитную политику. После заседания правления решение доводится до сведения общественности посредством пресс-конференции и публикации пресс-релиза.



10. Также были усовершенствованы денежно-кредитные операции ЦБУ. После 2017 года, когда активная денежно-кредитная политика заменила прежнюю привязку, резервы банков стали операционным целевым показателем ЦБУ, позже их заменили на основную ставку и межбанковские процентные ставки. Совсем недавно ЦБУ также начал готовить прогнозы ликвидности, несмотря на недостатки в наличии данных и реформировал свои операции постоянного доступа, объединив кредитные операции и введя механизм депозитов овернайт, в соответствии с рекомендациями технического содействия МВФ⁴. В начале 2020 года ЦБУ ввел новую систему операций на открытом рынке (ООР), которая с тех пор используется для предоставления ликвидности (валютные СВОПЫ и аукционы РЕПО) и абсорбирования ликвидности (депозиты и аукционы ценных бумаг ЦБУ). Благодаря этим изменениям, а также увеличению объема операций на межбанковском рынке, ЦБУ удалось удержать межбанковскую ставку в пределах процентного коридора, определяемого на основе инструментов овернайт ЦБУ.

³ Входят первый заместитель Председателя, заместитель Председателя по денежно-кредитной политике, а также руководители департаментов.

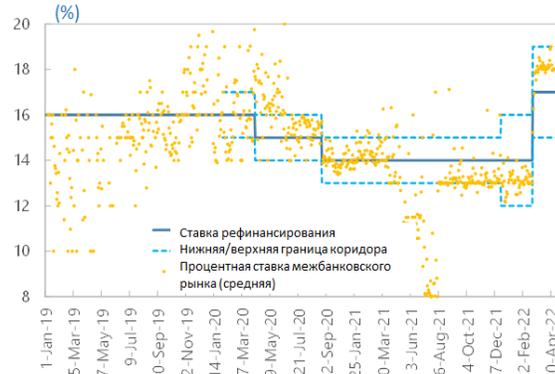
⁴ Техническое содействие МВФ (Февраль, 2019).

Ежедневный объем торговли на денежном рынке (млрд. сум)



Источник: расчеты специалистов ЦБ и МВФ

Процентная ставка денежного рынка (%)



Источник: расчеты специалистов ЦБ и МВФ

11. Между тем, ЦБУ развивает свои возможности прогнозирования и моделирования, несмотря на сохраняющиеся ограничения в экономической статистике. ЦБУ приложил значительные усилия для улучшения своих аналитических возможностей и моделей макроэкономического прогнозирования. Был разработан набор моделей краткосрочного прогнозирования инфляции и других макроэкономических показателей (Врезка 2). Для развития аналитического потенциала ЦБУ внедрил модель FPAS⁵ не только для прогнозирования ключевых макроэкономических показателей, но и для моделирования сценариев политики. Однако большой структурный разрыв в 2017 году и ограничения в охвате показателей активности и безработицы⁶ усложняют моделирование. Кроме того, ЦБУ ежемесячно проводит опрос по инфляционным ожиданиям, который является полезным инструментом, помогающим управлять и закреплять инфляционные ожидания. В целом, достигнут существенный прогресс в наращивании аналитического и прогнозного потенциала. В ближайший период ЦБУ намерен и дальше повышать точность существующих моделей.

12. В последние годы ЦБУ значительно активизировал свою коммуникационную деятельность. ЦБУ стал более прозрачным в отношении целей и мер денежно-кредитной политики, чтобы повысить доверие и лучше закрепить инфляционные ожидания. В качестве первого шага ЦБУ ежегодно публикует Основные направления денежно-кредитной политики, в которых описываются цели и принципы политики на ближайшие 3 года, а также приводятся подробные прогнозы и сценарии. Кроме того, как отмечалось выше, после каждого заседания правления ЦБУ проводит пресс-конференцию и выпускает пресс-релиз. Объем этого пресс-релиза увеличился, в нем объясняются события и обоснование любых принятых решений. С 2018 года ЦБ публикует ежеквартальный обзор денежно-кредитной политики, в котором содержится всесторонний анализ экономических и финансовых событий, подробная информация о денежно-кредитной политике, а также обновленный экономический прогноз. Кроме того, с 2018 года ЦБУ начал публиковать на ежемесячной основе денежно-кредитную и финансовую статистику, а также ежеквартальный статистический бюллетень, включающий более широкий набор статистических данных. Для охвата широкой аудитории ЦБУ также использует социальные сети, включая канал в Telegram⁷, который стал важным инструментом коммуникации. ЦБУ также поддерживает частые контакты с участниками рынка. Укрепление коммуникаций остается непрерывным процессом, способствующим дальнейшему росту и поддержанию доверия к ЦБУ.

⁵ Forecasting and Policy Analysis System.

⁶ Ограничения в статистике включают отсутствие подробных данных по безработице и ограничения по национальным счетам - в начале 2022 года это включало ограниченную доступность квартальных данных (доступны только за период с первого квартала 2020 по третий квартал 2021) и пробелы в статистике по дефлятору импорта.

⁷ <https://t.me/s/centralbankuzbekistan>

Врезка 2. Модели краткосрочного прогнозирования ЦБУ

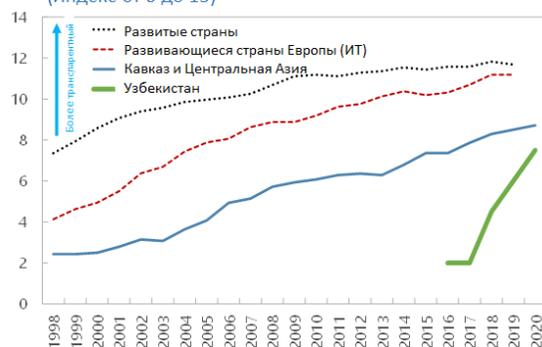
Поскольку ни одна модель не может служить всем целям по причине естественных ограничений, в дополнение к различным моделям ЦБУ разработал несколько эмпирических моделей для краткосрочного прогнозирования, которые представлены в таблице ниже.

Модель	Периодичность	Прогнозируемые переменные	Экзогенные переменные
ARIMA	Ежемесячно	Базовая инфляция, инфляция	
BVAR (Bayesian VAR model)	Ежемесячно	Инфляция, кредиты	
FAVAR (Factor Aug. VAR model)	Ежемесячно	Инфляция	Зарубежная инфляция, обменный курс, компоненты ИПЦ
VECM (Vector Error Correction Model)	Ежемесячно	М0, денежные переводы, валютный рынок, процентная ставка, ИПЦ, ВВП	М0, денежные переводы, обменный курс, процентная ставка, ИПЦ, ВВП
DFM (Dynamic Factor Model)	Ежемесячно	ВВП	Цены на нефть, промышленное производство, экспорт, денежные переводы
ARDL (Autoregressive Distributed Lag)	Ежеквартально	Базовая инфляция	Разрыв выпуска, ИЦП, мировые цены на продовольствие, валютный рынок, денежное предложение
DOLS (Dynamic OLS Model)	Ежеквартально	Базовая инфляция	Разрыв выпуска, ИЦП, мировые цены на продовольствие, валютный рынок, денежное предложение
ARIMA*	Ежедневно	Наличные деньги в обращении	

*Эта модель (разработанная при поддержке ЕБРР) прогнозирует ежедневное влияние автономных факторов на ликвидность.

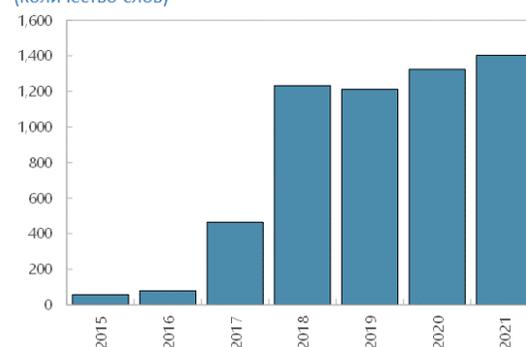
Источник: Основные направления денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 – 2023 годов

Транспарентность Центрального Банка (Индекс от 0 до 15)



Источник: расчеты специалистов МВФ

Длина текстов пресс-релизов ЦБУ по основной ставке (количество слов)



Источник: расчеты специалистов МВФ

13. Институциональные основы были еще более укреплены с принятием ряда других новых законов и инструкций. В конце 2019 года были утверждены законы о валютном регулировании, платежной системе и банковской деятельности. Кроме того, правительство приняло решения по консолидации программ льготного кредитования в 3 из 13 государственных банков, при этом льготные кредиты больше не могут выдаваться по процентным ставкам ниже основной ставки ЦБ. Кроме того, власти разработали стратегию⁸ реформирования банковского сектора и трансформации государственных банков. Корпоративное управление государственных банков неуклонно улучшается благодаря назначению независимых членов наблюдательного совета с международным банковским опытом вместо государственных чиновников.

14. Действия ЦБУ стали более последовательными в соответствии с планом поэтапного перехода к инфляционному таргетированию. В Узбекистане позиция денежно-кредитной политики может быть оценена по реальной ставке денежно-кредитной политики (номинальная ставка с вычетом ожидаемой инфляции). Эта ставка была в основном отрицательной до середины 2017 года, когда ЦБ повысил номинальную ставку в качестве первого шага к новому режиму. С тех пор реальная ставка денежно-кредитной политики большую часть времени была положительной, а с 2019 года она колеблется в районе 2-3%. Это указывает на более жесткий подход к денежно-кредитной политике.



Результаты денежно-кредитной политики в Узбекистане

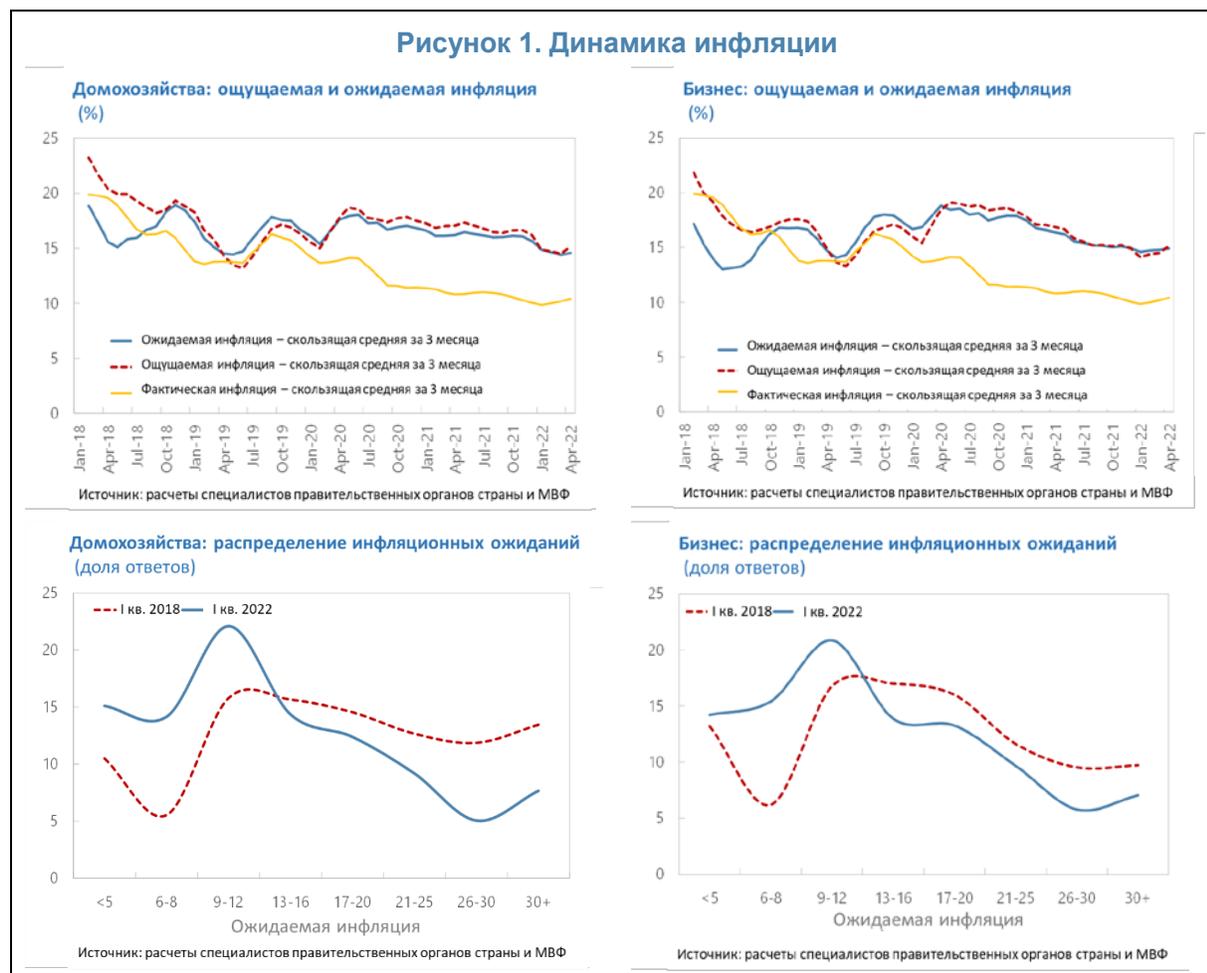
15. В последние годы инфляция постепенно снижалась, и ЦБ смог повлиять на инфляционные ожидания. После 50-процентной девальвации в сентябре 2017 года, приведшей к временному всплеску инфляции, инфляция имеет тенденцию к снижению в результате последовательного ужесточения денежно-кредитной политики. Однако инфляция все еще остается относительно высокой и демонстрирует инерцию, обусловленную постоянным снижением обменного курса, дальнейшей либерализацией и ростом регулируемых цен, а в последнее время



является отражением глобальных тенденций, включая проблемы с цепочками поставок и рост цен на сырьевые товары. Соответственно, инфляционные ожидания домохозяйств и компаний остаются выше фактической инфляции. Последнее может быть обусловлено: (i) все еще относительно недолгим опытом ЦБУ и (ii) общим смещением ожиданий домохозяйств и фирм. Поскольку ощущаемая домохозяйствами и фирмами инфляция находится на более высоком уровне, чем фактический уровень инфляции, то

⁸ Указ Президента № 5992 от 12 мая 2020 года.

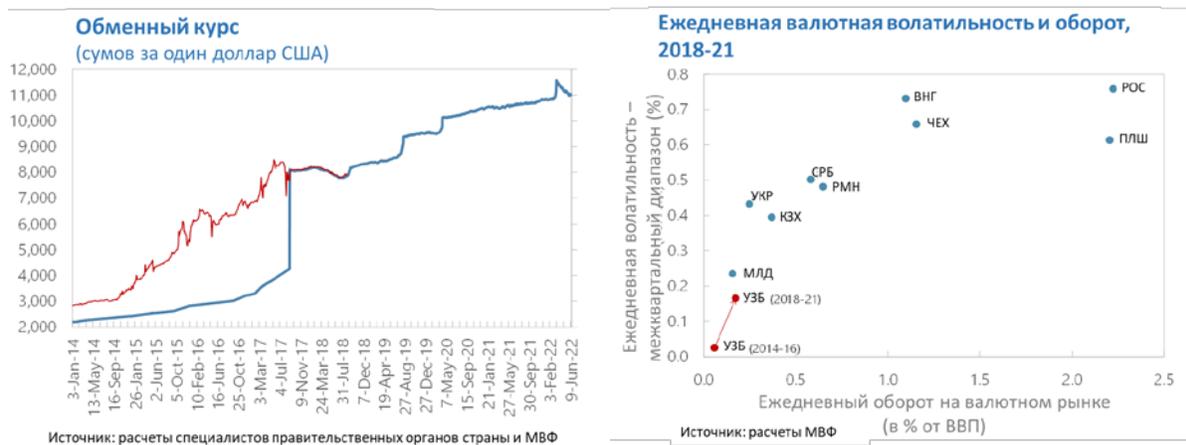
ожидаемый уровень инфляции также выше текущего фактического уровня инфляции (Рисунок 1, сверху). Тем не менее, ЦБУ, похоже, добился прогресса в воздействии на инфляционные ожидания. Число домохозяйств и фирм, ожидающих инфляцию в пределах 9-12%, что близко к целевому показателю ЦБ в 10% на 2021 год, неуклонно растет (Рисунок 1 - снизу).



16. Обменный курс в целом двигался в соответствии с фундаментальными показателями. Однако в условиях относительно неглубокого рынка и крупных операций правительства и государственных предприятий ЦБУ сталкивается с необходимостью ежедневных интервенций, чтобы избежать излишней волатильности. Таким образом, вмешательство ЦБУ было значительным, хотя это не повлияло на долгосрочные тенденции обменного курса, о чем свидетельствует относительно стабильный уровень международных резервов ЦБУ в 2017-20 годах. Интервенции в основном определялись так называемым принципом нейтральности⁹, который предусматривает стерилизацию национальной валюты, вливаемой при покупке ЦБУ золота у отечественных золотодобывающих предприятий. Повседневная реализация этой интервенционной политики, однако, способствовала относительно низкому уровню ежедневной волатильности обменного курса, которая, хотя и выросла в последнее время, но все еще значительно

⁹ В соответствии с принципом нейтральности, поскольку ЦБУ имеет приоритет в покупке золота у отечественных государственных производителей, ЦБУ необходимо ежегодно стерилизовать суммы от таких покупок золота путем продажи иностранной валюты. Таким образом, интервенция ЦБУ преследует две цели: стерилизация покупок золота и стабилизация чрезмерной волатильности, однако рынок не может это идентифицировать.

ниже, чем во многих сопоставимых странах с инфляционным таргетированием (рисунок справа). До 2017 года строгий валютный контроль ограничивал волатильность обменного курса и препятствовал развитию финансового рынка. После либерализации валютного рынка в 2017 году ЦБУ постепенно перешел к более рыночным методам в своих валютных операциях, чтобы помочь углубить рынок и облегчить торговлю¹⁰. Поскольку это был постепенный процесс, уровень повседневной волатильности обменного курса оставался относительно ограниченным¹¹. В начале 2021 года ЦБУ провел ряд реформ на валютном рынке с целью стимулирования рыночной торговли и, соответственно, повышения гибкости валютного курса.



Оценка институтов и трансмиссии

Оценка предварительных условий

17. Узбекистан, как представляется, отвечает нескольким предварительным условиям для перехода к инфляционному таргетированию. Для документирования общего прогресса на пути внедрения ИТ более количественным и сопоставимым образом, в данном документе используется методология МВФ (2006). Эта методология, основанная на опросах и экономических показателях, определяет условия, в которых находились страны до и после внедрения ИТ. Данный подход охватывает четыре ключевые области: i) техническая инфраструктура центральных банков; ii) устойчивость финансовой системы; iii) институциональная независимость центральных банков; iv) экономическая структура. Данная методология является ориентировочной отправной точкой.

¹⁰ До февраля 2021 года единый курс иностранной валюты определялся методом фиксинга в течение дня на основе спроса и предложения банков, а также интервенций ЦБУ. Операции всех участников совершались по одинаковому курсу в конце сессии.

¹¹ Международный опыт свидетельствует о том, что такая динамика стабильности и ступенчатых коррекций способствует переносу валютного курса на цены.

**Таблица 1. Экономические показатели до и после внедрения
инфляционного таргетирования**
(более высокие значения означают лучшие условия для внедрения ИТ)

	До внедрения ИТ			После внедрения ИТ		
	Развитые страны	Развивающиеся страны	Узбекистан (2016)	Развитые страны	Развивающиеся страны	Узбекистан (2021)
Техническая инфраструктура	0.74	0.29	0.08	0.98	0.97	0.83
Доступность данных	0.84	0.63	0.25	0.94	0.92	0.50
Систематическое прогнозирование	1.00	0.10	0.00	1.00	1.00	1.00
Модели для условного прогнозирования	0.38	0.13	0.00	1.00	1.00	1.00
Устойчивость финансовой системы	0.53	0.41	0.34	0.60	0.48	0.40
Соотношение банковского регулятивного капитала к активам, взвешенным с учетом риска	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00
Капитализация фондового рынка к ВВП	0.28	0.16	0.02	0.44	0.21	0.06
Капитализация рынка частных облигаций к ВВП	0.40	0.10	0.00	0.31	0.07	0.00
Коэффициент оборачиваемости фондового рынка	0.28	0.29	0.00	0.35	0.22	0.00
Валютное несоответствие	1.00	0.92	1.00	1.00	0.96	1.00
Срок погашения облигаций	0.46	0.23	0.00	0.52	0.43	0.33
Институциональная независимость	0.57	0.59	0.45	0.78	0.72	0.65
Фискальное обязательство	0.75	0.77	0.00	1.00	1.00	1.00
Операционная независимость	0.63	0.81	1.00	1.00	0.96	1.00
Законодательная база ЦБ	0.16	0.50	0.00	0.44	0.62	0.50
Гарантия полномочий Председателя	1.00	0.85	0.00	1.00	0.85	0.50
Фискальный баланс в % от ВВП	0.45	0.48	0.90	0.78	0.47	0.00
Государственный долг в % от ВВП	0.53	0.47	0.93	0.54	0.47	0.64
Независимость ЦБ	0.44	0.26	0.28	0.72	0.64	0.92
Экономическая структура	0.47	0.36	0.35	0.56	0.46	0.45
Влияние обменного курса (0=высокое, 1=низкое)*	0.31	0.23	0.00	0.50	0.44	0.00
Чувствительность к ценам сырьевых товаров	0.44	0.35	0.50	0.56	0.42	0.50
Уровень долларизации	1.00	0.69	0.00	1.00	0.75	0.50
Открытость торговли (0=абсолютная открытость, 1=абсолютная автаркия)	0.13	0.18	0.90	0.16	0.21	0.81

*0 означает высокое влияние, 0,5 - умеренное влияние, и 1 - низкое влияние
Источник: расчеты МВФ, МВФ 2006 (Батини, Лакстон и Роджерс)

18. Данный анализ показывает, что Узбекистан добился прогресса в выполнении предварительных условий для внедрения ИТ, но все еще существуют некоторые пробелы. Результаты показывают, что ЦБУ по большей части сократил пробелы в технической инфраструктуре и в меньшей степени в институциональной, но необходимы дальнейшие усилия для укрепления институциональной независимости, в то время как значительные пробелы все еще существуют в отношении развития финансовой системы и экономической структуры (Таблица 1). А именно:

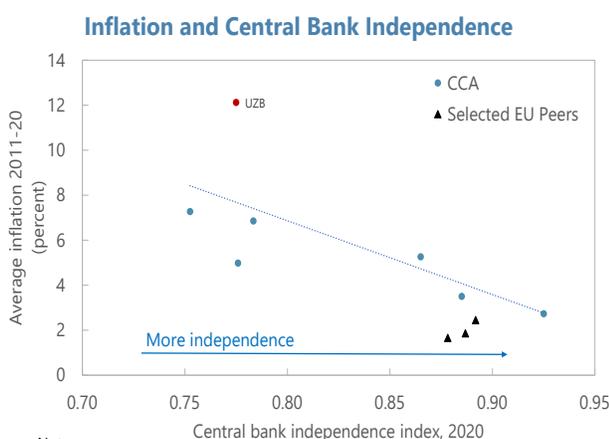
- a. Техническая инфраструктура центрального банка:** улучшения в прогнозировании и моделировании свидетельствуют о том, что Узбекистан приблизился к уровням, наблюдаемым в других странах с развивающейся экономикой, внедривших ИТ. Доступность данных значительно улучшилась, несмотря на то, что впереди еще много работы.
- b. Развитие финансовой системы:** хотя показатели банковской деятельности соответствуют показателям стран, внедривших ИТ, неразвитость рынка капитала и короткий срок погашения внутренних облигаций свидетельствуют о необходимости дальнейшего финансового развития для достижения уровней, наблюдаемых в других странах с развивающейся экономикой с режимом ИТ.
- c. Институциональная независимость:** несмотря на недавние улучшения, другие страны, внедрившие ИТ, продемонстрировали более сильную операционную независимость с более

жестким мандатом и гарантией полномочий председателя. Данные также свидетельствуют о том, что недавнее увеличение бюджетного дефицита и государственного долга может осложнить реализацию денежно-кредитной политики в будущем.

- d. Экономическая структура:** Высокий уровень влияния обменного курса, высокая степень долларизации и чувствительность к ценам на сырьевые товары указывают на то, что Узбекистану необходимо продолжить более широкие реформы для улучшения экономической структуры страны, аналогичные тем, которые наблюдаются в других странах с развивающейся экономикой, принявших ИТ.

Институциональные предварительные условия

19. Институциональная структура ЦБУ улучшилась, о чем свидетельствует индекс независимости. Чтобы подробно описать этот прогресс, в данной работе был рассчитан комплексный индекс независимости центрального банка. Индекс независимости центрального банка, основанный на показателях де-юре, показывает, что ЦБУ добился прогресса в обеспечении большей независимости. Согласно расчету, показатель ЦБУ увеличился с 0,38 до 0,78 по индексу, где 1 является максимальным значением (Таблица 2)¹². Индекс также показывает, что еще есть возможности для улучшения независимости путем полного внедрения передового опыта, в частности, путем дальнейшего совершенствования организации деятельности правления ЦБУ.



Note:

CCA include Armenia, Azerbaijan, Georgia, Kazakhstan, Kyrgyz Rep. and Tajikistan.

Selected EU-peers include Czech Rep., Poland, and Romania.

Sources: IMF staff estimates; and IMF WEO.

¹² Слабость этого индекса заключается в том, что поскольку он является де-юре, то он переоценивает фактическую независимость. В литературе существуют теории о том, что в развивающихся странах, несмотря на высокие показатели де-юре, слабое верховенство закона все же подразумевает слабую независимость на практике.

**Таблица 2. Модифицированный индекс независимости центрального банка
(индекс Цукермана) ***

(0= отсутствие независимости, 1 - полная независимость)

	Узбекистан 2016	Узбекистан 2020	Отдельные страны Европы**
Общий показатель независимости ЦБ	0.38	0.78	0.89
Правление ЦБ (0,20)	0.44	0.44	0.79
1. Срок полномочий Председателя (0,20)	0.33	0.33	1.00
2. Кто назначает Председателя (0,20)	1.00	1.00	0.67
3. Назначение и сроки полномочий оставшихся членов Правления (0,20)	0.00	0.00	1.00
4. Освобождение от должности членов Правления (0,30)	0.25	0.25	0.75
5. Председателю разрешено занимать другую должность в правительстве (0,10)	1.00	1.00	0.33
Цели ЦБ (0,15)	0.00	1.00	1.00
6. Фундаментальная цель (1,00)	0.00	1.00	1.00
Разработка политики (0,15)	0.80	0.90	0.90
7. Кто разрабатывает денежно-кредитную политику (0,50)	1.00	1.00	1.00
8. Распоряжения правительства и разрешение конфликтов (0,30)	1.00	1.00	1.00
9. Участие центрального банка в утверждении долговых обязательств (0,20)	0.00	0.50	0.50
Кредитование со стороны ЦБ (0,4)	0.25	0.82	0.86
10. Ограничение на выдачу авансов (0,15)	0.00	1.00	1.00
11. Кредитование Правительства (0,30)	0.00	0.50	0.67
12. Кто определяет условия финансирования правительства (0,10)	0.33	1.00	1.00
13. Бенефициары финансирования со стороны ЦБ (0,10)	1.00	1.00	1.00
14. Процентные ставки по авансам и кредитам (0,10)	0.50	1.00	1.00
15. Кредитор последней инстанции (0,15)	0.00	1.00	1.00
16. Финансовая независимость (0,10)	0.67	0.67	0.56
Подотчетность (0,10)	0.75	0.75	1.00
17. Подотчетность ЦБ (0,75)	1.00	1.00	1.00
18. Транспарентность ЦБ (0,25)	0.00	0.00	1.00

* в скобках указаны веса показателей

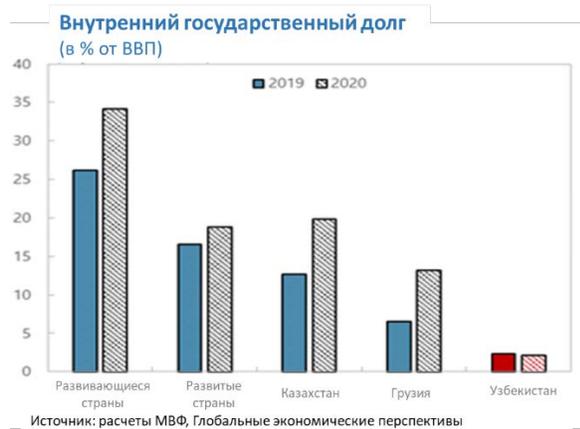
** Средние показатели Чешской Республики, Польши и Румынии

Источник: расчеты специалистов МВФ

Предварительные условия трансмиссионного механизма

20. Трансмиссия денежно-кредитной политики в Узбекистане была ограничена, но в последнее время она улучшилась по мере реализации реформ. Основными факторами, сдерживающими трансмиссию денежно-кредитной политики, являются ограниченное развитие финансовых рынков, высокая степень долларизации, государственная кредитная политика и значительное влияние государственных банков и государственных предприятий в экономике.

21. Ограниченное развитие финансовых рынков препятствует трансмиссии процентных ставок. Хотя межбанковский рынок быстро развивался с начала 2020 года, все еще существуют некоторые признаки сегментации рынка, поскольку некоторые банки постоянно являются заемщиками или кредиторами на рынке. Неглубокий рынок государственных ценных бумаг имеет решающее значение для объяснения ограниченности межбанковского рынка. Это отражает сочетание низкого спроса на казначейские облигации из-за низкого уровня внутренних сбережений и низкого предложения казначейских облигаций из-за высоких внутренних процентных ставок, связанных с высокой инфляцией. В результате значительная часть межбанковского кредитования является необеспеченной, поэтому степени риска перекрывают некоторым банкам доступ к рынку.



22. Высокая степень долларизации также затрудняет трансмиссию денежно-кредитной политики. В 2021 году долларизация в Узбекистане составляла 41% и 50% депозитов и кредитов, соответственно. В целом, долларизация сокращает базу кредитов и депозитов, на которую может повлиять денежно-кредитная политика. Чем выше уровень долларизации, тем слабее трансмиссия денежно-кредитной политики. Данные свидетельствуют о том, что долларизация выросла из-за снижения обменного курса и увеличения банками иностранных заимствований для финансирования кредитов. Однако после эффекта от переоценки обменного курса долларизация в целом стабилизировалась, что свидетельствует о том, что относительно жесткая денежно-кредитная политика ЦБ способствовала сдерживанию долларизации.

23. Доминирование государственных банков и государственные кредитные инициативы также сдерживают трансмиссию денежно-кредитной политики. Из 35 банков 11 являются государственными и на их долю приходится примерно 82% всех активов банковского сектора. Эти банки все еще не в полной мере работают по рыночным правилам, что, в свою очередь, ослабляет трансмиссию основной ставки ЦБУ на ставки по кредитам и депозитам. Легкий доступ банков к государственному финансированию, а также к внешнему финансированию способствовал ослаблению трансмиссии. Кроме того, государственные программы кредитования по льготным (т.е. ниже рыночных) процентным



ставкам также ослабляют трансмиссию. Банковская конкуренция в Узбекистане, которая представляется более низкой, чем в других странах региона, остается ограниченной из-за доминирования государственных банков.

24. Значительное присутствие государственных предприятий в экономике ослабляет конкуренцию и гибкость цен. Большинство ГП не работают полностью на рыночных принципах, и в результате их цены не всегда определяются издержками и условиями спроса. Часто корректировка цен ГП происходит централизованно и по их собственному усмотрению, даже если их рынки не регулируются. Это усиливает инерцию инфляции, а также препятствует эффективности денежно-кредитной политики. Кроме того, ГП имеют наибольший доступ к финансированию, поскольку у них есть государственные гарантии и давние отношения с государственными банками, в результате чего ужесточение денежно-кредитной политики влияет на ГП меньше, чем на компании, столкнувшиеся с жесткими бюджетными ограничениями, следовательно, денежно-кредитная политика менее эффективна.

25. Целью данной работы является документирование некоторых особенностей передачи сигнала от основной ставки к розничным процентным ставкам, уровню инфляции и обменному курсу. Во-первых, в ней оценивается трансмиссия от ставок денежно-кредитной политики к розничным ставкам с помощью простого метода оценки OLS. Во-вторых, на основе модели векторной авторегрессии (VAR) проводится оценка трансмиссии от основной ставки к инфляции и обменному курсу. Эти подходы имеют свои недостатки, но, тем не менее, позволяют получить полезную информацию.

26. Структурные ограничения и ограниченность данных сдерживают эконометрический анализ трансмиссии ставок денежно-кредитной политики к розничным процентным ставкам. Трансмиссия ставок денежно-кредитной политики на розничные ставки состоит из трех основных компонентов: i) передача от основной ставки центрального банка к процентной ставке межбанковского рынка; ii) передача от межбанковского рынка к кривой доходности безопасных активов, и iii) передача от кривой доходности к розничным процентным ставкам. Ограниченность данных и относительная неразвитость финансовых рынков затрудняют анализ первых двух компонентов. Надежные данные по межбанковскому рынку доступны только с февраля 2021 года, а рынок государственных ценных бумаг является неглубоким, с очень низкими объемами торгов. В результате методом эконометрического анализа невозможно разделить эти различные этапы трансмиссии, так что остается полагаться только на анализ (общей) трансмиссии от основной ставки к краткосрочным розничным процентным ставкам.

27. В Узбекистане все еще необходимо усилить трансмиссию основной ставки к розничным ставкам банков. В данной работе применяется подход, аналогичный методологии, использованной в статье Ангелони и Эрманна (2003) для оценки эластичности процентных ставок к денежно-кредитной политике с помощью простой регрессии из-за ограниченного количества наблюдений. Ангелони и Эрманн (2003) ставили своей целью оценить изменения в трансмиссии процентных ставок монетарной политики до и после 1999 года, когда ЕЦБ начал свои операции. Для Узбекистана аналогичная методика используется для оценки трансмиссии процентной ставки на рыночные ставки в период до и после сентября 2017 года - когда валютный рынок был либерализован и был принят новый подход к денежно-кредитной политике. На рисунке 2 показаны данные, а результаты оценки, обобщенные в таблице 3, свидетельствующие о следующем:

- e. Трансмиссия основной ставки на ставки кредитования усилилась. Однако при интерпретации результатов, полученных до 2017 года, необходимо проявить некоторую осторожность. В этот период значительный коэффициент трансмиссии, по-видимому, связан с тем, что государственные банки использовали основную ставку в качестве административной базы для установления цен на кредиты.
- f. Коэффициент трансмиссии основной ставки на ставки по депозитам увеличился, но не является статистически значимым.
- g. В целом, механизм трансмиссии представляется ограниченным по сравнению с другими странами с режимом ИТ.

Рисунок 2. Процентные ставки в отдельных странах

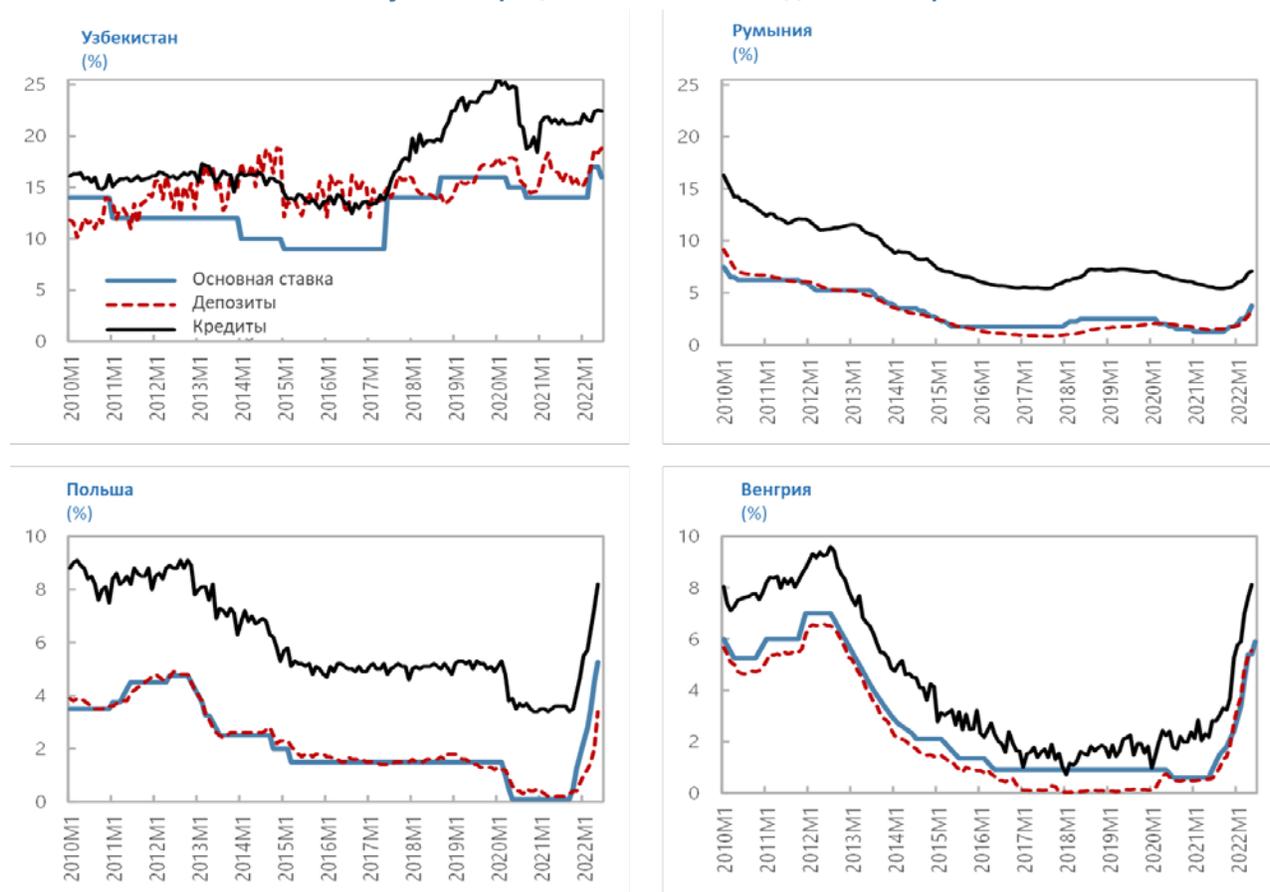


Таблица 3. Влияние ставок денежно-кредитной политики на розничные процентные ставки

Эластичность розничной процентной ставки к ставкам денежно-кредитной политики
(процентные пункты)

	2010M1-2017M8	2017M9-2022M7	2010M1-2022M7
Ставки по кредитам			
Узбекистан	0.30***	0.59**	0.37***
Другие страны*			0.68**
Ставки по депозитам			
Узбекистан	-0.05	0.35	0.04
Другие страны (1)			0.77***

Примечания:

На основе модели OLS: Δ Процентная ставка "X_t" = $\alpha + \beta\Delta$ Основная ставка + ε_t

***, **, * - на уровне значимости в 1%, 5%, 10%, соответственно

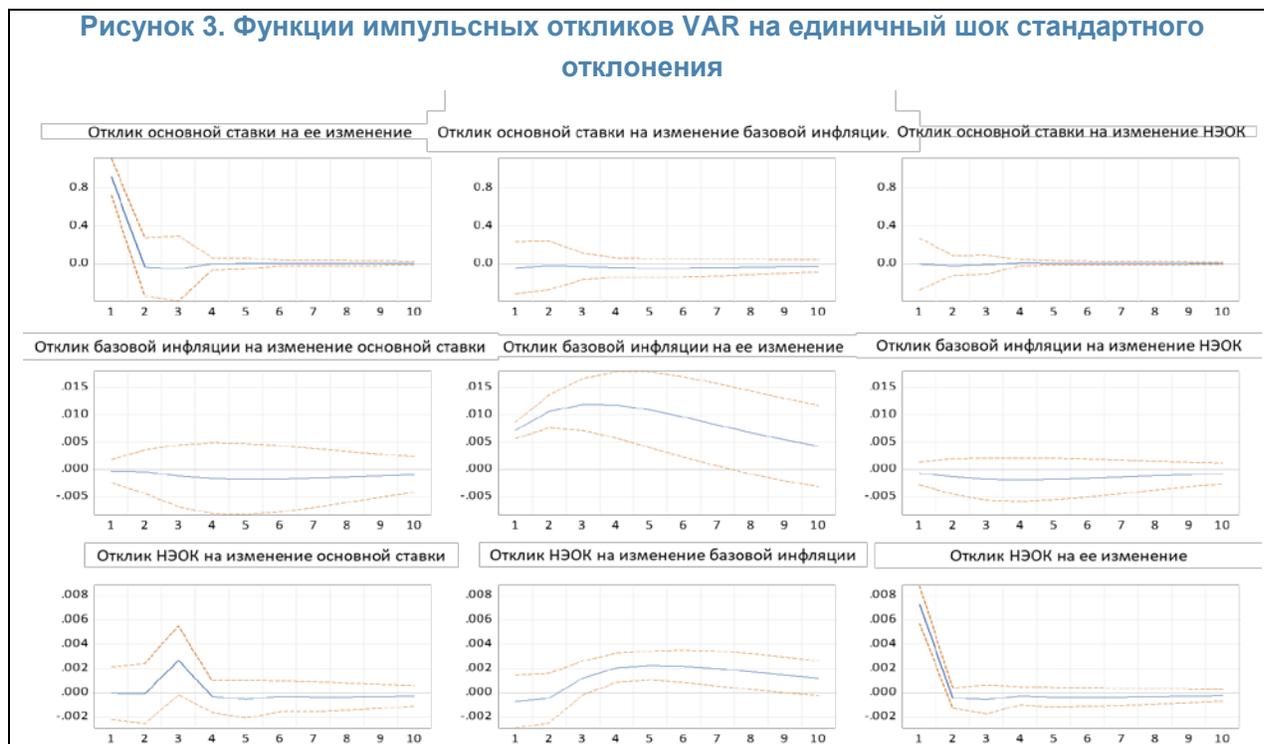
(1) Польша, Венгрия, Румыния

Источник: расчеты МВФ

28. Чтобы оценить, как инфляция и обменные курсы реагируют на изменения в политике, оценивается многомерная модель векторной авторегрессии (VAR). Мы оцениваем простую VAR-модель порядка n на основе ежемесячных данных за период с декабря 2016 года по октябрь 2020. Уравнение модели выглядит следующим образом:

$$Y_t = C + \sum_{k=1}^n A_k Y_{t-k} + \sum_{j=1}^r B_j X_{t-j} + \epsilon_t$$

где Y_t - вектор эндогенных переменных, включающий основную ставку, номинальный эффективный обменный курс и базовый уровень инфляции¹³. X_t - вектор запаздывающих экзогенных переменных, включая мировые цены на энергоносители и цены на продовольствие, C - вектор свободных коэффициентов, A_k и B_k - матрицы коэффициентов, и ϵ_t - серийно некоррелированный m -вектор ошибок с нулевым средним и постоянной положительно определенной матрицей дисперсии-ковариации Ω . Порядок лагов определяется на основе критериев выбора лагов. В нашем анализе мы используем обобщенные функции импульсного отклика (Generalized Impulse Response Functions - GIRF), предложенные Песараном и Шином (1998), поскольку они не требуют ортогонализации шоков и инвариантны к порядку эндогенных переменных в системе VAR¹⁴. Все переменные, кроме основной ставки, выражены в логарифмической форме.



¹³ Базовая инфляция определяется как инфляция без учета регулируемых цен, а также цен на фрукты и овощи.

¹⁴ Дополненный тест на единичный корень Дики-Фуллера проводится для проверки свойств данных и показывает, что все переменные являются нестационарными и интегрированными первого порядка. Следовательно, в нашем анализе используется первый порядок переменных.

29. Эмпирические результаты показывают, что реакция базовой инфляции на изменения основной ставки меньше, чем ожидалось для развивающейся экономики. Результаты обобщенных функций импульсного отклика (impulse response functions - IRFs) показывают следующее:

- h. Основная ставка, по-видимому, снижает уровень базовой инфляции, но результаты статистически незначимы, о чем свидетельствует реакция базовой инфляции на шок основной ставки.
- i. Инфляция, по-видимому, реагирует на изменения обменного курса, хотя это тоже статистически незначимо.
- j. Скомбинированные результаты также указывают на наличие ограничений в эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики¹⁵.

Некоторые существующие проблемы и общие рекомендации

Повышение доверия

30. Независимость, прозрачность и управление центрального банка могут быть усовершенствованы для достижения эффективности деятельности. Повышение доверия имеет решающее значение для эффективности денежно-кредитной политики¹⁶. Это требует независимости де-факто и предсказуемости политики¹⁷— сложная задача в Узбекистане, поскольку до 2017 года политика ЦБ была дискреционной и следовала указаниям правительства. С тех пор, как уже говорилось, ситуация значительно улучшилась. Высокая степень прозрачности и сильные стандарты корпоративного управления являются ключом к снижению дискретности, обеспечивая подотчетность политики и функций правления. Одной из областей, требующих улучшения, является усиление правления. Хотя правление ЦБУ функционирует хорошо, наблюдается высокая ротация его членов и ограниченное число независимых членов. Больше контроля и противовеса может обеспечить соответствие деятельности ЦБУ передовой практике¹⁸. Эти вопросы можно решить, установив сроки (в годах) для всех членов правления и уточнив критерии отбора и увольнения. Кроме того, согласно передовой практике, необходимо большее число независимых членов, выполняющих надзорные функции в правлении, или даже обеспечение того, чтобы их доля была больше. В частности, в странах с лучшей практикой независимые члены правления играют ведущую роль в комитете внешнего аудита. Наконец, поскольку политика центрального банка отражается в его балансовых отчетах, ЦБУ должен перейти на МСФО и публиковать уже проверенную финансовую отчетность.

31. Необходимо усиление координации с правительством по вопросам политики, влияющей на инфляцию. Ключевыми примерами политики, влияющей на трансмиссию и инфляцию, являются программы льготного кредитования, регулирование цен на коммунальные услуги и политика в области заработной платы в государственном секторе. В частности, льготное кредитование имеет значительные размеры и носит направленный характер - это кредиты для семейного бизнеса, целевых секторов и ГП.

¹⁵ Аналогичные выводы в отношении базового уровня инфляции.

¹⁶ Бордо и Сиклос 2015.

¹⁷ Блаттнер и другие 2008.

¹⁸ В настоящее время существует ограниченный контроль и противовесы, поскольку Председатель рекомендует к назначению и ротации членов Правления президенту.

Дальнейшая поддержка со стороны правительства путем обеспечения предсказуемости и тесной координации является ключом к успешному внедрению инфляционного таргетирования.

Улучшение трансмиссии денежно-кредитной политики

32. Развитие финансового рынка необходимо для улучшения трансмиссии процентных ставок. ЦБУ предпринял шаги по углублению межбанковского рынка, и дальнейшие действия, такие как создание рабочей группы¹⁹ денежного рынка для разработки рыночных конвенций и стандартов, регулирующих межбанковские операции, включая разработку бенчмарк ставки денежного рынка, стандартного генерального соглашения РЕПО и развитие клиринговой и расчетной инфраструктуры для операций межбанковского РЕПО. В результате, ЦБУ опубликовал методологию расчёта межбанковской бенчмарк ставки в июле 2022 года.

33. Снижение влияния обменного курса на инфляционные ожидания путем повышения его волатильности является одним из ключевых факторов. Умеренные уровни ежедневной волатильности обменного курса могут снизить его роль как ключевого фактора инфляционных ожиданий. В условиях умеренной волатильности и непредсказуемости тренда обменного курса агенты перестанут уделять значительное внимание его динамике, следовательно, связь между обменным курсом и инфляцией станет слабее. Для этого необходимо развивать валютный рынок. Изменения в работе валютного рынка в 2021 году - это шаг вперед. Для их реализации необходимо несколько важнейших элементов. Во-первых, необходимо обеспечить большую прозрачность правил валютных интервенций, предоставив больше информации о принципах и целях, операционных инструкциях, разъясняющих, когда и как проводятся интервенции, и стратегической тактике, иллюстрирующей конкретную реакцию на развитие рынка. Во-вторых, переход к рыночному ценообразованию может быть поддержан путем проведения валютных аукционов по нескольким различным обменным курсам. Наконец, важное значение будет иметь принятие Глобального валютного кодекса или введение рыночных правил.

34. Сокращение долларизации требует усиления стимулов для сбережений в национальной валюте. Международный опыт указывает на ряд мер, которые могут быть эффективными в снижении долларизации и повышении привлекательности национальной валюты. В некоторых исследованиях подчеркивается сочетание мер - политики макроэкономической стабильности, пруденциальной политики и развития рынков капитала - которые являются важнейшими составляющими для успешного укрепления доверия к национальной валюте и банковской системе и снижения степени долларизации. Примеры конкретных мер включают установление более высоких резервных требований по депозитам в иностранной валюте, повышение страховых взносов по долларovým депозитам, установление резервных требований по депозитам в иностранной валюте в национальной валюте, ужесточение требований по созданию резервов по кредитам в иностранной валюте, а также развитие рынка инструментов для хеджирования валютных рисков. В таблице 4 представлен успешный опыт некоторых стран по снижению долларизации.

¹⁹ Рабочая группа была создана в 2020 году при поддержке ЕБРР. В состав группы входят 3 эксперта ЕБРР, ключевые подразделения ЦБУ и представители коммерческих банков; заседания рабочей группы проходят не реже одного раза в квартал.

Таблица 4. Опыт стран в области политики и мер по снижению долларизации

Вид инструмента	Тип долларизации	Предпринятые меры	Страна (период)
Валютная политика	Все типы	Гибкий валютный курс	Лаос (1995), была внедрена система плавающего валютного курса. Турция (2001), валютные интервенции, позволяющие обеспечить двустороннюю волатильность обменных курсов.
Денежно-кредитная политика	Долларизация депозитов	Повышение процентных ставок на депозиты в национальной валюте	Египет (1991-1999) Эстония (1992-1994) Венгрия (1995-1996)
Фискальная политика (Налогообложение)	Долларизация депозитов	Освобождение депозитов в национальной валюте от налога (применение налога к депозитам в иностранной валюте на постоянной основе)	Боливия (2006)
Развитие внутреннего финансового рынка	Финансовая долларизация	Развитие внутреннего валютного рынка	Ангола (2001) Перу (1985-1987)
Улучшение использования национальной валюты	Долларизация операций	Улучшение качества банкнот	Ангола (2001)
Резервные требования	Долларизация депозитов	Установление более благоприятных резервных требований для обязательств в национальной валюте	Беларусь (since 2001) Хорватия (2000) Пакистан (1998-2003)
Требования по соотношению кредитов к залоговой стоимости (loan-to-value ratio - LTV)	Долларизация кредитов	Более низкий коэффициент LTV для кредитов в иностранной валюте	Венгрия. Коэффициент LTV установлен на уровне 80 процентов для кредитов в национальной валюте, 60 процентов для кредитов в евро и 40 процентов для кредитов в других валютах. Грузия, 2019. Коэффициент LTV установлен на уровне 85 процентов для кредитов в национальной валюте и 70 процентов для кредитов в иностранной валюте ²⁰ .
Требования к обеспечению	Кредиты банков домашним хозяйствам и фирмам в иностранной валюте.	Ужесточение требований по созданию резервов по кредитам в иностранной валюте	Албания, 2007. Создание дополнительного резерва в размере 5 процентов по всем нехеджированным субстандартным и сомнительным кредитам.

Источник: Дедолларизация – Рабочий документ МВФ (2010).

²⁰ Согласно Отчету о финансовой стабильности за 2019 год, опубликованному Национальным банком Грузии

35. Более широкие реформы финансового сектора, в частности, снижение роли государственных банков, также будут иметь ключевое значение для укрепления трансмиссии денежно-кредитной политики. Это требует введения жестких бюджетных ограничений для государственных банков, улучшения их управления, в том числе путем назначения независимых и квалифицированных членов Правления, сокращения государственного финансирования, а также их приватизации. В то же время, необходимо и дальше укреплять систему банковского надзора.

36. В более широком смысле, роль государства в экономике в целом также должна быть снижена. Для обеспечения эффективной трансмиссии экономика должна функционировать на рыночных принципах, а предприятия, в частности ГП, должны иметь жесткие бюджетные ограничения. Это поможет гарантировать, что изменения в денежно-кредитной политике повлияют на финансовые решения ГП. Этого можно достичь путем сокращения финансовой помощи и гарантий для ГП, а также улучшения их корпоративного управления. Кроме того, цены на энергоносители в конечном итоге также должны определяться рынком, чтобы избежать искажений и способствовать более эффективному распределению ресурсов.

37. При переходе к инфляционному таргетированию в процессе разработки политики центральному банку необходимо будет учитывать определенные проблемы, связанные с большой ролью государства в экономике. Как упоминалось выше, существует ряд проблем, включая большую роль государства не только в экономике в целом, но и в банковском секторе, регулируемые государством цены, государственные программы кредитования по льготным процентным ставкам и фискальное доминирование, которые ограничивают возможности центрального банка по повышению эффективности денежно-кредитной политики. В переходный период крайне важно признать эти факторы ограничительными в проведении денежно-кредитной политики и применении инструментов, а также работать с правительством над снижением роли государства в экономике.

Заключение

38. Узбекистан добился впечатляющего прогресса в обеспечении условий для успешного внедрения режима ИТ, но еще многое предстоит сделать, особенно для улучшения структуры экономики. Узбекистан отвечает многим предварительным условиям для внедрения ИТ. Центральный банк улучшил свою институциональную и управленческую структуру, повысил потенциал прогнозирования, усовершенствовал денежно-кредитные операции, систему разработки и реализации политики, и коммуникацию, хотя необходимы дальнейшие шаги для улучшения управления ЦБ. Однако, для усиления трансмиссии денежно-кредитной политики необходимо развитие внутреннего рынка капитала и валютного рынка, снижение долларизации и уменьшение роли правительства в экономике. Большая доля государства как в банковском секторе, так и в экономике в целом, в сочетании с государственными программами кредитования сдерживают трансмиссию денежно-кредитной политики.

Приложение I. Детальное представление условий инфляционного таргетирования

Техническая инфраструктура:

- Доступность данных: Рассматривается наличие всех основных макроэкономических данных (ВВП, занятость, ИПЦ) на момент принятия инфляционного таргетирования. Результаты интерпретируются следующим образом:

1.00	Все данные доступны, достоверны и хорошего качества.
0.75	Все данные доступны, но некоторые из них недостоверны или плохого качества.
0.50	Все данные доступны, но многие из них недостоверны или плохого качества.
0.25	Все данные доступны, однако их подавляющее большинство либо недостоверны, поскольку, например, обычно пересматриваются в значительной степени, либо доступны с низкой периодичностью.
0.00	Какие-либо данные недоступны.

- Систематический процесс прогнозирования: Рассматривается наличие возможностей прогнозирования (модели прогнозирования инфляции и активности на ближайшую перспективу) на момент принятия ИТ. Результаты интерпретируются следующим образом:

1.00	Периодический, систематический процесс прогнозирования уже существовал.
0.00	Практики прогнозирования не существовало.

- Модели, способные к условным прогнозам: Рассматривается, есть ли у центрального банка модели прогнозирования, способные генерировать условные прогнозы. Результаты интерпретируются следующим образом:

1.00	Да
0.00	Нет

Устойчивость финансовой системы

- Отношение регулятивного капитала банка к активам, взвешенным с учетом риска: в процентах от активов банков, взвешенных с учетом риска. Результаты интерпретируются следующим образом:

1.00	Банковская система страны (в совокупности) имеет регулятивный капитал, превышающий 10 процентов от активов, взвешенных с учетом риска
0.00	Страна не соответствует этому стандарту.

- Капитализация фондового рынка к ВВП: Переменная масштабируется коэффициентом рыночной капитализации Великобритании (то есть коэффициент Великобритании = 1).
- Капитализация рынка частных облигаций к ВВП: Переменная масштабируется коэффициентом капитализации рынка частных облигаций Великобритании (то есть коэффициент Великобритании = 1).
- Коэффициент оборота фондового рынка: Переменная масштабируется коэффициентом оборота фондового рынка Великобритании (то есть коэффициент Великобритании = 1).

- Валютное несоответствие: Рассматривает степень несоответствия валют, с которым сталкиваются банки, находящиеся в государственной собственности. Результаты интерпретируются следующим образом:

1.00	Нет несоответствия или низкий уровень несоответствия
0.50	Умеренный уровень несоответствия
0.00	Высокий уровень несоответствия

- Срок погашения облигаций: Рассматривается максимальный срок погашения активно торгуемых облигаций (в годах) и делится на 30. Таким образом, стране с активно торгуемыми 30-летними облигациями присваивается значение 1 для этой переменной.

Институциональная независимость

- Фискальные обязательства: Рассматривается, есть ли у центральных банков обязательства, неявные или явные, по финансированию дефицита государственного бюджета. Результаты интерпретируются следующим образом:

1.00	Нет
0.00	Есть

- Операционная независимость: рассматривается, обладает ли центральный банк полной «независимостью выбора инструмента», предоставляется ли ему единоличная ответственность за выбор инструмента денежно-кредитной политики. Результаты интерпретируются следующим образом:

1.00	Да
0.00	Нет

- Законодательная база центрального банка: рассматривается наличие правового мандата, ориентированного на инфляцию. Результаты интерпретируются следующим образом:

1.00	Инфляция является единственной официальной целью.
0.50	Указаны другие цели, но инфляция имеет приоритет.
0.00	Другие цели так же важны, как цель по инфляции.

- Гарантия полномочий председателя: Рассматриваются ответы на такие вопросы, как кто назначает Председателя центрального банка и его срок пребывания.
- Фискальный баланс в процентах от ВВП: Учитывая отношение первичного фискального баланса к ВВП, была создана переменная, указывающая на наличие или отсутствие давления для финансирования фискального дефицита. Это соотношение было преобразовано в балл от 0 до 1 с помощью логического преобразования таким образом, что, если баланс бюджета был выше или равен нулю, присваивалось значение 1, а при дефиците бюджета выше 3 процентов ВВП, присваивалось значение 0.
- Государственный долг в процентах от ВВП: Используя отношение государственного долга к ВВП, была создана переменная, равная 1 минус отношение долга к ВВП. Таким образом, стране, не имеющей государственного долга, присваивается значение 1, а стране с отношением долга к ВВП, равным или превышающим 100, присваивается значение 0.
- Независимость центрального банка: «Общая» мера (среднее значение политической и экономической) независимости центрального банка. Значение 1 указывает на полную независимость, в то время как значения, близкие к 0, указывают на уменьшение степени независимости.

Экономическая структура

- Влияние обменного курса: рассматривается степень влияния обменного курса. Результаты интерпретируются следующим образом:

1.00	Нет влияния
0.50	Умеренное влияние
0.00	Высокая степень влияния

- Чувствительность к ценам на сырьевые товары: Рассматривается степень чувствительности инфляции к колебаниям цен на сырьевые товары. Результаты интерпретируются следующим образом:

1.00	Нечувствительная
0.50	Чувствительная
0.00	Очень чувствительная

- Степень долларизации: рассматривается степень долларизации депозитов. Результаты интерпретируются следующим образом:

1.00	Доля долларизированных депозитов составляла 50 процентов или выше.
0.50	Доля долларизированных депозитов составляла 10-50 процентов.
0.00	Доля долларизированных депозитов составляет менее 10 процентов.

- Открытость торговли: учитывает отношение экспорта плюс импорт к ВВП. Это отношение затем масштабируется коэффициентом Сингапура (экономика с наибольшей долей торговли по отношению к ВВП) и вычитается из 1, в результате чего получается индекс, равный 1 в случае полной автаркии и равный 0 для экономики со степенью открытости торговли, сравнимой с Сингапуром.



PUBLICATIONS

Рабочий документ