

ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ ТАДЖИКИСТАНА

УДК. 336.7+339.727+338.2 (043)/(575.3)

На правах рукописи

ГАЗИЕВ МУХИДДИН НУРИДИНОВИЧ

**ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФОРМИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНО-
КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ОСОБЕННОСТИ ЕЕ РЕАЛИЗАЦИИ
В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ РЕСПУБЛИКИ ТАДЖИКИСТАН**

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени кандидата экономических наук
по специальности 08.00.01. – Экономическая теория
(08.00.01.01. – Общая экономическая теория (политическая
экономика))

Научный руководитель:

*доктор экономических наук, профессор
Усманова Т.Дж.*

Душанбе – 2024

СОДЕРЖАНИЕ

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ СОКРАЩЕНИЙ	3
ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ФОРМИРОВАНИЯ И РАЗВИТИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ.....	17
1.1. Генезис экономических теорий денег и денежно-кредитной политики	17
1.2. Факторы, влияющие на формирование денежно-кредитной политики.....	38
1.3. Основные цели, принципы денежно-кредитной политики и инструменты денежно-кредитного регулирования	49
ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ МОНЕТАРНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ РЕСПУБЛИКИ ТАДЖИКИСТАН.....	69
2.1. Оценка современного состояния денежно-кредитной системы Таджикистана.....	69
2.2. Анализ и оценка эффективности инструментов денежно-кредитной политики.....	91
2.3 Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и его влияние на макроэкономическую динамику.....	110
ГЛАВА 3. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ТАДЖИКИСТАНА В УСЛОВИЯХ УСИЛЕНИЯ ВЛИЯНИЯ ВНЕШНИХ ШОКОВ.....	130
3.1 Развитие инструментальной базы режима инфляционного таргетирования Таджикистана в условиях усиления внешних шоков	130
3.2. Перспективы развития и совершенствования денежно-кредитной политики Таджикистана в современных условиях	145
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	158
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	164

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ СОКРАЩЕНИЙ:

АБТ	Ассоциации банков Таджикистана
АМФОТ	Ассоциации микрофинансовых организаций Таджикистана
ВВП	Валовой внутренний продукт
ДКП	Денежно-кредитная политика
ДКР	Денежно-кредитное регулирование
ЕЦБ	Европейский Центральный Банк
ИПЦ	Индекс потребительских цен
КБ	Коммерческие банки
МВФ	Международный валютный фонд
МТМ	Монетарный трансмиссионный механизм
МФ РТ	Министерство финансов Республики Таджикистан
НБТ	Национальный банк Таджикистана
НСР-2030	Национальная Стратегия развития Республики Таджикистан на период до 2030 года
ООН	Организация объединенных наций
ППС	Паритет покупательной способности
ПСД	Покупательная способность денег
РТ	Республика Таджикистан
РФ	Российская Федерация
СНГ	Содружество независимых государств
СССР	Союз Советских Социалистических Республик
США	Соединенные штаты Америки
ФРС	Федеральная резервная система
ЦБ	Центральный Банк
BVAR	Bayesian Vector Autoregression (Байесовская векторная авторегрессионная модель)
FOB	Free on Board (Франко борт) – международный торговый термин
VAR	Value at risk (Стоимостная мера риска)

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность исследования определяется тем фактом, что денежно-кредитная политика занимает особое место в системе макроэкономического управления и обеспечения экономического роста национальной экономики, особенно в современных условиях, когда процесс мировой глобализации повлиял на различные сектора экономики, в том числе финансовый.

Степень успешного осуществления денежно-кредитной политики в определенной мере непосредственно влияет на устойчивость экономического роста, достижение естественного уровня безработицы, поддержание устойчивого платежного баланса и других показателей. Сложившаяся на современном этапе экономической жизни денежно-кредитная политика приобретает важное значение как фактор стабилизации экономической обстановки в республике и становится неотъемлемым элементом системы государственной политики. В результате, денежно-кредитная политика одновременно является компонентом системы государственного управления экономикой, инструментом действий центральных банков на макроуровне, а также регулирующим требованиями, предъявляемыми к кредитным организациям на микроуровне.

В этом контексте Лидер нации, Президент Республики Таджикистан, уважаемый Эмомали Рахмон в своем послании Парламенту 23 декабря 2022 года отмечает, что «... в направлении денежно-кредитной политики важными задачами остаются сохранение устойчивости курса денежной валюты, повышение платежеспособности банковской системы, на намеченном уровне сохранения инфляции, а также обеспечение эффективной деятельности платежной системы»¹.

В условиях переходных стран вопросы формирования денежно-кредитной политики приобретают особо важное значение, поскольку от их решения зависят не только масштабы и качественные показатели формирования финансового рынка, но и темпы роста валового внутреннего продукта, и в особенности,

¹ Послание Президента Республики Таджикистан, Лидера нации Эмомали Рахмона Маджлиси Оли Республики Таджикистан «Об основных направлениях внутренней и внешней политики республики» от 23.12.2022 г. Душанбе [Электронный ресурс]. Режим доступа: www.president.tj.

развитие производственного сектора экономики. В данном ракурсе весьма важными являются теоретическое обоснование процессов формирования денежно-кредитной политики и определение особенностей ее реализации в современных условиях.

В этой связи исследование и выявление наиболее эффективных направлений осуществления денежно-кредитной политики необходимо для обеспечения устойчивого роста и развития экономики любого государства.

Реализуемая Национальным банком страны денежно-кредитная политика способна через различные трансмиссионные каналы, опираясь на различные инструменты, оказывать воздействие на все сектора экономики. В современных условиях дальнейшее развитие национальной экономики Таджикистана в значительной степени связывается с эффективностью реализуемой Национальным банком страны денежно-кредитной политикой, поскольку инструменты, находящиеся в его распоряжении, существенно влияют на темпы инфляции и экономического роста в стране через изменение основных макроэкономических показателей. При этом одни и те же меры кредитно-денежной политики могут по-разному оказать влияние на развитие отдельных регионов страны.

Денежно-кредитная политика как неотъемлемый элемент национальной стратегии экономического развития играет важную роль в достижении экономической стабильности. Реализация сбалансированной денежно-кредитной стратегии способствует созданию и организации наилучших условий для более совершенного сотрудничества между банковским сектором и экономическими агентами, а также способствует решению целого комплекса социально-экономических задач. Для поддержания положительной динамики ВВП, укрепления платёжного баланса и роста золотовалютных резервов необходима стабильная макроэкономическая ситуация и достижение соответствующих показателей в денежной сфере. Однако до сих пор, как в сфере финансов, так и в реальном сегменте экономики ощущаются последствия кризисов, произошедших в период перехода к рыночным отношениям в стране и во всем мире. В этой связи

возрастает значимость осуществления денежно-кредитной политики с сохранением положительных тенденций и создания предпосылок для дальнейшего экономического роста.

Национальный банк, выступая регулятором денежно-кредитной политики, стремится предотвратить всплески инфляции и избежать чрезмерного укрепления национальной валюты. Этот дуализм целей вызывает сложность в поиске наиболее сбалансированных и эффективных инструментов управления денежно-кредитной политикой. При этом следует иметь в виду, что на развитие инфляционных процессов в стране существенное влияние оказывают факторы, которые находятся вне сферы действия денежно – кредитной политики. Среди них политика тарифов и налогов, политика регулирования цен естественных монополий, значительный разрыв в ценах мирового и внутреннего рынков на некоторые виды энергоресурсов, отсутствие эффективной конкуренции для большинства крупных отечественных товаропроизводителей.

Необходимо достичь согласованности в реализации денежно-кредитной стратегии и бюджетно-налоговых мероприятий, от чего будет зависеть успешное регулирование национальной экономики. В этой связи крайне актуальными становятся проблемы выявления наиболее эффективных инструментов денежно-кредитной политики, а также её соответствия истинному состоянию экономических и социальных процессов и направлений регулирования. Решение поставленных задач преследует важную цель – оптимизацию макроэкономического регулирования экономики. Нынешняя направленность в мировом экономическом развитии и новый этап функционирования экономики Республики Таджикистан поднимают актуальный вопрос о необходимости пересмотра как теоретических принципов, так и практических методов проведения кредитно-денежной политики. Это делает данное исследование крайне актуальным и значимым, поскольку оно ставит перед собой задачу адаптации к новым условиям и оптимизации подходов к управлению экономикой страны. Исходя из этого, анализ функционирования и методов реализации кредитно-денежной политики в контексте обеспечения макроэкономической

стабильности в условиях переходной экономики становится ключевой задачей, что обусловило выбор данной темы для проведения диссертационного исследования.

Степень разработанности научной проблемы. Сложностям обращения денежной массы и проблемам управления ею, интенсивности денежных операций в экономике и денежно-кредитной политики посвящены многочисленные труды представителей разных экономических школ, в том числе работы Андерсена Л., Баррета Л., Герли Дж., Дениса Дж., Кейнса Дж. М., Маршалла А., Милля Дж. С., Петти У., Пигу А., Рикардо Д., Самуэльсона П., Смита А., Тобина Дж., Уоллеса Н., Уолтера А., Фишера И., Фридмана М., Фуллартона Дж., Хансена А., Шварца А., и др. Исследованию научно-теоретических и научно-практических проблем денежно-кредитной политики в рамках современной рыночной экономической среды посвящены работы многих зарубежных авторов, в частности: Александрова В.А., Барро Р., Боула Л., Ван-Хуза Д., Веллера К., Герониной Н.Р., Гудфренда М., Долана Э., Зверева О.А., Кабакова С.И., Карлсона Дж., Касаева Б.С., Князева Е.А., Кузнецовой А.И., Лебедева Н.А., Лобачева Е.Н., Макарова И.К., Марьяновского В.А., Мельтцера А., Миженской Э.Ф., Миллера Л., Новицкого Н.А., Пилипенко П.П., Рагулина Ю.В., Смышляевой Л.М., Тебекина А.В., Фридмана Б. и других.

Следует отметить, что среди отечественных ученых проблемы управления денежной массой, денежного обращения и денежной системы, а также денежно-кредитной политики, регулирования и обеспечения равновесия на денежном рынке рассматривались в работах Азизбаева Р.А., Алиджоновой С.А., Исмаилова И.М., Каюмова Н.К., Кодирзоды Д.Б., Комилова С.Дж., Мирзозоды С.А., Назарова Т.Н., Обидова Ф.С., Обидовой М.Р., Рахимзоды Ш.Р., Рахимова Р.К., Ризокулова Т.Р., Саидмуродова Л.Х., Солехзоды А.А., Султонова З.С., Улугходжаевой Х.Р., Умарова Х.У., Усмановой Т.Дж., Хайрзоды Ш.К., Хикматова У.С., Шарипова Б.М., Шарипова П.О. и др.

В работах отечественных экономистов нашли широкое отражение отдельные теоретические вопросы, связанные с улучшением ДКП Таджикистана в переходной экономической среде. В частности, Рахимов Р.К., Каюмов Н.К.,

Рахимзода Ш.Р., Шарипов Б.М. и Султонов З.С. в своих научных работах исследуют улучшение и совершенствование механизма денежно-кредитного регулирования и их изменения в условиях переходной экономики РТ². Проблемам роли НБТ при нарушении равновесия на денежном рынке посвящены научные труды Умарова Х.У. и Обидовой М.Р.³. Связь между монетарной политикой и стагфляцией рассматривается в научных работах Ризокулова Т.Р.⁴. Проблемам целевой инфляции посвящены труды Тураевой М.О.⁵. Вопросам кредитно-денежных отношений посвящены научные труды Исмаилова И.М.⁶. Алиджанов С.А. в своих трудах изучает механизмы реализации денежно-кредитной политики для обеспечения макроэкономической стабилизации в Таджикистане⁷. Вопросы оценки реализации денежно-кредитной политики в РТ исследовано в работах Солехзоды А.А. и Шарифова П.О.⁸.

Влияние инструментов ДКП на экономический рост Таджикистана было рассмотрено в научных трудах Муртазокулова М.Р. В ряде научных работ Усмановой Т.Дж. исследуются индикаторы реализации кредитно-денежной политики, направления и степень её влияния на экономическую стабильность в

² Рахимов Р.К. Проблемы развития переходной экономики Республики Таджикистан [Текст] / Р.К. Рахимов. – Душанбе: Дониш, 2012. – С. 598

Н.К.Каюмов «Переходная экономика Таджикистана: концепции, цели и механизмы развития» г.Душанбе, 2013, – С. 660;

Султонов З.С. Денежно-кредитные механизмы регулирования и развития экономики [Текст] / З.С. Султонов // Экономика Таджикистана. – Душанбе, 2017. – № 1. – С. 6-12.

Ш. Рахимзода «Реформирование финансовой системы – необходимое условие развития экономики» / Ш.Рахимзода // «Вестник ТНУ» (Вестник Таджикского национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук), № 2/9(218), 2016 г., С.88-93.

Шарипов Б.М. «Тенденции формирования и развития финансового рынка в современном Таджикистане»: Монография/ Б.М. Шарипов.- г.Душанбе: «Дониш», 2022. -С.365-369.

³ Умаров Х.У., Обидова М.Р. Регулирующая роль национального банка Таджикистана в условиях неравновесного состояния денежного рынка // Национальные экономические системы в контексте формирования глобального экономического пространства. Сборник научных трудов. Симферополь, 2022. -С. 530

⁴ Ризокулов Т.Р. «Теоретико-методологические особенности преодоления стагфляционных процессов в трансформационной экономике (на примере Республики Таджикистан)»: автореф. дис. докт. эконом. наук: 08.00.01/ Т.Р.Ризокулов.- Душанбе, -2009. – С. 44

⁵ Тураева М.О. Интеграция РТ в систему расчетно-платежных отношений стран СНГ // Экономика Таджикистана: стратегия развития. -2003. -№3. – С.134-135.

⁶ Исмаилов И.М. Некоторые вопросы стратегии денежно-кредитных и валютных отношений в Республике Таджикистан [Текст] / И.М. Исмаилов ТГУК, Душанбе, 2003. – 164 с.

⁷ Алиджанов С.А. Механизмы реализации денежно-кредитной политики в обеспечении макроэкономической стабилизации (на примере переходной экономики Республики Таджикистан): автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.01 / Алиджанова С.А. - Худжанд, 2014. - С. 9.

⁸ Шарифов, П.О., Солехзода А.А., Инструментарий и оценка реализации денежно-кредитной политики в Республике Таджикистан [Текст] / П.О. Шарифов, А.А. Солехзода // Вестник Таджикского национального университета. – Душанбе: «Маркази таъбу нашр, баргардон ва тарҷума» - 2019 г. №10. Часть 2. – С. 11-18.

экономике республике⁹. Проблемы денежно-кредитной политики также отражены в работах отечественных учёных, таких как: Мирзозода С.А., Рахимзода Ш.М., Обидов Ф.С., Шарипов Б.М. и т.д.

Исследования таджикских учёных позволяют получить глубокое понимание ДКП в переходной экономике и способствуют разработке эффективных мер и инструментов для достижения макроэкономической стабильности и устойчивого развития Республики Таджикистан. При этом анализ работ, показал, что несмотря на большое количество исследовательских работ по совершенствованию денежно-кредитной политики, некоторые аспекты данной проблематики остаются еще не рассмотренными. Важно подчеркнуть, что в основном исследователями рассматривались вопросы монетарной политики. Однако, существует недостаточная степень изученности вопросов, связанных с повышением эффективности ДКП. По нашему мнению, необходимо более глубоко изучить и разработать эффективные инструменты, которые бы учитывали особенности экономики на пути к изменениям и процессу мировой экономической интеграции. Это позволит повысить эффективность мер, принимаемых в рамках денежно-кредитной политики и разработать комплексный подход, который учитывал бы особые условия работы, развития и улучшения инструментов данной политики.

Таким образом, для достижения более эффективной денежно-кредитной политики в Республике Таджикистан необходимо уделить внимание проведению дополнительных исследований, которые учтут все вышеупомянутые факторы и проблемы.

Связь исследования с научными программами (проектами) и темами. Диссертационное исследование опиралось на материалы и стратегические приоритеты, которые были сформулированы в Национальной стратегии развития Республики Таджикистан на период до 2030 года, а также Программы

⁹ Усманова Т.Дж. Денежно-кредитная политика и выбор индикаторов для ее проведения / Т.Дж. Усманова // Материалы республиканской научно-практической конференции (27-28 апреля 2011 г.) на тему «Финансовая реформа за 20 лет государственной независимости РТ». Душанбе, 2011. – С. 21-32.

среднесрочного развития Республики Таджикистан на 2021-2025 гг. и Стратегию денежно-кредитной политики Республики Таджикистан на 2021-2025 гг.

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Цель диссертационной работы заключается в теоретико-концептуальном обосновании формирования денежно-кредитной политики, определении особенностей ее реализации, а также в выработке предложений по ее совершенствованию в целях обеспечения макроэкономической стабильности.

Задачи исследования. Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

➤ исследовать процесс эволюционного развития основных положений различных экономических школ в аспекте формирования денежно-кредитных отношений и политики, проанализировать общие концептуальные подходы, лежащие в основе осуществления денежно-кредитной политики;

➤ дополнить содержание понятия «денежно-кредитная политика» авторской ее трактовкой, раскрыть ключевые факторы, которые определяют ее формирование и реализацию;

➤ дать оценку современному состоянию денежно-кредитной политики, реализуемой в Республике Таджикистан и выявить особенности её реализации в современных условиях;

➤ определить влияние монетарных инструментов на изменения макроэкономических показателей Республики Таджикистан;

➤ исследовать воздействие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и выявить каналы, влияющие на динамику макроэкономики;

➤ определить наиболее эффективные направления совершенствования денежно-кредитной политики и предложить механизм оценки её осуществления в условиях режима инфляционного таргетирования.

Объектом исследования выступает реализуемая в Республике Таджикистан денежно-кредитная политика.

Предметом исследования выступает совокупность экономических взаимосвязей и отношений, проявляющихся при формировании и осуществлении

денежно-кредитной политики с использованием основных инструментов её проведения.

Гипотеза исследования состоит в предположении, что в современных условиях социально-экономического развития от выбора эффективных направлений реализации денежно-кредитной политики и основных её инструментов существенно зависит макроэкономическая динамика и стабильность развития национальной экономики.

Теоретическую основу диссертационной работы составляют теоретические изыскания основных экономических школ и научно-исследовательские работы как отечественных, так и зарубежных ученых, посвященных проблемам развития и предпосылкам формирования денежно-кредитной политики.

Методологические основы исследования. В процессе научного исследования были применены общенаучные подходы (диалектический, эволюционный и др.) и ряд методов, таких как анализ и синтез, абстрактно-логический, экономико-статистический, графический, сравнительный и прогнозный.

Источники информации включают в себя нормативные акты, указы Президента Республики Таджикистана и постановления Правительства Республики Таджикистан в области денежного регулирования и монетарной политики, аналитические данные и статистическую информацию, предоставляемую Агентством по статистике при Президенте Республики Таджикистан, а также выводы собственных исследований и доступные ресурсы в интернете. Также использовались данные Международного Валютного Фонда, Всемирного Банка, Национального банка Таджикистана и Министерства финансов Республики Таджикистан, Министерства экономического развития и торговли РТ, статистические данные Центрального банка России и стран СНГ.

Базой исследования выступают исследования и анализ материалов зарубежных и отечественных учёных, отчётности НБТ, коммерческих банков, различных докладов ВБ относительно экономической ситуации в Республике

Таджикистан, а также авторские разработки по совершенствованию денежно-кредитной политики.

Научная новизна исследования заключается в теоретическом обосновании формирования и реализации денежно-кредитной политики, определении направлений, особенностей проведения и выборе инструментов для её совершенствования в современных экономических условиях Таджикистана.

Наиболее существенные результаты, как элементы научной новизны представлены в следующем:

➤ обобщены результаты исследования эволюции концептуальных положений различных экономических школ по денежно-кредитной политике, уточнено её экономическое содержание, обоснована роль в обеспечении экономического роста страны и определено, что макроэкономическая ситуация значительно воздействует на денежно-кредитную политику, и в тоже время последняя также оказывает влияние на макроэкономическую ситуацию и определяет основные направления ее реализации;

➤ предложена авторская трактовка понятия денежно-кредитной политики, которая состоит в том, что: «Денежно-кредитная политика – это совокупность мер и способов управления экономикой, осуществляемая национальными банками, используя инструменты ее проведения для обеспечения макроэкономической стабильности, в том числе и на денежном рынке через изменения денежной массы и процентной ставки с целью достижения экономических целей и макроэкономических задач, таких как сдерживание инфляции, повышения темпов экономического роста и ускоренного развития производственного сектора экономики». Также, выявлено, что факторами, влияющими на реализацию монетарной политики в современных условиях экономики Таджикистана, являются внешние и носят немонетарный характер;

➤ на базе анализа современного состояния национальной экономики определено влияние денежно-кредитной политики на макроэкономические показатели Республики Таджикистан и выявлено, что ее реализация оказывает влияние на различные макроэкономические показатели, такие как: уровень

инфляции, объем ВВП, уровень занятости и безработицы, состояние инвестиционной среды, устойчивость курса валюты, баланс платежей, экономическую активность населения и др. Также, в ходе исследования было установлено, что особенностями денежно-кредитной политики в современных условиях экономики Таджикистана являются отсутствие ее тесной координации с фискальной политикой, высокая доля наличных денег в обращении, низкий уровень монетизации и изменение объема денежной массы с учетом изменения объема ВВП за счет резервных денег, что свидетельствует о реализации количественного операционного показателя;

➤ анализ монетарных инструментов денежно-кредитной политики выявил, что они демонстрируют механизм нейтральности, так: соотношение обязательных резервов и кредитных вложений банков в экономике проявляют слабую степень взаимосвязи, влияние кредитных вливаний на рост ВВП незначителен, снижение ставки рефинансирования не приводит к расширению доступности кредитов для секторов национальной экономики, а также ставка рефинансирования оказывает ограниченное воздействие на изменение процентных ставок по кредитам;

➤ предложена разработанная модель трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, демонстрирующая влияние на макроэкономическую динамику с уточнением монетарного воздействия на финансовый и реальный сектор экономики, а также выявлено, что основным каналом монетарного воздействия НБТ на развитие экономических процессов в стране является денежный канал, посредством регулирования резервных денег;

➤ определены пути совершенствования денежно-кредитной политики и разработан механизм ее оценки в современных условиях национальной экономики на основе инструментальной базы режима инфляционного таргетирования.

Основные положения исследования, выносимые на защиту:

➤ исследование эволюции концептуальных положений различных экономических школ по денежно-кредитной политике, уточнение ее экономической сущности, обоснование ее влияния на обеспечение

экономического развития и подтверждение существенного влияния макроэкономической ситуации на реализацию ДКП и ее обратное влияние;

➤ предложена авторская трактовка определения денежно-кредитной политики и выявлены факторы, воздействующие на формирование и реализацию денежно-кредитной политики;

➤ проведена оценка текущего состояния денежно-кредитной политики и определена её тесная взаимосвязь с макроэкономическими индикаторами которая, обусловлена инфляцией, изменением обменного курса, фискальными пропорциями и другими факторами, а также выявлены особенности её реализации в современных условиях экономики Таджикистана;

➤ определен механизм нейтрального характера инструментов денежно-кредитной политики в процессе анализа основных инструментов ДКП;

➤ предложена модель трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и выявлен основной канал монетарного воздействия на развитие экономических процессов;

➤ определены и предложены направления совершенствования денежно-кредитной политики в условиях реализации режима инфляционного таргетирования.

Теоретическая и практическая значимость исследования заключается в дальнейшем развитии теории формирования и развития денежно-кредитной политики и совершенствования основных инструментов ее реализации с целью обеспечения роста национальной экономики. Основные положения, выводы и рекомендации могут быть использованы органами государственной власти при обосновании, формировании и реализации денежно-кредитной политики, направленной на разработку основных направлений по обеспечению денежного равновесия, прогноза динамики спроса и предложения на рынке финансовых средств, составлении стратегических программ в сфере денежного регулирования и обеспечения уровня монетизации в стране. Результаты исследования, содержащиеся в диссертационной работе, направлены на решение теоретических

и практических задач по применению и совершенствованию инструментов денежно-кредитной политики и механизмов их решения.

Степень достоверности результатов подтверждается правильными методическими приёмами при обработке статистических данных, проведённой научной оценки содержания представленного материала, завершённой исследованием, а также публикациями автора в рецензируемых научных изданиях.

Соответствие диссертации паспорту научной специальности. Область исследования соответствует требованиям следующих пунктов Паспорта специальностей ВАК при Президенте Республики Таджикистан по специальности 08.00.01 – Экономическая теория (08.00.01.01 – Общая экономическая теория (политическая экономия)): п.1. Политическая экономия: структура и закономерности развития экономических отношений; роль и функции государства и гражданского общества в функционировании экономических систем; формирование экономической политики (стратегии) государства; теоретические проблемы экономической безопасности. п.1.3. Макроэкономическая теория: теория экономического роста; теория макроэкономического равновесия; теория денег; теория инфляции; теория управления экономическими системами. п.1.4. Институциональная и эволюционная экономическая теория: эволюционная теория экономической динамики.

Личный вклад соискателя учёной степени. Все стадии исполнения плана научного исследования осуществлялись при прямом участии автора, в частности разработка темы, её обоснование и актуальность, цель и задачи работы. Его вклад направлен на совершенствование процесса реализации ДКП как инструмента государственного регулирования экономики с целью активизации темпов экономического роста.

Апробация и реализация результатов диссертации. Основные исследовательские выводы были представлены и обсуждены на международных и республиканских научно-практических конференциях, республиканском экономическом форуме, ежегодных конференциях преподавателей, аспирантов и студентов ТУТ и были опубликованы в журналах, рецензируемых ВАК при

Президенте Республики Таджикистан. Теоретические и методические аспекты исследования направлены на совершенствование учебных курсов по предметам «Экономическая теория», «Макроэкономика», «Финансы, денежное обращение и кредит», «Финансы и кредит», «Валютное регулирование и валютный контроль», «Международные валютно-финансовые и кредитные отношения», «Социально-экономическая политика», «Монетарная политика и банковский надзор» и т.д.

Публикации по теме диссертации. По теме исследования автором было издано 16 работ, среди которых 6 статей в рецензируемых журналах, рекомендованных ВАК при Президенте Республики Таджикистан.

Объем и структура диссертации. Диссертационное исследование включает в себя введение, три главы основного текста, заключение и список использованной литературы. Работа изложена на 184 страницах, иллюстрирована 18 таблицами, 26 рисунками. Список использованной литературы содержит 164 наименований.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ФОРМИРОВАНИЯ И РАЗВИТИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

1.1. Генезис экономических теорий денег и денежно-кредитной политики

В сегодняшних условиях деньги как важнейший атрибут экономики влияют на развитие всех отраслей национальной экономики и рассматриваются решающим фактором косвенного регулирования всех процессов в экономике. Важность и практическая значимость денег и денежной политики опирается на теоретические концепции как основу ее формирования и реализации.

На современном этапе экономического развития денежно-кредитная политика представляет собой важный инструмент, с помощью которого государство воздействует на национальную экономику. Она строится на теоретических предпосылках экономистов о воздействии денег на экономический рост и развитие страны и ключевые макроэкономические показатели, в том числе и платёжный баланс.

Основные принципы теории денежного обращения, регулирования денежных отношений и монетарной политики были сформулированы и основательно изучены в работах великих экономических мыслителей и классиков экономической науки, представителей различных школ. Среди них можно упомянуть такие школы, как американская школа во главе с Ирвингом Фишером, австрийская школа с Георгом Касселем, лозаннская школа с Леоном Вальрасом, кембриджская школа, связанная с именами Альфреда Маршалла и Артура Пигу, чикагская школа с Джеймсом Тобины, монетаристская школа Милтона Фридмана и другие выдающиеся учёные-экономисты. То есть вопросы, связанные с регулированием денежно-кредитной сферы, не утрачивают свою актуальность и до сих пор выступают как важные и актуальные на протяжении уже длительного времени, привлекая внимание и вызывая обсуждение как среди исследователей в области экономики, так и среди практикующих специалистов.

Денежно-кредитную политику многие учёные определяют, как совокупность мероприятий государственных институтов, с целью обеспечения стабильного темпа роста производства, понижения уровня безработицы,

инфляции, регламентации денежного обеспечения в обороте, регулирования кредитной активностью и процентными ставками по займам или депозитам, а также сохранение стабильности макроэкономической среды через обеспечение банковской ликвидности.

История становления и развития денежно-кредитной политики свидетельствует о различных подходах к ее определению на разных временных этапах. Для изучения и исследования денежно-кредитной политики необходимо понять ее генезис, то есть происхождение и процесс ее формирования. Генезис денежно-кредитной политики, по мнению Д. Хьюма, представляет собой процессы улучшения, преобразования или развития денежной системы¹⁰. История денег охватывает не только эволюционные процессы, но также процессы трансформации денежной системы.

Эпоха денежно-кредитной политики началась с появления первых Центральных банков в странах Европы. Государство каждой европейской страны стремилось создать и гарантировать прерогативу на выпуск банкнот, который прежде совершали частные банки. Потребность финансирования дефицита бюджета выступила основанием для попыток «подчинить» эмиссию. Так, к примеру, Великобритания нуждалась в дополнительных средствах для финансирования войны, которую вёл король Вильгельм III против Франции, а Франция столкнулась с бюджетным кризисом после революции.

Стремление создать банк, который обладал бы исключительным правом на выпуск денег, всегда было характерным для правительств, сталкивающихся с финансовыми трудностями, и это амбициозное стремление было сложно подавить на ранних этапах развития.

История разработки механизма и использования различных инструментов ДКП характеризуется многочисленными иллюстрациями, ярко демонстрирующими различные подходы и их воздействие.

¹⁰ D.Hume: Political Essays (Cambridge Texts in the History of Political Thought). Cambridge University Press, 1752. – p.428.

Так, в конце XVII века отдельные штаты Северной Америки начали печатать свои денежные купюры, что обусловило появление нежелательных явлений. Примером таких негативных эффектов служит история банка Джона Ло в Париже в 1718-1720 гг., в Северо-Американских колониях, а также во времена Екатерины II и Великой французской революции, когда были предприняты попытки выпустить собственные банкноты, так называемые «континентальные деньги» и ассигнации. В течение ряда лет эти эксперименты приводили к разрушительным последствиям реализуемой правительствами стран ДКП¹¹.

Опираясь на опыт правительств ряда стран, многие экономисты направили все свои усилия на исследование основной проблемы: каким образом лучше организовать управление и координацию денежного и кредитного обращения в стране? Давид Рикардо, в качестве одного из основателей классической экономической школы, представил свой взгляд на ключевые моменты. В соответствии с его убеждениями, стабильное денежное обращение становится ключевым условием достижения устойчивого роста национального дохода в экономике страны. Он поддерживал идею, что оптимальная устойчивость достигается путем применения золотого стандарта, в рамках которого банкноты имеют непосредственное эквивалентное право на определенное количество золота и могут быть обменены по запросу или по усмотрению¹².

Д. Рикардо обоснованно подтверждал, что государство должно осуществлять надзор над выпуском бумажной валюты, и центральный банк должен всегда обеспечивать каждую банкноту золотом. Он также указал на важность определения нужного количества денег, и выявлял факторы, которые влияют на массу денег в обращении¹³.

Так, например, в банке Англии была подготовлена эмиссионная операция с определенными рамками выпуска банкнот и требованием независимого их размена. По нормативным правилам одна треть банкноты должна быть

¹¹ Преображенский Е.А. Теория падающей валюты. [Текст] / Е.А. Преображенский. – М.: Гос. изд-во, 1930. С.6.

¹² Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов [Текст] (кн. I-III) / Адам Смит; пер. с англ. Е.М. Майбурда. – М.: Наука, 1993. С.61.

¹³ [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://popecon.ru/260-kak-ruhnula-denezhnaja-sistema-dzona-lo.html>

обеспечена драгоценным металлом, а оставшаяся часть векселями и другими обязательствами. Подобные меры были приняты и другими центральными банками, например, Французским Банком и Королевским Банком Германии (позднее превратившимся в Прусский Банк). Ограничения на объёмы эмиссии и обязательное покрытие золотом или другими ценными активами стали распространёнными практиками. Так, с 1806 г. право на обмен банкнот на монеты получил Французский Банк и в соответствии с страновым законодательством 1/3 часть банкноты обеспечивалась металлом, а оставшаяся часть векселями и другими обязательствами. Но со временем, уже в 1846 г. в стране было предпринято проведение денежной реформы, в соответствии с которой Королевским Банком Германии были внедрены ограничения объёма эмиссии до 274 млн. марок, при этом 2/3 суммы нужно в непременно покрыть металлом. Кроме того, в Германии параллельно с этим существовали эмиссионные банки, хотя и с ограниченной сферой обращения и налогом на излишек установленной величины. Или другой пример, в Австро-Венгрии тоже была определена квота на величину банкнот центрального банка, обеспеченных ценными бумагами и золотом¹⁴.

В 1930-е годы наступил период существенных изменений в экономической теории, вызванных мировым экономическим кризисом, разрушившего систему золотого стандарта. Это привело к возникновению кейнсианского этапа в развитии экономической мысли. Джон Мейнард Кейнс, выдающийся экономист того времени, в своей работе «Трактат о денежной реформе» отмечал, что недостаток золотых денег в экономике приводит к повышению процентных ставок, что в свою очередь тормозит развитие производства¹⁵.

В течение предыдущих десятилетий исследователи-экономисты, приверженные классической школе, придерживались мнения о целесообразности независимой и самостоятельно развивающейся рыночной экономики. Ими отвергалась важность широкого вовлечения государства в экономические

¹⁴ Крижанич Ю. Политика/Под. ред. М.Н. Тихомирова. М.: Наука, 1965. С.374.

¹⁵ Кейнс Дж.М. Трактат о денежной реформе. М.: Эксмо, 2007 г. // Электронный портал Российской государственной библиотеки. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://rusneb.ru/>

процессы. С их точки зрения, деньги прежде всего средство условного отражения конкретных показателей, таких как: объем производства, доходы и инвестиции. В такого рода понимании национальной экономики фактически не было места для государственного регулирования.

Мировой экономический кризис 1930-х годов выступил настоящей проверкой для классической теории. Расширение кризиса и его катастрофические последствия привели к необходимости трансформации подходов к реализации государственной денежной политики и регулированию развития экономики. В течение последующего ряда лет стали развиваться новые экономические теории, включая кейнсианство, которые опирались на активном государственном вмешательстве с целью стимулирования экономического роста и снижения безработицы.

Таким образом, изменение подходов к регулированию экономики в 1930-е годы было вызвано кризисом золотого стандарта и возникновением кейнсианского направления в экономической мысли. Классическая школа, верившая в эффективность саморегулирующегося рынка, была вынуждена пересмотреть свои взгляды. Это привело к активному государственному вмешательству в экономику и разработке новых подходов к денежно-кредитной политике.

Пересмотр массы денег, которая находится в обращении, может сказаться на уровне внутренних цен, хотя они считали, что денежная политика не влияет на скорость обращение денег и объем производства является не привязанным к денежно-кредитной политике.

Для реализации товаров, поступивших в сферу обращения, в каждый данный момент требуется определенный объем денег. В XVII-XVIII вв. количественную теорию денег развивали крупнейшие экономисты и философы Локк, Монтескье, Юм, а в XIX в. Рикардо. В XX в. новые варианты обоснования

количественной теории денег пытались дать такие учёные-экономисты как Ирвинг Фишер, Кассель, Кейнс и др¹⁶.

Первые попытки формирования простой количественной теории денег и осмысления причин изменений цен в зависимости от массы денег были сделаны еще в период античности. В частности, в первой половине III века д.н.э. Юлий Павел древнеримский правовед, далее исследования взаимосвязи инфляции и объема денежной массы посветил Д. Юм. В своем сочинении «Очерк о деньгах» он утверждал, что постепенное повышение цен вызвано увеличением денежного предложения. Юм критикуя меркантилистов деньгам отводит роль посредников в процессе обращения. В очерке «О деньгах» он отмечает, что дороговизна всякого рода товаров, обусловленная избытком денег, есть вредная последствие установившихся торговли и во всех странах останавливает ее развитие¹⁷.

Подобных взглядов придерживались и представители классической школы. Джеймс Милль добавил к уже сформировавшийся количественной теории денег важные уточнение – структура спроса должна быть постоянным, поскольку относительные цены может изменить также предложение денег. Далее представители неоклассиков в лице И. Фишера придали количественной теории денег формальный вид, а затем модификацию данной теории предложили А. Маршалл и А. Пигу, которые являются как известно, представители кембриджской школы. Надо отметить, что эти школы принципиально отличаются друг от друга. Например, сторонники кембриджской школы большое значение придают выбору потребителей, тогда как И. Фишер – технологическим факторам, при чем в отличие от Маршалла и Пигу, Фишер утверждает, что процентная ставка не влияет на спрос на деньги. Необходимо отметить, что количественная теория денег до появления макроэкономической теории не получила практического применения и оставалась лишь в рамках академической науки, и ее развивали ограниченный круг исследователи – экономистов которые получили интересные теоретические результаты.

¹⁶Курс политической экономии II том. / Досоциалистические способы производства. Под редакцией Н. А. Цаголова. - 3-е изд., перераб. и доп. – Москва, 1973. С. 161

¹⁷ [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://bibliotekar.ru/2-8-39-istoriya-econimiki-1/70.htm>

Например, за период исследований 1945-1953 г. К. Варбургтан определил, что рост цен вызывает увеличение массы денег и краткосрочные колебания ВВП есть результат изменения предложения денег. Его исследования заложили основы монетаризма. Выход в свет статьи М. Фридмена «Роль монетарной политики» в 1968 г. оказал большое влияние на дальнейшее развитие экономической теории.

Как известно, научно-теоретической базой для определения и регулирования оборота денежных средств выступает закон денежного обращения, открытый К. Марксом, согласно которому обоснована, с точки зрения науки, взаимосвязь денежной массы и суммы цен товаров и услуг, кредит, наличные, безналичные платежи и скорость обращение денег¹⁸. Закон, регулирующий массу денег, необходимых для обращения, который сформулировал К. Маркс выглядит следующей формулой:

$$КД = \frac{СТУ - ТК + СО - ВП}{С} \quad (1.1.)$$

где: СТУ – стоимость проданных товаров и услуг; ТК– стоимость товаров, которые были проданы в кредит; СО – сумма платежей, по которым наступил срок оплаты; ВП – сумма взаимно погашающихся платежей; С – среднее количество оборотов денег, или скорость оборота денег¹⁹.

Одной из ведущих фигур, которая внесла существенный вклад в модернизацию количественной теории денег, выступил Ирвинг Фишер (1867-1947), известный математик и экономист, который в своём научном труде «Покупательная сила денег» теоретически и статистически обосновал правильность количественной теории денег²⁰. Предложенная им формула отражала экономический денежный баланс, т.е.

$$MV = PQ \quad (1.2.)$$

где: М – представляет номинальное количество денег; V – скорость обращения денег; P – уровень цен товаров; а Q – физический объем товаров.

¹⁸ Курс политической экономии II том. / Досоциалистические способы производства. Под редакцией Н. А. Цаголова. - 3-е изд., перераб. и доп. – Москва, 1973. – С. 157

¹⁹ Курс политической экономии II том. / Досоциалистические способы производства. Под редакцией Н. А. Цаголова. - 3-е изд., перераб. и доп. – Москва, 1973. – С. 158

²⁰ Фишер И. Покупательная сила денег / И. Фишер // Сост., вступ. статья М.К. Бункина, А.М Семенов. - М.: Дело, 2001. – С. 45.

Идеи И.Фишера отличались от предположения К.Маркса, который учитывал только сумму цен товаров в своей формуле, объединяя реальный объем товарооборота. В отличие от этого И.Фишер опирался на два показателя: средний уровень цен товаров, и товарную массу, т.е. непосредственно их физический объем.

В соответствии с неоклассическими взглядами, колебания номинальной денежной массы приводит к соответствующему изменению абсолютных цен. Взгляды неоклассической школы подразумевали неэффективность реализуемой денежной политики и требовали, чтобы правительство контролировало недостаток бюджетных средств и уделяло внимание обеспечению сбалансированности государственных финансов²¹. Согласно теории неоклассической школы, колебания в номинальном объеме денег приводят к соответствующим изменениям в абсолютном уровне цен. Исходя из этого, они пришли к выводу, что правительство реализует неэффективную денежную политику и стали призывать его отслеживать бюджетный дефицит.

Экономический кризис 1929-1933 годов, повлиявший на мировую экономику, выявил недостатки неоклассической теории. Было выявлено, что она не предусматривала существование продолжительных кризисов и сложившейся безработицы. В период кризиса правительству Великобритании, США и ряда развитых стран пришлось воспользоваться применением действий государственного характера, которые не противоречили важным принципам ортодоксальной неоклассической доктрины. Д.М. Кейнс в своих работах аргументировал потребность обширного государственного воздействия на рыночную экономику. В частности, в своей работе «Общая теория занятости, процента и денег», изданной 1936 г., он аргументировал важность активного участия государства в экономике, что привело к радикальным изменениям в макроэкономических взглядах учёных-экономистов и изменениям отношения правительства к деловым циклам реализации макроэкономической стратегии²².

²¹ Фишер И. Покупательная сила денег /Сост., вступ, статья М.К. Бункина, А.М Семенов. - М.: Дело, 2001, с.46.

²² Кейнс, Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. Пер. с англ. [Текст] / Дж. М. Кейнс. – М.: Гелиос АРВ, 2002. С. 78-81.

Суть теории Кейнса основана на том факте, что современная рыночная экономика стремится к достижению баланса и может создать ситуацию, в которой совокупный спрос и предложение находятся в равновесии. Тем не менее, в данной обстановке реальный уровень производства часто оказывается ниже своих потенциальных возможностей, при этом ещё значительная часть трудовых ресурсов остаётся неиспользуемой, что приводит к массовой безработице²³.

Д.М. Кейнс считал, что экономика страны может находиться в таком положении, когда будут наблюдаться невысокий объем производства, безработица, что будет вызвано как несоответствием совокупного спроса, так как в силу того, что не проработан механизм, способствующий обеспечить полную занятость и рациональное применение производственных мощностей предприятий. Д.М. Кейнс предполагал, что правительство страны с целью улучшения совокупного спроса обязано опираться на определенные инструменты как денежно-кредитной, так и налоговой политики. Согласно его предположению, необходимо внести изменения в систему налогообложения и инвестиционную политику для стабилизации экономики. Данный вывод привёл сторонников кейнсианской теории к выводу о том, что деньги не играют важную роль, важная роль отводится государственной политике, направленной на их регулирование.

Многие исследователи стали постепенно приходить к выводу, что кейнсианская концепция экономического регулирования имеет ряд просчётов, которые сказались на эффективности и устойчивости экономической системы, и поспособствовали появлению следующих явлений: преуменьшение возможной вероятности инфляции, преувеличенная роль прямых госинвестиций и бюджетных операций, а также переоценка фактического воздействия дефицитного финансирования привели к кризису в кейнсианской теории. Это способствовало восстановлению значения денег в экономике и возрождение интереса к монетарным теориям. Выдающийся представитель монетарной теории

²³ Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. Пер. с англ. [Текст] / Дж. М. Кейнс. – М.: Гелиос АРВ, 2002. С. 48-52.

- Мильтон Фридман и его последователи, известные сегодня как монетаристы, разработали количественную теорию денег, которая стала популярной в 1970-х годах.

Монетаризм представляет собой экономическую доктрину, согласно которой ключевыми факторами, влияющими на совокупный спрос, являются денежные агрегаты (M_1 , M_2) и колебания их объёма, вне зависимости от того, проявляется ли этот спрос через безработицу или инфляцию. Основателем монетаризма признается профессор Чикагского университета М. Фридмен, который является создателем количественной теории денег.

Идеологические разногласия и столкновения мнений между монетаристами и кейнсианцами выразились помимо контекста оценки роли денег в экономике, также в наблюдении за функционированием рыночной системы в общем.

В этом аспекте монетаристы выражают сильное противодействие энергичному вступлению государства в экономику страны. Они защищают принципы свободной конкуренции, включая свободную конкуренцию в сфере денег и приписывают ключевое значение деньгам в стимулировании производства. Монетаристская теория может быть сведена к словам М. Фридмена о том, что инфляция всегда и везде является результатом денежных процессов. Тем не менее, среди экономистов, как и много лет назад до сих пор идут дискуссии о том, в какой сфере – товарной или финансовой – инфляция наиболее активно проявляется.

М. Фридман полагал, что недооценка значимости денег и денежных процессов, а также неспособность Федеральной Резервной Системы США не допустить резкое снижение денежного предложения в конце 1920-х гг. значительно усугубили негативные аспекты экономического спада²⁴. М. Фридман подчёркивал, что: «Великая депрессия и огромное число иных промежутков времени, когда наблюдался высокий уровень безработицы выступают следствием

²⁴ Фридман М. Капитализм и свобода [Текст] / М. Фридман / Пер. с англ. М.: Новое издательство, 2006. - С. 63;

непродуктивных мер государства, а не нестабильности, присущей частному сектору экономики»²⁵.

Монетаристы раскрыли связь между переменами в денежной массе, ростом национального дохода и ценами, демонстрируя, что перемены в денежной массе вызывают в большей степени воздействие на повышение объёма производства, чем на колебание уровня цен.

Новые разработки монетаристов демонстрируют факторы, которые могут оказывать значительное воздействие на денежную политику государства в экономике, и помогают разъяснить обстоятельства, вызвавшие стагфляцию, что противоречило кейнсианской теории. Несомненно, как вследствие этих научных изысканий были сконструированы предложения по совершенствованию денежно-кредитной политики. Монетаристы, критикуя кейнсианскую теорию, считали, что главным объектом управления имеют возможность выступить не только процентные ставки, но и темпы роста денежной массы²⁶.

Определенно в первые годы 70-х и начале 80-х годов использование монетаристских рецептов способствовало успешной борьбе с инфляцией. Но, обеспечение устойчивых темпов инфляции, её регулирование в 80-х годах и произошедшие изменения в финансовых институтах способствовали уменьшению важности монетаристской теории и рекомендаций, разработанных в предыдущем десятилетии. Но благодаря научным достижениям монетаристов учёные-экономисты признают, что деньги имеют важное значение.

Фридрих фон Хайек, как представитель монетаристской школы, в своей научной работе «Частные деньги», выразил свою позицию относительно монетаризма и исследований Милтона Фридмана²⁷. В соответствии с его учением, ни одна власть не способна предварительно определить «оптимальное количество денег», такое решение может быть выявлено только на рынке. Фридрих фон Хайек подверг критике теории Кейнса и позже М. Фридмана. Им была

²⁵ Фридман М. Количественная теория денег [Текст] / М. Фридман / М.: Эльф пресс, 1996. – С. 109.

²⁶ Моисеев С.Р. Денежно-кредитный энциклопедический словарь [Текст] / С.Р. Моисеев. – Москва: Дело и Сервис, 2006. – С. 203.

²⁷ Хайек Ф.А. Частные деньги [Текст] / Ф.А. Хайек / Пер. с англ. М.: Институт Национальной модели экономики, 1996. – С. 175.

предложена концепция частных денег, которая не являлась основной в экономической мысли, однако некоторые неортодоксальные идеи из его направлений все-таки включались в учебники и играли роль инкубатора мнений²⁸.

Сторонник австрийской экономической школы Мюррей Ротбард, также поддерживал идею конкуренции частных валют²⁹. Он приводил аргументы против государственной монетарной системы, утверждая, что частные чеканщики могут легко обмануть людей, но история государственного понижения ценности монет подрывает этот аргумент. М. Ротбард указывал на то, что на денежном рынке, где монопольную роль государства играют национальная валюта и национальный банк, прослеживается защита от соперничества иных валют. Это обеспечивается путём сдерживания применения иностранной валюты и эмбарго выпуска частных банкнот. Такой единственный эмитент валюты может применить в полном объёме свою власть для политических махинаций, включая умышленное увеличение инфляции, например, в период выборов.

Несмотря на то, что деятельность центральных банков становилась более прозрачной и подотчётной, всё ещё были исследователи, которые не представляли себе перспективы в развитии сферы денежных отношений. Они утверждали, что вопреки общедоступности центральных банков и использования сложнейших экономических моделей, они не в состоянии эффективно предотвращать финансовые кризисы. Глобальное финансовое кризисное событие, произошедшее в 2008 г., да и последующие кризисы свидетельствуют, что полное доверие центральным банкам не является рациональным.

В книге «Будущее для центральных банков» М. Кинг подмечал, что те, кто разделяют идеи Билла Гейтса, могли бы заставить уйти сторонников Алана Гринспена с позиций в бизнесе³⁰. Мервин Кинг уже в то время выражал свои опасения относительно обеспечения безопасности и независимости центральных

²⁸ Вольчик В.В. Конкуренция научных школ или господство монополизма в сфере экономической теории / В.В. Вольчик // – Экономический вестник Ростовского государственного университета, 2008. Том 6. №4. – С. 51-59.

²⁹ Murray R. The Case for a 100 Percent Gold Dollar. Washington, DC: Libertarian Review Press, 1974. -P. 14.

³⁰ The money changers, currency reform from Aristotle to e-cash / edited by David Boyle, Earthscan Publications Ltd. 2002. P. 174-177.

банков в будущем, подчёркивая, что их количество вероятно сократится в ближайшие сто лет. Регулирование национальной валютой со стороны государственных органов сократилось с того момента, когда для большого количества капитала расширили свободу и смягчили политику, а курс валюты стал нестабильным. Мервин Кинг согласно аналогу Европейского Банка, подчёркивал, что возможно, будут появляться все больше региональных финансовых союзов, и для упрощения этого процесса можно было бы ввести валютные палаты или даже полностью заменить национальные денежные органы, чтобы уменьшить их число.

В своих работах М. Кинг подчёркивал, что сегодняшние схемы денежных платежей в режиме реального времени возможно подлежат замене³¹. Несомненно, то, что для эффективного управления процессом денежной эмиссии необходима надёжная институциональная структура, способная предотвратить чрезмерный рост инфляции. Тем не менее, с развитием мирового уровня компьютерных систем, работающих в оперативном режиме, оказывается все более сложным сохранять роль национального банка в качестве основного регулятора монетарной политики, поскольку они начинают приобретать международное значение.

В 1976 году Ф.А. Хайек выпустил свою книгу, в которой впервые изложил свою концепцию, согласно которой выдвинул идею о либерализации денежного сектора³². И действительно, на практике народы разных стран уже в настоящее время в условиях достаточно открытой экономики, получили право дать преимущество любой из имеющихся международных валют для проведения транзакций. Однако, это не является полной реализацией идей Ф.А. Хайека, а скорее является следствием открытости и либерализации глобальной финансовой системы.

³¹ The money changers, currency reform from Aristotle to e-cash / edited by David Boyle, Earthscan Publications Ltd. 2002. P. 174-177.

³² Хайек Ф.А. Частные деньги [Текст] / Ф.А. Хайек / Пер. с англ. М.: Институт Национальной модели экономики, 1996. – С. 175.

Признак	КЛАССИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ	КЕЙНСИАНСКАЯ ТЕОРИЯ	МОНЕТАРИСТСКАЯ ТЕОРИЯ
Уровень исследования	МАКРОУРОВЕНЬ	МАКРОУРОВЕНЬ	МАКРОУРОВЕНЬ
Основа концепции	Количественная теория денег	Взаимосвязь агрегированных показателей экономики	Количественная теория денег
Скорость обращения денег	Неизменная	Изменчивая и непредсказуемая	Стабильно изменчивая, предсказуемая
Формализация	Транзакционный вариант (процентные ставки не оказывают влияния на спрос): $MY=PQ$. Кембриджский вариант (допускается влияние ставки процента на спрос): $M = R \cdot PY$	$VNP = C + I + G + N_x$; где: C – потребительские расходы населения; I – инвестиции; G – государственные расходы на покупку товаров и услуг; N_x – чистый экспорт	Монетарное правило, или правило K -процентов, требующее автоматического увеличения денежной массы в обращении ежегодно на 3-5% независимо от состояния экономики, фазы цикла и т.п.
Отношение к государственному регулированию экономики	Саморегуляция рыночной экономики	Активное вмешательство государства в связи с провалами рынка (безработицей, инфляцией, экономическими кризисами)	Рынки достаточно конкурентные, если не подвергать их государственному регулированию
Виды проводимой политики	Государственное вмешательство нежелательно	Жесткая бюджетно-налоговая (предпочтительнее) и денежно-кредитная (в отдельных случаях) политика	Только денежно-кредитное регулирование при полной ликвидации госбюджета
Основа денежно-кредитной политики	Допускалось ограничить денежное предложение для борьбы с инфляцией	Уменьшение денежного предложения усиливает инфляцию	Управление стабильными темпами роста денежного предложения для сдерживания инфляции
Периодичность проведения денежно-кредитной политики	-	Оперативное применение денег в текущем управлении экономической конъюнктурой и стимулировании роста экономики	Долгосрочное, так как оперативное ведет к усилению экономических противоречий (рыночные стабилизаторы не срабатывают)
Инструмент денежно-кредитной политики	Денежная масса	Процентная ставка	Денежная масса
Связь денежно-кредитной политики с ВВП (ЧНП)	Изменение денежного предложения влияет на номинальный ВВП	Изменение денежного предложения не влияет на ЧНП	Изменение денежного предложения влияет на номинальный ВВП
Проблема теории	Не учитывала влияния монополий на ценообразование, поэтому не смогла объяснить природу Великой депрессии	Не избавляет полностью от провалов рынка, что подтвердил мировой экономический кризис середины 1970-х гг.	Низкая отдача в большинстве развивающихся стран, а также в период финансового кризиса 2007–2009 гг. в ряде западных стран

Рисунок 1.1. – Ключевые положения различных направлений экономической теории относительно денежно-кредитного регулирования

Источник: составлено автором на основе: Гордиенов О.Е. Эволюция инструментов денежно-кредитного регулирования экономики / О.Е. Гордиенов // Вестник Омского университета. Серия «Экономика» 2017. №4(60) – С. 26-33.

Исследование работ ряда учёных показывает, что теория денежно-кредитного регулирования и использование методов этой стратегии в контексте общей денежно-кредитной политики включает в себя соперничество с несколькими важными школами теоретической мысли, включая классическую теорию, кейнсианство и монетаризм. На основе анализа литературных источников и проблем реализации денежно-кредитной политики нами предложена их сравнение (рис.1.1.).

Согласно рисунка 1.1. сравнение различных направлений экономической теории в отношении денежно-кредитного регулирования и концепций, которые представлены в классических, кейнсианских и монетаристских школах, показывает, что основное внимание уделяется количественной теории денег и взаимосвязи агрегированных показателей экономики. Также, выявлено что, инструменты денежно-кредитной политики в основном направлены на регулирование денежной массы и процентной ставки.

Связь денежно-кредитной политики с ВВП в классической и монетаристской теории основана на том факте, что изменение денежной массы влияет на номинальный ВВП. Но такая точка зрения со стороны кейнсианской школы выражается в том, что изменение денежного предложения не влияет на чистый национальный продукт. Увеличение или уменьшение темпов роста денежной массы влияет на развитие деловой активности и циклические колебания.

Основной тезис монетаризма заключается в том, что изменение денежного предложения, влияет на равновесный объем ВВП и денежная масса является единственным определяющим фактором уровня производства, занятости и цен.

Исследование также показывают, что роль денежно-кредитной политики в регулировании экономики и ее взаимосвязи с рыночным механизмом по-разному оценивались представителями классических, кейнсианских и монетаристских школ. Например, классическая теория считает, что в процессе реализации денежно-кредитной политики рыночная экономика является саморегулируемой, кейнсианская школа считает необходимым активное вмешательство государства

в связи с провалами рынка (безработицей, инфляцией, экономическими кризисами), а с точки зрения монетаристов рынки достаточно конкурентные, если не подвергать их государственному регулированию. Монетаристы предлагают принять денежную массу как индикатор денежно-кредитной политики, так как функция денежного спроса более стабильная чем функции расходов.

Таким образом, практика реализации политики государственного регулирования национальной экономики развитых стран имеет огромное практическое значение. Конечно же, в каждой стране реализуемая государственная политика имеет свои особенности, которые зависят от уровня и особенностей развития самой страны. Кроме того, роль и значение государственной политики, механизмы и инструменты её реализации в каждой стране различны, и они не могут быть универсальными для всех стран мира. Произошло лишь перепрофилирование на опосредованные механизмы, которые имеют также существенное влияние. Любое государство использует определенные рычаги воздействия на национальную экономику с целью защиты реального субъекта. Согласно учения К.Т. Эберга, цель государственного вмешательства в национальную экономику заключается в формировании нематериальных ценностей, которые не могут быть оценены деньгами. Эти ценности включают в себя юридическую защиту, поддержание мира и национальной независимости, а также содействие развитию экономической и социальной жизни³³.

В структуре реализуемой государством экономической политики особый акцент делается на составную её часть денежно-кредитную политику, основные элементы которой отражены на рисунке 1.2. Страна, ориентированная на развитие рыночных отношений, содействует достижению своих целей, обеспечивая устойчивость национальной валюты и финансовой системы, а затем активизируя экономическую активность через меры денежно-кредитной политики.

³³ Эберг К.Т. Курс финансовой науки [Текст] / К.Т. Эберг / Под ред. М.А. Курчинского. СПб., 1913. С.3



Рисунок 1.2. – Взаимосвязь и взаимообусловленность составляющих элементов государственной экономической политики

Источник: составлено автором

Природа и цели государственного регулирования экономики страны, как процесса упорядочивания бизнес-взаимодействий, конкретизируют его суть, задачи и функции. Государственное регулирование действует как дополнительный рычаг, способствующий развитию экономики и дополняющий механизмы рыночной саморегуляции.

Из анализа мировой практики видно, что в экономиках с сложными взаимосвязями и зависимостями государство должно проявлять активную роль и усиливать свое вмешательство в экономические процессы.

Изучение научных работ, обосновывающих необходимость государственного регулирования экономики свидетельствует, что в принципе наиболее точное объяснение можно увидеть в работах К. Маркса, представителя неоклассической школы Ф. Хайека и русского учёного С. Булгакова.

Как указывал К. Маркс³⁴, надзор присутствует в каждом относительно сложившемся производственном процессе, так как он обеспечивает сохранность и завершенность данного процесса. Ф.А.Хайек также подчеркивал, что в «рыночной экономике государство имеет широкий спектр возможностей для

³⁴ Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения. 2-с изд. Т. 23. [Текст] / К. Маркс, Ф. Энгельс. – М; Политиздат, 1987 – С. 34.

действий, например: создание условий для конкуренции, применение альтернативных методов регулирования там, где это необходимо, и совершенствование предоставляемых услуг»³⁵. Эти услуги, как утверждал А. Смит, могут быть весьма полезными для общества в целом, но при этом прибыльность для отдельного лица или небольшой группы предпринимателей может оставаться недостаточной³⁶. Важно отметить, что разумная система организации не призывает к бездействию со стороны государства.

Булгаков С.Н. считал, что по укоренившейся патримониальной традиции государство подлежит играть важную роль в таких сферах, как инфраструктура, транспорт, энергетика, связь, образование, правовая стабильность, социальное страхование и прочие. Рынок, по сути, не обладает способностью обеспечить всеобщее благосостояние, и приписывать ему такую функцию означает распространение фатального квазирелигиозного мифа о его всемогущей силе³⁷.

Гарантирование эффективного госрегулирования национальной экономики выступает в виде значимых и дискуссионных вопросов на современном этапе развития экономической науки. С учётом современных концепций и опыта управления процессами экономического развития можно отметить, что монетарные аспекты не только содействуют росту экономики страны, но также повышают её общую неустойчивость. Это, в свою очередь, стимулирует проведение исследований разных аспектов денежно-кредитной политики.

В целом можно отметить, что государственное вмешательство в регулирование экономики должно осуществляться в условиях достижения экономического роста. Поставленные цели, в частности, обеспечение устойчивого экономического роста государство может осуществить посредством эффективной фискальной, а также монетарной политики. При таком раскладе возникает вопрос, что является основной целью денежно-кредитной политики?

³⁵ Хайек Ф.А. Частные деньги / Пер. с англ. М.: Институт Национальной модели экономики, 1996. -С. 176.

³⁶ Стиглиц Дж. Крутое пике. Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса [Текст] / Дж. Стиглиц. – М.: Эксмо, 2011. – С. 24-25.

³⁷ Булгаков С.Н. История экономических и социальных учений / С.Н. Булгаков; [вступ. ст., сост. и примеч. В. В. Сапова]. — М.: Астрель, [2007]. — 992 с.: портр. — (Социальная мысль России). — Библиогр. в коммент.: с. 870-906.

Е.Абель и Б.Бернанке отмечают, что денежно-кредитное регулирование – это система государственных мер в лице Центрального банка по предоставлению денег в стране с использованием монетарных средств (учетная ставка, нормы обязательного резервирования и др.), что приводит к изменению реальных макроэкономических показателей³⁸. В таком виде интерпретация денежно-кредитной системы стала наиболее распространенной и в качестве её сторонников выступили российские ученые Ф. Мышкин³⁹ и О. Ананьин⁴⁰.

Важно подчеркнуть, что в научной экономической литературе пока еще продолжает отсутствовать единство в определении сути ДКП. На сегодняшний момент многие отечественные и зарубежные ученые приводят различные мнения относительно сущности и содержания ДКП. Нами рассмотрен и проанализирован ряд научных работ, в которых каждый автор по-своему интерпретирует сущность и понятие денежно-кредитной политики, которые мы свели в таблице 1.1.

Исследование различных мнений авторов относительно денежно-кредитной политики показало, что каждый из них имеют свои суждения, свои определения и свою теорию относительно денежно-кредитной политики, которая должна способствовать экономическому росту.

На наш взгляд, денежно-кредитная политика – это совокупность мер и способов управления экономикой, осуществляемая национальными банками, используя инструменты ее проведения для обеспечения макроэкономической стабильности, в том числе и на денежном рынке через изменения денежной массы и процентной ставки с целью достижения экономических целей и макроэкономических задач, таких как сдерживание инфляции, повышения темпов экономического роста и ускоренного развития производственного сектора экономики.

³⁸ Абель Э., Бернанке Б. Макроэкономика: учеб. пособие / Э. Абель, Б. Бернанке. – СПб.: Питер, 2010. - С. 314.

³⁹ Мышкин, Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков [Текст] / Ф. Мышкин. – М.: Аспект пресс, 1999. - С. 76.;

⁴⁰ Ананьин, О. И. Структура экономико–теоретического знания: методологический анализ [Текст] / О. Ананьин – Ин-т экономики. – М.: Наука, 2005. – С. 116.

Таблица 1.1. – Систематизация определения сущностной природы денежно-кредитной политики

Источник	Определение
Иришев Б.К. ⁴¹	«Комплекс взаимосвязанных мер, принимаемых монетарными властями в денежно-кредитной системе с целью регулирования конъюнктуры и воспроизводственного процесса»
Долан Э.Дж., Кэмпбелл К.Д., Кэмпбелл Р.Дж. ⁴²	«Правительственная политика, воздействующая на количество денег, находящихся в обращении»
Саадулаева Т.А. ⁴³	«Представляет собой экономическую стратегию государства при посредничестве специальных финансово-кредитных институтов по регулированию денежного обращения и денежной массы, которая направлена на достижение наилучшего положительного социально-экономического результата, а также контроль за инфляцией, создание условий для экономического роста и формирования внешнеэкономического климата на каждом конкретном этапе общественного развития»
Рахимов Р.К. ⁴⁴	«В условиях рыночной экономики денежно-кредитная политика является инструментом, при помощи которого можно стимулировать или сдерживать экономическое развитие страны»
Усманова Т.Дж. ⁴⁵	«Денежно-кредитная политика является важнейшим сегментом экономической политики государства, представляющим собой совокупность мер, реализуемых через воздействие монетарных инструментов и методов на экономику с целью создания необходимых условий для экономического роста, который и выступает основной целью денежно-кредитной политики»
Умаров Х.У., Обидова М.Р. ⁴⁶	«Эффективная реализация денежно-кредитной политики является весьма важной задачей регулирующих органов страны, в особенности Национального банка Таджикистана, что в ходе реализации монетарной политики НБТ должен придерживаться порогового значения монетизации, способствующий поддержанию равновесия на денежном рынке»

⁴¹ Иришев, Б.К. Денежно-кредитная политика: концепция и механизм [Текст] / Б.К. Иришев. – Алма-Ата: Гылым, 1990. – С.17.

⁴² Долан Э.Дж., Кэмпбелл К.Д., Кэмпбелл Р.Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. - М.-Л.,1991. - С. 59.

⁴³ Саадулаева Т.А. Совершенствование денежно-кредитной политики России в современных условиях: Дис. кан. экон. наук: 08.00.10. / Т.А. Садулаева – М., 2014. - С. 18-19.

⁴⁴ Рахимов Р.К. Проблемы развития переходной экономики Республики Таджикистан. Душанбе. - С.598-617

⁴⁵ Усманова Т.Дж. Денежно-кредитная политика – один из важнейших инструментов регулирования экономики: анализ теоретических подходов// Материалы международной научно-практической конференции (30 октября 2019г.) на тему «Финансово-кредитные механизмы регулирования и развития экономики стран СНГ». Душанбе, РТСУ 2019. – С. 329-333.

⁴⁶ Умаров Х.У., Обидова М.Р. Регулирующая роль национального банка Таджикистана в условиях неравновесного состояния денежного рынка // национальные экономические системы в контексте формирования глобального экономического пространства. Сборник научных трудов. Симферополь, 2022. С. 530.

<p>Азизбоев Р.А.⁴⁷</p>	<p>«Денежно-кредитное регулирование экономики является составным элементом денежно-кредитной политики, представляющей комплекс мер по повышению эффективности влияния монетарных инструментов (ставки рефинансирования, операций на открытом рынке, валютных интервенций, обязательных резервов) и каналов трансмиссионного механизма на функционирование национальной экономики, стимулирующей ее переход к модели устойчивого развития в условиях усиления воздействия внешних факторов и вызовов»</p>
<p>Алиджанова С.А.⁴⁸</p>	<p>«В узком понимании: денежно-кредитная политика воспринимается как комплекс мер, по регулированию денежного обращения. В широком понимании: денежно-кредитная политика имеет конкретные целевые ориентиры, определяемые при помощи ее инструментов, к которым традиционно относятся: нормирование обязательных резервов, учетная ставка процента и операции Национального банка на открытом рынке»</p>
<p>Макмиллан⁴⁹</p>	<p>«Денежно-кредитная политика – это часть экономической политики, направленная на достижение таких широких целей, как стабильность занятости и цен, экономический рост и баланс внешних платежей с помощью контроля денежной системы через следующие ее характеристики: денежная масса, уровень и структура ставок процента, а также другие показатели, влияющие на доступность кредита»</p>
<p>Хафизов Ш.И.⁵⁰</p>	<p>«Денежно-кредитная политика является комплексом мероприятий, регулирующих влияние направленных на изменение количества денежной массы в обращении. Монетарная политика непосредственно призвана влиять на ликвидность банковской системы и на деловую активность вообще. Монетарная, или денежно-кредитная, политика, вместе с фискальной, внешнеторговой и валютной представляют собой один из видов стабилизационной политики. Она направлена на нивелирование различных колебаний экономической природы»</p>
<p>Газиев М.Н.⁵¹</p>	<p>Денежно-кредитная политика – это совокупность мер и способов управления экономикой, осуществляемая национальными банками, используя инструменты ее проведения для обеспечения макроэкономической стабильности, в том числе и на денежном рынке через изменения денежной массы и процентной ставки с целью достижения экономических целей и макроэкономических задач, таких как сдерживание инфляции, повышения темпов экономического роста и ускоренного развития производственного сектора экономики.</p>

⁴⁷ Азизбоев Р.А. «Роль инструментов денежно-кредитного регулирования в обеспечении экономического роста (на материалах РТ)», дис. на соис. уч. степени к.э.н. по спец. 08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит, Душанбе – 2022, стр. 19

⁴⁸ Алиджанова С.А. «Механизмы реализации денежно-кредитной политики в обеспечении макроэкономической стабилизации (на примере переходной экономики РТ)»: автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.01 / Алиджанова С.А. - Худжанд, 2014. - С. 9.

⁴⁹ Словарь современной экономической теории Макмиллана. – М.: ИНФРА-М, 1997. -331с.

⁵⁰ Хафизов Ш.И. Монетарная политика как разновидность стабилизационной политики государства в современных условиях/ Ш.И. Хафизов // Вестник ТНУ. - № 2/10 (152). – С. 107-108.

⁵¹ Авторское определение на основе использования цитируемой научной литературы.

Таким образом, анализ эволюции различных экономических школ и мнений ученых экономистов, позволил нам прийти к выводу, что эффективность реализации ДКП обусловлена воздействием разнообразных факторов, в числе основных из которых нами выделены инфляция, уровень безработицы, курс национальной валюты, инвестиционная среда, величина процентных ставок по кредитам и др. Учитывая это мы полагаем, что меры по совершенствованию данной политики должны меняться исходя из изменений указанных факторов.

1.2. Факторы, влияющие на формирование денежно-кредитной политики

Процесс становления и эволюции ДКП связан с работой центрального банка страны. Дальнейшее функционирование монетарной политики было обеспечено эмиссией денег, что связано с целью повышения важности управления денежной массой и процентными ставками, развитием институциональной инфраструктуры и увеличением активности в международном обмене валютой и финансовой сфере. Эффективность денежно-кредитной политики зависит от множества факторов с разнообразными источниками их формирования.

При изучении литературных источников и анализе мирового опыта становится ясным, что реализация денежно-кредитной политики подвержена влиянию множества факторов. При оценке эффективности ДКП следует учитывать факторы, определяющие ее структуру и способы реализации.

Исследование научной литературы по теме позволило нам выявить факторы, оказывающие влияние на формирование денежно-кредитной политики и сгруппировать их в определенном порядке, представленном на рисунке 1.3.

Нижеуказанные факторы оказывают как косвенное, так и прямое влияние на состояние денежно-кредитной политики в стране. Поэтому будет справедливо более подробно рассмотреть некоторые из вышеперечисленных факторов эффективности денежно-кредитной политики. Главным условием, которое значительно воздействует и формирует денежно-кредитную политику, является макроэкономическая обстановка в государстве. Также, социально-экономическое

положение страны является основным фактором, оказывающим давление на эффективность денежно-кредитной политики.

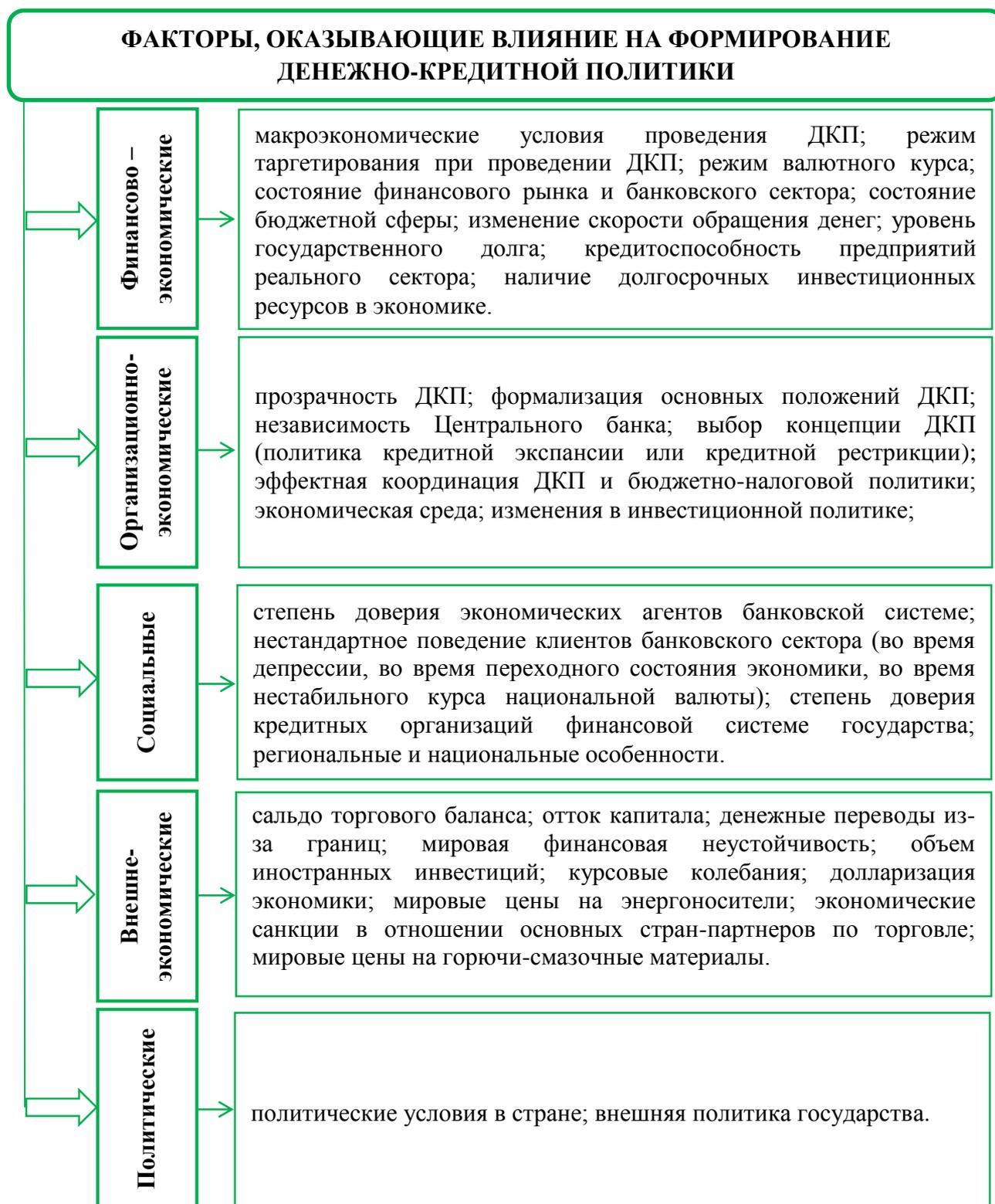


Рисунок 1.3. – Факторы, влияющие на эффективность денежно-кредитной политики

Источник: составлено автором

В ходе исполнения денежно-кредитной политики периодически проявляются противоречия между основными индикаторами социально-экономической и денежно-кредитной политики, что приобретает особенную значимость во время переломных моментов либо социальных угроз.

Экономические реформы, реализуемые в последнее 10-15 лет в Республике Таджикистан способствовали устойчивому развитию национальной экономики, уменьшению уровня нищеты и повышению жизненного уровня граждан. Социально-экономическое развитие в Республике Таджикистан осуществлялось в большей мере за счёт расширения сферы услуг, развития промышленности и притока денежных переводов трудовых мигрантов. Объем реального ВВП возрос в 2022 г. по сравнению с 2021 годом на 8%. Успешная реализация денежно-кредитной политики, а также политики, направленной на укрепление обменного курса, способствовали снижению уровня инфляции. Так уровень инфляции на рынке потребительских товаров составил 4,2%. Республике Таджикистан удаётся удерживать профицит счета текущих операций уже с 2020 г. по настоящее время, например, в 2022 г. профицит составил 15,6% от ВВП.

Финансовый сектор получил существенную помощь за счёт больших потоков финансовых средств и денежных переводов трудовых мигрантов, однако, несмотря на это, он все ещё оказывается существенно уязвимым в виду низкого качества активов, высокого роста концентрации кредитов и долларизации экономики. Общий объем просроченных кредитов уменьшился, однако, как и прежде находится на высоком уровне, а большого объёма кредиты, которые были выданы госпредприятиям, были связаны с высоким риском. Наблюдаются трудности в возможности получения финансовых средств, в первую очередь, малым и средним предприятиям, и связано это, в первую очередь, с неэффективной работой банковского сектора, слабой конкуренцией и существенными требованиями к залоговому обеспечению. Общий дефицит

госбюджета страна смогла увеличиться с -337,2 млн. сомони в 2019 г. до 711,1 млн. сомони в 2021 г.г.⁵²

И в этом сыграли позитивную роль такие меры финансово-кредитной политики, как ограничение расходов, рост вкладов партнёров по развитию в виде грантов и посредством неналоговых доходов. Величина госдолга в структуре ВВП уменьшилась с 47,3% в 2020 г. до 32,5% в 2022 г. за счет реализуемых экономических реформ, способствующих экономическому росту и стабилизации курса национальной валюты⁵³.

За последние годы, реализация фискальной политики в стране была направлена на снижение недостатка в финансах государственного бюджета и обеспечение его оптимального состояния. Целенаправленное распределение средств бюджета способствовало поддержке различных отраслей национальной экономики, особенно в сфере социального обеспечения.

Внешнеторговый сектор может оказать влияние на реализацию денежно-кредитной политики через обменный курс. Если национальная валюта подвергается значительным колебаниям, это может повлиять на цены импортных товаров и услуг. Показатель внешнеторгового оборота увеличился с 3,8 млрд. доллара в 2010 гг. до 6,19 млрд. дол. в 2022 г., что свидетельствует о свободной торговле и высоком уровне открытости национальной экономики⁵⁴. Слабый уровень возможностей для экспорта в стране (который составил 33% от всего объёма внешней торговли в 2021 году) свидетельствует о негативном сальдо в торговом балансе. Это указывает на дисбаланс в платёжном балансе страны и обесценении национальной валюты.

Длительный торговый дефицит может создавать дополнительное давление на внутренние цены, так как страна тратит больше, чем зарабатывает от продажи

⁵² Статистический ежегодник Республики Таджикистан: АСПРТ. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.stat.tj/ru/economics-2/> – Душанбе, 2022. – С. 402.

⁵³ Отчет о состоянии государственного долга за 2021 и 2023 гг. Официальный сайт Министерство финансов Республики Таджикистан [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://moliya.tj/ru/otchet-o-gosudarstvennom-dolge/>

⁵⁴ Платёжный баланс и внешний долг РТ для 2011г. С.19. Платёжный баланс, международная инвестиционная позиция и валовой внешний долг РТ за 2022 года. С.49. Официальный сайт НБТ. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://nbt.tj/tj/payments_balance/trade_turnover.php

товаров за рубежом, это может привести к появлению дополнительной денежной массы в обороте.

По мимо этого, проведение эффективной и сбалансированной денежно-кредитной политики способствовало снижению уровня инфляции от двойного к единичному значению и поддержание его на относительно постоянном уровне. С 2010 по 2022 года уровень инфляции сократился с 9,8% до 4,2%, что привело к усилению стабильности национальной валюты, развитию финансовой сферы и снижению уровня бедности⁵⁵.

На динамику роста уровня цен в среднесрочном периоде оказали влияние такие факторы как фундаментальные, структурные, конъюнктурные и др. Кроме того, другие факторы с возможным продолжением финансово-экономической неустойчивости в мировом масштабе связаны с COVID-19, а также сезонными и административными изменениями стоимости платных услуг населению, что находится вне денежно-кредитной политики.

Реализуя денежно-кредитную политику, Национальный банк стремится обеспечить стабильность цен в долгосрочном периоде и формирование условий для привлечения денежных средств в инвестиционные проекты. В ходе ее выполнения необходимо достичь согласия между инвестициями и расходами, а также выявлять дополнительные источники, которые требуются для погашения внешнего долга страны и решения актуальных социальных задач. Эффективность реализации денежно-кредитной политики существенно связана с влиянием на экономику страны внешнеэкономических факторов, которые, в первую очередь, вызваны финансовыми кризисами, изменениями стоимости энергетических ресурсов на глобальных товарных биржах.

Серьезный финансовый кризис, охвативший большинство стран мира, изменения индекса цен на товары и сырье на мировых рынках в 2015 году, а также глобальная экономическая нестабильность в 2020 году негативно повлияли

⁵⁵ Банковский статистический бюллетень. Декабрь, 2012, №12(209), С.15; Декабрь – 2022, №12 (329), С.9. (официальное издание). – Душанбе, Национальный банк Таджикистана.

на экономический рост большинства стран региона и торговых партнёров Таджикистана, включая его собственную экономику.

Сокращение поступления денежных трансферов и объема привлечённых иностранных инвестиций стали причиной снижения уровня доходов населения и спроса, что вызвало снижение экономической активности. Основные изменения внешнеэкономических связей остановили рост валютных резервов, а увеличение денежного предложения произошло с помощью роста общей суммы банковских кредитов.

С учетом внешней и внутренней экономической и финансовой ситуации, а также воздействия рисков на макроэкономические показатели, НБТ и в последующие годы реализовал последовательную ДКП, направленную на обеспечение стабильного уровня инфляции и устойчивости финансовой и банковской сферы, в т.ч. антикризисную политику.

Необходимо отметить, что продолжающийся процесс неустойчивой финансово-экономической ситуации в мире, экономические санкции в отношении основных стран-партнеров по торговле и курсовые колебания оказали больше всего негативное воздействие на показатели финансовой устойчивости банковской системы.

Особый интерес представляет также такой фактор, как укрепление национальной валюты, определяющей реализацию денежно-кредитной политики. Если мы хотим, снизить уровень влияния внешних шоков и реализовать эффективную денежно-кредитную политику, то необходимо укреплять курс национальной валюты и вернуть доверие населения к банковской системе в целом. В этом случае можно будет сформировать эффективный трансмиссионный механизм.

Укрепление местной валюты играет существенную роль в уменьшении влияния внешних факторов, эффективном проведении ДКП и разработке механизмов передачи. Уменьшение применения иностранной валюты в качестве средства оборота, расчетов, аккумуляции и оценки стоимости внутри страны рассматривается как необходимое решение. Целесообразно отметить, что

стабильность национальной валюты влияет на различные экономические параметры, такие как: стабильность уровня цен и занятости, стабильность совокупного спроса, стабильность уровня жизни населения, увеличение ВВП, рост инвестиции и положительный внешнеторговый баланс.

Долларизация экономики связана как с объективными, так и институциональными факторами, и в первую очередь, с невысокой производительностью производства, высокой зависимостью внутреннего рынка от цен на импортные товары, обменных курсов валюты, нестабильностью общественно-политической ситуации в ряде стран мира и т.п. Все эти явления приводят к тому, что активы физических и юридических лиц становятся уязвимыми к риску и валютному давлению, а это способствует ухудшению доверия населения к банковской системе.

Также важно отметить, что для эффективного регулирования внутреннего валютного рынка, сохранения устойчивости курса национальной валюты и реализации политики дедолларизации, Национальный банк Таджикистана 2 февраля 2016 г. внедрил механизм полного обмена на сомони денежных средств, перечисляемых в российских рублях из-за рубежа на имя физических лиц⁵⁶.

Таким образом, факторы, оказывающие чрезмерно негативное влияние на рост инфляции в стране, носят внешний и немонетарный характер. В частности, в период 2010г., 2011г. и в 2019г. уровень инфляции составил соответственно 9,8%, 9,3% и 8,0%, что было обусловлено значительными изменениями мировых цен на ряд продовольственных товаров, а также непродовольственных товаров (горючи-смазочные материалы) и ростом тарифов на услуги. В 2020 г. длительное влияние повышения цен на мировом рынке товаров и поступательный рост таможенных пошлин на внешние поставки нефтепродуктов со стороны продавцов нефти на мировом рынке, привели к росту инфляции, которая составила 9,4%, превысив величину целевых индикаторов инфляции⁵⁷.

⁵⁶ Прогноз денежно-кредитной политика Республики Таджикистан на 2020 год и среднесрочный период. – г. Душанбе, 22 ноября 2019 г. – № 1508. – С. 7. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://nbt.tj/ru/laws>

⁵⁷ Официальный сайт Национального банка Таджикистана. Обзор инфляции – 2020. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://nbt.tj/tj/monetary_policy/shahri-tav/inflation.php

Внешнеторговый дисбаланс, вызванный превышением в 1,96⁵⁸ раза в 2021 г. импорта товаров над его экспортом, сказывается на ситуации с платёжным балансом и другими финансовыми и макроэкономическими показателями республики. Основной составляющей экспорта нашей страны выступает сырьевая продукция, цены на которую напрямую зависят от изменений цен на мировых товарных рынках. В то же время, денежные переводы трудовых мигрантов выступают основным источником иностранной валюты, способствуя обеспечению текущего финансирования платежного баланса, повышению доходов граждан и масштабу спроса.

Глобальный экономический кризис оказал отрицательное воздействие на внутреннюю экономическую обстановку. Кроме того, серьезные события последних лет, связанные с падением объема денежных переводов, привели к заметному спаду экономической активности, сокращению доходов населения, увеличению финансовых рисков, давлению на валютные курсы и ухудшению макроэкономических показателей.

Фискальная политика также влияет на реализацию денежно-кредитной политики. Эффективное осуществление ДКП диктует необходимость гармоничной взаимосвязи с фискальной политикой, базирующейся на координации целей экономической политики, совмещении объектов воздействия (таких как государственный долг и бюджетный дефицит), и соответствии применяемых мероприятий при реализации денежно-кредитной и фискальной политики. Эффективность монетарной политики определяется согласованной работой всех видов экономической политики, реализуемой государством. В виду наличия несогласованности в проведении экономической политики, в ряде стран центральный банк вынужден трансформировать ее с учетом ослабления негативного влияния и достижения стабильности на макроэкономическом уровне.

Рост дефицита госбюджета в итоге может привести к макроэкономической нестабильности, повышению спроса на деньги инфляционным давлением. Для

⁵⁸ Статистический ежегодник Республики Таджикистан: АСПРТ. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.stat.tj/ru/economics-2/> – Душанбе, 2022. – С. 342-353.

уменьшения спроса на иностранную валюту важную роль играет достижение уровня устойчивости внешнего долга по оплате обязательств при реализации ДКП страны. Денежно-кредитная политика должна поддерживаться различными фискально-структурными действиями. В случае недостаточности такой взаимозависимости, могут возникнуть значительные дисбалансы, что может привести к серьезным событиям, таким как финансово-банковский кризис, как, например, произошло в Таджикистане в период с 2015 по 2018 гг.

Следует отметить, что, на наш взгляд, в условиях мирового кризиса отсутствует координация и взаимосвязь всех блоков экономической политики. В современных условиях стабильная фискальная политика (повышение налогов при одновременном увеличении расходов бюджета) реализуется на основе усиления денежно-кредитной политики, например, через повышение ставки рефинансирования.

Дефицит госбюджета и рост внешнего долга оказывают существенное воздействие на утверждения решения по поводу реализации ДКП и путей её достижения. В условиях застойной экономики финансирование бюджетного дефицита приводит к инфляции, что требует повышения процентных ставок и сокращения денежной массы в обращении, что в свою очередь снижает активность реального сектора национальной экономики.

Практика свидетельствует, что на эффективность реализации ДКП оказывает существенное влияние информационная асимметрия. М. Фридман попытался провести исследование, с помощью которого попытался оценить влияние информационной диспропорции на ДКП. Экономический оборот был обогащен использованием аналогов таких терминов, как лаг наблюдения, задержка при просмотре данных, временная задержка при принятии решений и временной интервал воздействия, чтобы более точно отразить главный аспект проблемы стабилизационной политики государства: корректное определение временной согласованности мероприятий по стабилизации.

Деятельность головного банка из-за такого эффекта лага может привести к отрицательным последствиям. Анализ мирового опыта, свидетельствует, что

проблема неопределённости информации по-прежнему остаётся актуальной для национальных банков, несмотря на развитие монетарной экономики после М. Фридмана.

Джон Кроу, администратор канадского банка, выразил это тем, что, даже если мы понимаем нашу цель и направление, при проведении денежно-кредитной политики это всё равно похоже на управление автомобилем с неисправными стеклоочистителями во время ливня⁵⁹. Есть несколько моментов, по которым информационная база также может влиять на эффективное проведение денежно-кредитной политики: ненадёжность экономической информации (изменение статистическим органом текущих макроэкономических данных); неравный доступ к информации о состоянии уровня развития национальной экономики, неясность в отношении состояния развития экономики и прогнозов на будущее, неопределённость стратегического взаимодействия центрального банка и частного сектора.

Особенно это проявилось в течении 2007-2008 гг., даже такие ведущие мировые экономические державы как США, Европа, Япония и крупные международные финансовые организации в лице МВФ, ВБ и ОЭСР не смогли предвидеть события, произошедшие в этот период.

Современная система хозяйствования и экономическая среда настолько многогранная и непроста, что значительное число национальных банков придерживаются стандартных методов управления денежно-кредитной политикой. Это связано с тем, что органы власти быстро не реагируют на перемену обстоятельств в случае неожиданных ситуаций, что создаёт определенное замедление, например, в сфере процентной политики.

В текущий период времени имеется большое разнообразие определений правил осуществления ДКП, с начала от более широких формулировок, таких как «систематический процесс принятия решений, использующий информацию последовательным и предсказуемым образом», и заканчивая более

⁵⁹ Crow J.W., «The Work of Canadian Monetary Policy» // «Bank of Canada Review», 1988, №2, pp.3-17. (См. тж. «Eric John Hansen Memorial Lecture Series», Vol. II, 1988, Winter, Edmonton, Alberta; Department of Economics, University of Alberta. — <http://www.uofaweb.ualberta.ca/economics/pdfs/Hanson-JCrow-Text.pdf>).

детализированными и специализированными определениями, такими как «конкретная формула, которая определяет процедуру применения инструментов монетарной политики»⁶⁰. Мы полагаем, что определение Дж. Де Броуера и Дж. О'Ригана, специалистов из Резервного банка Новой Зеландии, точно передает суть этого явления. Согласно их трактовке, ДКП представляет собой функцию, в рамках которой национальный банк реагирует на изменения нескольких важных экономических показателей с использованием инструментов монетарной политики. Согласно данным высказываниям, можно заключить, что правила ДКП — это не просто математические формулы, а целый механизм, слаженная работа которого позволяет принимать гибкие решения и эффективно их реализовать.

При этом, необходимо поднять уровень доверия населения к национальному банку, как головному органу, который ответственен за эффективную реализацию ДКП. Значительные перемены в процентной ставке вызывают недоверие у общественности, как признак неумелой реализации ДКП и ее неверно выбранной стратегии. В этой связи национальный банк возможно должен не так часто корректировать процентную политику, а если возникает такая необходимость, то делать это только при наличии достаточной информации и обоснованных прогнозов относительно текущих и возможных макроэкономических шоков.

Денежно-кредитная политика как важный механизм, который обеспечивает развитие национальной экономики играет особенную роль в совершенствовании социально-экономического положения страны. Помимо национального банка, монетарным органам также необходимо предпринимать комплекс мер по разработке эффективной денежно-кредитной политики и всестороннего анализа влияющих факторов при её реализации. Совершенствование инструментов ДКП и эффективная её реализация возможны посредством тщательного изучения рынка и реальной оценки финансово-экономического положения в стране.

⁶⁰ Моисеев С.Р. «Правила денежно-кредитной политики» // «Финансы и кредит», 2002, август, №16(106), стр. 39 [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.mlarkin.ru/_docs/articles03-019.pdf

Таким образом, формирование и реализация денежно-кредитной политики требуют комплексного подхода, при котором все показатели должны быть учтены и оценены с учётом их взаимосвязи.

1.3. Основные цели, принципы денежно-кредитной политики и инструменты денежно-кредитного регулирования

Эффективная реализация денежно-кредитной политики содействует обеспечению устойчивого развития финансовой системы, поддержанию стабильности национальной валюты, увеличению доверия населения к национальной валюте, росту реальных доходов граждан и привлечению инвестиций в экономику республики. В числе задач ДКП некоторые страны мира практикуют стремление к удержанию темпов инфляции (ценовая стабильность) на стабильно низком уровне (особенно стран ЕАЭС)⁶¹. Ценовая стабильность создаёт положительные условия для уменьшения неопределённости и отрицательных прогнозов среди населения, эффективного распределения ресурсов, роста привлечения депозитов и инвестиций, которые в совокупности отражаются в реальном росте ВВП и повышении благосостояния населения. И наоборот, высокая и неустойчивая инфляция, негативно сказываясь на экономическом развитии страны, подрывает доверие населения к местной валюте, приводит к неэффективному распределению ресурсов и инвестиций, увеличению неопределённости и негативных ожиданий экономических агентов.

Исследование свидетельствует, что в долгосрочной перспективе денежно-кредитная политика может повлиять исключительно на общий уровень цен, поскольку в этот период её возможность влиять напрямую на изменение экономических показателей, таких как реальный ВВП, безработица, устойчивость курса национальной валюты ограничена. Иными словами, ДКП неспособна гарантировать долгосрочный и избыточный рост денежной массы, который

⁶¹ ДКП государств – членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации. Современный доклад Евразийской экономической комиссии и Евразийского банка развития. Москва, Санкт-Петербург – 2017 г. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/>

существенно выше реального спроса экономики, иначе это обусловит рост уровня цен.

Долгосрочный экономический рост в значительной степени зависит от структурных и фундаментальных факторов, таких как внутренние производственные возможности, благоприятная инвестиционная и предпринимательская среда, высококачественные рабочие ресурсы, уровень технологического развития и эффективность управления.

В тех странах, где на протяжении долгого времени денежная масса непрерывно растёт, соответственно наблюдается высокий уровень инфляции. Количественная теория денег также подтверждает, что, по сути, любые изменения количества денег в обращении приводят к аналогичному изменению уровня цен. Исходя из этого, государство, обладающее монопольным правом на осуществление эмиссии денежной наличности, в качестве основной цели определяет сохранение стабильного уровня цен на долгосрочный период.

Следует обратить внимание на то, что невзирая на возможность отбора операционного показателя проведение ДКП требует выбора, внедрения и использования операционной инфраструктуры, то есть комплекс механизмов, через которые осуществляются операции, а также конкретных инструментов, с помощью которых центральный банк оказывает воздействие на денежно-кредитную сферу. Более того, стратегические цели ДКП необходимо отразить через операционные показатели и соответствующие инструменты. Вместе с тем, методы проведения ДКП демонстрируют значительное воздействие на возможность выбора инструментов ДКП и направление деятельности рынка капитала.

Денежно-кредитная политика определяется правительством страны, а её проводником выступает центральный банк страны. Основным органом, реализующим ДКП в Республике Таджикистан, является Национальный банк Таджикистана, который действует в рамках законодательства Республики Таджикистан и, в первую очередь, Закона «О Национальном банке Таджикистана», принятого 28 июня 2011г. №722. Исходя из ст. 5 данного закона

основной целью Национального банка Таджикистана является обеспечение и поддержание стабильности долгосрочных внутренних цен в пределах своих компетенций⁶². Необходимо отметить, что деятельность центрального банка большинства стран мира направлена на достижение ценовой стабильности. Деятельность головного банка любой страны направлена на обеспечение устойчивости развития банковской системы и обеспечение реального экономического роста страны и улучшение жизни граждан. Поэтому важно определить цель, принципы ДКП и обзор тех инструментов, которые в ДКП национального банка заложены.

Следует отметить, что в настоящее время механизм управления ДКП Национального банка Таджикистана нацелен на режим инфляционного таргетирования с целью обеспечения устойчивости уровня цен, осуществляемого путём контроля денежного предложения и резервных средств. Та цель, которая заложена в ДКП Национального банка заключается в поддержание ценовой стабильности, то есть стабильно-низкой инфляции и основана она на пяти основных принципах, которые представлены на рисунке 1.4.

Первый принцип — Национальный банк Таджикистана устанавливает постоянно действующую публичную количественную цель по инфляции. Данную цель НБТ публикует прямо на официальном сайте.

Второй принцип заключается в том, что при режиме таргетирования инфляции, валютный курс является плавающим и это означает, что не Национальный банк фиксирует валютный курс, а он формируется посредством спроса и предложения на валютном рынке.

Третьим принципом, который заложен в денежно-кредитной политике является то, что основным инструментом данной политики является процентные ставки по операциям рефинансирования.

Суть четвертого принципа заключается в том, что Национальный банк принимает все решения по денежно-кредитной политике на основе

⁶² Закон Республики Таджикистан «О Национальном банке Таджикистана», от 28 июня 2011 года № 722 и 26 декабря 2011 года №782. Глава III. Денежно-кредитная и валютная политика. Статья 5. Цели НБТ.

макроэкономического прогноза с учетом широко различного спектра круга информации и с учетом тех рисков, которые у нас возникают.



Рисунок 1.4. – Цель и основные принципы, заложенные в денежно-кредитной политике Национального банка Таджикистана

Источник: составлено автором

Пятый принцип – это информационная открытость в области денежно-кредитной политики, который проводится Национальным банком, является принципом открытости. Этот принцип заключается в том, что пользователи могут в общем-то смотреть всю ту информацию инструментов, которая есть и это позволяет сформировать предсказуемую экономическую среду для всех участников экономических отношений.

Таким образом, таргетирование инфляции представляет собой особую модель монетарной политики, при которой головной банк официально устанавливает конкретные целевые показатели инфляции и берет на себя ответственность добиться их в среднесрочной перспективе, используя все доступные средства. Достоинством такого подхода выступает надёжность,

эффективность и прозрачность дальнейших действий в области монетарной политики.

В рамках инфляционного таргетирования, Национальный банк Таджикистана реализует такие меры как:

- усиление средств и повышение их эффективности, в первую очередь, с целью влияния на краткосрочные процентные ставки на межбанковском рынке и макроэкономические показатели;
- увеличение возможности прогнозирования макроэкономических данных и исходя из этого, выбор эффективного решения в плане реализации ДКП;
- формирование и выполнение стратегии обмена информацией с целью обеспечения ясности и прозрачности информационных процессов.

Денежно-кредитная политика охватывает процессы согласования, обеспечения стабильности и регулирования объёма денежной массы в экономике, уровнем платёжеспособности банковской системы и краткосрочными процентными ставками на рынке межбанковских операций. Это достигается путём применения инструментов ДКП, которые, в первую очередь, направлены на обеспечение устойчивого уровня цен и стимулирование реального экономического развития.

По определению В.И. Видяпина инструменты ДКП – это инструменты, которые центральный банк использует для модификации денежно-кредитных и финансовых условий в стране с целью достижения своей цели. Он считает, что инструменты ДКП можно классифицировать по двум основным видам⁶³:

➤ *Инструменты непосредственного воздействия.* Эти средства включают в себя контроль за ценой финансовых ресурсов или за объемом ресурсов в коммерческих банках; целью данных инструментов является регулирование и обеспечение стабильного развития банковской системы;

➤ *Косвенные инструменты ДКП.* Они преимущественно оказывают воздействие на функционирование финансовых учреждений. Данные

⁶³ Экономическая теория. Электронный учебник, под ред. акад. Видяпина В.И., акад. Журавлёвой Г.П. и др., гл. 19. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://el.tfi.uz/ru/et/gll9.html>

инструменты оперируют через рыночные механизмы, оказывая влияние на балансовую позицию национального банка, процентную ставку и др.

Как пример применения политики количественного регулирования может служить нормализация ограничений на величину кредитов или привлеченных депозитов. Корректировка процентных ставок, в свою очередь, достигается через определение процентных ставок по кредитам и депозитам.

Меры прямого контроля — это явление не новое и до сих пор обладает значительным преимуществом и поддержкой сторонников. Эти меры помогают головному банку более рационально контролировать цены, объёмы депозитов и кредитов, особенно в периоды кризиса, а также могут оказаться действенными в случае недостаточно развитых финансовых рынков или ограниченных технических возможностей у центрального банка для осуществления косвенного монетарного регулирования.

Образование системы, которая может обеспечить более рациональное ранжирование сбережений и кредитов в национальной экономике, выступает одним из важных оснований в интересах финансовой либерализации. В сфере ДКП это подразумевает переход от непосредственного монетарного воздействия к использованию косвенных мер давления. Такие меры эффективны, так как ЦБ воздействует на стоимость и объем своих обязательств в виде резервных средств, что, в свою очередь, отражается на процентных ставках, объеме денежной массы и кредитования в финансовом секторе.

При использовании косвенных инструментов ДКП вместо прямых, таких как ограничения кредитования или привлечения депозитов, головной банк встает перед необходимостью решения ряда важных принципиальных вопросов, включая возможность выбора среди «чисто» монетарной целью, обусловленной важностью выполнения целевых критериев увеличения денежной массы, и приоритетами в области валютного курса. Чаще всего находит применение ставка рефинансирования вместо учётной ставки. Несмотря на это головной банк, как и прежде, стремится гарантировать безопасность при выдаче кредитов и, для

достижения этой цели, обычно применяются государственные ценные бумаги в рамках операций РЕПО и также учитываются ломбардные кредиты.

Инструменты или методы денежно-кредитной политики которые проводит Национальный банк в соответствии Законом РТ «О Национальном банке Таджикистана»⁶⁴ являются следующие: процентные ставки по операциям НБТ, изменение норм обязательных резервов, операции на открытом рынке, рефинансирование банков, валютное регулирование и валютные операции, депозитные операции, то есть операции по абсорбированию банковской ликвидности. Основные инструменты реализации денежно-кредитной политики наиболее важными с точки зрения макроэкономической теории являются ставка рефинансирования, норма обязательных резервов, операций на открытом рынке и валютное регулирование.

Как было представлено в перечисление принципов денежно-кредитной политики основным инструментом является ключевая ставка. Изменение ключевой ставки необходимо для контроля денежно-кредитных процессов в экономике. Увеличение ключевой ставки ужесточает денежно-кредитную политику, а ее снижение приводит к смягчению. Поэтому ключевую ставку называют индикатором денежно-кредитной политики.

Следует отметить, что на практике, обычно, значение ставки рефинансирования приравнено к значению ключевой ставки Центрального банка и оно считается единой ставкой для предоставления кредитов коммерческим банкам. Рефинансирование коммерческих банков — это кредитование Национальным банком коммерческих банков. НБТ устанавливает ставку кредитования, а ключевая ставка — это такой ориентир соответственно ее увеличение приводит к удорожанию кредитов и уменьшению массы денег в обращении. Если происходит снижение ключевой ставки соответственно процентный коридор снижается и кредиты становятся дешевле, а рост массы денег в экономике тоже возрастает. Исходя из этой цели в зависимости от той

⁶⁴ Закон Республики Таджикистан «О Национальном банке Таджикистана», от 28 июня 2011 года № 722 и 26 декабря 2011 года №782. Глава III. Денежно-кредитная и валютная политика. Статья 15. Инструменты денежно-кредитной и валютной политики.

цели, которую Национальный банк ставит получается, что кредитная политика будет направлена либо на кредитную экспансию, либо происходит кредитная рестрикция, когда наоборот, инструменты НБТ направлены на сдерживание кредитных операций и на ограничение денежной эмиссии.

В. Андрианов изучая роль ставки рефинансирования в деятельности финансовых субъектов экономики подчёркивал, что кредитная политика нацелена на стимулирование деятельности коммерческих банков к предоставлению ссуд⁶⁵.

Для достижения стабилизации уровня цен на рынке страны на перспективу НБТ через нормативно-правовые акты продвигает процентную политику, устанавливает процентные ставки для разнообразных видов операций, воздействуя таким образом на рыночные процентные ставки.

Другим важным инструментом ДКП выступает определение размера обязательных резервных требований для коммерческих банков. Смысл этой формы регулирования заключается в том, что Национальный банк посредством изменений установленных норм либо увеличивает кредитную операцию, либо происходит ограничение кредитной экспансии. Кредитные организации обязаны депонировать часть своих кредитных ресурсов в специальном счете, который открыт в Национальном банке и данный счет без процентный, то есть на этом депонировании средств кредитные организации никакой процент не получают. Регулирование обязательных резервов осуществляется ежемесячно, однако, возможно, и внеочередное регулирование может произойти на основании решения Совета директоров НБТ, а также внеочередное регулирование может быть по просьбе кредитных организаций при снижении величины резервируемых обязательств.

Резервируемые обязательства кредитных организаций различаются по валюте и группируются в три категории по источнику обязательства:

⁶⁵ Андрианов В.А., Ретроспективный анализ механизмов государственного регулирования инвестиционных процессов в Севастополе 2014 и Севастополе 2022 // Научные записки молодых исследователей. – 2022. – №3. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://elib.fa.ru/art2022/bv606.pdf>.

1. Обязательства кредитной организации перед юридическими лицами – нерезидентами;
2. Обязательства кредитной организации перед физическими лицами;
3. Иные обязательства кредитной организации в национальной валюте и в иностранной валюте.

Национальный банк Таджикистана пользуется также правом определять и утверждать размер обязательного резерва для ряда кредитно-финансовых организаций по накопленным средствам и иным подобным обязательствам. Несмотря на то, что данный инструмент рассматривается как составляющая частичного косвенного влияния на финансовую ликвидность банков. Альтернативные обязанности оформляют регулирование ликвидности финансовых учреждений и, таким путем можно ограничивать или увеличивать потенциал многочисленных банков для осуществления активных транзакций.

Операции на открытом рынке является следующим инструментом ДКП и к этим операциям относятся операции по купле-продаже ценных бумаг. Соответственно эти операции проводятся Национальным банком по купле-продаже государственных ценных бумаг. Если Национальный банк покупает ценные бумаги, то это означает выпуск денег в обращении, а если Национальный банк продает, то наоборот это изъятие денег из обращения.

С совершенствованием и ростом операций с ценными бумагами головных банков в ряде стран мира, появилась возможность использовать их не только в роли залога, но и для согласования и мониторинга уровня стабильности банковской системы. Национальный банк Таджикистана имеет возможность совершать покупку и продажу находящихся в его собственности различных облигаций на финансовом рынке, а выступая кредитором последней инстанции, имеет право выдавать кредиты финансовым организациям на срок до трех месяцев для обеспечения ликвидности в чрезвычайных случаях, при условии соблюдения определенных правил и условий, а также предоставления гарантии

возврата кредита со стороны Правительства Республики Таджикистана (согласно Закон №1548 от 03.08.2018г.)⁶⁶.

При осуществлении валютных вмешательств Национальный банк имеет возможность эффективно контролировать объем денежного предложения в национальной экономике. При этом, для достижения определенных целей, таких как поддержание конкурентоспособности экспорта и снижение стоимости импорта, государство может ставить перед банком конкретные задачи, требующие применения соответствующих мер (например, переоценка национальной валюты). Одновременная координация объема иностранной валюты может привести к уменьшению денежной массы в стране, что не всегда соответствует целям ДКП.

В связи с этим Центральный банк должен применять количественные ограничения на валютном рынке с использованием различных инструментов ДКП. Подобные меры могут быть необходимы для достижения баланса и наилучших результатов воздействия на экономику. В контексте сложившейся финансовой ситуации как в стране, так и на мировых финансовых рынках, национальные органы экономики стремятся достичь своих стратегических целей при формировании денежно-кредитной и валютной политики.

Изучение цели и направлений ДКП в Таджикистане демонстрирует, что в числе принципиальных ориентиров выступают такие индикаторы как уровень инфляции и стабильность национальной валюты (таблица 1.2.).

Изучение эволюции целей денежно-кредитной политики в Таджикистане способствует осмыслению широты и сложности данного вопроса. В узком понимании макроэкономическое равновесие вызвано низкой и стабильной инфляцией, устойчивым валютным курсом, и оптимальным экономическим ростом. Однако с течением времени и на различных этапах экономического развития приоритеты в достижении этих целей меняются, и некоторые из них могут быть отклонены как менее значимые.

⁶⁶ Закон Республики Таджикистан «О Национальном банке Таджикистана», от 28 июня 2011 года № 722 и 26 декабря 2011 года №782. Глава III. Денежно-кредитная и валютная политика. Статья 17,18,19,21.

Таблица 1.2. – Динамика изменения целевых и инструментальных приоритетов денежно-кредитной политики в Республике Таджикистан в период 2011 – 2023 гг.

Годы	Цели и инструменты денежно-кредитной политики	Режимы денежно-кредитной политики
2011-2015	Цели – поддержание (укрепление) курса национальной валюты; обеспечение стабильности цен; увеличение объема банковских депозитов в национальной валюте; снижение уровня долларизации.	Режим валютного таргетирования
	Инструменты реализации - фиксированный валютный курс, поддерживаемый интервенциями НБТ; изменение учетной ставки; минимизация курсовых колебаний; изменение уровня монетизации; изменение нормы резервирования.	
2015-2020	Цели - сохранение стабильности уровня внутренних цен; обеспечение внутренней и внешней стабильности сомони; управление роста денежной массы; установления таргет по инфляции в среднесрочном периоде (2019-2020 г.г.) в пределах 7,0% (+/-2 п.п.); стабилизация валютного рынка; совершенствование механизма координирования фискальной и монетарной политики.	Режим монетарного таргетирования и подготовка к переходу на режим инфляционного таргетирования
	Инструменты реализации - управление денежной базой; регулирование предложением денег через механизмы процентной ставки НБТ; гибкое управление ликвидностью через механизмы кредитования овернайт; снижение ставка рефинансирования; применение резервных денег в качестве операционного показателя ДКП; операции НБТ на открытом рынке.	
2020-2023	Цели - обеспечение устойчивости экономического роста национальной экономики; установления таргет по инфляции в среднесрочном периоде (2021-2023 г.г.) в пределах 6,0% (+/-2 п.п.); снижение влияния монетарных факторов на уровень цен; сохранения реальной ставки рефинансирования на плюсовой отметке; повышение эффективности трансмиссионного механизма процентной ставки; стабильный рост денежной массы; достижение высокого уровня занятости и поддержка инвестиционно-привлекательной инфляционной среды.	Режим инфляционного таргетирования и плавающего валютного курса
	Инструменты реализации - влияние на кратко - и среднесрочные ставки через процентную ставку НБТ; управление ликвидностью и инфляционными ожиданиями через операции на открытом рынке; повышение эффективности работы финансово-кредитных механизмов из-за роста доверия населения к НБТ; дедолларизация экономики; сокращение наличных денег M_0 ; использование резервных денег как операционный показатель; возрастание роли НБТ на межбанковском рынке.	

Источник: Составлено автором по данным официального сайта Национального банка Таджикистана (Прогноз денежно-кредитной политики НБТ). [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://nbt.tj/ru/monetary_policy/projection.php

Комплект инструментов и их приоритетность в настоящее время зависят от текущего денежного режима. В таблице 1.2. представлена история изменения

режимов и задач, связанных с денежно-кредитным регулированием, применяемых в Республике Таджикистан в течение последних десяти лет. С 2015 года, с введением инфляционного таргетирования, главной целью ДКП стало удержание цен и уровня инфляции в рамках 7,0% (+/-2 п.п.) в течение пяти ближайших лет. Важно отметить, что кризисные события в последние годы внесли некоторые изменения в монетарную политику НБТ, оказавшие влияние на целевые показатели, однако цель остается прежней - обеспечение стабильности цен. Между тем необходимо отметить, что политика инфляционного таргетирования не является единственно подходящим и постоянным вариантом монетарного режима для РТ. При анализе за ряд лет цели и задач денежно-кредитной политики в РТ выявляется, что помимо основной цели, а именно инфляционного таргетирования, учитываются и другие аспекты этой политики. Эти аспекты включают в себя увеличение уровня денежной массы, рост национальных банковских депозитов, воздействие на процентные ставки денежного рынка и макроэкономическую ситуацию через процентную политику, осуществление валютной политики и регулирование рефинансирования с учетом инфляционных ожиданий.

В свете сложившейся финансовой ситуации в стране и на мировых финансовых рынках, национальные экономические органы нацелены на достижение своих стратегических целей в ходе реализации денежно-кредитной и валютной политики.

При этом государственные органы обращают внимание на разнообразные экономические и социальные цели (см. рис. 1.5.), что позволяет ориентироваться на общественные потребности и сбалансировать меры для обеспечения стабильности и процветания экономики.

Важно отметить, что для оценки выполнения целей ДКП, включая достижение поставленных задач и качественных и количественных результатов, устойчивость нормативных актов и важность изменения целей и инструментов, могут использоваться дополнительные критерии.

ЦЕЛИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

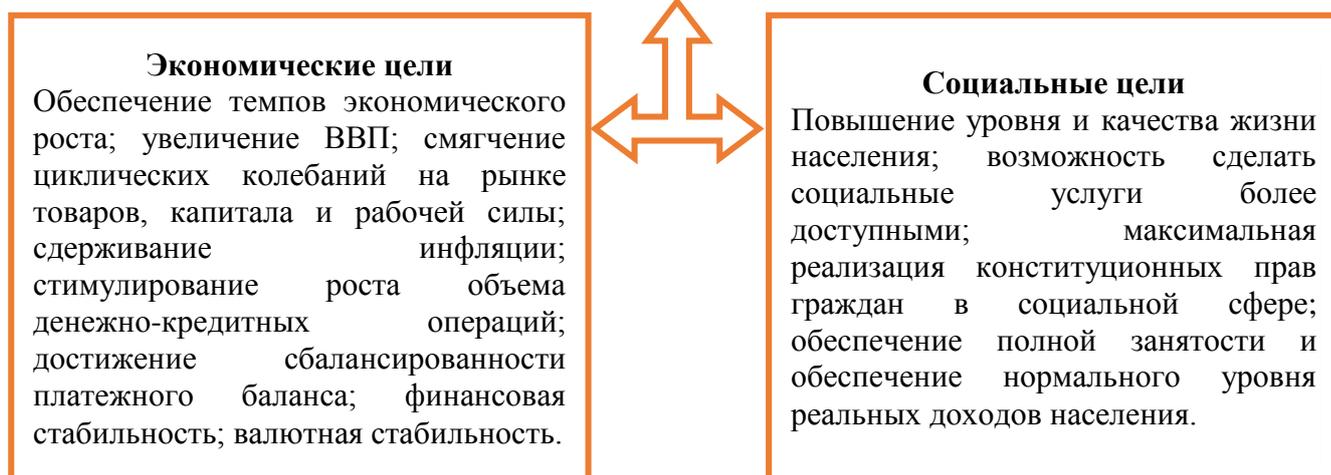


Рисунок 1.5. – Цели достижения макроэкономической стабильности

Источник: составлено автором

С точки зрения Р. Л. Миллера и Д. Д. Ван-Хуза основными целями денежно-кредитной политики являются поддержание высокого реального уровня производства, стабильных цен и темпов инфляции⁶⁷.

С. Фишер, Р. Дорнбуш и Р. Шмалензи утверждают, что главной задачей центрального банка является гарантия стабильности деятельности банковской и финансовой системы, включая роль последнего кредитора. Они также утверждают, что второй задачей центрального банка является проведение такой денежной политики, которая бы гарантировала низкий уровень инфляции и в то же время не приводила к значительной безработице путём контроля за денежным предложением⁶⁸.

Авторы известного учебного курса «Экономикс» К. Макконнелл и С. Брю выражают схожую точку зрения, подчеркивая, что главной целью кредитно-денежной политики является содействие экономике в достижении такого уровня производства, при котором обеспечивается полная утилизация ресурсов и отсутствие инфляции. «Сущность кредитно-денежной политики состоит в манипулировании денежным предложением с целью стабилизации общего объёма производства, уровня занятости и цен»⁶⁹.

⁶⁷ Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело / Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — XXIV. С 456.

⁶⁸ Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика / Пер. с англ. -М.: Дело ЛТД, 1995. -864с.

⁶⁹ Макконнелл К. Р., Брю С.А. Экономикс: принципы, проблемы и политика. В 2- х т. Т2. – М: Республика, 1992 – 325 с.

Согласно современному экономическому словарю Макмиллана, «денежно-кредитная политика представляет собой составную часть экономической политики, которая направлена на достижение обширных целей, таких как обеспечение стабильности занятости и цен, стимулирование экономического роста и достижение баланса внешних платежей через управление денежной системой, включая такие аспекты, как денежная масса, уровень и структура процентных ставок, и другие факторы, влияющие на доступность кредита»⁷⁰.

Аналитик Ашуров И.С. отмечает, что «в числе целей кредитной политики должны быть стимулирование инвестиций в реальный сектор экономики, регулирование уровня инфляции и обеспечение устойчивости денежной единицы. Для монетаристов кредитная политика становится ключевым фактором, способным прогнозировать долгосрочные тенденции в экономическом развитии. Однако в Таджикистане попытка правительства внести монетарные реформы оказалась неудачной, так как они проводились в условиях постоянного падения производства, политической нестабильности и ограниченных гарантий прав граждан и их безопасности»⁷¹.

Теоретические исследования и мнение известных ученых по макроэкономической политике свидетельствуют о том, что важнейшими конечными целями денежно-кредитной политики являются обеспечение высокой занятости, стимулирование экономического роста, влияние на деловую активность, что являются первостепенной по сравнению с борьбой против инфляции. Хотя, надо отметить, что эти процессы взаимообусловлены.

Таким образом, обобщая теоретический анализ целей и инструментов денежно-кредитной политики для понимания системы денежно-кредитного регулирования экономики нами представлена линия поведения и механизм реализации кредитно-денежного регулирования Национального банка страны на рис. 1.б.

⁷⁰ Словарь современной экономической теории Макмиллана. – М.: ИНФРА-М, 1997. -331с.

⁷¹ Ашуров И.С. Аграрная реформа Республики Таджикистан. Монография / И.С.Ашуров. – М.: НИП-КЦ Восход, 2008. -332 с. – С. 43

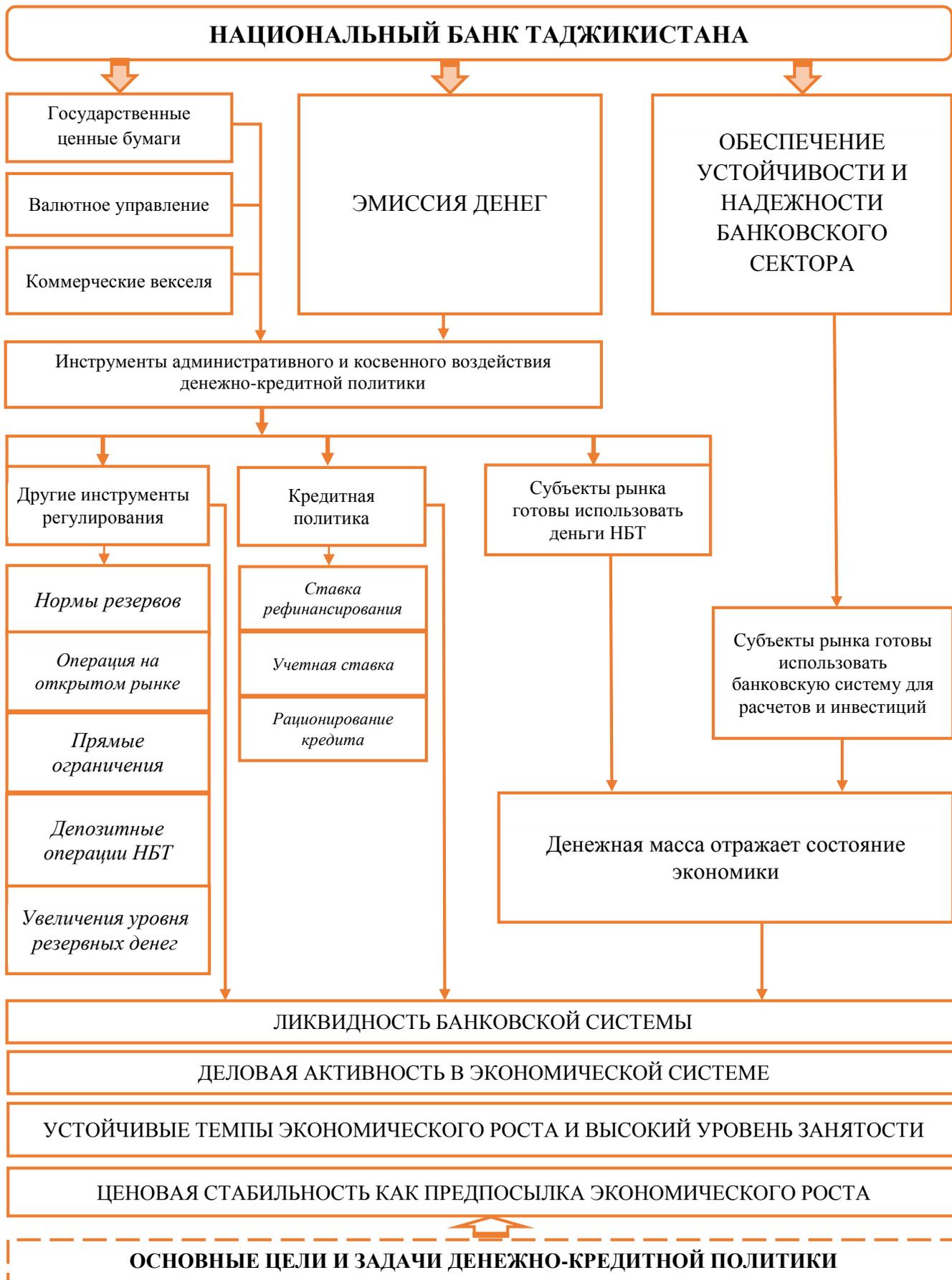


Рисунок 1.6. – Механизм реализации денежно кредитной политики и денежно-кредитного регулирования НБТ

Источник: составлено автором

Основной целью регулирования денежно-кредитной политики в Республике Таджикистан является обеспечение стабильности цен как предпосылка экономического роста. Для достижения этой цели Национальный банк посредством прямых и административных инструментов оказывает влияние на денежно-кредитную систему, обеспечивает стабильность банковской системы и способствует стабилизации цен.

Если мы посмотрим на цели и задачи Национального банка, как показано на рисунке 1.6., конечной целью является обеспечение экономического роста и стабильности банковской системы. Такой механизм воздействия осуществляется через денежно-кредитные каналы и монетарные инструменты, что ведет к стабильности банковской системы и деловой активности в экономической системе. Данный механизм показывает, что реализация денежно-кредитной политики Национального банка в результате изменения его основных инструментов и денежной массы влияет на основные макроэкономические параметры и способствует стабильности национальной экономики. С другой стороны, положительное изменение основных макроэкономических параметров показывает цели и задачи Национального банка.

Национальным банком Таджикистана проводится определенная работа по внедрению новых эффективных монетарных инструментов с целью управления краткосрочной ликвидностью и активизации операций на открытом рынке, улучшения аналитического потенциала и составления прогнозов, перехода к новым стандартам и методологиям международной статистики, введения централизованной автоматизированной платформы для прозрачности электронных торгов, повышения воздействия ставки рефинансирования на уровень инфляции, а также обеспечения стабильности курса национальной валюты.

Опыт развитых стран мира свидетельствует, что достижение необходимых экономических показателей удастся с помощью грамотно придуманной экономической и ДКП. В этой связи, с целью обеспечения экономического роста, снижения уровня инфляции, повышения уровня доходности населения, и

стабилизации национального валютного курса, необходимо разработать эффективную ДКП и совершенствовать инструменты её реализации. При осуществлении ДКП встречаются многочисленные факторы, которые оказывают отрицательное воздействие на степень её реализации. Поэтому монетарным органам, в том числе и Национальному банку страны необходимо комплексно оценивать воздействие каждого фактора по отдельности для достижения поставленных целей.

Выводы по главе:

1. Изучение теоретических вопросов формирования и развития денежно-кредитной политики приводит к выводу, что в ходе ее реализации были проанализированы и изучены концепции различных экономических школ. Сравнение различных направлений экономической теории в отношении денежно-кредитного регулирования и концепции, которые представлены представителями классических, кейнсианских и монетаристских школ, показывают, что основное внимание уделяется количественной теории денег и взаимосвязь агрегированных показателей экономики.

2. В ходе исследования было определено, что первые попытки формирования простой количественной теории денег и осмысления причин изменений цен в зависимости от массы денег были сделаны еще в период античности. В частности, в первой половине III века д.н.э. Юлий Павел древнеримский правовед, далее исследования взаимосвязи инфляции и объема денежной массы посветил Д. Юм. В своем сочинении «Очерк о деньгах» он утверждал, что постепенное повышение цен вызвано увеличением денежного предложения. Юм критикуя меркантилистов деньгам отводит роль посредников в процессе обращения. В очерке «О деньгах» он отмечает, что дороговизна всякого рода товаров, обусловленная избытком денег, есть вредная последствие установившихся торговли и во всех странах останавливает ее развитие.

Также, исследования в области теории денег и денежно регулирования показали, что основой концепции классических и монетаристских школ является количественная теория денег. Согласно монетаристской теории, существует

прямая зависимость между темпами роста денег и динамикой ВВП. Увеличение или уменьшение темпов роста денежной массы влияет на развитие деловой активности и циклические колебания в производстве. Основной тезис монетаризма заключается в том, что изменение денежного предложения, влияет на равновесный объем ВВП и денежная масса является единственным определяющим фактором уровня производства, занятости и цен.

Теоретические успехи М. Фридмана увенчались тем, что он указывал упущения теоретических концепциях Дж.М. Кейнса. Монетаристская теория долгое время в основе проводимых западными странами экономической политике лидерствовал, однако в настоящее время изменением социально-экономическим положениями развития, уступает свою ведущую роль. В настоящее время рекомендации монетаристов применяется в сочетании концепциями других школ, в том числе и Кейнсиансов.

С кейнсианской точки зрения скорость обращения денежных средств изменчива и непредсказуема. Согласно кейнсианской концепции, деньги, необходимые для обращения, будут «активными», то есть деньги, которые переходят из одной руки в другую и становятся в процессе доходов-расходов. Кейнсианские и монетаристские теоретические исследования показывают, что если Дж. М. Кейнс рассматривал бюджетную политику как четкий и предсказуемый инструмент для достижения результатов, тогда М. Фридман описывает подобным образом денежно-кредитную политику. Теоретическая проблема кейнсианских и монетаристских споров заключается в стабильности скорости движения денежных средств.

3. Анализ эволюции различных экономических школ и мнений ученых экономистов, позволил прийти к выводу, что эффективность реализации ДКП обусловлена воздействием разнообразных факторов, в числе основных из которых нами выделены инфляция, уровень безработицы, курс национальной валюты, инвестиционная среда, величина процентных ставок по кредитам и др. Анализ факторов, влияющих на формирование денежно-кредитной политики, приводит к выводу, что они в основном являются внешними факторами и носят

немонетарный характер. Учитывая это, мы полагаем, что меры по совершенствованию данной политики должны меняться исходя из изменений указанных факторов. Главным аспектом, который значительно воздействует на денежно-кредитную политику, является макроэкономическая обстановка в государстве.

4. Изучение цели денежно-кредитной политики в Таджикистане демонстрирует, что к числу принципиальных ориентиров выступают такие индикаторы как уровень инфляции и стабильность национальной валюты. Исследование свидетельствует, что денежно-кредитная политика в долгосрочной перспективе может повлиять исключительно на общий уровень цен, поскольку в этот период её возможность влиять напрямую на изменение экономических показателей, таких как реальный ВВП, безработица и устойчивости курса национальной валюты ограничена.

5. Определено что наряду с целями устойчивости банковской системы, деловой активности и обеспечения экономического роста, также стабильность цен выступает в качестве предварительного условия конечной цели национальной экономики Таджикистана. Для достижения этой цели НБТ посредством прямых и административных инструментов оказывает влияние на денежно-кредитную систему, обеспечивает стабильность банковской сферы и способствует стабилизации цен. Также необходимо подчеркнуть, что в условиях открытой экономики, ответственность НБТ расширяется, и он выступает как регулятор коммерческих банков, стремясь добиться финансовой устойчивости всей банковской сферы. Решение этих задач становится ключевым фактором в успешном преодолении вызовов и достижении финансовой стабильности всей сферы банковской деятельности. Ценовая и финансовая надежность, хотя и пересекаются, считаются ключевыми элементами общей макроэкономической устойчивости государства. С одной стороны, устойчивость финансовой сферы представляет собой важную предпосылку для успешной реализации ДКП и поддержания стабильности цен, с другой – необходимый фактор для сохранения общей финансовой устойчивости.

Таким образом, эффективное регулирование ДКП и поддержание стабильности цен содействуют крепкой финансовой системе, что в свою очередь способствует финансовой стабильности в целом. Все эти аспекты взаимодополняющие и играют важную роль в обеспечении устойчивости и процветания экономики государства.

6. Исследования показали, что помимо основной цели денежно-кредитной политики в Республике Таджикистан, то есть таргетирования инфляции, существуют и другие цели ее реализации. Такие как: повышения уровня монетизации, привлечение банковских депозитов в национальной валюте, воздействия на процентные ставки денежного рынка посредством процентной политики, осуществление курсовой политики, регулирования реальной ставки рефинансирования с учетом инфляционных ожиданий.

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ МОНЕТАРНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ РЕСПУБЛИКИ ТАДЖИКИСТАН

2.1. Оценка современного состояния денежно-кредитной системы Таджикистана

Одной из важнейших проблем современной экономики является гарантирование стабильного роста национальной экономики. Обеспечение экономического роста невозможно без комплексной оценки социально-экономического положения страны. Сегодня достижение экономического роста возможно путем разработки эффективной экономической и денежно-кредитной политики. В этой связи денежно-кредитная политика определяется как деятельность государства по изменению предложения денег с целью обеспечения экономического роста при стабильности цен и максимальном использовании ресурсов.

Реализация ДКП Национального банка ориентирована прежде всего на создание условий для стабильности и устойчивости уровня цен в республике. Это подразумевает стремление к поддержанию и сохранению тенденции постоянно низкой инфляции, что в итоге способствует улучшению жизненного уровня граждан и достижению стабильного экономического роста.

Находясь в рамках системы таргетирования инфляции, Национальный банк формулирует и проводит собственную денежно-кредитную стратегию, придающую первостепенное значение стабильности цен. Это предоставляет Национальному банку полномочия определения, ориентированного на среднесрочную перспективу уровня инфляции. В силу того, что уровень инфляции выступает ключевым показателем состояния макроэкономического прогресса, регулирование тенденций изменения цен остаётся доминирующим элементом в деятельности банка. Национальный банк планировал ориентиры ценовой политики на 2012-2022 годы и сравнивая их с фактическим её уровнем, можно отметить, что реализация денежно-кредитной политики за эти годы в целом достигла своей цели (табл. 2.1.).

Таблица 2.1. – Целевые ориентиры денежно-кредитной политики Республики Таджикистан в 2012-2022 гг.

Годы	Целевые ориентиры	Уровень инфляции
2012	Удержание годового уровня инфляции на уровне 10,5%, уровень базовой инфляции предусмотрен до 5,5%	6,4%
2013	Снижение инфляции до 9%	3,7%
2014	Снижение инфляции и удержание его уровня в пределах 7,5%	7,4%
2015	Удержание уровня инфляции в пределах 7,5%	5,1%
2016	Удержание годового уровня инфляции на уровне 7%; (в среднем периоде 6,4%)	6,4%
2017	Удержание годового уровня инфляции на уровне 6,5%	6,7%
2018	Удержание годового уровня инфляции на уровне 7% (± 2 п.п.)	5,4%
2019	Снижение инфляции в 2019 до 7% (± 2 п.п.)	8,0%
2020	Установление таргет по инфляции в пределах 6,0% (± 2 п.п.)	9,4%
2021	Таргет (целевой показатель) по инфляции предусматривается в пределах 6,0% (± 2 п.п.)	8,0%
2022	В 2022 году и в среднесрочном периоде (2023 и 2024 годы) таргет по инфляции предусматривается в пределах 6,0% (± 2 п.п.)	4,2%

Источник: Составлено автором на основе ежегодного «Прогноз денежно-кредитной политики Республики Таджикистан (с 2012 до 2022 гг.) и среднесрочный период». [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.nbt.tj/tj/monetary_policy/projection.php

Как видно из таблицы 2.1. в течение 2017 г. уровень инфляции практически приблизился к нижней границе установленного диапазона ценовой волатильности – а именно 6,7% в год, но не превышает установленного предела. И только лишь в 2020г. Национальному банку оказалось недоступным достижение поставленной цели в сфере денежно-кредитной политики, когда уровень инфляции оказался выше установленной отметки. В 2020 г. величина инфляции, составила 9,4%, что превосходит согласованное значение верхнего порога на 0,4 процентных пункта. В течение 2021г. уровень инфляции достиг 8,0% (в сравнении с 9,4% за 2020г.), что было связано с высоким ростом цен на продукты питания, который составил 7,3%, и на непродовольственные товары – 7,5%.

Исследования Всемирного Банка свидетельствуют о том, что в 2022г. наблюдался глобальный рост цен на продукты питания, в среднем на 23%⁷². Кроме того, необходимо подчеркнуть, что ключевые детерминанты воздействия на динамику инфляции в Республике Таджикистан исходят из уникальных факторов, включая немонетарные аспекты, такие как сезонные колебания, влияние внешних

⁷² [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.interfax.ru/business/838074>

факторов, а также последствия коронавируса COVID-19. 2021 год отмечается тенденцией повышения стоимости товаров и услуг не только на национальном уровне, но и в глобальном масштабе. В итоге увеличение цен на импортируемые продукты питания и другие товары, а также ограничение экспорта, принятые рядом стран и закрытие границ, привело к тому, что в РТ, сильно зависящим от импорта продовольственных товаров, наблюдалось сокращение поставок ряда жизненно важных товаров и как результат рост темпов инфляции – 6% ($\pm 2\%$).

Следовательно, ориентация Национального банка в последние годы на контроль над инфляцией в качестве конечной цели свидетельствует, что в процессе осуществления денежно-кредитной стратегии ключевой акцент делается на обеспечении стабильности цен. К числу основных мероприятий, реализуемых НБТ для достижения поставленной цели, можно отнести:

1) *Повышения уровня монетизации экономики.* Коэффициент монетизации, который представляет собой соотношение денежной массы к валовому внутреннему продукту за последние годы увеличивается с учётом роста ВВП. Это говорит о том, что с помощью монетизации экономики НБТ временно пытается предотвратить рост инфляции. Значение коэффициента монетизации в последние годы растёт, а в период 2012-2021 гг. он возрос с 19,61 до 28,71 п.п.

2) *Привлечение банковских депозитов в национальной валюте.* Укрепление устойчивости банковской системы и привлечение временно свободных денежных средств относится к числу одной из основных задач монетарной политики. С целью привлечения депозитов в национальной валюте и обеспечения ликвидности банковских систем, НБТ с помощью регулирования норматив обязательных резервов, стремится повысить долю депозитов в иностранной валюте. Доля данного показателя в составе общих депозитов увеличилась посредством:

- обеспечения стабильного роста денежных показателей;
- снижения уровня долларизации экономики;
- широкого использования национальной валюты.

3) *Использование резервных денег как фактор стабилизации денежной массы.* Резервные деньги в качестве операционной цели денежно-кредитной

политики в последние годы были направлены на достижение стабильного роста денежного предложения и обеспечения устойчивого уровня цен в стране. Для этого, отслеживается динамика изменения таких показателей как: объем резервных денег; чистые международные резервы; чистые внутренние и общие иностранные активы, поддержание которых на нужном уровне можно достичь только в результате надлежащего и своевременного использования инструментов денежно-кредитной политики.

Необходимо отметить, что макроэкономические показатели тесно взаимосвязаны с денежно-кредитной политикой, и в большей мере с ВВП. Поэтому считается, что экономический рост и развитие национальной экономики выражается ключевым макроэкономическим показателем - валовым внутренним продуктом (таблица 2.2.).

Расчёты свидетельствуют, что тенденция роста по всем основным социально-экономическим показателям, используемых для функционирования и улучшения денежной-кредитной политики составляет от 1,4 до 3,1 раза. Показатели отражающие социально-экономическую ситуацию в экономике страны имеют разные тенденции. Так, за рассматриваемый период времени наблюдаются достаточно высокие и устойчивые темпы роста ВВП – 7,7% в 2021 г., денежные доходы за период 2015-2021 гг. возросли в 3,1 раза, а расходы в 2,7 раза, при уровне инфляции в 8%. За 2015-2021г.г. денежные переводы трудовых мигрантов снизились с 2,3 млн. долларов США в 2015 г. до 1,79 млн. долл. в 2021 г.

Анализ важных макрофинансовых и монетарных индикаторов за 2015-2021 гг. включая ВВП, поступления денежных переводов, изменение внешнего долга и официального обменного курса национальной валюты, отрицательный торговый баланс и другие индикаторы свидетельствуют об негативном воздействии ухудшения глобальной и региональной конъюнктуры в сферах товаров, рабочей силы и капитала на национальную экономику Таджикистана через разнообразные механизмы.

Таблица 2.2. – Динамика основных социально-экономических показателей, по Таджикистану за 2015-2021 гг. (млн. сомони)

Показатели	Един. изм.	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021/ 2015
Номинальный ВВП	млн. сом.	50977,8	54790,3	64434,3	71059,2	77354,7	82543,0	98910,7	1,94 раза
Номинальный ВВП	млн. дол.	8275,6	7024,3	7305,4	7543,4	8116,9	7304,6	8753,1	1,0 раза
Темп роста реального ВВП	%	6,0	6,9	7,1	7,3	7,5	7,3	7,7	+1,7 п.п.
Инфляция, по ИПЦ	%	5,1	6,1	6,7	5,4	8,0	9,4	8,0	+2,9 п.п.
Цены на продовольственные товары	%	4,3	6,8	7,5	5,0	10,9	13,0	7,3	3,0 п.п.
Цены на непродовольственные товары	%	7,8	5,7	4,4	6,4	4,2	5,8	7,5	-0,3 п.п.
Внешнеторговый оборот, в том числе:	млн. дол.	4327	3930	3973	4222	4523,3	4557,8	6359,1	146,9%
Экспорт	млн. дол.	891	899	1 198	1073	1174,4	1406,9	2149,6	241,2%
Импорт	млн. дол.	3 436	3 031	2 775	3149	3349,3	3150,9	4209,5	122,5%
Торговый баланс	млн. дол.	-2 545	-2 132	-1 577	-2076	- 2174,9	- 1744	-2059,9	-19,1%
Состояние госбюджета	млн. сом.	309,1	110,9	-2308,7	-261,9	-337,2	252,5	711,1	2,3 раза
Денежные доходы населения	млн. сом.	25569,8	31373,0	37247,5	41083,9	47986,3	65347,0	80508,8	3,1 раза
Денежные расходы и сбережения	млн. сом.	34968,0	36711,7	38430,6	42346,4	48857,2	72547,2	91885,0	2,7 раза
Разница между денежными расходами и доходами населения	млн. сом.	9398,2	5338,7	1183,1	1262,5	870,9	7200,2	11376,2	2,6 раза
Денежные переводы*	млн. дол.	2 300,0	1 930,0	2 600,0	2 650,0	2 500,0	1 741,0	1 794,8	0,7 раза
Официальный обменный курс	сомони/дол.	6,16	7,87	8,82	9,42	9,53	11,3	11,3	+5,14
Номинальная заработная плата	в сомони	878,91	962,16	1144,19	1233,82	1335,52	1393,78	1540,84	1,7 раза
Доля заработной платы занятого населения в % к ВВП	%	1,72%	1,75%	1,77%	1,73%	1,72%	1,68%	1,55%	-0,17 п.п.
Продукция промышленности (в ценах 2021 г.)	млн. сом.	16770	19453	23597	26098	29543	32143	38829	2,3 раза
Продукция сельского хозяйства (в ценах 2021 г.)	млн. сом.	27395,2	28802,4	30765,9	31984,5	34264,8	37298,5	39769,4	1,4 раза

Источник: рассчитано по данным: Статистический ежегодник Республики Таджикистан: АСПРТ. – Душанбе, 2022. – С. 16;17;151;219;343;348;353;402. Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.10; декабрь – 2019, 12(293) – С.9; декабрь – 2020, 12(305) – С.9; декабрь – 2021, 12(316) – С.7; декабрь – 2022, 12(329) – С.7.

*[Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/

Отмечается изменение в худшую сторону финансовой и макроэкономической обстановки в экономике Таджикистана, что неизбежно привело к принятию срочных антикризисных и превентивных мер для восстановления стабильности в экономике и социальной сфере страны. Кроме того, денежные расходы и сбережения населения превышают получаемые ими доходы, причём наибольшее увеличение наблюдается в 2021 г., в 262,7% по сравнению к 2015 г. Разница между денежными расходами и доходами населения за этот период увеличивается в 2,6 раза. Такая тенденция увеличения существенно влияет на другие социально-экономические показатели и при этом может привести к ужесточению реализации денежно-кредитной политики. Рост номинального ВВП не говорит об улучшении уровня и качества жизни населения страны. Для этого необходимо осуществить более глубокий анализ различных показателей, включая социальные, изменения и динамика которых отражает опосредованное воздействие на финансовую и макроэкономическую устойчивость, что обосновывает необходимость применения элементов денежно-кредитной политики со стороны НБТ. За 2015-2021гг. происходит падение доли номинальной заработной платы по отношению к ВВП с 1,72% в 2013г. до 1,55% в 2021г. Динамика денежных переводов трудовых мигрантов свидетельствует о нестабильном их росте, так как их величина за рассматриваемый период сократилась на 5,05 млн. сом.

В настоящее время поддержание устойчивости макроэкономической ситуации, обеспечение финансовой стабильности национальной экономики, а также улучшение социальной обстановки в стране достигается также благодаря финансовым вливаниям, внесённым трудовыми мигрантами. Основной валютой перевода выступает в основном российский рубль. В течении 2015-2021 гг. наибольший приток денежных переводов был в 2018 г. (35,1% от ВВП страны или 2,65 млрд. долларов США). Поскольку валютный курс имеет высокую значимость в рамках денежно-кредитной стратегии, его роль становится непреложной в эффективном управлении монетарной политикой. Нестабильность на валютном рынке, наблюдаемая в последние годы, сказалась на снижении стоимости сомони.

Валютный курс, наряду с потоками валюты, денежной массой и процентной ставкой, выступает в роли важного ориентира на пути формирования денежно-кредитной стратегии страны. Устойчивость валюты находится в зависимости от динамики торгового баланса национальной экономики, уровня международных торговых отношений, а также эффективности координации и регламентирования денежных потоков. В этом контексте важно не допустить перелива денежных средств в инфляционные каналы.

Определенный вклад в рост ВВП обеспечивал устойчивый рост промышленного производства. Доля промышленности в ВВП страны возросла с 32,9% в 2015г. до 39,2% в 2021г. Устойчивый рост продукции промышленности свидетельствует о том, что наблюдается последовательное целенаправленное движение к достижению стратегической цели – ускорению индустриализации страны.

Повышение уровня цен и несбалансированность между совокупным спросом и совокупным предложением в национальной экономике и другие индикаторы свидетельствуют о неэффективности применяемых НБТ мер по снижению темпов инфляции. Рост цен оказывает отрицательное воздействие на предпринимательскую активность и на улучшение материального положения граждан.

Сложившаяся обстановка существенно ограничивает возможности влияния Национального банка на динамику экономического развития страны и изменения ставки рефинансирования не влечёт за собой адекватной коррекции рыночных процентных ставок на кредитно-денежных секторах банковской сферы. И здесь может оказать существенное влияние фискальная политика, особенно важным становится воздействие монетарной политики при создании государственного бюджета.

Показатель, характеризующий состояние государственного бюджета свидетельствует о том, что в период 2017-2019 гг. наблюдался дефицит государственного бюджета, т.е. превышение расходов над доходами, а в другие годы данный показатель характеризовался наличием профицита. При анализе

исполнения государственного бюджета становится ясным, что денежно-кредитная политика, играя ключевую роль в формировании бюджетной системы, выступает неотъемлемым компонентом макроэкономической регуляции. Она создаёт условия для устойчивого функционирования финансовых, денежно-кредитных механизмов, способствуя созданию благоприятных условий для совершенствования реального сектора экономики. Вопреки упомянутым ранее трудностям в период 2015-2021 гг. денежно-кредитное регулирование, предпринимаемое НБТ, общей сложностью можно расценить как относительно действенное. Оно осуществлялось в контексте растущего отрицательного воздействия мировой обстановки на глобальную экономику.

Денежно-кредитная стратегия Национального банка выражает фундаментальные принципы адресного воздействия на величину и отдельные элементы денежной массы, формулирует концепцию «доступности кредита» и методы коррекции валютного курса, нацеленные на стимулирование экономического роста, сдерживание инфляции и гармонизацию платёжного баланса.

Денежные агрегаты формируются из компонентов, которые взаимосвязаны в составе денежной массы. В национальной денежной системе Республики Таджикистан главной осью является денежный агрегат M_2 . Дополнительно, имеются агрегаты M_3 и M_4 , при этом, интересно заметить, что M_3 на практике эквивалентен M_2 .

Согласно НБТ в качестве денежной массы был принят денежный агрегат M_4 , в состав которого входят денежная масса в национальной валюте – наличные деньги вне банков и депозиты в национальной валюте, а также депозиты в иностранной валюте⁷³. Денежный агрегат M_1 обладает высокой ликвидностью и служит для проведения операций обмена и других финансовых расчётов. В структуре денежной массы страны имеют весомое значение два ключевых агрегата: наличные денежные средства и остатки на депозитах, в то время как остальные параметры остаются менее значимыми. Подчеркнём, что наличные

⁷³ По данным Банковского статистического бюллетеня НБТ от декабря 2004/12 (113).

деньги в общем объёме денежного обращения систематически растут и составили к концу 2021 года более 20,873.71 млрд. сом., и этот восходящий тренд сохранится и далее.

Монетарная база, представленная в национальной валюте (M_2), увеличилась в 3,53 раза в период с 2016 по 2022 года, а объём реальных наличных денег в обороте (M_0) возрос в 3,9 раза, как указано в таблице 2.3.

Таблица 2.3. – Динамика денежных агрегатов Республики Таджикистан за период 2016-2022 г.г. (млн. сом.)

Денежные агрегаты	Годы							
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022 /2016 в %
M_0	7 588	10 950	12 196	15 332	18 058,47	20 873,71	29 632,00	390%
M_1	8 728	12 258	13 495	16 697	20 010,37	22 214,90	31 765,11	364%
M_2	10 238	13 982	15 387	18 937	22 504,49	25 265,97	36 224,00	354%
M_3	10 238	13 982	15 387	18 937	22 504,49	25 265,97	36 224,00	354%
M_4	14 788	18 018	18 949	22 155	26 139,90	28 400,12	39 883,84	270%

Источник: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.19; декабрь – 2019, 12(293) – С.19; декабрь – 2020, 12(305) – С.22; декабрь – 2021, 12(316) – С.16; декабрь – 2022, 12(329) – С.17.

Несмотря на это, уровень денежного обеспечения экономики остаётся небольшим. В 2022 году рост реальной денежной массы по сравнению с 2021 годом составил 41,9%. Если учесть, как депозиты в национальной валюте, так и срочные депозиты, то рост денежной массы (M_2) достиг 43,3%, а в связи с изменениями в депозитах в иностранной валюте, широкий денежный агрегат увеличился на 40,4%.

В 2022 г. объём национальной валюты – M_3 , в сравнении с 2020 г. вырос на 60,9%, достигнув отметки в 36,2 млрд. сом. Этот рост преимущественно обусловлен увеличением объёма срочных депозитов. В рассматриваемом временном диапазоне отмечается увеличение доли физических наличных средств, что указывает на недостаточное развитие безналичных платежей и цифровых форм средств (электронных денег).

В числе характерных особенностей структуры денежной массы в стране выступает существенное присутствие наличных средств в денежном обороте,

которое начиная с 2016 года проявляет тенденцию к увеличению. При этом их доля, в сопоставлении с другими странами мира значительно высока. Тем не менее, чуть ли не в каждой стране мира физические деньги составляют от 8% до 10% общего денежного обращения⁷⁴. Так, наименьшее значение в Великобритании - более 3%, что говорит о высоком уровне развития безналичных платёжных систем в стране и о том, что компании и фирмы обладают значительными финансовыми ресурсами. Высокий процент денежной наличности в Таджикистане указывает на высокий уровень теневой экономики, инфляции и неоднозначность в отношении её динамики. Повышение массы денежной наличности в обороте содействует избеганию уплаты налогов, что приводит к потерям поступлений в государственный бюджет за счёт недоплаты налоговых платежей.

С целью развития и расширения безналичных расчётов Президент Таджикистана издал указ (№586 от 22.06.2023г.) о переходе страны на безналичный вид оплаты платежей, поступающих в бюджет⁷⁵. Так, с 1 августа 2023 года уплату налогов, госпошлин, штрафов, средств обязательного государственного страхования, медицинских и коммунальных услуг необходимо будет осуществлять исключительно в безналичной форме. Кроме того, принято решение, согласно которому юридическим лицам, индивидуальным предпринимателям и дехканским хозяйствам для оплаты коммунальных услуг необходимо использовать банковские счета.

Данные на рисунке 2.1. свидетельствуют о том, что значительный вес наличных денег проявляется в структуре денежной массы. Наличные деньги в составе широкого показателя денежной массы составили в 2015 г. – 42,5%, в 2018 г. – 64,3%, в 2020 г. – 69,1%, в 2021 г. – 73,5% а в 2022 г. – 74,2%, т.е. наблюдается постоянная тенденция роста. Следует отметить, что

⁷⁴ Никонова Ю.С., Власенко Р.Д. Анализ структуры и динамики денежной массы России [Текст] / Ю.С. Никонова, Р.Д. Власенко // Молодой учёный. - 2016. – №10 – С. 797-800.

⁷⁵ Указ Президента Республики Таджикистан «О мерах по расширению безналичных расчётов» от 22 июня 2023 г. – №586, г. Душанбе 2023. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.president.tj/ru/node/30901>

незарегистрированный объем наличной иностранной валюты, хранящейся у населения и бизнеса, может исказить представление о спросе на местную и иностранную валюту. Это создаёт сложности в использовании инструментов денежно-кредитной политики. Согласно агрегату M_2 , можно сделать вывод о недостаточной развитости рынка государственных и корпоративных ценных бумаг в стране.

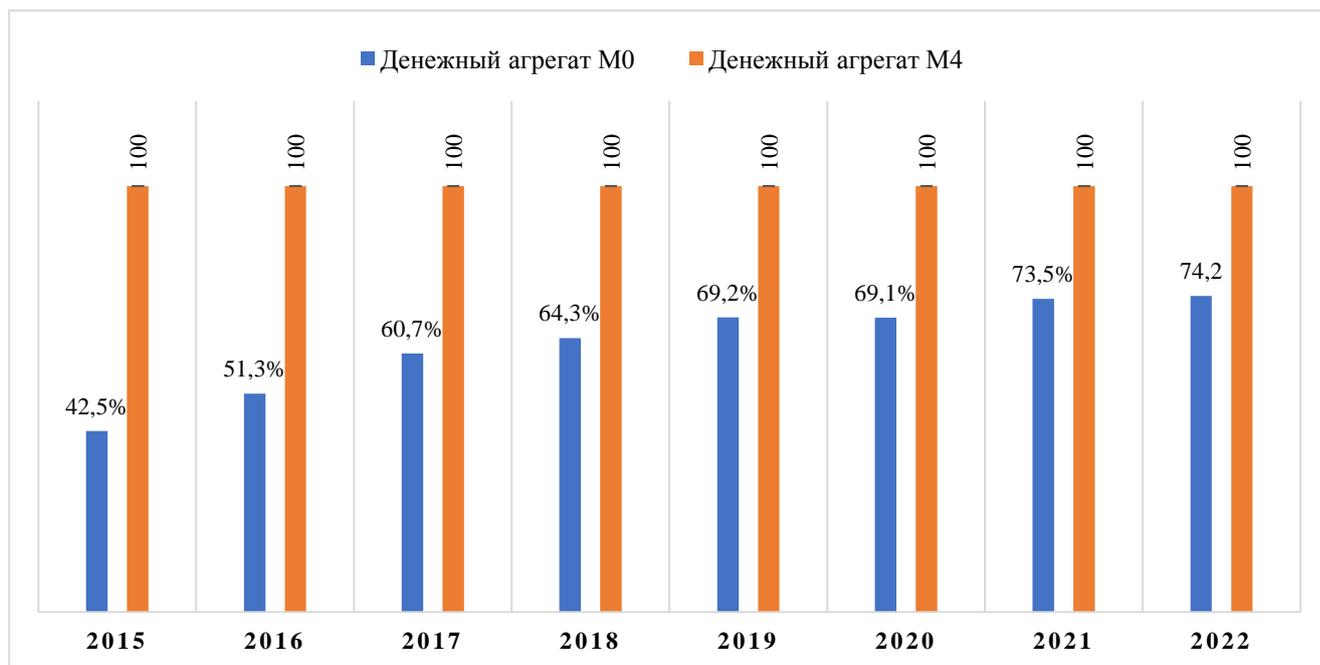


Рисунок 2.1. – Доля наличных денег в структуре широкого показателя денежной массы по Республике Таджикистан (в %)

Источник: расчёты автора по данным: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.19; декабрь – 2019, 12(293) – С.19; декабрь – 2020, 12(305) – С.22; декабрь – 2021, 12(316) – С.16; декабрь – 2022, 12(329) – С.17;

Согласно рисунку 2.2. за период 2014-2022 г. можно наблюдать относительный рост широкого денежного агрегата M_4 на фоне повышения стоимости иностранной валюты в отношении сомони.

Однако данный рост, тем не менее, не способствует расширению денежных объёмов и общему экономическому прогрессу. Скорость обращения денег зависит от диспропорционального распределения доходов среди населения в период бума, объёма потребительских кредитов и уровня финансового посредничества.

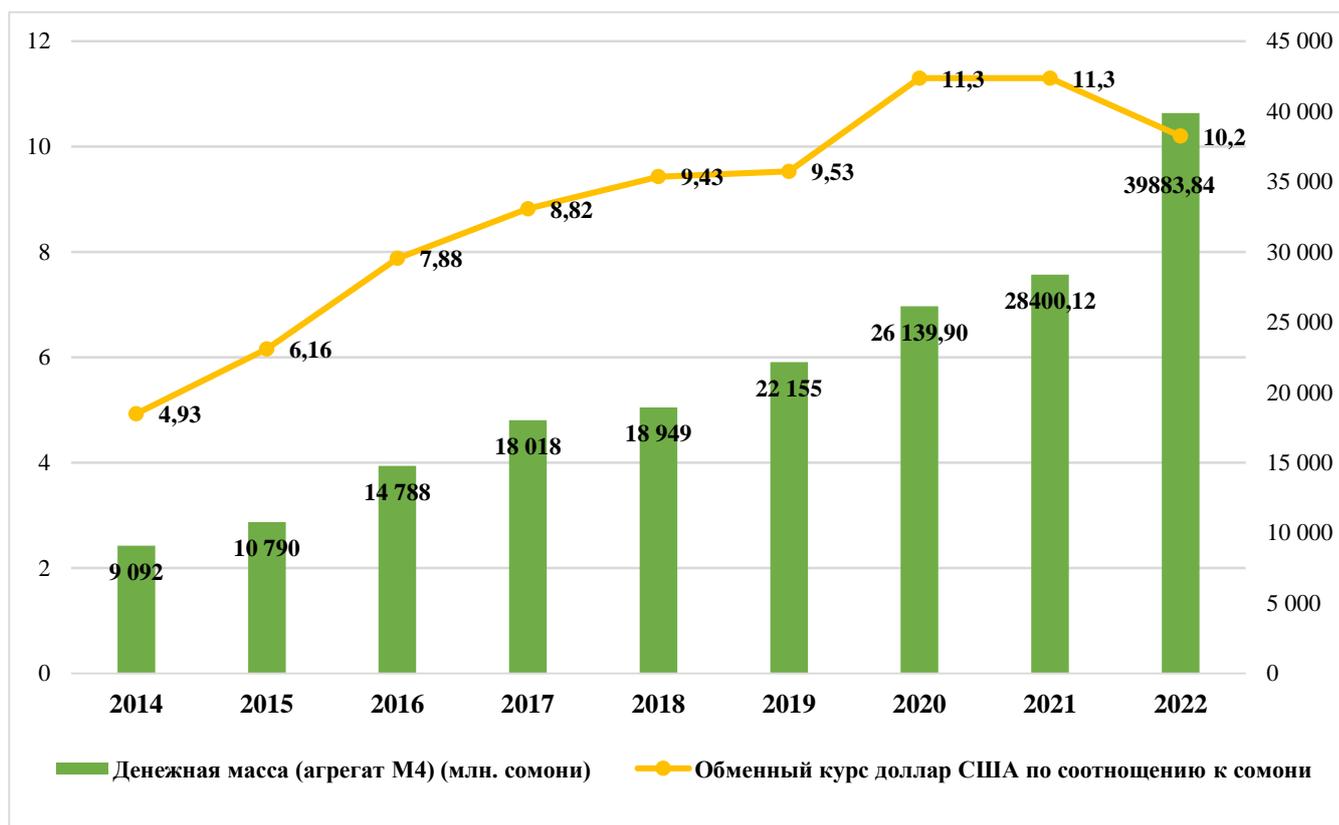


Рисунок 2.2. – Широкий показатель денежной массы и обменного курса

Источник: расчеты автора по данным: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.10,19; декабрь – 2019, 12(293) – С.9,19; декабрь – 2020, 12(305) – С.9,22; декабрь – 2021, 12(316) – С.7,16; декабрь – 2022, 12(329) – С.7,17.

Важно подчеркнуть, что низкая степень финансового посредничества оказывает влияние на уровень оборачиваемости денег. В странах с развитой экономикой этот показатель значительно выше, так как жители склонны меньше накапливать и больше тратить из-за своего образа жизни и доверия к системе государственной социальной поддержке. Высокие процентные ставки и снижение курса национальной валюты, уже многие годы оставались основными источниками инфляции в экономике Таджикистана.

Подходить к противостоянию инфляции и валютным колебаниям без урегулирования процентных ставок на кредиты определенно не эффективно. Для решения данной проблемы, некоторые исследователи предлагают интегрировать в национальную денежную массу наличные средства в иностранной валюте. По этому поводу П.О. Шарипов писал, что «... наличную иностранную валюту

необходимо включать в расчёт денежной массы»⁷⁶. Академик Р.К. Рахимов также отмечал, что: «...совершенно очевидно, что не меньший удельный вес занимает иностранная валюта в общем объёме наличных денег в обращении, и, на наш взгляд, целесообразно включить в агрегат M_1 объём иностранной валюты. Это, безусловно, будет способствовать совершенствованию регулирования денежной массы, в том числе иностранной»⁷⁷.

Важно подчеркнуть, что значительная часть иностранной валюты, которая находится в руках населения, аккумулируется для осуществления крупных покупок и остаётся в стороне от активного денежного оборота. Более того, надёжность и стабильность валюты неразрывно связаны с состоянием торгового баланса республики, широтой торгово-экономического сотрудничества, а также эффективностью механизмов контроля над денежными потоками. В этом контексте не рекомендуется позволить перетоку денежных средств в инфляционные процессы.

Отражение финансовой состоятельности экономики, обязательной как для гарантирования платежей и расчётов, так и для бюджетирования её развития и функционирования участников, выражается через индикатор монетизации. Этот показатель выражает соотношение между денежными ресурсами в обращении и общим объёмом номинального ВВП. Важно отметить показатель монетизации, определяемый как соотношение денежной массы M_2 к ВВП, включает в себя выраженные в национальной валюте наличные деньги, средства на банковских счетах компаний, депозиты населения, и сопоставляется вся эта денежная масса с общим размером номинального ВВП. Такого рода подход к оценке степени монетизации экономики является обычным и широко практикуется при исследованиях в развитых государствах.

⁷⁶ Шарифов П.О. Теоретические и практические аспекты макроэкономического регулирования национальной экономики в условиях открытости (на примере монетарных, фискальных и внешнеэкономических инструментов в РТ) [Текст]: дис. на соис. уч. степени кан. экон. наук по спец. 08.00.01. / П.О. Шарипов – Душанбе, 2020. – С. 69.

⁷⁷ Рахимов Р.К. Теория и практика денежно-кредитной политики [Текст] / Р.К. Рахимов // Вопросы экономики. 2004 г. – №2. – С. 49.

На примере развивающихся стран можно увидеть, что оценка степени монетизации опирается на анализ денежного агрегата M_4 , который представляет из себя в полной мере всесторонний показатель денежной массы. Этот агрегат делится на две части: первая часть отражает денежные средства, выраженные исключительно в национальной валюте (M_0 , M_1 , M_2 и M_3), в то время как другая – включает в себя также денежные средства, фиксируемые в иностранной валюте.

По мнению Шарипова Б.М.: «...степень монетизации как показатель отображает особенности переходных экономик, включая страны СНГ и Таджикистан, где наблюдается процесс увеличения доли использования долларовой валюты в экономике, и где, кроме официального обращения национальной валюты, также активно используются иностранная валюта и финансовые инструменты, номинированные в свободно конвертируемой иностранной валюте»⁷⁸.

Таким образом, уровень монетизации в Таджикистане за 2012-2022гг. возрос, но по сравнению с другими странами незначительно. В 2021 г. его величина составила 28,71% и наблюдается тренд к ее росту. Из анализа показателя M_4 вытекает, что уровень монетизации возрос с 19,61% в 2012 г. до 34,46% в 2022 г., или на +14,85 п.п. (таблица 2.4.).

При этом 2021г. характеризуется заниженным уровнем денежной обеспеченности по отношению к 2020 г., что выражается в отрицательных значениях прироста этого показателя. Особо имеет важное значение то, что резкое увеличение монетизации экономики в 2016 году (+4,86 процентных пункта) в значительной степени было обусловлено притоком денежных переводов от трудовых мигрантов в Таджикистан, причём в национальной валюте, в то время как ранее эти платежи в основном осуществлялись наличной иностранной валютой.

⁷⁸ Шарипов Б.М. «Теоретико-методологические аспекты формирования и развития финансового рынка в переходной экономике (на примере РТ)» [Текст]: дис. на соис. уч. степени док. экон. наук по спец. 08.00.01. – / Б.М. Шарипов – Душанбе, 2019. – С. 197

**Таблица 2.4. – Динамика монетизация экономики Республики Таджикистан
за 2012-2022 г.г.**

Годы	Номинальный ВВП (млн. сом.)	Денежная масса (млн сом.) М4	Уровень монетизации экономики по М4 (широкий показатель денежной массы)
2012	36 161,1	7 093,0	19,61%
2013	40 524,5	8 492,0	20,95%
2014	45 605,2	9 092,0	19,94%
2015	48 401,6	10 790,0	22,29%
2016	54 471,1	14 788,0	27,15%
2017	61 093,6	18 018,0	29,49%
2018	68 844,0	18 949,0	27,52%
2019	77 354,7	22 155,0	28,64%
2020	82 543,0	26 139,9	31,67%
2021	98 910,7	28 400,12	28,71%
2022	115 739,4	39 883,84	34,46%

Источник: расчёты автора по данным: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.11,19; декабрь – 2019, 12(293) – С.10,19; декабрь – 2020, 12(305) – С.10,22; декабрь – 2021, 12(316) – С.8,16; декабрь – 2022, 12(329) – С.8,17.

В своем исследовании Умаров Х.У. и Обидова М.Р. вопросы касающейся регулированию уровня монетизации экономики считают важным в условиях экономического кризиса и рекомендуют Национальному банку следующее: «...в ходе реализации монетарной политики НБТ должен придерживаться порогового значения монетизации, способствующий поддержанию равновесия на денежном рынке. При неравновесном состоянии рынка следует также воздействовать на денежно-кредитную политику исходя из обеспечения экономики необходимым количеством денег»⁷⁹.

Таким образом, важно отметить, что ограниченное развитие финансового рынка Таджикистана и его сегментов объясняется одним из самых низких в мире уровней монетизации экономики, составляющим более 20-30% от ВВП (Таблица 2.1.5.). Таджикистан уже не относится к группе стран с наименьшей степенью монетизации экономики (более 10-20% от ВВП).

⁷⁹ Умаров Х.У., Обидова М.Р. Регулирующая роль национального банка Таджикистана в условиях неравновесного состояния денежного рынка [Текст] / Х.У. Умаров, М.Р. Обидова // национальные экономические системы в контексте формирования глобального экономического пространства. Сборник научных трудов. Симферополь, 2022. – С. 530-533

**Таблица 2.5. – Уровень монетизации экономики в отдельных странах мира
(в % к ВВП)**

Год/страны	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Япония	120,3	135,4	156,3	173,0	177,8	181,3	184,9	258,0	285,5
Китай	120	161,9	180,3	194,2	199,3	212,2	198,0	197,9	211,4
США	51,2	51,3	58,9	68,5	71,4	71,9	70,8	90	111,3
Индия	54,6	65,5	77,6	78	74,5	74,1	74,1	76,0	88,8
РФ	13,0	33,3	51,4	61,8	59,4	59,5	59,1	59,0	70,4
Узбекистан	-	-	-	19,3	20,7	23,4	19,7	17,9	18,5
Кыргызстан	11,3	21,5	31,4	33,2	34,4	36,4	35,8	37,1	47,6
Казахстан	15,2	27,2	38,8	41,8	42,1	35,7	33,8	30,6	35,5

Источник: Официальная статистика Всемирного банка. [Электронный ресурс]. Режим доступа: URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS> {12.12.2021}

Согласно исследованиям, проведённым Институтом экономики РАН, в соответствии с заявленной целью государственной экономической политики и обеспечения национальной безопасности страны, рекомендуемая пороговая величина доли денежной массы в обращении варьируется от 50% до 70%⁸⁰.

В мировой практике в ряде стран мира начальный уровень считается с 45%. Как свидетельствуют данные табл. 2.5. в ряде стран мира уровень монетизации экономики намного выше его порогового значения.

Учитывая принятое в мировой практике пороговое значение степени монетизации экономики, можно выявить, что если проранжировать страны по величине этого показателя, то в рейтинге финансовой насыщенности экономик центральное место занимают Япония, Китай и США. В России и Индии данный показатель колеблется в радиусе 70-80 п.п., в экономике Кыргызстана его величина колеблется в пределах 40-47%, в Казахстане и Таджикистане в пределах 30-35%. При таком уровне монетизации экономика Таджикистана сталкивается с ограничениями в своём стабильном развитии.

Согласно теории денежного обращения с ростом объёма ВВП, происходит рост и денежной массы. В Таджикистане же такое соотношение

⁸⁰ Согласно мониторингу уровня экономической безопасности с использованием экономических показателей Центра финансовых исследований Института экономики РАН. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://prognostica.info/news/show/38>

непропорционально, так как в 2022 г. по сравнению 2012 г. уровень монетизации экономики увеличился на 75,7%, а ВВП увеличился на 220%.

Исследование проблем, связанных с денежным обеспечением национальной экономики, принимает повышенное значение в период, когда происходят постоянные изменения в экономической сфере, происходящие как за счёт внутренних, так и внешних факторов.

Нехватка или снижение денежных средств в обороте вызывает диспропорции в экономике, снижая объем товаров и услуг, замедляет развитие рыночных механизмов. Сравнительно низкий уровень монетизации свидетельствует, что наблюдается недостаточное наличие денежных средств в экономике, а это приводит к сокращению налоговой базы и стимулирует увеличение бартерных сделок. Важно также подчеркнуть, что из-за того, что домашние хозяйства пытаются накапливать свои резервы в долларах США, используя их для приобретения недвижимости и автомобилей вне банковской системы, получается, что фактический уровень монетизации превышает официальные данные.

Принимая во внимание вышеизложенное, следует подчеркнуть, что управление уровнем монетизации экономики представляет собой ключевую цель монетарной политики государства. В рамках осуществления денежно-кредитной стратегии органы управления денежной массой должны обязательно учитывать граничное значение данного показателя. При анализе степени монетизации в экономике страны можно выявить тенденцию к снижению числа денежных операций (всех денежных агрегатов), а низкая интенсивность оборота денег и низкий уровень монетизации свидетельствуют о дефиците денежных ресурсов в экономике (таблица 2.6).

Удельный вес денежной массы в национальной валюте по денежному агрегату M_2 демонстрировал тенденцию к росту с 2016 г. по 2022 г. В целях уменьшения и минимизации валютных рисков, Национальный банк Таджикистана реализует стратегию снижения уровня «долларизации» национальной экономики. Данное обстоятельство сказалось на увеличении доли

денежной массы в национальной валюте в рассматриваемом периоде с 62,9% до 90,8% (рост на +27,9 процентных пункта). В целях достижения поставленной цели акцент сделан на применении инновационных методов для проведения денежных переводов мигрантами в национальной валюте. Также предостережение и ужесточение правил, регулирующих использование иностранной валюты в наличных операциях, включая введение санкций за незаконные операции с иностранной валютой, а также внедрение других мероприятий приобретают особое значение.

Таблица 2.6. – Доля денежных агрегатов, номинированных в национальной валюте (в %)

Показатели	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022/ 2016
Широкий показатель денежной массы, денежный агрегат М₄	100	100	100	100	100	100	100	100
Доля денежной массы в национальной валюте, по М₂	62,9	77,6	81,2	85,4	86,1	88,9	90,8	+27,9

Источник: расчеты автора по данным: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.19; декабрь – 2019, 12(293) – С.19; декабрь – 2020, 12(305) – С.22; декабрь – 2021, 12(316) – С.16; декабрь – 2022, 12(329) – С.17.

Дефицит платёжного баланса страны сокращает количество денежной массы в экономике, что, в свою очередь, способствует девальвации национальной валюты и росту цен на товары народного потребления. В результате чего может возникнуть недостаток денежного предложения в экономике, что негативно повлияет на уровень доходов граждан и состояние платёжного баланса страны, а дефицит платёжного баланса страны приводит к тому, что страна тратит больше денег на импорт товаров и услуг, чем получает от экспорта, что приводит к уменьшению общего объёма денег в обороте в экономике. По сути, это означает, что в стране становится меньше национальной валюты в обращении.

Уменьшение объёма национальной валюты, в свою очередь, может привести к девальвации (потере стоимости) этой валюты, так как её становится меньше на рынке. Это может увеличить цены на товары и услуги, которые люди покупают ежедневно, что в свою очередь может снизить покупательную способность населения и ухудшить экономическую ситуацию в стране. Таким

образом, отрицательное сальдо платёжного баланса может иметь негативное воздействие на доходы граждан и на платёжный баланс страны в целом.

Монетизация определяется и как динамика цен, вызванная изменениями в их объёме в обращении. На практике становится все более заметным взаимодействие между объёмом денег и их реальном выпуском, что в конечном итоге оказывает влияние на изменчивость другого важного аспекта денежно-кредитной политики – скорости оборота денежных средств, т.е. число транзакций, которые выполняются каждой единицей денежной массы в процессе поддержания производства ВВП. При склонности к увеличению денежной массы, монетарные органы как правило фокусируются на увеличении номинального ВВП. Однако, если скорость оборота денег снижается, этот метод становится менее эффективным.

Использование физических наличных средств в сравнении с другими денежными агрегатами за период с 2016 по 2022 годы остается довольно значительным, как отражено в таблице 2.7.

Таблица 2.7. – Динамика скорости денежного обращения и мультипликаторы денежных агрегатов в Республике Таджикистан

Обращения деньги	Годы							2022/2016 в п.п.
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
M₀	7,18	5,58	5,64	5,05	4,13	4,74	3,91	-3,27
M₁	6,24	4,98	5,10	4,63	3,67	4,45	3,64	-2,6
M₂	5,32	4,37	4,47	4,08	3,67	-	-	-
M₃	5,32	4,37	4,47	4,08	3,67	3,91	3,20	-2,12
M₄	3,68	3,39	3,63	3,49	4,06	3,91	2,90	-0,78
Мультипликаторы	Годы							2022/2016 в п.п.
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
M₀	0,63	0,75	0,78	0,82	0,82	0,94	0,77	+0,14
M₁	0,72	0,84	0,87	0,89	0,91	1,0	0,82	+0,1
M₂	0,85	0,96	0,99	1,01	1,02	1,14	0,94	+0,09
M₃	0,85	0,96	0,99	1,01	1,02	1,14	0,94	+0,09
M₄	1,23	1,24	1,22	1,18	1,19	1,12	1,04	-0,19

Источник: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.19; декабрь – 2019, 12(293) – С.19; декабрь – 2020, 12(305) – С.22; декабрь – 2021, 12(316) – С.16; декабрь – 2022, 12(329) – С.17.

Поскольку наличные деньги регулярно привлекаются в национальной экономике, их скорость обращения в сравнении с другими денежными агрегатами остаётся довольно высокой. Согласно данным таблицы 2.7., начиная с 2019 года, скорость оборота наличных денег характеризуется тенденцией к снижению (в 2022 году по сравнению с 2021 годом на 17,5%, и по сравнению с 2016 годом на 45,5%). При этом скорость обращения M_4 снизилась на 21,1% в 2022 году по сравнению с 2016 годом.

Скорость обращения M_0 и M_1 свидетельствует о том, что другие денежные агрегаты фактически не принимают участия в процессе циркуляции денег. Значительная доля платежей производится почти исключительно наличными средствами. Скорость обращения денег в пределах денежного агрегата M_0 в стране существенно превосходит скорости остальных денежных агрегатов.

Уровень увеличения физических наличных средств превышает темпы роста ВВП. За рассматриваемый период с 2016 по 2022 год темп прироста ВВП увеличился в 2,1 раза, в то время как денежная масса увеличилась в 2,7 раза, и количество наличных средств в обороте выросло практически в 4 раза. Увеличение относительного прироста наличных денег по сравнению с ВВП свидетельствует о неуправляемом и неконтролируемом росте денег, находящихся в обращении. При этом, важно подчеркнуть, что изменчивость скорости обращения денежных средств имеет разнородную природу и зависит от монетарных факторов, среди которых можно отметить: цикличность экономического роста, степень интенсивности развития экономики, неустойчивая динамика цен, пропорции между наличным и безналичным оборотом, эволюция кредитных взаимоотношений, колебания процентных ставок и другие аспекты. По словам профессора Султонова З.С. «...закономерностей оборота денежных средств – это основа научного прогнозирования обеспечения устойчивости

денежных средств, определения динамики изменений товарных цен, обоснования и предвидения процессов инфляции и анализа экономических колебаний»⁸¹.

Для более полной характеристики монетарного положения страны необходимо оценить динамику денежного мультипликатора. Рассмотрение изменений в денежном мультипликаторе выявляет его воздействие на обеспечение сбалансированности денежного оборота. Для монетарных агрегатов, выраженных в национальной валюте (M_0 , M_1 , M_2 , и M_3) коэффициенты мультипликаторов в течение 2016-2022 гг. ниже единицы, при этом коэффициент мультипликатора агрегата M_4 в наблюдаемый период растёт и его значения выше единицы (таблица 2.7.). Уменьшение M_4 в течение 2016-2022 гг. с 1,23 до 1,04 свидетельствует, что кредитные организации получают все меньше преимуществ для увеличения незанятых ресурсов за счёт большой ликвидности.

Невзирая на возможность использования механизма денежной мультипликации для оценки изменений в безналичных операциях, существует взаимосвязь между объёмом обязательных резервов и коэффициентом мультипликации. Это подразумевает, что с ростом коэффициента мультипликации денежной массы (M_3) до 1,02 в 2020 г. и 1,14 в 2021 г., а также с уменьшением объёма кредитования, будет усиливаться интенсивность наличных операций.

Алиджанов Д.А. считает, что «.....хотя денежный мультипликатор показывает некоторый рост, однако из-за высокого удельного веса наличности в общем объёме денежной массы он обладает чрезвычайно низкой эффективностью»⁸². Таким образом, проблема увеличения эффективности механизма мультипликации продолжает быть неурегулированной. Всемирный Банк, анализируя состояние финансового сектора республики, отмечает, что

⁸¹ Султонов З.С. Механизмы регулирования денежных отношений в условиях переходной экономики РТ// Материалы международной научно-практической конференции (30 октября 2019г.) на тему «Финансово-кредитные механизмы регулирования и развития экономики стран СНГ». Душанбе, РТСУ 2019. – С. 309

⁸² Алиджанова С.А., Алиджанов Д.А. Оценка действия механизмов денежно-кредитной политики и их влияние на макроэкономическую динамику переходной экономики (на примере Республики Таджикистан) [Текст] / С.А.Алиджанова, Д.А.Алиджанов // Экономика. – С. 106-115

текущий уровень резервирования, составляющий 91%, существенно выше уровня, рекомендованного мировой практикой и требует снижения до 75%⁸³.

Значительные количественные значения денежного мультипликатора, колеблющиеся в диапазоне 3-8 и даже выше этой величины на ряде передовых финансовых рынках и странах свидетельствует о значительном воздействии на их денежную основу. Как подчёркивал М.Ю. Малкин, передовые нации характеризуются высоким значением денежного мультипликатора, которое колеблется от 5 до 8. Тем не менее в некоторых случаях это значение может достигать уровня 10-11. В ряде развивающихся стран средний показатель денежного мультипликатора обычно составляет около 2-3⁸⁴.

Между тем, в нестабильной финансовой системе Таджикистана мультипликатор для денежного агрегата, выраженного в национальной валюте, опускается ниже единицы. Это указывает на то, что рост денежной массы в экономике Таджикистана в основном происходит за счёт притока иностранной валюты, что способствует росту долларизации в стране. В то же время, может наблюдаться незначительная эмиссия национальной валюты с целью поддержания финансовой и макроэкономической стабильности.

Иными словами, традиционная модель выпуска денег нацелена главным образом на обеспечение финансовой устойчивости, особенно в контексте мировой экономики и её участников. Тем не менее, такого рода подход не содействует поощрению прогресса в реальном секторе экономики, увеличению количества новых рабочих мест, развитию конкурентоспособного национального производства товаров и услуг, а также накоплению высокой добавленной стоимости.

Анализ современного состояния денежно-кредитной политики в Республике Таджикистан показывает, что при её необходимо учитывать два важных аспекта. Первый это уровень монетизации, низкий уровень банковской ликвидности,

⁸³ Потенциальный ресурс для наращивания человеческого капитала. Рогунская ГЭС: доклад Всемирного банка об экономике. Таджикистан, 2018. – 30 с. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pubdocs.worldbank.org/en/817421547182498715/Tajikistan-CEU-Fall-2018-FINAL-Rus.pdf>

⁸⁴ Малкина М.Ю. Уровень монетизации, структура денежной массы и качество денег в экономике (сравнительный анализ положения в России и зарубежных странах) / М.Ю. Малкина // Финансы и кредит, 30(414) - 2010. С. 2-10.

повышение инфляции и т.д. Второй, это зависимость экономики республики от внешнего импорта. Общеизвестно, что продовольственный рынок в Республики Таджикистан зависит от внешнего рынка и это способствует ускорению инфляционных процессов. Поэтому с целью обеспечения устойчивого социально-экономического развития страны необходимо при разработке денежно-кредитной политики учитывать, как внешние, так и внутренние факторы, которые могут оказывать влияние на степень реализации данной политики. В связи с этим основной функцией НБТ является регулирование денежно-кредитной политики и денежного обращения, которая заключается в отслеживании общего количества денег и пропорций между их видами.

2.2. Анализ и оценка эффективности инструментов денежно-кредитной политики

В современных условиях основным направлением деятельности центральных банков считается управление ликвидностью банковского сектора. В рамках данного контекста стратегия регулирования банковской ликвидности и управления процентными ставками входит в неотъемлемый компонент денежно-кредитной политики, нацеленной на выполнение краткосрочных операционных целей для формирования благоприятного фона для стимулирования экономического роста.

Как было отмечено в первой главе, инструменты денежно-кредитной политики являются основным рычагом Национального банка, с помощью которых он оказывает влияние на экономические процессы в стране.

Располагая арсеналом экономических средств, Национальный банк применяет два типа инструментов: непосредственного (административного) и косвенного (экономического) воздействия. Из числа инструментов непосредственного воздействия выделяются денежная эмиссия и операции на открытом рынке. В то время как среди инструментов косвенного воздействия можно выделить ставку рефинансирования и норму обязательного резервирования. Кроме того, используются и административные инструменты – ограничения, запреты или предписания, которые могут быть как общими для всех

кредитных организаций, так и селективными, т.е. применяться к определенным организациям или их группам. Более подробная классификация инструментов денежно-кредитной политики представлена на рисунке 2.3.

Особенности системы инструментов ДКП заключается в двух позициях: во-первых, она должна обеспечивать стабильность денежного рынка, во-вторых – стимулировать кредитные организации к управлению эффективностью банковских операций.

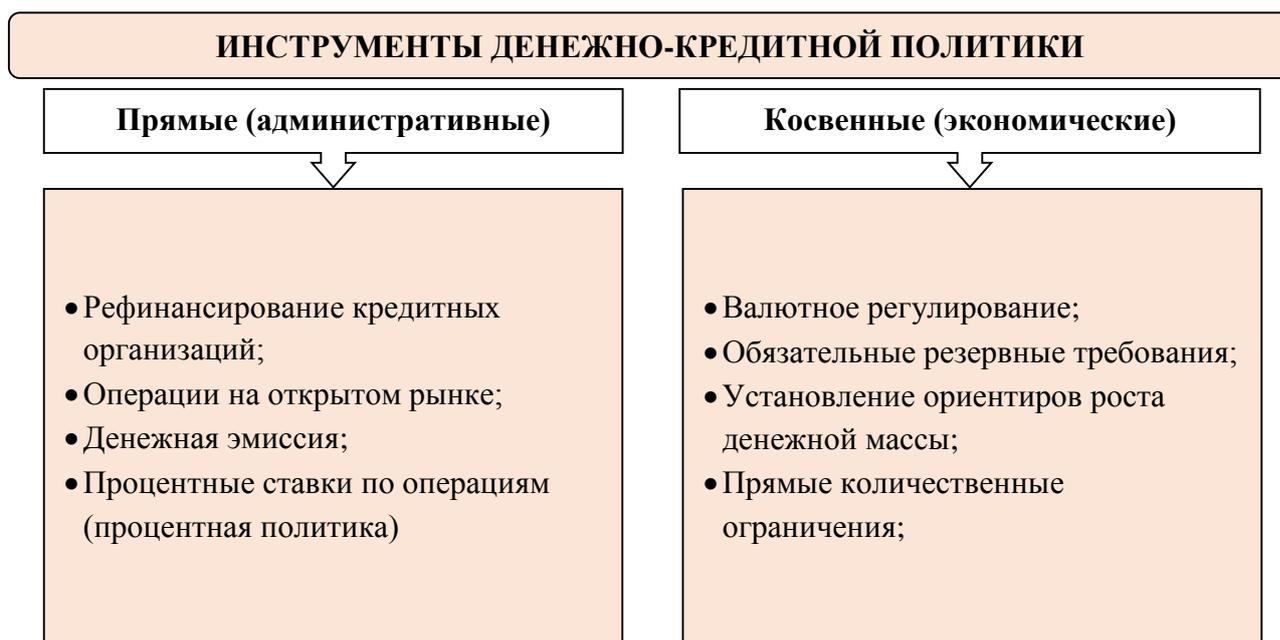


Рисунок 2.3. – Классификация инструментов денежно-кредитной политики
Источник: Составлено автором

Что касается сути инструментов ДКП, то Муртазокулов М.Р., отметил, что они представляют собой различные методы воздействия на финансовый рынок, применяемые Национальным банком республики для выполнения установленных операционных, промежуточных и конечных целей⁸⁵. Мукимов К.М. и Самиев С.Х. отмечают, что «...инструменты ДКП находят выражение в показателях, которые отражают сферу влияния НБ, выступающего в роли учреждения по денежно-кредитному регулированию. Применение инструментов ДКП и степень

⁸⁵ Муртазокулов М.Р. К вопросу исследования инструментов денежно-кредитного регулирования в экономике Таджикистана/Экономика, Вестник ТГУПБП. - Хучанд, 2010. – С. 79.

их результативности отражают стратегическое стремление государства в ответ на экономическую обстановку в стране»⁸⁶.

Исследовав основные инструменты денежно-кредитной политики и определив роль финансовых институтов в этом процессе, рассмотрим, каким образом Национальный банк, в качестве ключевого финансового института при реализации денежно-кредитной политики опирается на целый ряд принятых нормативно-правовых актов и инструкций, в частности:

➤ Закон Республики Таджикистан «О Национальном банке Таджикистана», от 28 июня 2011 года № 722 и 26 декабря 2011 года № 782;

➤ Закон Республики Таджикистан «О банковской деятельности», от 19 мая 2009 года № 524;

➤ Закон Республики Таджикистан «О платёжных услугах и платёжной системе», от 24 февраля 2017 года № 1397;

➤ Стратегия денежно-кредитной и валютной политики Республики Таджикистан на 2016-2020 годы;

➤ Стратегия денежно кредитной политики Республики Таджикистан на 2021-2025 годы.

➤ Стратегия развития платёжной системы Республики Таджикистан на 2015-2025 годы от 31 октября 2014 года, № 679;

➤ Инструкция №90 «О депозитных банковских счетах, открываемых в банках Республики Таджикистан» от 25.04.2005г.;

➤ Инструкция №146 о порядке открытия и ведения банками валютных счетов юридических и физических лиц от №46 от 10 февраля 2006 г. и т.п.

С позиции НБТ разрабатывается прогноз денежно-кредитной политики страны на среднесрочный и долгосрочные периоды, который утверждается в соответствии со статьёй 57 Конституции Республики Таджикистан Маджлиси намояндагон Маджлиси Оли РТ, а затем реализуется в соответствии с заданными параметрами.

⁸⁶ Мукимов К.М., Самиев С.Х. Систематизация продукта как эффективное условие государственного регулирования банковской деятельности/Вестник ТНУ. – Душанбе, 2018. - № 3. – С. 63-66.

С целью обеспечения эффективности воплощения денежно-кредитной стратегии, Национальным банком Таджикистана была учреждена в 2009 году Комиссия по денежно-кредитной политике. Этот орган действует в строгом соответствии с положениями, описанными в статьях 14 и 77 Закона РТ «О Национальном банке Таджикистана».

В 2018 году с акцентом на повышение результативности денежно-кредитной стратегии и выполнение указаний главы государства, в соответствии с решением, принятом на заседании Комитета по ДКП Национального банка Таджикистана, прошедшего 23.01.2018 г. №6, было решено:

1) Снизить ставку рефинансирования на 1,25 процентного пункта и установить на уровне 14,75% годовых.

2) Изменить процентные ставки других монетарных операций (процентную ставку по ценным бумагам НБТ, минимальную процентную ставку по кредитным аукционам и процентную ставку кредитов овернайт) с учётом ставки рефинансирования.

3) Сохранить процентную ставку депозитов овернайт на уровне 6% годовых.

Таким образом эффективность инструментов денежно-кредитной политики возникает в том случае, когда она влияет на процесс регулирования денежного рынка и доступность кредитов, способствуя макроэкономической стабильности.

Одним из первичных инструментов денежно-кредитного регулирования в Республике Таджикистан, так же, как и во многих других странах, является стандарт резервирования. Определяя этот стандарт, Национальный банк обязывает банки удерживать часть собранных депозитов (включая как срочные, так и с возможностью изъятия в любой момент) на специальных резервных счетах.

С целью ограничения вмешательства в рыночные ценообразующие механизмы, Национальный банк страны осуществляет прямое воздействие лишь на ставки на короткий срок. Трансформация процентных ставок на денежном рынке способно оказать существенное воздействие на их траектории. Этот

фактор, в свою очередь, обеспечивает механизм передачи ДКП в реальный сектор экономики (рисунок 2.4.).

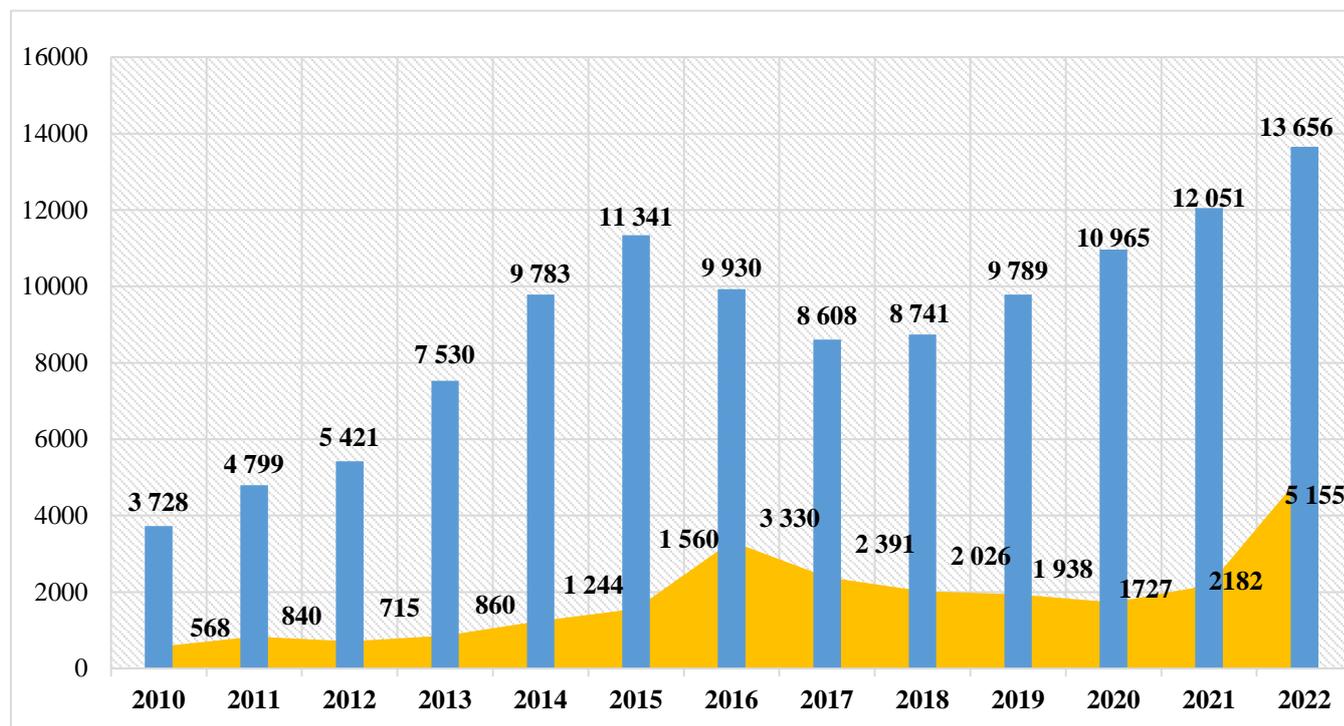


Рисунок 2.4. – Соотношение обязательных резервов и кредитных вложений банков в экономике Таджикистана за период 2010-2022 г. (млн. сом.)

Источник: расчёты автора по данным: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2015, 12(245) – С.17,40; декабрь – 2018, 12(281) – С.16,37; декабрь – 2019, 12(293) – С.16,39; декабрь – 2020, 12(305) – С.18,37,39; декабрь – 2021, 12(316) – С.14,65; декабрь – 2022, 12(329) – С.14,66.

Как видно из рисунка 2.4. колебания в остатках обязательных резервов оказывают незначительное воздействие на кредитование национальной экономики и проявляют слабую степень взаимосвязи. Анализ норм обязательных резервов свидетельствует что, хотя уменьшение этих норм чисто в теоретическом плане может улучшить возможности кредитных организаций в предоставлении кредитов, однако на практике такое воздействие на экономику страны незначительно и не приводит к уменьшению величины процентных ставок по кредитам. Хотелось бы отметить, что рост нормы обязательных резервов сдерживает инвестиционную активность кредитных компаний, снижая их прибыль. Это, в свою очередь, приводит к ограниченному доступу участников рынка к кредитам. На практике домохозяйства и предприятия высказывают недоверие к банкам и не размещают все свои финансы в банках. Следовательно,

потенциал кредитных организаций расширить денежное предложение путём снижения норм обязательных резервов.

В соответствии с данными НБТ за последние десять лет наблюдаются значительные изменения в показателях обязательных резервов⁸⁷. С целью предотвращения влияния финансового кризиса на банковскую систему, обеспечение ликвидности банковской системы, поддержания финансовой устойчивости, поддержки реального сектора экономики и развития кредитного сектора норматив обязательных резервов в течение 2012-2016 гг. остался без изменений (по депозитам в национальной валюте установлен на уровне 5,0% и по депозитам в иностранной валюте на уровне 7,0%).

Помимо этого, для поддержания равновесия между запросами и предложениями на валютном рынке, а также для управления объёмом ликвидности и снижением уровня долларизации, нормативы обязательных резервов в течение последних лет, начиная с 2017 года претерпели значительные изменения. Они были установлены на уровне 3,0% годовых для национальной валюты и 9,0% годовых для иностранной валюты. Значительное снижение данных нормативов произошло только в 2020 году. Это было предпринято с целью гарантии ликвидности кредитных и финансовых организаций перед возможным усилением рисков, связанных с пандемией коронавируса (COVID-19), и в контексте стоимости предоставляемых субъектам хозяйствования кредитов. Таким образом, нормативы обязательных резервов для кредитных финансовых организаций в отношении депозитов и аналогичных обязательств на определенный срок были уменьшены на 2 процентных пункта для национальной валюты и 4 для иностранной валюты. В результате, эти нормативы были временно установлены аналогично на уровне 1% и 5%. В 2022 г. стандарты обязательных резервов для депозитов и подобных обязательств были определены в размере 3% годовых в национальной валюте и 9% годовых в иностранной валюте⁸⁸.

⁸⁷ До 2005 года норма обязательных резервов составляла 20% как в национальной, так и в иностранной валюте.

⁸⁸ Монетарный обзор НБТ. Департамент монетарной политики, исследования и развития. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.nbt.tj/ru/monetary_policy/shahri-tav/monetary_survey.php (3.06.2022.)

Таблица 2.8. – Динамика нормы обязательных резервов по Республике Таджикистан

Обязательные резервы (в %)	Годы										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
в национальной валюте	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	3,0	3,0	3,0	1,0	3,0	3,0
в иностранной валюте	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	9,0	9,0	9,0	5,0	9,0	9,0

Источник: Официальный сайт Национального банка Таджикистана: [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.nbt.tj/ru/monetary_policy/projection.php

Важно подчеркнуть, что политика норма резервирования является одним из основных механизмов, влияющих на процентную ставку привлечения депозитов в коммерческие банки. Изменение ставок обязательных резервов Национальным банком для коммерческих банков выступает в качестве сигнала для изменения ставок депозитов.

С целью стимулирования и расширения накоплений и депозитов как физических, так и юридических лиц в банках важную роль играют процентные ставки по депозитам. Данные, представленные в таблице 2.9., наглядно демонстрируют снижение ставок по депозитам как в национальной, так и в иностранной валюте сравнительно с 2016 годом. Этот тренд в первую очередь обусловлен банкротством трех ведущих коммерческих банков Республики Таджикистан. Следовательно, повышение процентных ставок на депозиты в иностранной валюте может привести к ограничению притока капитала из-за границы в Таджикистан и, как следствие, к уменьшению инвестиций, предоставляемых банками в иностранной валюте. В то же время, снижение ставок по резервам для долгосрочных депозитов может сказаться на ресурсах, доступных для предоставления долгосрочных кредитов таджикской экономике. Это может послужить основой для мотивации инвестиционной активности и в то же время сокращения инфляционного давления в стране.

Следует отметить, что к 2022 году процентные ставки на депозиты в национальной валюте увеличились в четыре раза в сопоставлении с такого же рода ставками в иностранной валюте. Данное обстоятельство демонстрирует то, что для усиления курса национальной валюты были снижены процентные ставки

на депозиты в иностранной валюте и повышены процентные ставки на депозиты в национальной валюте с целью стимулирования населения вкладывать средства преимущественно в национальной валюте.

Таблица 2.9. – Динамика сбережений (депозитов) в кредитных организациях и процентные ставки по депозитам в период 2016-2022 г.г.

Наименование	Годы							2022/2016 в %
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Объем депозитов в кредитных организациях (млн. сомони, на конец периода)								
Всего депозитов	9 243	9 283	9 723	9 742	11 414	10 159	15 507	167,7
В процентах к ВВП	16,98	15,20	14,12	12,60	13,82	10,3	13,4	-
<i>в национальной валюте</i>	3 474	4 143	4 769	5 174	6 368	5 636	8 632	248,4
<i>в иностранной валюте</i>	5 768	5 140	4 954	4 568	5 045	4 523	6 874	119,2
Процентные ставки по депозитам								
По всем депозитам в национальной валюте	0,60	0,53	0,60	0,48	0,50	0,54	0,44	-0,16 п.п.
По всем депозитам в иностранной валюте	0,76	0,35	0,26	0,12	0,11	0,12	0,11	-0,65 п.п.

Источник: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.25,69; декабрь – 2019, 12(293) – С.26,75; декабрь – 2020, 12(305) – С.31,71; декабрь – 2021, 12(316) – С.30,65; декабрь – 2022, 12(329) – С.31,68.

Денежно-кредитная система также подвержена воздействию накоплений, хранящихся в кредитных организациях. К 2022 году все показатели, связанные с структурой сбережений, продемонстрировали положительную динамику. Невзирая на финансовый кризис и обанкротившиеся коммерческие банки в Республике Таджикистан, доверие к банковской системе сохранилось, и, кроме того, объем депозитов в банках возрос в 1,7 раза. Общая сумма депозитов в 2021 г. составила 10,1 млрд сомони, что на 10,9% меньше, чем в 2020 г. Это снижение главным образом объясняется распространением COVID-19 и частичным выполнением обязательств перед населением проблемными банками ОАО «Агроинвестбанк» и ОАО «Таджиксодиротбанк».

Это повлекло за собой проявление дисбаланса в финансово-экономической системе страны и неустойчивой деятельности ряда кредитных организаций. В период 2016-2022 гг. депозиты в национальной валюте возросли на 25,5%, при этом начиная с 2019 г. наблюдается уменьшение доли депозитов в иностранной валюте. В структуре общего объема депозитов удельный вес национальной

валюты в 2022 г. составил 55,6%, в то время как иностранной валюты – 44,4% (по сравнению с 49,0% и 51,0% соответственно в 2018 г.). Этот процесс указывает на поэтапное сокращение долларизации экономики благодаря реализации соответствующих мер и растущему доверию населения к национальной валюте. Одновременно, доля сбережений в процентах от ВВП за анализируемый период уменьшилась с почти 17% в 2016 г. до 13,4% к 2022 г. Это говорит о том, что большая часть доступных средств населения направляется на текущие расходы, в то время как в банковскую систему поступает незначительное количество таких средств. В общей сложности, депозиты являются важным источником внутреннего финансирования и создания ресурсной платформы для кредитных организаций, что содействует расширению операционной сферы банковской системы и способствует развитию экономики страны.

Изменение ставок обязательных резервов все ещё выступает важным инструментом в механизме денежного регулирования НБТ, который в действительности осуществляет надзор за платёжеспособностью коммерческих банков. Однако процесс, в котором банки распределяют часть своих финансовых ресурсов в головной банк в качестве резерва, оставляя остальную часть под своим управлением, вносит свои коррективы. Эта динамика стимулирует банки искать возможности для прибыли, используя свободные средства, и, следовательно, чем выше процентные ставки, тем меньше средств остаётся в обороте.

Такое положение дел ведёт к замедлению оборота денежных средств и, соответственно, к дефициту денежной массы в экономике. В.Е. Маневич отмечает, что «денежные власти, изменяя предложение резервных денег, оказывают не только прямое воздействие на совокупное денежное предложение, но также косвенное воздействие на эндогенную составляющую денежной массы»⁸⁹.

Таким образом, можно заключить, что в странах, где физические наличные деньги составляют значительную часть денежной массы, прямые методы

⁸⁹ Маневич В.Е. Денежное предложение в российской экономике//Бизнес и банки. - 2005. - №41. [Электронный ресурс]. Режим доступа: URL: http://www.ipr-ras.ru/old_site/articles/manev05-3.pdf

управления доступны и играют свою роль. В то время как для развитых государств с высокой долей безналичных платежей, использование косвенных методов координации денежным предложением приобретает важную роль. Анализ денежного рынка Таджикистана демонстрирует, что с начала реализации экономических реформ мы видим уменьшение уровня рефинансирования, но начиная с 2014 года данный показатель начал расти (таблица 2.10.).

Как видим, в период с 2005 по 2013 год наблюдается тенденция к увеличению денежной массы. Однако при сравнительном анализе изменения её объёма и уровня процентных ставок по кредитам видно, что динамика процентных ставок не стабильна. Следует подчеркнуть, что данные, представленные в таблице, свидетельствуют о том, что ставка рефинансирования, как показатель эффективности ДКП и состояния финансовой системы, оказывает ограниченное воздействие на изменение процентных ставок по кредитам. С начала 2015 года Национальный банк Таджикистана постепенно поднимал уровень рефинансирования.

Таблица 2.10. – Динамика денежной массы, ставки рефинансирования и процентной ставки по кредитам в Таджикистане

Период	Денежная масса (млн. сомони), M ₂	Ставка рефинансирования, % годовых		Процентные ставки по кредитам	
		на конец периода	за период	в нац. валюте	в ин. валюте
2005	816,0	9,0	9,12	25,55	21,06
2010	2 972	8,25	8,07	21,95	22,17
2011	3 862	9,8	9,08	22,5	21,89
2012	4 743,0	6,5	7,65	20,62	24,17
2013	5 627,0	5,5	6,16	23,97	23,48
2014	5 826,0	8,00	5,78	23,99	22,66
2015	6 535,0	8,00	8,00	24,66	21,23
2016	10 238,0	12,50	9,77	24,99	19,04
2017	13 982,0	16,00	15,13	28,18	21,05
2018	15 387,0	14,00	14,24	26,03	17,22
2019	18 937,0	13,25	13,25	22,72	15,89
2020	22 504,49	10,75	10,75	22,77	16,31
2021	25 265,97	13,25	13,25	23,95	12,94
2022	36 224,00	13,00	13,00	23,34	11,97

Источник: расчеты автора по данным: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2015, 12(245) – С.8,20,80; декабрь – 2018, 12(281) – С.9,18,70; декабрь – 2019, 12(293) – С.9,19,76; декабрь – 2020, 12(305) – С.9,22,72; декабрь – 2021, 12(316) – С.7,16,69; декабрь – 2022, 12(329) – С.7,17,70.

Так, как видно из таблицы 2.10. в 2022 г. по сравнению с 2015 г. были сокращены процентные ставки по кредитам в национальной и иностранной валюте, соответственно на -1,34 п.п. и 9,26 п.п. годовых. Это связано с тем, что курс иностранной валюты (доллар США) в начале 2022 г. составил 11,3 сом. по сравнению 7,87 сом. в 2016 г., который увеличился на 1,43 раза. Для стабилизации национальной валюты, были снижены процентные ставки иностранной валюты. Дополнительно, стоит отметить, что Национальным банком систематически корректируется ставка рефинансирования, которая играет ключевую роль в механизме денежно-кредитного регулирования и непосредственно влияет на рыночные процентные ставки. В связи с воздействием различных внутренних и внешних факторов, ставка рефинансирования регулярно подвергается изменениям. В период пандемии, с целью повышения эффективности уровня процентных ставок, НБТ по решению Комитета ДКП учётная ставка опустилась до 10,75% в 2021г.⁹⁰. В период 2017-2018 гг. процентные ставки на кредиты сохранялись на уровне 28,18% и 26,03%. К 2019 г. произошло снижение процентной ставки по кредитам до 22,72%. В результате этого, с начала 2019 г. ставка рефинансирования НБТ возросла с 14,0% до 14,75% годовых и с 03.06.2019 г. она была установлена на уровне 13,25% годовых, что привело к изменениям в доступе к кредитным ресурсам.

Таким образом, с целью превращения ставки рефинансирования в ключевой процентный показатель, отражающий позицию монетарной политики на денежном рынке, процентные ставки были привязаны к ставке рефинансирования.

Эмпирически доказано, что в зависимости от состояния денежно-кредитного сектора и национальной экономики, монетарная стратегия, ориентированная на стимулирование, должна успешно преодолевать негативные кризисные последствия, чтобы эффективно способствовать экономическому

⁹⁰ Банковский статистический бюллетень. Декабрь 2021, №12(316), (официальное издание). – Душанбе, Национальный банк Таджикистана. – С. 7

прогрессу. Судя по всему, имеет смысл рассмотреть путь трансформации политики «жестких денег» в более оптимальную и долгосрочную форму.

Анализ тенденции изменения учётной ставки НБТ, показывает, что в период 2019-2020 гг. наблюдается её снижение. Такое динамичное изменение ставки способствовало увеличению величины кредитов и параллельно возросла денежная масса. Основные макроэкономические показатели, такие как кредитные ресурсы и коэффициент монетизации, демонстрируют отрицательное развитие. Регулирование уровня процентных ставок оказывает прямое воздействие на динамику запросов коммерческих банков к заёмным средствам: снижение ставок способствует возросшему интересу банков к кредитам, тогда как их повышение притормаживает темпы роста спроса на финансовые ресурсы.

Следует отметить, что кредитное вложение является одним из основных средств обеспечения устойчивого развития экономики, расширения отечественного производства, стабилизации экспортного потенциала и создания новых рабочих мест в стране. Анализ изменения выдачи кредитов, свидетельствует, что наблюдается тенденция увеличения его объёмов по разным отраслям экономики. Необходимо отметить, что из общего количества вложений большая часть кредитных вложений отчисляется потреблению и сельскому хозяйству. Так в 2022 г. доля потребительских кредитов составила 38,9%, а выдаваемые сельским хозяйствам 16,9% от общего числа вложений.

С 2017 года по 2020 году наблюдалась тенденция снижения выдачи кредитов основным экономическим отраслям. Если в 2016 г. кредиты по отраслям экономики выдавались на сумму 8,2 млрд. сом., то к 2019 году эта величина составляла 7,6 млрд. сом., наблюдается снижение на 7,3%. Из общего объёма выданных кредитов основным отраслям экономики в 2016 г. 29,4% пришлось на промышленность, 18,9% на внешнюю торговлю и 12,6% на строительство. В 2022 г. по сравнению с 2016 г. данная тенденция изменилась, потребительские кредиты стали наиболее востребованной операцией, и их доля возросла до 38,9% от общего количества вкладов (рост составил 662,2%), при этом вклады

промышленной отрасли в 2022 г. упали до 39% от общего количества вкладов и занимают четвертое место.

Таблица 2.11. – Динамика банковских и небанковских кредитов в основные отрасли экономики (млн. сомони)

Наименование	Годы							2022/ 2016 в %
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Всего кредитов	8 230	6 913	6 700	7 664	8 903	13 700*	14 382	174,7
Сельское хозяйство	1 036	832,3	770,7	154,2	764,4	15,4%	2 433	234,8
Промышленность	2 424	2 613	2 529	6 705	2 996	10,3%	1 478	39
Строительство	1 037	639,6	529,8	350,2	1 313	3,9%	527,5	50,8
Транспорт	509,3	233,0	276,3	72,9	227,2	0,7%	244,7	48
Общественное питание	22,8	16,1	15,9	2,4	34,9	-	31,06	136,2
Услуги	251,4	220,5	233,4	57,4	343,5	13,1%	1 463	581,9
Внешняя торговля	1 562	1 221	1 231	150,0	1 373	14%	2 015	129
Финансовое посредничество	130,2	134,0	146,6	4,6	3,8	-	8,02	6,15
Потребление	846,0	795,3	863,1	67,5	1 686	35,5%	5 603	662,2
Прочие	408,7	207,0	103,5	99,2	159,6	7,1%	576	141

Источник: расчёты автора по данным: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.38; декабрь – 2019, 12(293) – С.45; декабрь – 2020, 12(305) – С.41; декабрь – 2022, 12(329) – С.40.

* Краткий макроэкономический обзор и деятельность банковской системы РТ в 2021 году. Пресс-конференция НБТ. – 2.02.2022. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://tojikmatlubot.tj/shar%D2%B3i-myhtasari-makroi>

С целью упорядочения и надзора за функционированием кредитных организаций, гарантии прав и выгод вкладчиков, обеспечения исполнения банковских обязательств и поддержания доверия населения к банковской системе, Национальный банк Таджикистана в сотрудничестве с кредитными организациями регулярно предпринимает соответствующие меры по предоставлению кредитов в национальной валюте в производственной сфере. В дополнение к этому, с целью эффективного управления денежной массой, обеспечения уровня инфляции и укрепления уверенности к национальной валюте, НБТ были задействованы препятствия на кредитование государственного сектора экономики.

В научной литературе отмечается, что «стимулирующая» монетарная политика по всей видимости должна умело уклоняться от негативных эффектов

кризисов и действовать как рычаг экономического роста. Уместно рассмотреть возможность пересмотра политики «дорогих денег» в пользу более оптимальных долгосрочных стратегий. Это особенно важно, учитывая тот факт, что наблюдается финансовая нестабильность, и экономика страны подвержена влиянию мировых кризисов.

Для оценки действия изменчивости ставки рефинансирования на процентную ставку по кредитам применяется показатель, известный как коэффициент чувствительности к изменениям ставки рефинансирования. Этот показатель позволяет оценить, насколько реакция процентных ставок на изменения ставки рефинансирования является чувствительной или нейтральной. Когда коэффициент чувствительности высок, это означает, что процентные ставки по кредитам изменяются сильно и быстро в ответ на изменения ставки рефинансирования. Это может свидетельствовать о более активной и эффективной трансмиссии денежно-кредитной политики центрального банка в экономику. С другой стороны, если коэффициент чувствительности низок, это означает, что процентные ставки по кредитам изменяются медленно и не так сильно в ответ на изменения ставки рефинансирования. Это может указывать на более ограниченную эффективность политики центрального банка в управлении процентными ставками и стимулировании или ограничении кредитного спроса в экономике. Таким образом, коэффициент чувствительности к изменениям ставки рефинансирования является важным инструментом для анализа воздействия денежно-кредитной политики на финансовые рынки и экономическую активность. Расчёт этого коэффициента осуществляется следующим образом:

$$\varphi = \frac{\Delta r}{\Delta r^*} \quad (2.1.)$$

где: φ – коэффициент чувствительности процентной ставки по кредитам к изменению ставки рефинансирования; Δ -изменение процентной ставки по кредитам, вызванное изменением ставки рефинансирования;

Δr^* - изменение ставки рефинансирования.

Его значение, рассчитанное по Таджикистану отражено в таблице 2.12.

Таблица 2.12. – Коэффициент чувствительности процентной ставки по кредитам к изменению ставки рефинансирования

Показатель	Годы										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Коэффициент чувствительности	1,3	-1,56	-0,05	0,3	0,11	0,6	2,4	3,4	0,55	0,47	2,44

Рассчитано автором: по данным таблицы 2.10.

Как видим, в течение 2013-2014 гг. наблюдается его отрицательное значение, что было вызвано неэффективной реализацией ДКП, которая проявила нейтральность механизма рефинансирования. В период 2015-2022 гг. коэффициент был положительным, что можно объяснить тем, что национальный банк страны не следовал теоретическим и методологическим основам использования механизма ставки рефинансирования. Данный инструмент был задействован НБТ в основном в целях, не имеющих реальной ценности, включая создание впечатления о широком использовании этого механизма. Анализ динамики ставки рефинансирования и процентных ставок по кредитам с 2010 по 2022 годов свидетельствует о наличии различий в их трендах (таблица 2.10.).

Из анализа доступных данных видно, что снижение ставки рефинансирования в течение нескольких лет приводит к росту процентных ставок по кредитам. Это указывает на то, что ставка рефинансирования, как часть ДКП, не выражает степень её воздействия на денежный рынок, и её снижение не приводит к расширению доступности кредитов для секторов национальной экономики и не содействует макроэкономической стабилизации.

Финансовые учреждения в основном оперируют средствами, привлечёнными от населения в виде депозитов и средствами от внутренних и внешних финансовых институтов через межбанковские кредиты. Это означает, что даже при высоких процентных ставках на депозиты и доступных ресурсах у финансовых организаций, они не всегда могут снизить уровень процентных ставок по кредитам из-за значительных затрат. В этом контексте, возникает невозможность НБТ оказывать влияние на ресурсы, которыми располагают кредитные учреждения, через ставку рефинансирования, так как этот банк не предоставляет долгосрочные кредиты кредитным организациям, исключая случаи

временной поддержки ликвидности. В 2019 г. принимая в расчёт внутренние и внешние экономические условия, возможные риски и воздействие инфляционных факторов ставка рефинансирования была адаптирована вверх до 14,75% годовых с исходных 14,0%, а с 03.06.2019 г. установлена на уровне 13,25% годовых.

Следует подчеркнуть, что Национальный банк Таджикистана по рекомендации МВФ проводит политику предотвращения инфляции, которая снижает возможности трансмиссионного механизма ДКП. Это состояние можно наблюдать на основе анализа доли кредитов, предоставленных коммерческими банками по отношению к ВВП.

Отечественные финансовые институты ограничены в своей способности выдавать долгосрочные займы для стимулирования открытия новых предприятий и, в конечном итоге, образование дополнительных рабочих мест. В этой связи, влияние кредитных вливаний на рост ВВП незначителен и расчёты свидетельствуют, что корреляционная зависимость между этими двумя переменными слабая (рисунок 2.5.).

Главным образом этот разрыв стал заметным для экономики Таджикистана после возникновения банковского кризиса в стране. Анализ оказания банковских займов в регионах, и, в частности, долгосрочных кредитов, выявляет низкую тенденцию к их расширению. Более того, из-за неопределённости оснащения, недостаточности стабильных источников клиентского дохода, слабой доходности бизнеса по сравнению с процентными ставками коммерческих банков, недостаточного уровня финансовой компетенции населения, особенно в сельской местности, кредитные организации стремятся избежать опасность, и предпринимают меры для снижения рисков.

Динамический анализ рисунка 2.5. показывает, что если в 2015 году доля кредитов в объёме ВВП составила 19,31%, то в 2022 году данный показатель снизился до 11,79%. Поэтому считается необходимым, чтобы реализация денежно-кредитной политики способствовала развитию реального сектора национальной экономики. С этой целью мы предлагаем разработать механизм

денежно-кредитного регулирования, направленный на расширение возможностей получения кредитов хозяйствующими субъектами.

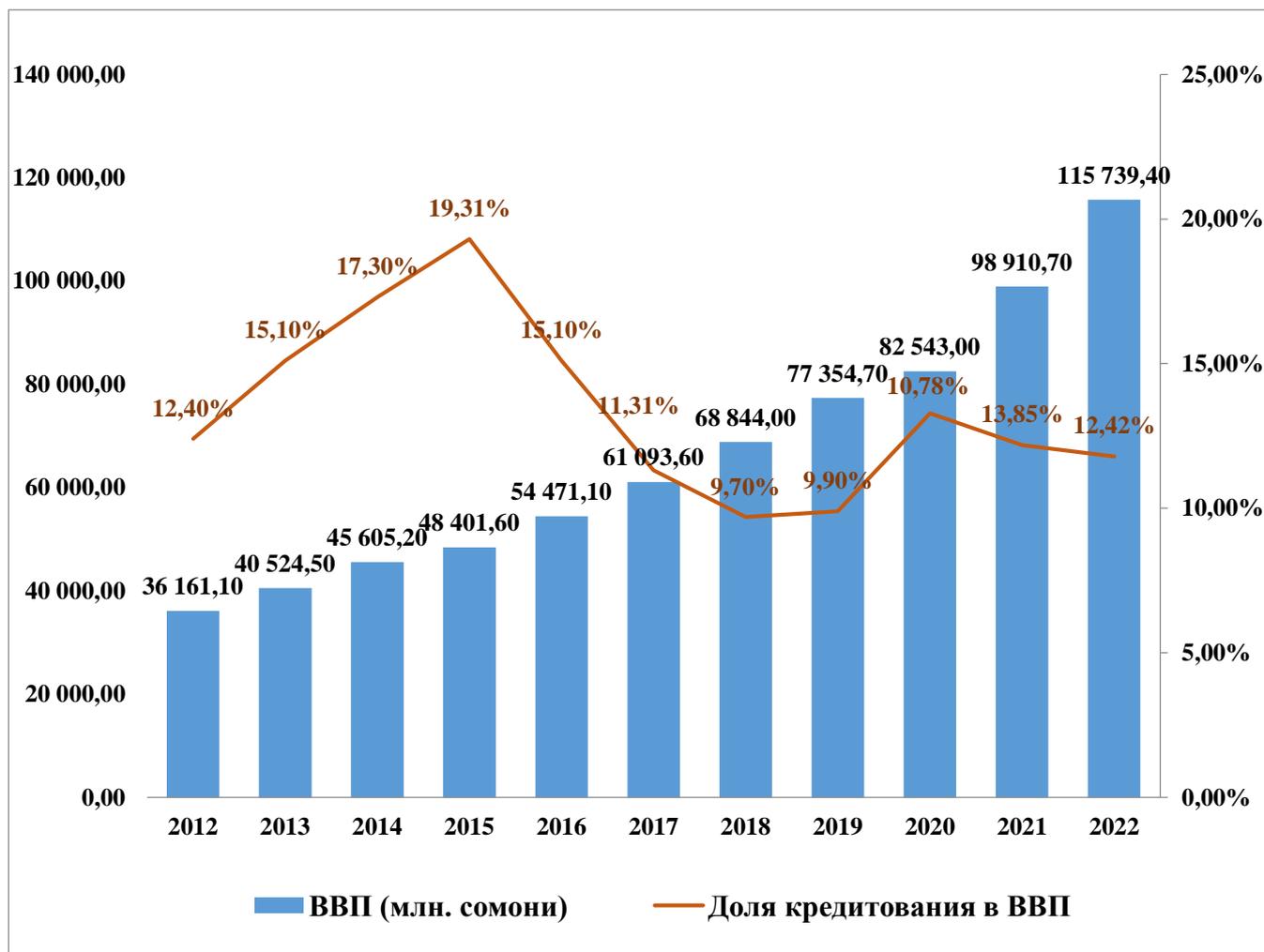


Рисунок 2.5. – Доля кредитования в ВВП в Республике Таджикистан

Источник: расчёты автора по данным: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.10,42; декабрь – 2019, 12(293) – С.10,45; декабрь – 2020, 12(305) – С.10,41; декабрь – 2021, 12(316) – С.8; декабрь – 2022, 12(329) – С.8,40.

В общей сложности за исследуемый временной период наблюдается уменьшение объёма кредитования экономики и притока сбережений от участников хозяйственной деятельности в депозиты по отношению к ВВП. Это говорит о том, что имеются значительные объёмы нереализуемых внутренних ресурсов для расширения денежного предложения в экономике. Существуют возможности для полной активации свободных средств населения и юридических лиц, используя их для роста объёма кредитования секторов национальной экономики. Это в свою очередь будет способствовать снижению неустойчивости

национальной валюты, предотвращая её резкое обесценивание. Эти меры направлены также на достижение таких целей ДКП как: стимулирование значительных темпов роста ВВП страны, создание новых рабочих мест, достижение стабильности в курсе национальной валюты и обеспечение оптимального баланса внешних платежей. Значительная часть общих кредитных инвестиций приходится на ограниченного срока вложения. Состав заёмщиков в основном ограничен, они все время поддерживают сотрудничество с кредитными формированиями: либо продлевают существующие кредиты, либо приобретают новые, оплачивая старые, либо по различным причинам не отдают взятую в кредит сумму. По этой причине НБТ рекомендуется одновременно общими усилиями с кредитными организациями выработать механизмы для улучшения экономической инициативности и финансовой грамотности населения республики. Также важно формировать и усиливать механизм страхования вкладов как для юридических, так и физических лиц.

Таким образом, регулирование процентных ставок непосредственно влияет на динамику денежного рынка и одновременно служит границами для его колебаний, ограничивая вариацию. Как результат, изменение уровней процентных ставок сильно отразится на ключевых экономических параметрах, включая объёмы производства, потребления, сбережений, инвестиций и уровни цен. Стратегия Национального банка Таджикистана в этом контексте предполагает применение этих инструментов с умением, так что в периоды спада производства можно стимулировать предпринимательскую активность.

Эта стратегия заключается в наращивании масштабов кредитования, более свободном управлении ростом денежной массы и ростом объёма денежного предложения. В рамках этого подхода, НБТ активно приобретает государственные ценные бумаги, сокращает резервные нормативы и процентные ставки. Параллельно, формируются более благоприятные условия для выдачи кредитов различным экономическим субъектам. Следовательно, управление процентной политикой, функционирование кредитной системы и регулирование уровней процентных ставок по займам имеют важное значение в становлении

инфраструктуры национальной экономики, в виду того, что кредитная система оказывает влияние на разнообразные сферы экономики, ведь большая часть первоначальных инвестиций предприятий основана на заёмных средствах и сильно зависит от уровней процентных ставок. Следует также отметить, что недоразвитость рынка государственных ценных бумаг и ограниченный объём их выпуска, а также отсутствие адекватного размещения в соответствии с рыночными ставками создают значительные преграды для эффективной и прозрачной процентной политики.

Помимо этого, следует отметить, что учётные ставки банков представляют собой значимый инструмент в экономическом управлении. Важно помнить, что развитые страны обычно имеют незначительные учётные ставки, в то время как в развивающихся странах они, как правило, более выше. Используя учётные ставки банков, можно добиться улучшения привлекательности для вложения в экономики страны инвестиций. Также стоит подчеркнуть, что учётные ставки банков имеют фискальное назначение, которое реализуется при подсчёте налоговой базы, штрафов, пеней и других аспектов.

С целью смягчения воздействия форсирующих факторов на обменные курсы, сдерживания влияния валютных рисков и не нарушения норматива разницы между официальным курсом и курсом продажи наличного доллара США (не более 2,0%), НБТ провёл однократную коррекцию официального обменного курса сомони по отношению к американскому доллару, что привело к тому, что стоимость сомони снизилась на 2,76%, и за 1 американский доллар теперь можно было приобрести по курсу 9,70 сомони⁹¹.

В 2022 г. с целью стабилизации денежной массой в обращении и удержания ликвидности кредитных организаций в эффективном режиме, призванном снизить курсовые и инфляционные напряжения было проведено 19 аукционов по ценным бумагам, организованным НБТ общей суммой 1,5 млрд. сом⁹².

⁹¹ Прогноз денежно-кредитной политика Республики Таджикистан на 2020 год и среднесрочный период. – г. Душанбе, 22 ноября 2019 г. – № 1508. – С. 11. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://nbt.tj/ru/laws>

⁹² Департамент монетарной политики, исследования и развития НБТ. Монетарный обзор на 2022 г. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://nbt.tj/ru/>

Параллельно с этим, в рамках стратегии усиления воздействия ставки рефинансирования на межбанковскую процентную ставку и расширения механизма передачи, был разработан механизм для монетарных операций, включающий постоянно действующие инструменты монетарной политики, такие как краткосрочные операции – овернайт, интрадэй, а также кредитные аукционы, связанные с уровнем ставки рефинансирования. Данная мера позволила учетной ставке стать сигналом для партнёров финансового рынка.

Таким образом, общий анализ кредитной системы страны показывает, что она является основным инструментом развития всех отраслей и национальной экономики в целом. От уровня функционирования инструментов денежно-кредитной политики зависит рост национальной экономики и эффективность деятельности экономических субъектов. Важно отметить, что несмотря на влияние внешних и внутренних факторов монетарная и финансовая система Республики Таджикистан, выполняют свои функции. Платёжная система и развитие внешнеэкономического сектора также могут оказать влияние на регулирование денежно-кредитной политики. Исследование инструментов денежно-кредитной политики показывает, что их роль в укреплении макроэкономических показателей огромно и практически все операции НБТ можно оценивать как инструменты этой политики. С точки зрения денежной политики, обеспечение устойчивости цен в Таджикистане в первую очередь достигается путём контроля за количеством денежной массы в обращении.

2.3. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и его влияние на макроэкономическую динамику

Среди ключевых условий обеспечения стабильного равновесного развития национальной экономики выступает применение рационального механизма денежно-кредитного управления, исследование и внедрение денежно-кредитной (монетарной) политики страны, ориентированной на поддержку экономического роста.

Необходимо подчеркнуть, что для анализа воздействия механизмов ДКП на макроэкономические показатели эффективным инструментом служит

трансмиссионный механизм. Этот механизм обеспечивает связь и взаимодействие между операциями ДКП и развитием реального сектора национальной экономики, как в прямом, так и в обратном направлении. Трансмиссионный механизм, как выдающаяся теоретическая структура, оказывающая воздействие на макроэкономические показатели, был представлен в XX веке Дж.М. Кейнсом. Он формируется из теоретической концепции, анализирующей влияние изменений денежного предложения на факторы реальной экономики⁹³. Хотя в 1936 году Дж.М. Кейнс опубликовал свое научное исследование об анализе экономической деятельности, его концепции не были должным образом оценены экономистами тех времен. Тем не менее, признание этой работы достигло своего пика в 1950-60 годах, когда учёные начали осознавать ценность и логику аргументов автора и стали активно исследовать их. В своей концепции денежно-кредитной трансмиссии Дж.М. Кейнс представил усовершенствованную модель, которая подразумевала наличие слаженной системы индикаторов, способных тщательно отслеживать изменения в денежном предложении и их влияние на экономическую активность. Эти индикаторы включали в себя такие аспекты, как уровень процентных ставок, инвестиционную активность, уровень безработицы и потребительские траты. Суть данной концепции заключалась в том, что изменения в денежном предложении могли иметь различные эффекты на экономику в зависимости от контекста и текущей ситуации. Например, снижение процентных ставок могло стимулировать инвестиции и потребление, тем самым способствуя росту экономики, но в определенных условиях это также могло привести к инфляции. Дж.М. Кейнс предостерегал от применения универсальных подходов к ДКП и подчёркивал важность анализа контекста и множества факторов. Эта концепция вступала в оппозицию с классической теорией ДКП, которая, наоборот, уделяла приоритетное внимание анализу влияния денежно-кредитных мер на валовой выпуск, основываясь на теории количества денег и изменениях в денежной массе как главных драйверах экономической активности.

⁹³ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег [Текст] / Дж. М. Кейнс. – М.: Гелиос АРВ, 1999. – С. 211.

Визуально механизм денежно-кредитной трансмиссии Кейнса можно представить схематически (см. рис. 2.6.)



Рисунок 2.6. – Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики по Кейнсу

Источник: составлено автором на основе: Кузьмина В.С., Кузьмина О.Ю. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики: институты и каналы воздействия на экономику // Материалы международной научно-практической конференции «Перспективы развития экономики и менеджмента». - 2016. - С. 7-15.

Таким образом, Дж.М. Кейнс внёс важный вклад в развитие теории денежной-кредитной политики, учитывая более широкий спектр факторов, воздействующих на экономическую динамику.

В нынешней обстановке, для полного понимания механизма трансмиссии ДКП, необходимо учесть интеграцию каналов, по которым мероприятия данной политики, разрабатываемые национальными (центральными) банками, воздействуют на ключевые макроэкономические показатели, характеризующие результат достижения основной цели экономической стратегии страны. Влияние механизма реализации ДКП тесно взаимосвязано с финансовой политикой и зависит от уровня регулирования финансовой системы, проводимого государством. По данному вопросу Алиджанова С.А. отмечает, что «.....в соответствии с существующими теориями, механизм реализации денежно-

кредитной политики воздействует на показатели реального сектора экономики разнообразными способами»⁹⁴.

Денежно-кредитную политику как механизм, влияющий на экономический рост профессор Усманова Т.Дж. отмечает таким образом: «Проводимая денежно-кредитная политика может либо стимулировать рост экономики, т.е. дать толчок ее развитию, либо сдерживать этот рост. Поэтому денежно-кредитная политика сегодня рассматривается как наиболее приемлемый способ государственного регулирования для любой цивилизованной и демократической страны»⁹⁵.

Таким образом, эффекты денежной-кредитной политики проявляются через различные механизмы и каналы. Она может воздействовать на экономический рост через:

Процентные ставки и инвестиции: Уровень процентных ставок, определенных центральным банком, играет важную роль в стимулировании или замедлении инвестиций. Низкие процентные ставки могут сделать кредиты доступнее и дешевле для предприятий, что способствует инвестициям в новые проекты, технологии и расширение бизнеса. Это в свою очередь способствует росту экономики.

Денежное предложение и ликвидность: Центральный банк через управление денежным предложением может влиять на ликвидность в экономике. Увеличение денежного предложения может способствовать более лёгкому доступу к средствам и, следовательно, стимулировать потребление и инвестиции.

Инфляция и стабильность: Эффективное регулирование инфляции является ключевым аспектом денежно-кредитной политики. Высокая инфляция может разрушать ценности денег и снижать покупательную способность, что негативно влияет на экономический рост. Стабильность цен, обеспечиваемая центральным банком, создаёт условия для долгосрочного планирования и инвестирования.

⁹⁴ Алиджанова С.А. Механизмы реализации денежно-кредитной политики в обеспечении макроэкономической стабилизации (на примере переходной экономики Таджикистана) / С.А. Алиджанова // дис. на соис. уч. степени кан. экон. наук. – Худжанд 2014 г., С. 72

⁹⁵ Усманова Т.Дж. Денежно-кредитная политика государство и ее воздействия на стабильность экономики / Т.Дж. Усманова // Материалы II-ой международной научной конференции (13-14 марта 2015 г.) на тему «Перспективы и факторы обеспечения устойчивого развития экономики». Худжанд, 2015. – С. 415.

Финансовая стабильность: Денежно-кредитная политика также может воздействовать на финансовую стабильность. Поддержание здоровой и стабильной финансовой системы важно для предотвращения финансовых кризисов, которые могут негативно сказаться на экономическом росте.

Курс национальной валюты: Если центральный банк участвует в валютных операциях, это может повлиять на курс национальной валюты. Это, в свою очередь, влияет на конкурентоспособность экспорта и импорта, что может оказать влияние на экономический рост.

Занятость: Эффективная денежно-кредитная политика, способствующая росту экономики, может создавать новые рабочие места и снижать уровень безработицы.

Долгосрочное финансирование: Денежно-кредитная политика может способствовать доступу к долгосрочному финансированию, что важно для финансирования крупных инфраструктурных проектов и инноваций, способствующих экономическому росту.

Доверие и ожидания: Денежно-кредитная политика также влияет на экономическое доверие и ожидания. Если инвесторы и потребители ожидают стабильности и роста, они склонны активнее инвестировать и потреблять, что способствует экономическому росту.

Важно отметить, что эффекты денежно-кредитной политики могут проявляться с определенной задержкой и могут варьироваться в зависимости от конкретных условий в экономике. Поэтому центральные банки и другие регуляторы внимательно мониторят экономические показатели и адаптируют свою политику, чтобы поддерживать устойчивый и сбалансированный экономический рост.

Механизм трансмиссии ДКП – это сложный процесс, с помощью которого денежные и кредитные меры, принимаемые центральным банком или другими

финансовыми регуляторами, передают своё воздействие на различные аспекты экономики⁹⁶. Этот механизм состоит из нескольких ключевых этапов и каналов.

Центральный банк устанавливает ключевую процентную ставку, которая служит отправной точкой для трансмиссии денежно-кредитной политики. Если центральный банк повышает процентные ставки, это делает кредиты более дорогими, что может замедлить инвестиции и потребительское кредитование. Если процентные ставки снижаются, это может стимулировать заёмщиков брать кредиты, инвестировать и потреблять больше.

Канал банковской системы - это один из важнейших механизмов трансмиссии. Когда центральный банк меняет ключевую процентную ставку, коммерческие банки обычно корректируют свои ставки по кредитам и депозитам соответственно. Это влияет на решения предприятий и домохозяйств о займах и депозитах. Если процентные ставки повышаются, банки могут увеличить доходы от депозитов и стать более осторожными в выдаче кредитов, что может оказать давление на экономический рост. Наоборот, снижение процентных ставок может стимулировать кредитование и активность в экономике.

Изменения в ДКП также влияют на финансовые рынки. Например, повышение процентных ставок может сделать облигации и другие финансовые активы более привлекательными для инвесторов по сравнению с акциями. Это может влиять на цены акций и общую инвестиционную активность.

Изменения в ДКП могут воздействовать на валютные курсы. Например, повышение процентных ставок может сделать национальную валюту более привлекательной для инвесторов, что может укрепить курс национальной валюты. Это влияет на экспорт и импорт, а также на конкурентоспособность местных компаний на мировых рынках.

Психологический фактор также важен. Решения и ожидания бизнеса и потребителей могут изменяться в ответ на изменения в ДКП. Если центральный

⁹⁶ Эюбов З.В. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки национальной экономики: (на примере Азербайджана): автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.10 / З.В. Эюбов – Москва – 2015 г. – С. 12

банк выполняет свои обязательства и поддерживает стабильность, это может создавать уверенность и способствовать экономическому росту.

В конечном итоге изменения в ДКП влияют на решения предприятий о инвестициях и потребителей о потреблении. Например, более низкие процентные ставки могут стимулировать кредитование и инвестиции, что способствует росту экономики.

В то время как модификация денежного предложения воздействует на колебания процентных ставок, наблюдается реформирование количества инвестиций, уровня потребления, состояния внешней торговли и, в конечном итоге, объёма выпуска ВВП. Корищенко К.Н. отмечает, что «...взаимодействия с разнообразными инструментами, позволяет банку начать своё воздействие на денежный рынок, далее передавая импульс в сферу финансов, что в конечном итоге влияет на изменения в реальной экономической сфере»⁹⁷. Упрощённая схема трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, предложенная Корищениковой схематично показана на рисунке 2.7.

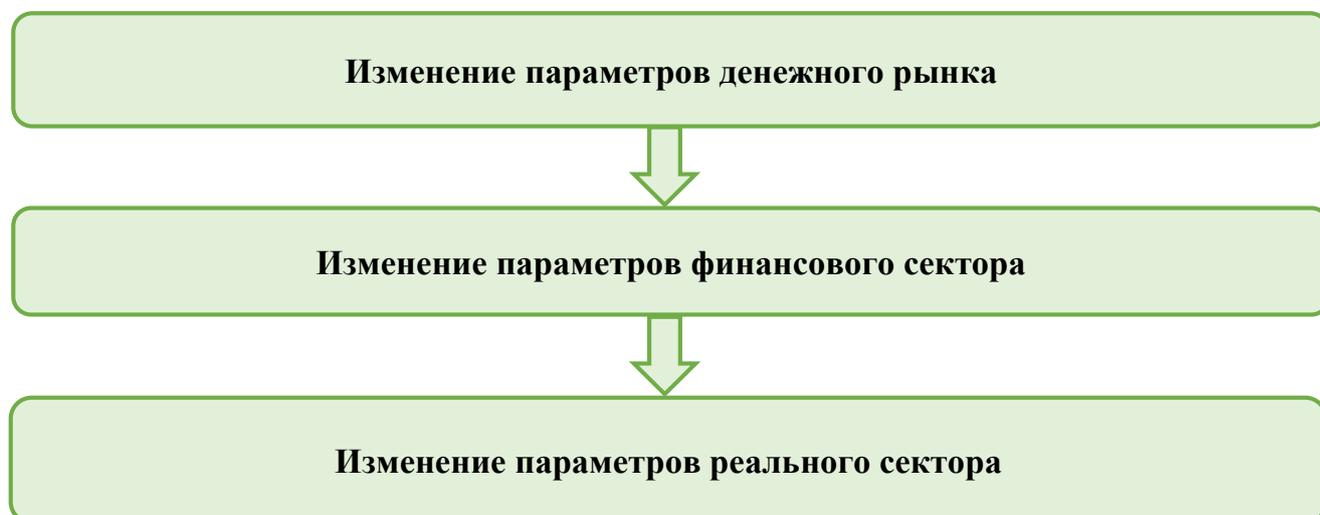


Рисунок 2.7. – Упрощённая схема трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

Источник: составлено автором на основе: Корищенко К.Н., Структура и основные виды механизма кредитно-денежной трансмиссии // Финансы и бизнес, № 5, 2005, [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://finbiz.spb.ru/download/3_2005_korisch.pdf (дата обращения 01.05.2017).

⁹⁷ Корищенко К.Н., Структура и основные виды механизма кредитно-денежной трансмиссии // Финансы и бизнес, № 5, 2005, [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://finbiz.spb.ru/download/3_2005_korisch.pdf (дата обращения 01.05.2017).

В 1978 г. Дж. Тобин предложил наиболее утончённую группировку каналов механизма денежной трансмиссии, в которой было обращено внимание на 3 ключевых направления, по которым монетарные импульсы просачиваются в реальную экономику: через процентные ставки, кредитное обеспечение и изменения в ценах. Механизм через процентные ставки функционирует, индуцируя монетарные потрясения, которые оказывают влияние на доступность средств и реальная ставка процента.

Состояние ликвидности и реальные процентные ставки оказывают существенное влияние на составляющие совокупного спроса в экономике через различные каналы. В частности, реальные процентные ставки имеют непосредственное воздействие на решения домохозяйств относительно потребления. Когда реальные процентные ставки высоки, стоимость кредитования для покупки товаров и услуг становится выше. В результате домохозяйства могут быть менее склонными к займам и потреблению, что может снизить часть совокупного спроса, связанную с личными расходами.

Реальные процентные ставки также оказывают влияние на инвестиции. Предприятия, которые нуждаются в финансировании для расширения или запуска новых проектов, оценивают стоимость кредитования. Если реальные процентные ставки высоки, заёмные средства могут быть дорогими, и предприятия могут быть менее мотивированными к инвестициям. Наоборот, более низкие реальные процентные ставки могут стимулировать инвестиционную активность.

Состояние ликвидности и реальные процентные ставки также влияют на валютные курсы, что в свою очередь влияет на чистый экспорт. Высокие реальные процентные ставки могут привести к укреплению национальной валюты, что делает продукцию страны менее конкурентоспособной на мировых рынках. Низкие процентные ставки, напротив, могут стимулировать экспорт.

Уровень ликвидности может также влиять на государственные расходы. Если государство сталкивается с нехваткой ликвидности и ограниченным доступом к займам, оно может снизить государственные расходы, что сокращает

часть совокупного спроса, связанную с государственными закупками и инфраструктурными проектами.

Важно подчеркнуть, что воздействие состояния ликвидности и реальных процентных ставок на совокупный спрос может меняться в зависимости от множества факторов, включая текущую экономическую ситуацию, уровень долга, инфляцию и внешнюю конъюнктуру. Поэтому центральные банки и финансовые регуляторы тщательно мониторят и анализируют эти факторы, чтобы поддерживать стабильность и устойчивый рост экономики.

О.В. Коваленко утверждает, что «успешность инструментов ДКП при применении инфляционного таргетирования в значительной степени зависит от эффективности механизма управления процентными ставками, который регулирует воздействие национального банка на денежную массу и динамику рыночных процентных ставок»⁹⁸. Если в результате монетарного давления происходит увеличение реальных процентных ставок, это может повлечь за собой увеличение расходов на привлечение финансовых ресурсов, что, в свою очередь, может снизить интерес к потребительским и инвестиционным запросам (см. рисунок 2.8.). В отличие от этого, понижение реальных процентных ставок в конечном итоге способствует увеличению потребительского и инвестиционного спроса.



Рисунок 2.8. – Упрощённая схема функционирования процентного канала

Источник: составлено автором

«Узкий кредитный канал» или «классический канал банковского кредитования» подразумевает традиционный механизм передачи ДКП от центрального банка к реальной экономике через банковскую систему. В этом

⁹⁸ Коваленко О.В. Российский рынок межбанковского кредитования как элемент трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики / О.В. Коваленко // Сборник докладов участников Первого Российского экономического конгресса. - М.: ИЭ РАН. - 2009. - С. 1-6.

механизме центральный банк регулирует денежное предложение и процентные ставки, а банки в свою очередь выдают кредиты предприятиям и домохозяйствам. Важные характеристики «узкого кредитного канала» включают:

Прямое воздействие на банковские процентные ставки: Центральный банк регулирует ключевую процентную ставку (обычно называемую базовой процентной ставкой), которая оказывает непосредственное воздействие на процентные ставки, предлагаемые коммерческими банками. Если базовая процентная ставка повышается, банки, в свою очередь, увеличивают процентные ставки по кредитам и депозитам для своих клиентов.

Воздействие на объем и доступность кредитов: Изменения в банковских процентных ставках влияют на объем и доступность кредитов для предприятий и домохозяйств. Высокие процентные ставки могут делать кредиты дорогими и менее доступными, что может снизить потребительские и инвестиционные расходы.

Зависимость от финансовых посредников: В «узком кредитном канале» банки играют роль финансовых посредников между центральным банком и реальной экономикой. Это означает, что денежно-кредитная политика центрального банка оказывает влияние на экономику через действия банков, которые решают, кому предоставлять кредиты и под какими условиями.

Эффективность механизма: Эффективность «узкого кредитного канала» зависит от того, насколько банки эффективно передают изменения в процентных ставках и доступности кредитов в реальную экономику. Факторы, такие как банковская конкуренция, уровень доверия и риск, могут влиять на эффективность этого механизма.

Важно отметить, что помимо «узкого кредитного канала», существуют и другие каналы трансмиссии денежно-кредитной политики, такие как каналы финансовых рынков и каналы через валютные курсы, которые могут дополнять или изменять воздействие денежно-кредитной политики в экономике. Схема функционирования данного канала изображена на рисунке 2.9.



Рисунок 2.9. – Схема функционирования кредитного канала

Источник: составлено автором

Обширное кредитование охватывает также «балансовый» канал, в котором финансовое положение заёмщиков характеризуется возможностью поддерживать фактические изменения в экономике страны. Балансовый канал (или балансовый механизм) — это один из эффективных механизмов трансмиссии ДКП, который описывает, как изменения процентных ставок и денежного предложения влияют на решения фирм и домохозяйств относительно своего финансового баланса и имущества (активы и ресурсы, которыми располагает компания, организация, индивид или государство). Процедура функционирования балансового канала начинается с изменения ключевой процентной ставки центральным банком, направленной на сдерживание инфляции или стимулирования экономической активности. Изменение процентных ставок оказывает влияние на рынок облигаций. Если центральный банк повышает процентные ставки, облигации с фиксированным доходом становятся более привлекательными для инвесторов, так как они предлагают более высокий доход. Это приводит к росту спроса на облигации и увеличению их цен.

Увеличение цен на облигации влечёт за собой рост цен на другие финансовые активы, такие как акции и недвижимость, так как инвесторы могут искать более высокий доход в этих активах при снижении доходности облигаций. Рост цен на финансовые активы и изменение структуры доходности оказывают воздействие на балансы фирм и домохозяйств. Фирмы могут видеть увеличение стоимости своих активов, а домохозяйства – изменение стоимости их портфелей. Повышение стоимости доступных активов способствует увеличению капитализации компаний, так как увеличивается стоимость залога⁹⁹.

⁹⁹ Леонтьева Е. Механизм денежно-кредитной трансмиссии в России: [Электронный ресурс]. Режим доступа: URL: www.cefir.ru/download.php?id=3403 (дата обращения: 13.04.2017).

Решения фирм и домохозяйств о займах и инвестициях зависят от их балансового состояния. Если их балансовые показатели улучшаются благодаря росту цен на активы, они могут быть более склонными брать займы и инвестировать в новые проекты и расширение бизнеса. В конечном итоге, решения фирм и домохозяйств о займах и инвестициях оказывают влияние на совокупный спрос в экономике. Улучшение балансовых показателей и более активные инвестиции могут способствовать экономическому росту.

В результате, расширяется объем предоставляемых кредитов, что, в свою очередь, будет наблюдаться активность в сфере инвестиций, что способствует росту производства (рисунок 2.10.).



Рисунок 2.10. – Схема функционирования канала баланса активов и пассивов

Источник: составлено автором

Концепция цен на финансовые активы, основанная на теории Джеймса Тобина, представляет собой экономическую теорию, которая исследует взаимосвязь между процентными ставками и ценами на финансовые активы, такие как акции и облигации. Теория Дж.Тобина была разработана в середине 20 века и считается важным вкладом в экономическую науку. Основные положения концепции цен на финансовые активы, предложенной Джеймсом Тобином, включают следующее:

Оптимальное распределение активов: Тобин предположил, что инвесторы стремятся к достижению оптимального распределения своих финансовых активов между различными классами активов, такими как наличные средства, акции и облигации. Они делают это, учитывая свои ожидания относительно будущих доходов и рисков.

Портфельное уравнение Дж.Тобина: Он разработал математическое уравнение, которое отражает оптимальное распределение активов инвестора

между активами с разными доходами и рисками. Это уравнение учитывает процентные ставки, ожидаемые доходы, степень риска и корреляцию между активами.

Воздействие процентных ставок: Теория Дж.Тобина показывает, что изменения процентных ставок оказывают воздействие на спрос инвесторов на различные активы. Например, при повышении процентных ставок активы, приносящие фиксированный доход, становятся более привлекательными, что может привести к снижению спроса на акции.

Монетарная политика: Дж.Тобин также рассматривал вопросы монетарной политики и влияния денежных масс на цены на активы. Он предполагал, что центральные банки могут регулировать денежное предложение и процентные ставки, чтобы воздействовать на инвестиционные решения инвесторов и, таким образом, на финансовые рынки и экономику в целом.

Концепция Тобина является значимой для пояснения работы финансовых рынков и влияния монетарной политики на экономику. Эта теория помогает объяснить, как изменения в процентных ставках и денежном предложении могут влиять на цены на активы и инвестиционное поведение инвесторов¹⁰⁰.

Увеличение объёма инвестиций в свою очередь способствует повышению объёма производства (рис. 2.11.).



Рисунок – 2.11. Схема функционирования канала цен финансовых активов

Источник: составлено автором

Один из основных механизмов трансмиссии монетарной политики заключается в курсе обмена, который корректирует монетарную политику и, следовательно, оказывает воздействие на производство и спрос. Продуктивность этого канала тесно связана с порядком, в котором находится обменный курс. В

¹⁰⁰ Brinkmeyer H. Transmission channels of monetary policy // Drivers of Bank Lending. - Springer Fachmedien Wiesbaden, 2015. - С. 7-17

малой открытой экономике с подвижным режимом обменного курса, канал обменного курса обычно имеет важное значение в контексте воздействия ДКП, в виду того, что его действие направлено на торговый баланс, что является важной частью общего дохода открытой экономики. В случае, когда обменный курс является зафиксированным, внутренние процентные ставки становятся эндогенными, и, следовательно, этот канал оказывает ограниченное или нулевое воздействие (см. рисунок 2.12.).



Рисунок 2.12. – Схема функционирования валютного канала

Источник: составлено автором

Помимо упомянутых выше методов кредитно-денежного управления, можно отметить канал благосостояния и ожидания, предложенный экономистом Франко Модильяни, лауреатом Нобелевской премии по экономике¹⁰¹. Его концепция представляет собой модель, объясняющую, как изменения в доходах и ожиданиях потребителей влияют на их потребительские решения и, следовательно, на спрос на товары и услуги. Модильяни утверждал, что потребители принимают решения о своих расходах на основе своего текущего благосостояния, а не только текущего дохода. Это означает, что они учитывают своё накопленное состояние (например, накопления активы) при определении того, сколько они готовы потратить.

Канал благосостояния и ожиданий может оказать влияние на инвестиции и совокупный спрос в экономике. Если потребители чувствуют себя более богатыми благодаря росту их активов или ожидают увеличения доходов в будущем, они могут быть более склонными к потреблению и инвестированию. Эта концепция о благосостоянии и ожиданиях Франко Модильяни играет важную роль в макроэкономическом анализе и помогает понять, как изменения в

¹⁰¹ Рыжкова М.В. Эволюция взглядов на гипотезу жизненного цикла // Известия Томского политехнического университета. 2013. Т. 322. № 6-С.61-64. // [Электронный ресурс] <https://core.ac.uk/download/pdf/53068958.pdf>

экономическом состоянии и ожиданиях потребителей могут влиять на поведение потребления и инвестиций в экономике¹⁰².

Механизм трансмиссии денежно-кредитной политики может быть сложным и зависит от множества факторов, включая текущую экономическую ситуацию, институциональные особенности и реакцию участников рынка. Центральные банки тщательно анализируют эти факторы, чтобы принимать эффективные решения и поддерживать стабильный и устойчивый экономический рост.

Необходимо отметить, что один из ключевых способов, которыми Национальный банк Таджикистана оказывает воздействие на экономические реформы в стране, это использование монетарного канала, воздействие на который достигается через регулирование монетарной базы, что даёт возможность для наращивания ресурсов в финансовый и реальный сектор, способствуя изменению экономического роста.

В результате исследования и изучения теории и различные концепции о трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики и ее основных каналах, влияющих на развитие банковской системы и национальной экономики, логически сформулирована теоретическая позиция автора по механизму трансмиссии ДКП представленной на рисунке 2.13.

Таким образом, трансмиссионный механизм ДКП вступает в действие путём внесения преобразований в систему этой политики. В силу того, что денежно-кредитная стратегия действует как опосредованная возможность воздействия со стороны государства на экономику, центральный банк страны манипулируя приведёнными выше инструментами оказывает воздействие на экономический рост и объемы выпуска.

Представленная модель показывает механизм трансмиссии в субординированной форме, в которой все элементы тесно связаны друг с другом. Основа разработанного механизма обусловлена воздействием первичных

¹⁰² Моисеев С.Р. Валютные интервенции. Международная практика и эффективность интервенций1 // Economics. – 2006. – №.11. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/moiseev_04_16.pdf (дата обращения: 15.04.2017).

импульсов через основные каналы денежного механизма, включая процентные, валютные, денежные и кредитные каналы, в конечном итоге влияя на уровень занятости и безработицы, объем ВВП и на экономический рост.

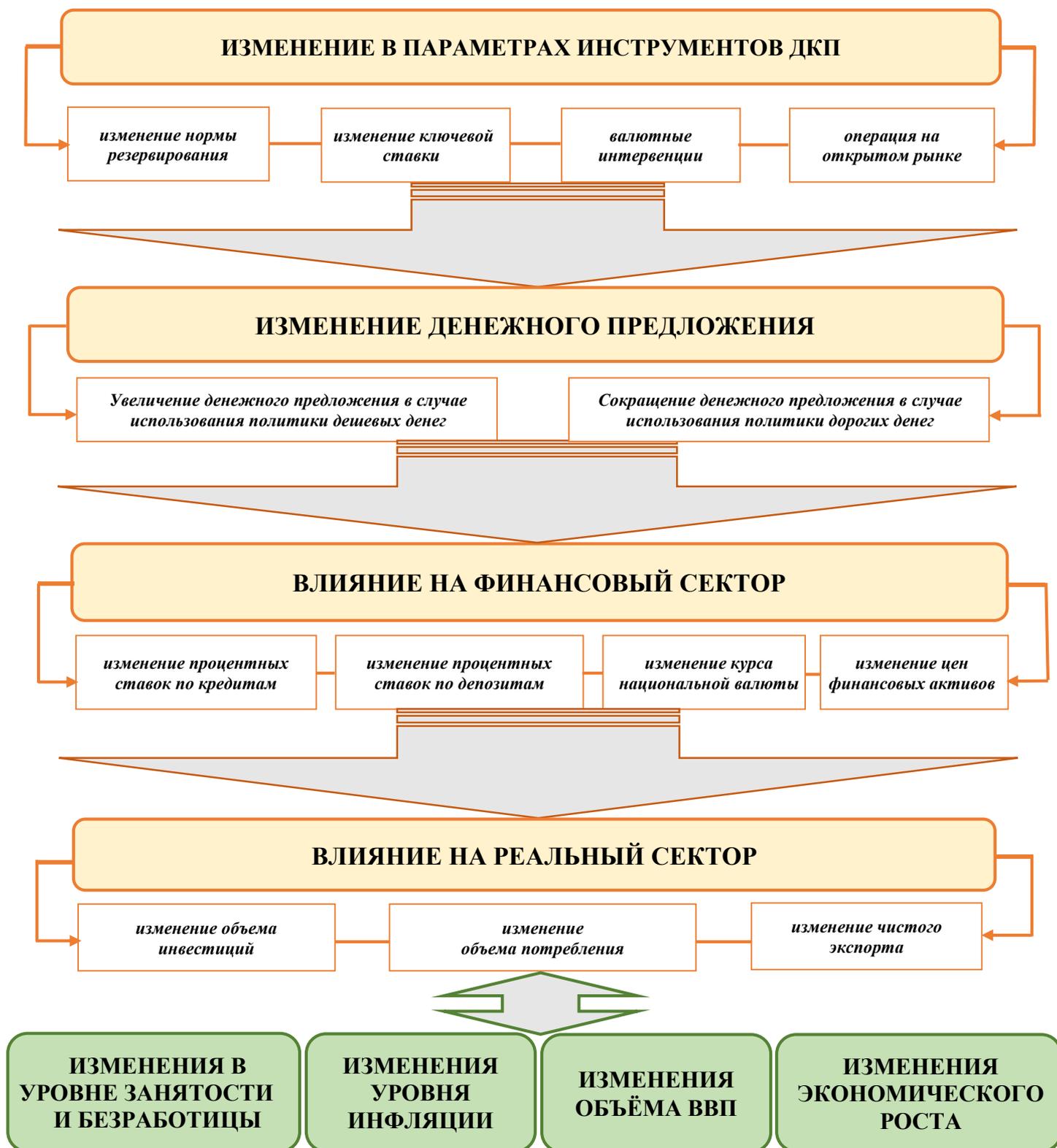


Рисунок 2.13. – Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и ее влияние на основные макроэкономические параметры

Источник: составлено автором

Анализ показал, что трансмиссионный механизм ДКП как особенный механизм существенным образом влияет на общую экономическую политику страны. С учётом сложившейся ситуации на мировом финансовом рынке НБТ необходимо принять эффективные решения при реализации ДКП, чтобы достичь поставленные в НСР и стратегиях приоритетных задач.

В рамках «Стратегии денежно-кредитной политики Республики Таджикистан на 2021-2025 годы» для улучшения и укрепления механизма передачи и использования инструментов ДКП предусматриваются следующие действия со стороны НБТ:

- совершенствование процесса разработки, оценки, принятия решений и их последующего выполнения в области денежно-кредитной политики;
- внедрение четкого и современного механизма работы, направленного на повышение доверия населения и других участников финансового рынка;
- повышение активности на межбанковском денежном рынке через установление специальной операционной платформы, стимулирование операций кредитных организаций и обеспечение прозрачности этой сферы рынка.
- анализ опыта исламского банковского сектора с целью внедрения новых инструментов в области ДКП для регулирования ликвидности исламских кредитных организаций;
- внедрение механизма усреднения обязательных резервов и ежедневного мониторинга их состояния для каждой кредитной организации отдельно;
- использование норматива обязательных резервов на основе анализа ликвидности банковской системы;
- повышение финансовой грамотности руководителей кредитных организаций относительно целей и задач Национального банка в сфере денежно-кредитной политики, включая монетарные инструменты, операции, работу Комитета по денежно-кредитной политике и процесс принятия решений;
- внедрение операций РЕПО;
- создание кривой доходности ценных бумаг Национального банка;

➤ повышение эффективности и укрепление процедур предоставления срочных кредитов финансовым учреждениям в случае чрезвычайных обстоятельств со стороны кредитора последней инстанции, с учетом обеспечения краткосрочной ликвидности и достижения других целей.

Выводы по главе:

1. В ходе анализа процесса определения целевых ориентиров денежно-кредитной политики в РТ выяснилось, что главной целью Национального банка является стабильность цен в среднесрочной перспективе. Было установлено, что в рамках реализуемой денежно-кредитной политики в последние годы среднесрочная целевая ставка является поддержание уровня инфляции в целевом диапазоне 6% (+/-2 п.п.). Установленный диапазон за счет этой цели создает основу для перехода к устойчивому развитию национальной экономики в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

В общем, инфляция представляет собой такое явление, которое оказывает влияние на трансформацию макроэкономических показателей, охватывая ситуацию с платежным и торговым балансом, что находит отражение на изменениях в денежных потоках и валютных курсах. Инфляция выступает важным показателем уровня социально-экономического развития страны, и в зависимости от уровня процентной ставки, оказывает воздействие на стоимость денег и активов.

2. Доказано, что макроэкономические показатели, в том числе ВВП, тесно взаимосвязаны с денежно-кредитной политикой. Анализ важных макроэкономических и денежных показателей, включая ВВП, денежные переводы, изменения внешнего долга и обменного курса, отрицательный торговый баланс и другие показатели, свидетельствует о негативном влиянии ухудшения глобальной и региональной ситуации в сырьевых, трудовых и капитальных отраслях на экономику Таджикистана с помощью различных механизмов.

3. Основным каналом монетарного воздействия НБТ на развитие экономических процессов в стране является денежный канал, посредством

регулирования денежной базы. Национальный банк создаёт условия для накопления ресурсов в банковском секторе, способствуя кредитованию экономики. Таким средством денежно-кредитного регулирования является норма резервирования, установленная Национальным банком, который обязывает коммерческих банков хранить часть срочных и до востребовавшихся депозитных средств на специальном счете.

4. Динамика изменения монетарного соотношения в экономике показывает неравное состояние денежного рынка и низкую степень обеспеченности экономики деньгами в Таджикистане. Особое значение уровня монетизации – ее пороговое значение, которое устанавливается денежно-кредитным органом. Низкий уровень монетизации указывает на более высокую процентную ставку, снижение покупательной способности денег, рост инфляции, а также дисбаланс на денежном рынке.

5. В научных исследованиях слабая степень денежной оборачиваемости в национальной экономике интерпретируется как дефицит наличности, и одной из важных причин этого считается, что Национальный банк Таджикистана ограничивает возможность проведения денежной экспансии для управления уровнем инфляции.

6. Национальный банк Таджикистана постепенно переходит к использованию процентного показателя с целью развития межбанковского денежного рынка. Таким образом, с целью превращения ставки рефинансирования в ключевой процентный показатель, отражающий позицию монетарной политики на денежном рынке, процентные ставки были привязаны к ставке рефинансирования. Такой подход благоприятствует созданию и укреплению трансмиссионного механизма, связывающего ставку рефинансирования с конечными процентными ставками.

7. Исследование показало, что денежно-кредитная политика имеет существенное влияние на экономический рост, и её эффекты проявляются через различные механизмы и каналы. Такой механизм воздействия происходит по различным каналам, таким как: процентный, денежный, финансовый, валютный и

другие, который выражается в виде трансмиссионного механизма. Поскольку в государственном экономическом регулировании ДКП действует как косвенный механизм, Центральный банк оказывает влияние на макроэкономическую ситуацию посредством изменения монетарных инструментов.

ГЛАВА III. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ТАДЖИКИСТАНА В УСЛОВИЯХ УСИЛЕНИЯ ВЛИЯНИЯ ВНЕШНИХ ШОКОВ

3.1. Развитие инструментальной базы режима инфляционного таргетирования Таджикистана в условиях усиления внешних шоков

В сложившейся нынешней ситуации экономической нестабильности и уязвимости национальной экономики, важно изучить и проанализировать возможность укрепления механизма реализации ДКП с целью поддержания стабильного уровня инфляции и защиты национальных интересов под влиянием внешних шоков.

Следуя примеру развитых стран, многие страны, находящиеся в процессе развития, активно работают над повышением эффективности существующих механизмов ДКП. Это важно для преодоления экономической неустойчивости и понижения уровня уязвимости национальной экономики. К числу современных подходов, связанных с управлением инфляцией, относится, как мы упоминали ранее, внедрение системы инфляционного таргетирования. Это позволяет более точно управлять инфляцией, устанавливая целевые показатели для ее уровня. Эффективное внедрение такой системы может способствовать сохранению стабильности цен и обеспечению защиты национальной экономики от экономических шоков.

Глобальные макроэкономические трансформации, происходящие в современном неустойчивом этапе развития мировой экономики, привели к тому, что регуляторные органы начали применять стратегию перехода от одного режима к другому с учётом установленных целей (см. таблицу 3.1.).

Как видно из данных таблицы 3.1. режим таргетирования инфляции приходится на развивающиеся страны. Во многих развивающихся странах инфляционное таргетирование выделяется своей эффективностью в сопоставлении с альтернативными режимами монетарной политики¹⁰³.

¹⁰³ История экономических учений предполагает, что основоположником теории инфляционного таргетирования был шведский ученый Кнут Викаксель, предложивший, что политика поддержания уровня цен должна стать

**Таблица 3.1. – Действующие режимы ДКП в отдельных странах мира
и ее целевые ориентиры**

Целевые ориентиры	Режим монетарной политики	Группа стран	Наименование стран
<i>Режим зоны евро</i>	<i>Денежное таргетирование</i>	Развитые страны	Австрия, Германия, Италия, Франция
<i>Независимо плавающий валютный курс</i>		Развитые страны	Сингапур, Япония
<i>Независимо плавающий валютный курс</i>		Развивающиеся страны	Индия, Турция, Демократическая Республика Конго, Новая Гвинея, Армения, Грузия, Сомали, Судан, Танзания, Уганда, Монголия, Афганистан, Албания
<i>Управление плавающего валютного курса</i>		Развивающиеся страны	Алжир, Азербайджан, Камбоджа, Хорватия, Гватемала
<i>Режим зоны евро</i>	<i>Валютное таргетирование</i>	Развитые страны	Прямые члены Евросоюза: Дания, Португалия, Нидерланды, Бельгия, Греция, Ирландия. Косвенные члены Евросоюза: Люксембург, Монако, Ватикан, Андорра
<i>Управление плавающего валютного курса</i>		Развивающиеся страны	Болгария, Литва, Гонконг, Эстония, Бруней, Бермудские острова, Фарерские острова, Каймановы острова
<i>Официальная долларизация</i>		Развивающиеся страны	Тувалу, Панама, Науру, Тимор, Эквадор, Сальвадор, Лихтенштейн
<i>Режим зоны евро</i>	<i>Инфляционное таргетирование</i>	Развитые страны	Финляндия, Швеция, Испания
<i>Независимо плавающий валютный курс</i>		Развитые страны	Новая Зеландия, Канада, Великобритания, Швейцария, Австралия, Норвегия, Исландия
<i>Управление плавающего валютного курса</i>		Развитые страны	Тайвань, Израиль
<i>Независимо плавающий валютный курс</i>		Развивающиеся страны	Перу, Чехия, Южная Корея, Польша, ЮАР, Таиланд, Румыния, Словения
<i>Управление плавающего валютного курса</i>		Развивающиеся страны	Таджикистан, Украина, Лаос, Мавритания, Нигерия, Суринам, Словакия
<i>Плавающий валютный курс</i>		Развивающиеся страны	Россия, Турция, Казахстан, Киргизия, Узбекистан

Источник: составлено автором по данным: [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.nbrb.by/bv/articles/10071.pdf>

главным ориентиром центральных банков – ключевого регулятора денежной политики (1896г). При тогдашнем золотовалютном режиме, никто и не мог догадываться, что можно применить на практике процесс стабилизации валютного курса по отношению к уровню цен. Начиная с 1914г. идеи Викселя начали применяться на практике.

Некоторые стран мира, такие как ЮАР, Таиланд, Мексика, Южная Корея, Перу и ряд других, решили изменить свои подходы к монетарной политике, перейдя к системе инфляционного таргетирования, не забыв при этом о важности независимости валютного курса в этих контекстах.

Смена режима к стратегии инфляционного таргетирования выступила многообещающим выбором для финансовых институтов власти. Основным доводом в пользу этого решения стало уделяемое приоритетное внимание контролю за инфляционными ожиданиями. В рамках этой стратегии главной целью является обеспечение устойчивости цен, что обеспечивается путём управления процентными ставками и прогнозированием динамики их изменения в зависимости от экономической ситуации. Согласно классификации режимов ДКП МВФ, страны группируются исходя из используемого режима (см. рисунок 3.1.). Как видно из рисунка 3.1. значительная часть стран мира выбирает режим валютного таргетирования. 30% - в своей ДКП придерживаются денежного таргетирования, в то время как около 13% опираются на инфляционное таргетирование.

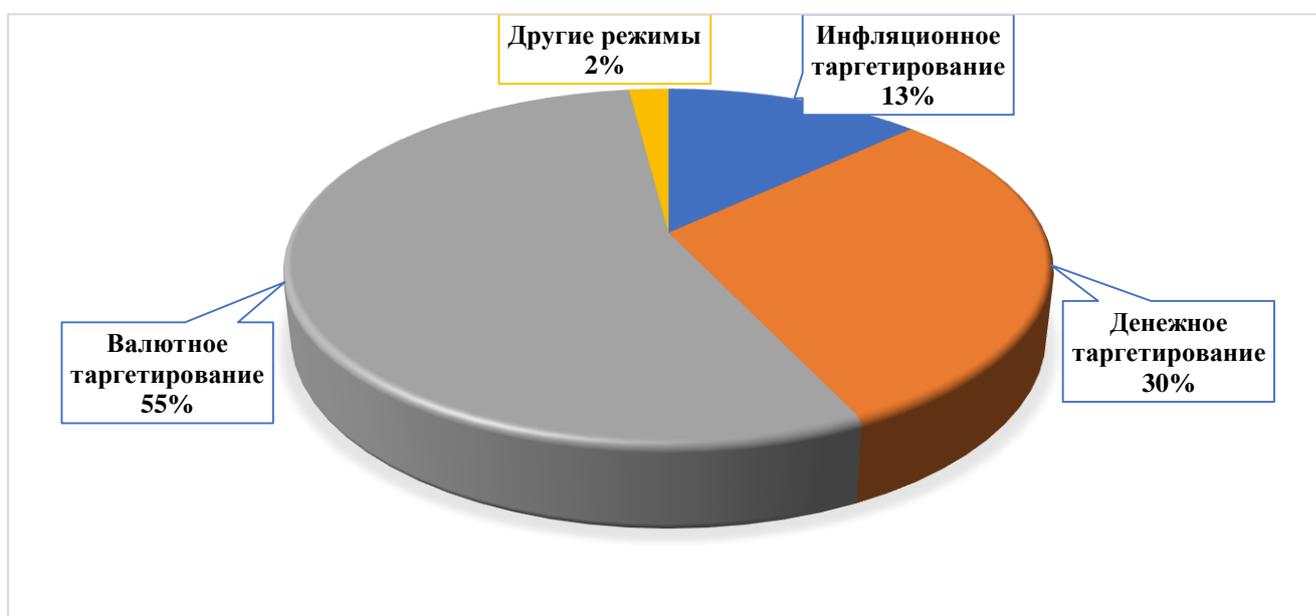


Рисунок 3.1. – Режимы денежно-кредитной политики стран мира, в %

Источник: Составлено автором по фактической классификации режимов валютных курсов и основы денежно-кредитной политики по группам стран. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm>

Согласно методологическим указаниям МВФ, при применении различных режимов управления денежными потоками используются инструменты осуществления отмеченных ранее подходов, которые различаются по методикам, задачам и ориентирам, но все направлены на одну общую цель - обеспечение устойчивости цен для продвижения к поэтапному росту экономики.

К примеру, использование механизма установления целевого уровня валютного курса содействует обеспечению экономического роста, поддержанию устойчивого платёжного баланса, стабильности цен и созданию новых рабочих мест. В свою очередь, денежное целевое управление позволяет контролировать нужный объем денег в обороте, в то время как инфляционное управление направлено на урегулирование уровня цен с целью поддержания заданного уровня инфляции.

Согласно Закону РТ «О Национальном банке Таджикистана», главной задачей НБТ выступает обеспечение на внутреннем рынке устойчивости цен, для чего разрабатывается программа, направленная на контроль уровня инфляции в стране¹⁰⁴.

В целях совершенствования и эффективной реализации ДКП Национальным банком страны в рамках Стратегии ДКП Республики Таджикистан на 2021-2025гг. проработан постепенный переход к режиму инфляционного таргетирования, посредством резервных денег (таблица 3.2.).

Таблица 3.2. – Динамика изменений резервных денег со стороны НБТ

Показатели	2013	2015	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Изм. в %
Резервные деньги (млн. сомони)	5 362	7 040	14 573	15 594	18 732	22 021	25 137	38 446	717%
в % к ВВП	13,2	14,5	23,8	22,5	24,2	26,6	25,4	33,2	+20 п.п.

Источник: расчеты автора по данным: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.10,15; декабрь – 2019, 12(293) – С.10,16; декабрь – 2020, 12(305) – С.10,17; декабрь – 2021, 12(316) – С.8,13; декабрь – 2022, 12(329) – С.8,13.

¹⁰⁴ Закон Республики Таджикистан «О Национальном банке Таджикистана», от 28 июня 2011 года № 722 и 26 декабря 2011 года №782. Глава I. Общие положения. Статья 5. Цели Национального банка Таджикистана.

С целью минимизации влияния монетарных факторов на уровень цен и сохранения стабильного роста денежного предложения, в зависимости от макроэкономической ситуации планируется выполнение допустимого уровня количественных денежных показателей, прежде всего резервных денег. Его регламентация направлена на обеспечение стабильности денежной массы, сохранения в меру сдержанного уровня спроса и инфляции.

В соответствии с информацией, отражённой в таблице 3.2., объем резервных денег заметно растёт, их доля в ВВП возросла с 13,2% в 2013г. до 33,2% в 2022г. За рассматриваемый период объем резервных денег возрос с 5,36 млн. сом. в 2013г. до 38,44 млн. сом. в 2022 г. Это указывает на активное использование Национальным банком Таджикистана резервных средств для ограничения воздействия денежных факторов на инфляцию при применении инфляционного таргетирования. По сути, с увеличением ВВП страны до определенного уровня также растёт денежная масса. В связи с этим предлагается перейти от операционного количественного показателя (резервные средства) к операционному процентному показателю (процентная ставка) с целью улучшения процесса разработки и осуществления денежно-кредитной политики. Этот метод содействует расширению денежного рынка и повышению эффективности процентной политики Национального банка.

Практика свидетельствует, что размер резервных средств может превысить рамки установленного плана. Данное обстоятельство вносит неясность в процесс осуществления ДКП и создаёт трудности в оценке её результативности. В виду того, что применение механизма управления резервами имеет ограниченную связь с уровнем цен, из-за проблем в финансовой и банковской сфере страны, следует отметить, что согласно анализам, тенденция к росту денежных показателей напрямую зависит от уровня инфляции и, главным образом, от запросов экономики. Тем не менее, отсутствие этой тесной взаимосвязи уменьшает эффективность и надёжность данного механизма в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

Национальный банк несёт ответственность и за результаты своей политики.

В контексте данной системы Национальный банк Таджикистана определяет целевое значение инфляции на промежуточный период, что создаёт задержку во времени между воздействием денежно-кредитной политики на процессы формирования цен. Этот статус опубликован в основных направлениях единой государственной ДКП¹⁰⁵. Действия Национального банка в рамках его полномочий направлены на уменьшение воздействия монетарных факторов на уровень цен с помощью инструментов денежно-кредитной политики.

В 2023 году и в среднесрочной перспективе целевой критерий инфляции установлен на уровне 6,0% (+/-2 п.п.)¹⁰⁶. Предусматривалось, что в 2018г. и в 2019г. этот показатель снизится с 7,0% до 6,0% на 2020г. в зависимости от динамики экономического роста республики (рисунок 3.2.).



Рисунок 3.2. – Уровень годовой инфляции и ее таргет в среднесрочном периоде в Республике Таджикистан

Источник: Прогноз денежно-кредитной политика РТ на 2023 год и среднесрочный период. – Душанбе, 1 декабря 2022 г. – № 922. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://nbt.tj>.

¹⁰⁵ В соответствии с Конституции РТ, Маджлиси намоёндагои Маджлиси Оли РТ утверждает Прогноз денежно-кредитной политики для предстоящего года и среднесрочного периода.

¹⁰⁶ Прогноз денежно-кредитной политика Республики Таджикистан на 2023 год и среднесрочный период. – г. Душанбе, 1 декабря 2022 г. – № 922. – С. 9. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://nbt.tj/ru/laws>

В 2019 год уровень инфляции составил 7,0% (+/-2 п.п.), а в период с 2020-2021 гг. - 6,0% (+/-2 п.п.). Необходимо указать, что сохранение инфляции в пределах целевого диапазона в 7% (+/-2 п.п.) предусматривает как максимально допустимое увеличение уровня цен, так и минимальное значение дефляции. Это определяет границы, обеспечивающие финансовую и макроэкономическую стабильность, необходимую для стабильного роста национальной экономики.

Следует подчеркнуть, что в среднесрочной перспективе динамика цен зависит от целого ряда факторов фундаментального и структурного характера. Кроме того, введённые большинством стран ограничения в передвижении населения как внутри страны, так и за её пределами, в связи с COVID-19, способствовали уменьшению темпов прироста глобальной экономики. Это было сопровождено нарушением стабильности на мировых рынках товаров, услуг и капитала, разрывами в глобальных и региональных цепях производства и логистики, повышением уровня безработицы и сокращением бюджетных доходов при увеличении социальных выплат. В результате этого глобальная экономика столкнулась с избыточной ликвидностью, высоким уровнем инфляции, что отразилось и на экономике Республики Таджикистан.

Этот негативный ход событий в итоге сказался на состоянии национальной экономики, вызвав рецессию и значительное замедление темпов роста реального ВВП. Важно подчеркнуть, что инфляция вышла за установленную верхнюю границу ценового диапазона, что также стало серьёзной проблемой. Экономические последствия этой ситуации оказались многогранными. Рецессия национальной экономики, в первую очередь, повлияла на благосостояние граждан и уровень их доходов, что было особенно ощутимым из-за высокой доли расходов на продовольственные товары в бюджете населения. Вместе с тем, замедление темпов роста реального ВВП сказалось на общей экономической активности и инвестиционных проектах. Рост уровня инфляции за пределы установленного лимита ставило под угрозу финансовую и макроэкономическую стабильность, осложняя планирование и контроль цен на товары и услуги. Это также сказалось

и на росте себестоимости продукции и усложнило ситуацию на рынке труда и в совокупности создало сложный экономический контекст, требующий внимательного и комплексного анализа и управления.

Необходимо подчеркнуть, что имеются разнообразные факторы, способные вызвать резкий рост инфляции в стране. В основном, это происходит за счёт немонетарных факторов, которые проявляются в результате воздействия внешних потрясений, в виде роста мировых цен на продукты питания и энергоресурсы. Эта взаимосвязь вызвана тем, что значительная часть товаров, поступающих на внутренний рынок, импортируется из-за рубежа (примерно 60% товаров в потребительской корзине являются импортными). Важно также отметить, что в стране, в сопоставлении с другими странами СНГ наблюдается низкий уровень заработной платы и доходов, а также ВВП на душу населения. Значительная часть их расходов (до 90%) направлена на приобретение товаров ежедневного потребления. Это обстоятельство усиливает нашу уязвимость перед ростом цен на продовольственные и не продовольственные товары, что в конечном итоге может способствовать увеличению инфляции.

Дж. Сакс, считал, что строгая монетарная политика обоснована только в случае достаточно высокого уровня инфляции, поскольку в противном случае она может осложнить экономическую рецессию¹⁰⁷. Отсюда вытекает, что ДКП должна быть направлена на стремление уменьшить инфляцию, сокращать внутреннюю нехватку ресурсов, обеспечить стабильность экономического роста. Как показала практика изучения мирового опыта в условиях глобализации центральные банки стран разрабатывают два основных стратегических подхода к регулированию инфляционных процессов. Выбор между этими методами зависит не только от внутренних факторов, но также от широкого выбора внешних экономических условий, исходя из этого, необходимо рассмотреть оба подхода.

Первый из них предусматривает, что центральные банки опираются на промежуточные показатели, в виде роста конкретного денежного агрегата или

¹⁰⁷ Полтерович В.М. Институциональные ловушки – результат неверной стратегии реформ [Текст] / В.М. Полтерович // Экономическая наука России, 1998. Приложение. – С.23 (22–28).

уровень валютного курса, при разработке денежно-кредитной политики. В таком случае рекомендуется, что получение промежуточных показателей выступит достаточным условием для получения конечных целевых ориентиров. Этот аспект решения проблемы называют методом косвенного целеполагания. Головной банк каждой страны адаптирует свою политику, воздействуя на объем денежных средств, объем предоставляемых кредитов или валютный курс, с целью достижения установленного уровня.

Различные варианты реагирования в рамках денежно-кредитной политики в зависимости от целевых показателей представлены на рисунке 3.3. При этом наблюдается ожидаемая связь и взаимозависимость между промежуточными целями и целевым уровнем инфляции, основанной на условиях количественной теории денег. Обычно конечные цели формулируются в общих терминах, таких как «низкая инфляция», и служат ориентиром для центрального банка при разработке и реализации денежно-кредитной политики.

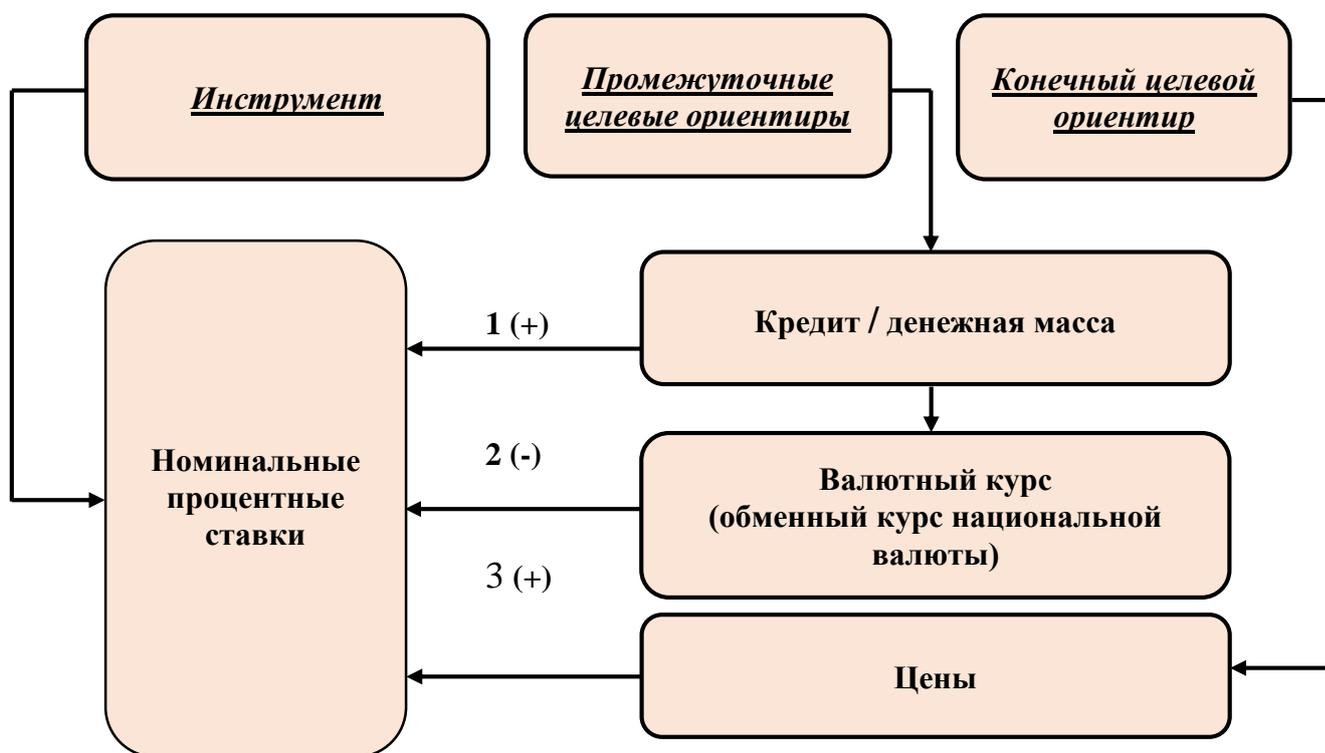


Рисунок 3.3. – Реакция денежно-кредитной политики на различные режимы целевых ориентиров

Источник: разработано автором с использованием специализированной литературы

- (+/-) указывает направление политического воздействия;
- ← (1) – меры, взаимосвязанные с промежуточным показателем в сфере увеличения денежной массы и размера кредитования, которые заключаются в росте процентных ставок при преобладании денежной массы над установленной целью, а также в понижении ставок в случае нехватки денежной массы по сравнению с установленной целью;
- ← (2) – шаги, вызванные определением предварительных целевых значений валютного курса, который выражается в росте процентных ставок при отклонении валютного курса от установленного ориентира в меньшую сторону и в снижении ставок в случае превышения валютного курса целевого ориентира;
- ← (3) – реакция, согласованная с окончательным целевым уровнем инфляции, включающее в себя повышение процентных ставок в случае прогноза превышения ожидаемой инфляции установленного ориентира и снижение ставок, если она прогнозируется ниже заданного уровня.

Во втором варианте рассчитывается, что головной банк напрямую управляют уровнем инфляции, задавая прогнозное его значение, которое учитывает временной лаг между изменениями в сфере денежно-кредитной политики и их воздействие на денежную ценность. В этом случае изменения в политике определяются на основе разнообразных предварительных факторов, отражающих спрос и предложение в экономике. Для головного банка ДКП не может быть полностью независимой, так как её конечный результат совпадает с финишной целью государственной макроэкономической политики страны. Ключевые показатели оценки эффективности ДКП включают в себя следующие параметры: динамика ВВП, ценовая умеренность, изменение доходов населения и финансовая устойчивость банковской системы. Также существуют неформальные, не поддающиеся количественной оценке показатели, такие как финансовая стабильность, независимость Центрального банка как института, доверие общества к проводимой им ДКП (см. рисунок 3.4.).

Функционирование Национального банка оказывается наиболее эффективным, когда оно направлено на обеспечение ценовой устойчивости. При

небольшом уровне инфляции достигаются положительные макроэкономические результаты, которые обеспечивают стабильный рост ВВП.



Рисунок 3.4. – Основные критерии эффективности денежно-кредитной политики

Источник: составлено автором

Необходимо отметить, что стратегия инфляционного таргетирования становится менее эффективной в условиях оттока капитала и при отрицательном балансе внешней торговли. Отток капитала¹⁰⁸ существенно затрудняет процесс уравнивания денежного обращения и установления равновесия на денежном рынке. В 2020 г. объем иностранных инвестиций, привлеченных в страну, при сравнении с 2019 г. упал на 29,4%, составив 4,28 млрд. долл.¹⁰⁹. Главной мотивацией вывоза капитала из страны является нестабильная предпринимательская и деловая обстановка, существенный уровень коррупции и неблагоприятный инвестиционный климат.

Важно подчеркнуть, что поддержание баланса между экспортом и импортом требует определенных усилий со стороны государственных органов. В Таджикистане доля экспорта составляет всего 34%, в то время как доля импорта – 66%, что свидетельствует о слабом экспортном потенциале. Согласно информации Национального банка Таджикистана, в 2021 году внешний оборот

¹⁰⁸ Интерпретация данного термина сводится к движению денежных ресурсов, процесс перевода денежных средств из одной страны для размещения в другую или иными словами определенную сумму зарубежных инвестиций.

¹⁰⁹ Государственный комитет по инвестициям и управлению государственным имуществом Республики Таджикистан. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.investcom.tj>.

страны достиг 6,3 миллиарда долларов США, при отрицательном торговом балансе в 2,05 миллиарда сомони. С целью управления перетоков капитала и коррекции негативного сальдо внешней торговли, важно внести изменения в налоговые и таможенные режимы и их ставки, а также активно контролировать пересечение границы товаров и движение капитала, введя строгие меры. Таким образом, сокращение иностранных инвестиций и отрицательный баланс торгового оборота становятся менее эффективными в контексте инфляционного таргетирования.

Следует отметить, что переход к режиму инфляционного таргетирования возможен только при совместных усилиях Национального банка и Правительства, ответственных за открытое регулирование инфляции. Лишь таким образом они готовы совместно оказывать воздействие на уровень инфляции. Но на сегодняшнем этапе Правительство уделяет внимание, в первую очередь, выполнению нынешних задач, относящихся к финансированию национальной экономики из госбюджета. В случае нехватки налоговых доходов в госбюджете, правительство воздействует на Национальный банк, чтобы он адаптировал свою денежно-кредитную политику в соответствии с целями Министерства финансов республики.

В итоге монетарная политика НБТ становится уже менее эффективной и ориентируется на бюджетную политику, что существенно ослабляет эффект от использования инструментов регулирования финансовыми ресурсами как у НБТ, так и у коммерческих банков страны. Для улучшения ситуации, Национальному банку следует запретить проводить квази-бюджетные операции и вместо этого применять свои денежно-кредитные инструменты в соответствии с их основным назначением.

Взаимозависимость инструментов ДКП в системе макроэкономического управления представлена на рисунке 3.5. Следует подчеркнуть, что предположительно все аспекты макроэкономической политики разрешаются с применением инструментов макроэкономического управления, включая монетарные и фискальные.



Рисунок 3.5. – Схема взаимосвязи монетарных и фискальных мер воздействия на экономику

Источник: составлено автором с использованием специализированной литературы

Если монетарная политика оказывает быстрое воздействие на экономическое состояние, поскольку временные задержки в ее выполнении минимальны, то фискальная - реагирует на ситуацию более медленно, так как требует принятия парламентом решений относительно изменений в доходах или расходах государственного бюджета.

Согласно взгляду Дж.М. Кейнса, рынок сам по себе не способен обеспечить «эффективный спрос», поэтому его должно стимулировать государство с помощью монетарной и бюджетной политики¹¹⁰.

Например, А. Бобко считал, что если согласование действий между органами власти затруднительно, центральный банк имеет возможность выпускать свои собственные финансовые инструменты для достижения монетарных целей, в то время как правительство выпускает собственные ценные бумаги с целью поддержки политики управления государственным долгом. Тем не менее, даже в таком случае требуется некоторая согласованность действий обоих органов для достижения эффективной сегментации финансовых рынков (например, путём выпуска ценных бумаг с различными сроками погашения), чтобы избежать конфликта интересов между фискальными властями, стремящимися снизить затраты на обслуживание государственного долга, и монетарными властями, которые стремятся поддерживать высокие процентные ставки для предотвращения излишней ликвидности. Это противоречие может привести к увеличению затрат на заем для обеих сторон¹¹¹.

Необходимо отметить, что под термином «между властями» здесь понимается взаимодействие между различными органами, такими как НБТ и Министерство финансов Республики Таджикистан. Важно также подчеркнуть, что как НБТ, так и Министерство финансов РТ выпускают собственные краткосрочные ценные бумаги, что свидетельствует о несогласованной и нескоординированной реализации денежно-кредитной и бюджетной политике.

¹¹⁰ Моисеев С.Р. Кредитно-денежная политика: теория и практика [Текст] / С.Р. Моисеев. – М.: Экономист, 2005, - С. 140

¹¹¹ [Электронный ресурс]. Режим доступа: URL: <http://www.nbrb.by/bv/articles/1584.pdf>

Одним из ключевых аспектов согласования мер денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики является обеспечение информационной базы для их взаимодействия, а также создание подходящей институциональной среды для координации макроэкономического регулирования. Это означает, что для эффективной работы и согласования этих политических инструментов необходимо обеспечить доступ к актуальным данным и информации, позволяющим анализировать текущее состояние экономики и выявлять необходимость корректировок в денежно-кредитной и налогово-бюджетной политике. Кроме того, важно создать подходящие институциональные механизмы и структуры, которые бы способствовали сотрудничеству и взаимодействию между различными институтами, участвующими в макроэкономическом регулировании. Это может включать в себя установление ясных процедур и ответственности, а также согласование целей и стратегий в области экономической политики. Таким образом, успешное согласование инструментов денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики требует не только доступности информации, но и наличие эффективной институциональной базы, которая облегчает их совместное воздействие на экономические процессы.

Таким образом, высокий уровень инфляции оказывает воздействие на реальный сектор экономики и создает определенные сложности в решении фискальных задач, в то время как внешний долг оказывает влияние на стабильность внутреннего финансового рынка. В связи с этим НБТ необходимо учитывать это воздействие при формулировке и реализации ДКП, имея в виду, что значительная часть иностранной валюты направляется на покрытие внешнего долга страны и процентов по нему. Финансирование внешнего долга зависит и от успешности реализации налоговой политики и осуществляется через государственный бюджет, что в конечном итоге существенно воздействует на реализацию и выполнение монетарной политики. Следовательно, внедрение монетарного режима таргетирования инфляции помимо обеспечения стабильности цен, оказывает содействие обеспечению финансовой и макроэкономической устойчивости, кроме того, путем активизации процентного

канала трансмиссии ДКП, позволяет улучшить эффективность работы в других направлениях и передать монетарные импульсы производственным предприятиям, стимулируя таким образом развитие реального сектора и экономический рост.

3.2. Перспективы развития и совершенствования денежно-кредитной политики Таджикистана в современных условиях

Достичь экономического развития невозможно без стабильной банковской системы, и в этом контексте 21 декабря 2021 года Лидер нации, Президент Республики Таджикистан, уважаемый Эмомали Рахмон в своем ежегодном послании Маджлиси Милли и Маджлиси намояндагон Маджлиси Оли РТ отметил: «...Развитие реальных сфер экономики, активность частного сектора и оборот внешней торговли во многом зависят от банковской системы, но до сегодняшнего времени в направлении реализации денежно-кредитной политики, оздоровления банковской системы и предоставления доступных и долгосрочных кредитов все еще существует множество проблем, требующих своего решения.

Национальному банку, Государственному сберегательному банку «Амонатбанк» и другим кредитным организациям поручается в среднесрочный период, то есть в течение 5 будущих лет, принять конкретные меры для ежегодного увеличения объема кредитов и доведения его в 2026 году до 30 млрд. сомони»¹¹².

Основная цель денежно-кредитной политики НБТ состоит в формировании предпосылок, при которых рынок капитала и рынок финансовых услуг будут постоянно обладать достаточным объемом денежных средств и кредитов, необходимых для стимулирования экономического роста. Это в свою очередь, должно способствовать увеличению производства товаров, предоставлению большего числа услуг и созданию новых рабочих мест. Проводимая в настоящее время денежно-кредитная стратегия в первую очередь, опирается на экономические концепции, принятые на Западе, и ориентирована на обеспечение

¹¹² Послание Президента Республики Таджикистан, Лидера нации Эмомали Рахмона Маджлиси Оли Республики Таджикистан «Об основных направлениях внутренней и внешней политики республики» от 21.12.2021. [Электронный ресурс]. Режим доступа: www.president.tj.

устойчивости валютного курса и цен в стране. В случае Республики Таджикистан, как страна с переходной экономикой, ДКП в значительной степени учитывает рекомендации и стандарты, предлагаемые Международным валютным фондом (МВФ).

На протяжении последних лет обозначились конкретные изменения в способах реализации ДКП несмотря на то, что теоретические принципы остаются основными. В первую очередь, это вытекает из ключевых целей ДКП и установленных задач, направленных на обеспечение стабильности цен, стимулирование социально-экономического развития, обеспечения устойчивых темпов роста ВВП и т.п. Концепция денежно-кредитной политики представлена на рисунке 3.6.

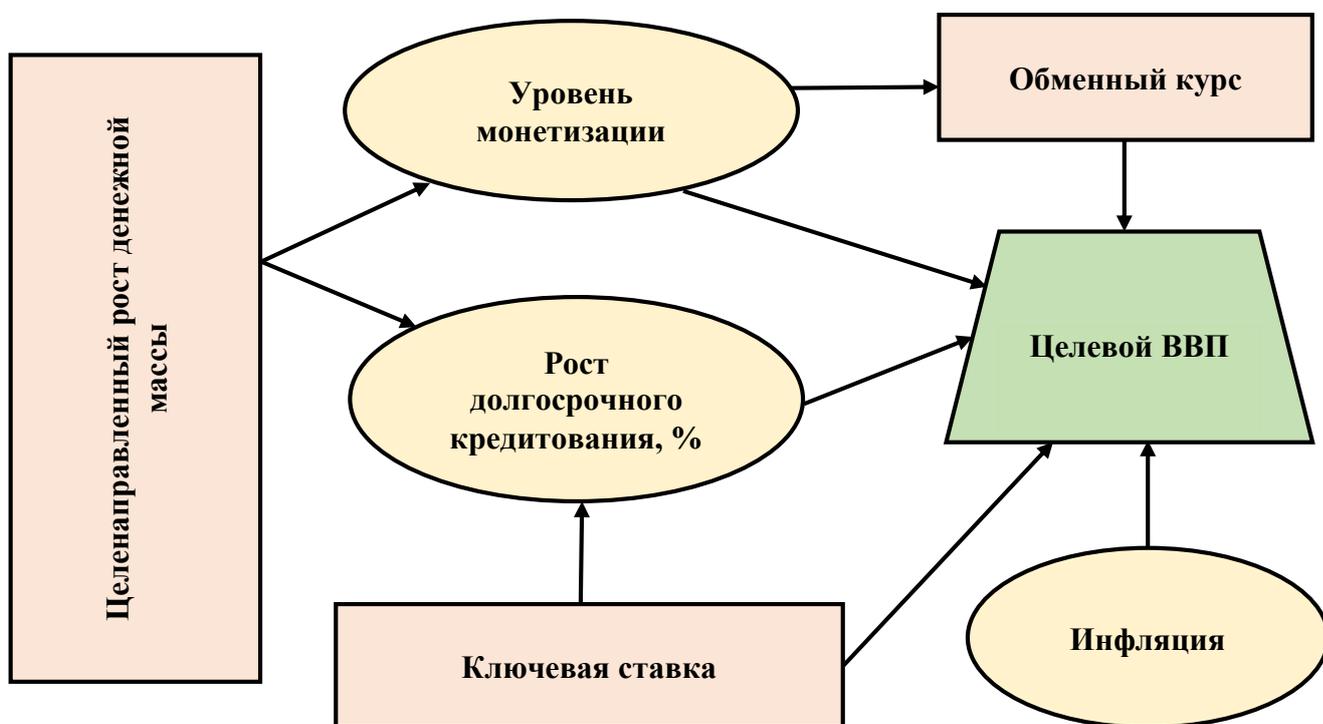


Рисунок 3.6. – Механизм реализации денежно-кредитной политики и ее воздействия на макроэкономические показатели

Источник: составлено автором с использованием специализированной литературы

В представленной графической иллюстрации (рисунок 3.6.) оперативные макроэкономические показатели, которые подвержены контролю со стороны государства, позиционированы на схеме прямоугольными символами, в то время как овалы обозначают показатели, которые подвержены

косвенному воздействию на основе предшествующих индикаторов. Целевой стратегический показатель отмечен графически в форме трапеции.

Среди показателей, на которые оказывает воздействие государство, можно выделить следующие: увеличение денежной массы (при помощи инструментов денежно-кредитной политики), установление обменного курса (опираясь на внешнюю и валютную политику) и уровень ключевой ставки, устанавливаемой Национальным банком. Путём манипуляции этими показателями государство обеспечивает условия для улучшения косвенных индикаторов, таких как долгосрочная процентная ставка, объем долгосрочных кредитов и уровень денежной массы. Предполагаемый уровень инфляции также считается косвенным показателем, так как он отражает инфляцию за прошлый период. Построенная модель отражает контрциклическое воздействие действий в области денежно-кредитной политики на финансовую среду и, таким образом, на изменения в совокупном спросе и предложении. Главной целью модели выступает поощрение роста ВВП. При корректировке целевых значений инфляции необходимо учитывать инфляционные ожидания.

В разработанной концепции были ясно установлены цель и задачи, а также их иерархия в рамках денежно-кредитной стратегии. Следует подчеркнуть, что в настоящее время инфляционные прогнозы в Республике Таджикистан изменчивы. С учётом этой динамики, цель денежно-кредитной политики Национального банка Таджикистана следует пересмотреть и выразить как «обеспечение стабильного и соразмерного развития экономики».

Для решения цели и задач в рамках новой ДКП необходимо учесть, что важно обеспечить поддержание умеренного роста денежной массы в экономике, вместо фокусировки на краткосрочных ставках денежного рынка, близких к ключевой ставке. С этой целью Национальному банку Таджикистана нужно внести изменения в инструменты ДКП в таком направлении, чтобы финансовые средства были направлены на реализацию долгосрочных инвестиционных проектов реального сектора экономики. В этой ситуации можно рассмотреть вариант внесения изменений в регулирующие нормы с тем, чтобы

переориентировать денежные средства в долгосрочные инвестиционные проекты. Предложенный вариант скажется на деятельности механизма передачи монетарной политики через процентные ставки, который будет смещаться в сторону влияния на долгосрочные процентные ставки. Затраты на заёмные средства, устанавливаемые центральным банком, окажут воздействие на процентные ставки, предлагаемые банками для кредитования, и, следовательно, на стоимость кредитных ресурсов для экономических агентов. Это, в свою очередь, повлечёт за собой изменения в деловой активности в стране.

Банковская система обладает способностью автономно увеличивать денежную массу, используя средства, привлекаемые через депозиты, и расширяя кредитные ресурсы. Кроме того, депозиты, привлеченные банковской системой, предоставляют возможность обеспечения различных отраслей экономики кредитными средствами. При анализе структуры остатков депозитов в банковских и небанковских финансовых организациях в стране (см. таблицу 3.3.) видно, что доля средств, размещённых населением, значительно превышает объёмы привлечённых от юридических лиц. Следовательно, для местных банков организационные ресурсы и средства населения играют важную роль.

Таблица 3.3. – Структура остатков депозитов (вкладов) банковских и небанковских кредитных организациях за период 2015-2022 гг. (млн. сомони)

Показатели	Годы								Изменение 2022/2015 в %
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Всего депозитов, в том числе:	8613,5	9243,2	9283,5	9723,8	9742,2	11414,2	10159,3	15507,8	180%
Депозиты юридических лиц	3190,0	3693,2	4462,1	5104,6	4870,2	6076,1	4792,4	7426,8	232%
Депозиты физических лиц	5423,5	5550,0	4821,4	4619,2	4872,0	5338,1	5366,9	8081,0	148,9
<i>в % по сравнению с общей суммой вкладов</i>	<i>63,0</i>	<i>60,0</i>	<i>51,9</i>	<i>47,5</i>	<i>50,1</i>	<i>46,8</i>	<i>52,8</i>	<i>52,1</i>	<i>- 10,9 п.п.</i>

Источник: расчеты автора по данным: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.25; декабрь – 2019, 12(293) – С.26; декабрь – 2020, 12(305) – С.31; декабрь – 2021, 12(316) – С.29; декабрь – 2022, 12(329) – С.31.

Организации и компании часто размещают свои деньги в банках в виде депозитов, которые они могут использовать по своему запросу. Однако такая практика может иметь негативные последствия. В данном контексте утверждается, что банки, привлекая много депозитов, могут столкнуться с проблемой нестабильности при предоставлении кредитов, потому что они могут не иметь достаточно финансовых ресурсов для выдачи кредитов. Также отмечается, что это ограничивает возможность банков «трансформировать» (использовать или инвестировать) эти финансовые ресурсы, что может быть невыгодным для экономической стабильности.

При анализе сопоставления депозитных и кредитных операций банков, важно произвести оценку коэффициента ресурсной трансформации. Коэффициент ресурсной трансформации - это показатель, который используется при анализе деятельности банков и позволяет определить, в зависимости от наличия соответствующих финансовых средств, то есть насколько доступные финансовые ресурсов у банка сопоставимы с объемом кредитов, выданных банком. Более конкретно, этот коэффициент измеряет способность банка эффективно использовать свои депозиты и другие финансовые ресурсы для предоставления кредитов. Высокий коэффициент ресурсной трансформации означает, что банк хорошо использует свои ресурсы и может предоставить больше кредитов в соответствии с имеющимися ресурсами. Низкий коэффициент, наоборот, может указывать на недостаток средств для предоставления кредитов. Этот коэффициент является важным инструментом для оценки финансовой устойчивости и эффективности банка, а также для принятия решений о том, какие меры могут быть приняты для более эффективного использования ресурсов и улучшения банковской кредитной практики.

Данный показатель поможет оценить, насколько каждый вид кредитных операций обеспечен необходимыми финансовыми ресурсами (см. таблицу 3.4.) и насколько активно банк расширяет свою кредитную деятельность.

Таблица – 3.4. Оценка коэффициента трансформации депозитных ресурсов банковской системы (млн. сомони)

Показатели для расчета коэффициента трансформации сбережений в банковские кредиты									
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Активы, всего		15 714	18 672	18 236	18 070	18 217	22 643	18 009	25 326
Депозиты, банковской системы		8 172	8 849	8 720	9 041	8 590	10 463	8 920,9	14 237,8
в % по отношению к активам		52,0	47,3	47,8	50,0	47,1	46,2	49,5	56,2
Кредиты банковской системы, всего		11 341,6	9 930,0	8 608,0	8 741,3	9 789,5	10 965,3	12 051,1	13 656,9
1	государственные предприятия	1 626,0	1 669,7	2 182,5	2 168,1	2 441,1	2 508,0	2 276,9	2 125,2
2	частные предприятия	4 981,8	4 027,3	2 672,5	2 609,9	2 760,3	3 419,8	3 320,6	3 664,4
3	физические лица	1 858,9	1 665,3	1 577,7	1 827,4	2 294,1	2 656	3 867,9	4 886,2
4	Лизинг	565	636	206	281	114	608	569	334
5	Ипотека	166,0	167,7	185,8	209,1	214,3	220,5	257,8	250,7
6	Овердрафт	102,5	271,8	141,8	108,6	244,8	84,6	102,9	50,8
7	Предприниматели	2 595,9	2 095,2	1 836,4	1 814,5	1 833,3	2 057,7	2 208,5	2 669,4
8	Другие	467	263,3	90,1	6,66	1,17	11,66	10,39	66,9
Коэффициент трансформации депозитов в кредиты		0,72	0,53	0,47	0,48	0,53	0,48	0,66	0,53
Объем выданных кредитов за счет сбережений		5 897,6	4 696,8	4 114,6	4 370,6	4 610,8	5 065,9	5 965,2	7 675,1

Источник: расчеты автора по данным: Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: декабрь – 2018, 12(281) – С.36,79; декабрь – 2019, 12(293) – С.39,86; декабрь – 2020, 12(305) – С.35,86; декабрь – 2021, 12(316) – С.24,25,65; декабрь – 2022, 12(329) – С.25,26,66.

Анализ таблицы 3.4. показывает, что в числе источников формирования базы кредитных ресурсов кредитных организаций являются сбережения юридических лиц и сбережения населения. Объем финансовых ресурсов населения и юридических лиц можно рассматривать как временные денежные средства, оставленные на хранение в банковской системе, и тем самым способствующие увеличению банковских ресурсов и, посредством банковской структуры обеспечению экономики кредитными ресурсами. В период с 2015-2022 гг. кредитным организациям страны удалось получить 42396,6 млн. сом. за счет сбережения, которые были привлечены в различные отрасли национальной экономики. Если в 2015г. за счет общего объема депозитов, были выданы кредиты на сумму 5,9 млрд. сом., то в 2022г. этот показатель составил 7,7 млрд. сом. (56,1%, от общей суммы кредитов). Уровень трансформации депозитов в банковские ссуды

в 2021 г. составил 66%, то есть, по сравнению с 2020г. увеличился на 18%, а по сравнению с 2015г. снизился на 6%. В 2022 г. данный показатель имеет тенденцию к снижению. Данная тенденция к снижению вынуждает банковскую систему принимать необходимые меры по совершенствованию механизма трансформации сбережений в банковские ссуды.

Эффективное использование инвестиционного потенциала сбережений позволяет значительно увеличить производственные мощности предприятий Республики Таджикистан и оказать положительное влияние на развитие общества в целом. Для трансформации депозитов в качестве кредита в реальный сектор экономики, прежде всего, необходимо создать экономическую основу для формирования инвестиционного поведения юридических лиц и населения, повышения осведомленности общественности о формах размещения свободных денежных средств в финансовом секторе, повысить финансовую грамотность населения, укрепить доверие населения к существующим банковской сферы.

Примечательно, что на положение банков страны повлияли внешние шоки, связанные с мировым финансово-экономическим кризисом. В результате снизились возможности по привлечению депозитов и механизм их трансформации в банковские ссуды, финансирование предприятий реального сектора экономики ограничено, его диверсификация невысока, а уровень долларизации банковской системы остается высоким. Также наблюдается высокий уровень использования наличных средств при расчетах с предприятиями, региональное неравенство в доступе к финансовым услугам (например, в 2022 году объем выданных кредитов финансовыми кредитными организациями составил 1,5 млрд. сомони, из которых 1% приходится на ГБАО, 14,6% - на РРП, 21,4% - на Хатлонскую область, 32,7% - на Согдийскую область и 30,2% - на город Душанбе¹¹³) и высокие цены на финансовые услуги. В результате репутация банков была несколько ослаблена, а доверие потенциальных клиентов к кредитным организациям снизилось.

¹¹³ Банковский статистический бюллетень. Декабрь 2022, №12(329), (официальное издание). – Национальный банк Таджикистана. – С. 43-47

Анализируя экономическую обстановку в стране, мы приходим к выводу, что не существует универсального решения, способного мгновенно улучшить ситуацию в полной мере. Для улучшения экономической ситуации в Таджикистане необходима целостная система мероприятий, которая охватывает все сферы государственной власти. Для совершенствования ДКП требуется в первую очередь создать твердый фундамент, на котором смогут успешно функционировать предложенные методы и инструменты. Для формирования такого фундамента в стране необходимо:

- усовершенствовать законодательную базу с целью обеспечения реальной защиты прав участников кредитного рынка;
- создать условия для таджикского сомони, чтобы он выполнял все функции денег и способствовал стабильному социально-экономическому развитию страны;
- поддерживать привлечение иностранного капитала в национальную экономику, создавая благоприятные условия;
- обеспечить развитие информационного обеспечения участников кредитного рынка;
- гарантировать достаточный уровень конкуренции на рынке кредитов;
- содействовать интеграции кредитного рынка Таджикистана на региональном и мировом уровне;
- уменьшить долларизацию денежного обращения в национальной экономике;
- внедрить и усовершенствовать электронное денежное обращение в ключевых сферах торговли;
- ужесточить контроль за законностью денежных операций, чтобы предотвратить незаконные действия и действия, нарушающие закон;
- продолжить активное использование рефинансирования банков для удовлетворения спроса на деньги, что также усилит роль Национального банка в борьбе с инфляцией;

- совершенствовать механизмы монетарной политики, в том числе операции на открытом рынке. При этом важно сохранять надзор над валютным курсом и непрерывно наблюдать за финансовой устойчивостью;
- сбалансированно применять меры ДКП, чтобы они совокупно оказывали влияние на экономический рост, уровень занятости, стабильность цен, устойчивость финансового рынка и макроэкономику.

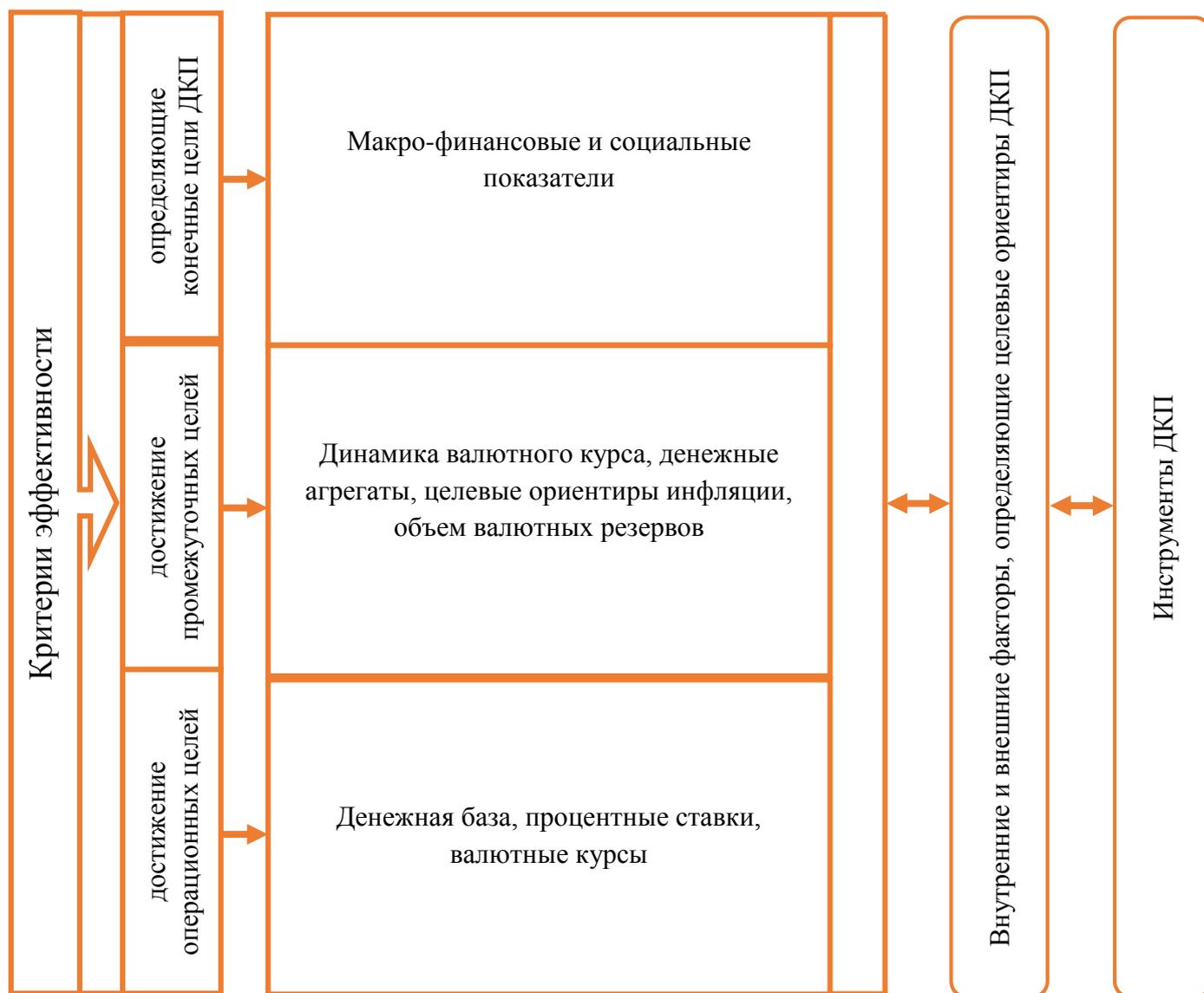


Рисунок 3.7. – Алгоритм оценки эффективности денежно-кредитной политики

Источник: составлено автором

Для оценки эффективности монетарной политики рассмотрим представленный алгоритм (см. рисунок 3.7.), который опирается на анализ взаимосвязи различных социально-экономических показателей, учитывая

заданные цели данной политики. Процесс этой оценки можно разделить на следующие этапы:

- определение критерия, по которому будет проводиться оценка эффективности ДКП;
- выявление внутренних и внешних факторов, которые оказывают влияние на цели государственной денежно-кредитной политики;
- определение индикаторов, которые будут использоваться для оценки результативности этой стратегии;
- анализ потенциальных угроз, способных оказать воздействие на устойчивость макроэкономической ситуации в процессе осуществления политики;
- количественная и качественная эффективности монетарной стратегии посредством сопоставительного анализа;
- выбор инструментов ДКП или их комбинации;
- оценка эффективности государственной ДКП в соответствии с установленными целями.

Реализация денежно-кредитной политики является сложным процессом, в котором центральный банк стремится достичь определенных целей, таких как ценовой и финансовой стабильности, с использованием различных инструментов и мер. Общий алгоритм реализации денежно-кредитной политики может проявляться в такой форме:

1. Формулирование целей и мандатов. НБ определяет основные цели денежно-кредитной политики, такие как уровень инфляции, стабильность финансовой системы и другие. Также устанавливаются цели, связанные с экономическим ростом и занятостью.

2. Анализ текущей операции. НБ проводит анализ текущей экономической ситуации, включая уровень инфляции, безработицы, рост ВВП и другие ключевые показатели. Этот анализ позволяет определить, насколько близко или далеко текущая ситуация от желаемых целей.

3. Выбор инструментов политики. НБ выбирает инструменты ДКП,

которые будут использоваться для достижения целей. Эти инструменты могут включать в себя: процентные ставки, операции на открытом рынке и резервные требования.

4. Мониторинг и анализ эффектов. НБ постоянно мониторит и анализирует результаты своих мер и инструментов денежно-кредитной политики. Это включает в себя оценку воздействия на инфляцию, экономический рост, уровень занятости и другие показатели.

5. Корректировка политики. В зависимости от результатов мониторинга, центральный банк может корректировать свою политику, внося изменения в выбранные инструменты или их параметры.

6. Коммуникация. НБ информирует общественность и финансовые рынки о своих действиях и стратегии денежно-кредитной политики. Эффективная коммуникация может помочь предсказуемости и уверенности на рынке.

7. Сотрудничество с правительством. НБ сотрудничает с правительством и другими органами власти для достижения общих целей макроэкономической политики.

Этот алгоритм представляет собой упрощенное описание процесса реализации ДКП. В реальности каждая страна и ее центральный банк могут иметь свои уникальные методы и стратегии, которые соответствуют конкретным экономическим условиям и целям политики.

Таким образом, оценка эффективности ДКП в Таджикистане проводится регулярно Национальным банком и другими экономическими организациями. Результаты этой оценки могут использоваться для корректировки политики и принятия мер по улучшению финансовой и экономической стабильности в стране. В современной экономической реальности необходимо устанавливать критерии для оценки эффективности денежно-кредитной политики, которые тесно взаимосвязаны с социально-экономическим развитием страны.

Выводы по главе:

1. В ходе исследования выяснилось, что переход к режиму инфляционного таргетирования столкнулся с определенными трудностями в поддержании

баланса между спросом на деньги и объемом денежного предложения. Этот режим фокусируется на удержании уровня цен, однако в условиях экономической нестабильности и воздействия внешних факторов его реализация опирается на регулирование процентных ставок, при этом эмиссия кредитных средств остается второстепенной. Кроме того, Национальный банк использует резервные деньги в качестве операционного индикатора при реализации денежно-кредитной политики с целью уменьшения влияния монетарных факторов на уровень цен.

2. Результат исследования по вопросу инфляционного таргетирования определил, что стратегия данного режима становится менее эффективной в таких условиях, как отток капитала, сокращение иностранных инвестиций, отрицательный баланс торгового оборота, изменения в мировых ценах на сырье и товаров, конкуренция на мировом рынке и другие внешние факторы вызывающие негативное влияние. Таким образом, устранение проблем, связанных с указанными обстоятельствами, зависит не только от контрольных мер НБТ, но и от действий Таможенной службы при Правительстве РТ, Налогового Комитета при Правительстве РТ, Комитета по инвестициям и Агентства по государственному финансовому контролю и противодействию коррупции РТ.

3. Выявлено, что важными параметрами оценки ДКП становятся те критерии, которые способствуют поддержанию макроэкономической стабильности. К их числу относятся: ценовая стабильность, динамика ВВП, стабильность финансовой системы, темп экономического роста, уровень занятости, стабильность национальной валюты, денежная масса, стабильность финансовых рынков, положительный торговый баланс, качество кредитного портфеля, а также другие социально-экономические показатели, такие как доходы населения, неравенство, стабильность рынка труда и другие.

4. Установлено, что необходима координация денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики и взаимодействие между ними зависит от степени изменения инструментов макроэкономической политики и ожиданий экономических агентов, а также от модели инфляции в социально-экономическом

развитии. Состав инструментов макроэкономической политики определяется текущей экономической обстановкой и уровнем экономического развития.

5. Оценка коэффициента трансформации депозитных ресурсов при сравнительном анализе депозитных и кредитных операций банков показала, что уровень ее трансформации неустойчив и в последние годы имеет тенденцию снижения. Данная тенденция к снижению вынуждает банковскую систему принимать необходимые меры по совершенствованию механизма трансформации сбережений в банковские ссуды.

6. Проведенный алгоритм оценки эффективности денежно-кредитной политики показал, что реализация данной политики является сложным процессом, в котором Национальный банк стремится достичь определенных целей, таких как финансовой и ценовой стабильности, с использованием различных инструментов и мер. Результаты этой оценки могут использоваться для корректировки политики и принятия мер по улучшению финансовой и экономической стабильности в стране. Поэтому в современной экономической реальности для оценки эффективности денежно-кредитной политики необходимо установить критерии, тесно связанные с социально-экономическим развитием страны.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Основные научные результаты диссертации

Проведенное исследование теоретических и практических вопросов денежно-кредитной политики позволило сделать следующие выводы и рекомендации:

1. На основе научно-теоретического исследования уточнено понятие «денежно-кредитная политика» и дано авторское толкование ее сущности. По мнению автора, денежно-кредитная политика – это совокупность мер и способов управления экономикой, осуществляемая национальными банками, используя инструменты ее проведения для обеспечения макроэкономической стабильности, в том числе и на денежном рынке через изменения денежной массы и процентной ставки с целью достижения экономических целей и макроэкономических задач, таких как сдерживание инфляции, повышения темпов экономического роста и ускоренного развития производственного сектора экономики.

2. Сопоставимый анализ различных направлений развития экономической теории в отношении денежно-кредитного регулирования и концепции, которые представлены в классических, кейнсианских и монетаристских школах, показывает, что основное внимание уделяется количественной теории денег и взаимосвязи агрегированных показателей экономики.

Деньги, реализуя функцию общего эквивалента, постепенно способствовали развитию всех аспектов денежной сферы. Процессы денежного обращения и монетарной политики приобрели определяющее значение в теориях многих ученых-экономистов. Однако основополагающие основы в области денежного регулирования были сформированы представителями неоклассической школы, известными также как неолибералы. Они, определяя роль и значение денег, пришли к выводу, что через механизм контроля над денежным предложением можно воздействовать на уровень цен [11-А].

3. Эмпирический анализ инструментов денежно-кредитной политики в контексте Таджикистана свидетельствует, что они имеют уникальные особенности, отличные от других стран. Например, ставка рефинансирования

характеризуется нейтральным воздействием, норма обязательного резервирования высока, и вмешательство Национального банка Таджикистана на открытом рынке не является системным. Поэтому, считается что для реализации денежно-кредитной политики необходимо учитывать два важных аспекта. Первый – это уровень монетизации, низкий уровень банковской ликвидности и повышение уровня инфляции. Второй – это зависимость экономики республики от импорта [4-А].

4. В последние годы использование режима «таргетирование инфляции» является основной целью денежно-кредитной политики Республики Таджикистан. Важно подчеркнуть, что имеются разнообразные факторы, способные вызвать резкий рост инфляции в стране. В основном, это происходит за счёт немонетарных факторов, которые проявляются в результате воздействия внешних потрясений. К числу этих факторов относятся: отрицательный баланс внешней торговли; продолжение финансово-экономической неустойчивости в мировом масштабе, что связано с COVID-19; величина госдолга в структуре ВВП; значительное колебание курса национальной валюты за последние годы; большая доля импортных товаров в потребительской корзине страны; долларизация экономики; снижение соотношения денежных переводов мигрантов к ВВП [6-А].

5. Количество оборотов денежных средств (всех агрегатов) имеет тенденцию к снижению, а тенденция роста монетизации в Таджикистане не устойчивая, и имеет колебательный характер. Снижение скорости оборота массы денег свидетельствует о снижении ликвидности денежных агрегатов и их оборачиваемости. Обращение наличных денег в сравнении с другими денежными агрегатами в РТ высока. Поскольку наличные деньги регулярно используются в экономике, поэтому скорость их обращения больше, чем по сравнению с другими денежными агрегатами. При низкой уровне монетизации и ограниченной активности денежных агрегатов, в своей деятельности хозяйствующие субъекты и домашние хозяйства постоянно сталкиваются с дефицитом денежных ресурсов и с трудом обеспечивают свои потребности в финансировании. Дефицит или ограниченное денежное предложение вызывает нестабильность в экономике,

сдерживает товарооборот между участниками национальной экономики и затрудняет развитие рыночных механизмов. На наш взгляд, сложившаяся ситуация требует разработки комплекса научно-теоретических и практических мер для изменения данной ситуации [3-А].

6. Важными параметрами оценки денежно-кредитной политики становятся те критерии, которые способствуют поддержанию макроэкономической стабильности. К их числу относятся: ценовая стабильность, динамика ВВП, стабильность финансовой системы, темп экономического роста, уровень занятости, стабильность национальной валюты, денежная масса, стабильность финансовых рынков, положительный торговый баланс, качество кредитного портфеля, а также другие социально-экономические показатели, такие как доходы населения, неравенство, стабильность рынка труда и другие [8-А].

Рекомендации по практическому использованию результатов:

1. Повышение уровня успешности реализации денежно-кредитной политики является важнейшим аспектом политики, осуществляемой НБТ, базирующийся на определенной теоретической концепции. Регулирование и совершенствование денежно-кредитной политики необходимо для достижения макроэкономической стабильности и дальнейшего экономического развития страны. В противном случае неэффективная разработка данной политики приведет к неблагоприятной ситуации в национальной экономике. Поэтому разработка и реализация ДКП должна осуществляться с учетом особенностей национальной экономики и сложившейся в ней реальной ситуации [10-А].

2. Для достижения намеченных целей и решения поставленных задач в рамках новой денежно-кредитной политики Национальному банку Таджикистана важно внести изменения в инструменты монетарной политики в таком направлении, чтобы финансовые средства были направлены на реализацию долгосрочных инвестиционных проектов реального сектора экономики. В этой ситуации можно рассмотреть вариант внесения изменений в регулирующие нормы с тем, чтобы переориентировать денежные средства в долгосрочные инвестиционные проекты. Предложенный вариант скажется на деятельности

механизма передачи монетарной политики через процентные ставки, который будет смещаться в сторону влияния на долгосрочные процентные ставки. Затраты на заёмные средства, устанавливаемые центральным банком, окажут воздействие на процентные ставки, предлагаемые банками для кредитования, и, следовательно, на стоимость кредитных ресурсов для экономических агентов.

3. В ходе анализа изменения средневзвешенного валютного курса выявились определенные трудности, которые сказываются на эффективной реализации денежно-кредитной политики. Анализ динамики изменения валютного курса свидетельствует, что нестабильность национальной валюты (с 6,16 сом. в 2015 г. до 11,3 сом. в 2021 г.) указывает на уровень девальвации, который сопутствует инфляции. Этот контекст на местном рынке объясняется разнообразными факторами, включая значительный объем денежных переводов (который составил 20,5% от ВВП в 2021 году), негативное сальдо в платёжном балансе (в пропорции 33/67), обширное использование вне банковского денежного оборота (в размере 17,7%) и другие аспекты. Для решения этой проблемы следует снять валютные ограничения и преодолеть таможенные барьеры, содействовать активизации экспорта и лимитировать импорт, воздействуя на ценовую динамику товаров, а также управлять потоками капитала в страну и их перераспределения по отраслям национальной экономики.

4. Оптимизация процесса формирования и успешной реализации ДКП требует перехода от количественных показателей операционной деятельности (например, резервные деньги) к качественным операционным индикаторам – процентным ставкам, что содействует совершенствованию финансового рынка и повышению оперативности процентной политики Национального банка. В свою очередь путём реализации монетарных операций в лучшую сторону изменится состояние ликвидности банков, что снизит риски вопросов ликвидности и разницы в процентных ставках [5-А].

5. Национальный банк Таджикистана играет важную роль в системе государственного управления национальной экономикой, реализуя свои полномочия посредством денежно-кредитного регулирования. Покупая активы у

предприятий или обеспечивая кредитами коммерческие банки, он должен действовать разумно и оценивать последствия такой деятельности, поскольку это может существенно увеличить массу денег в экономике. Главная задача банка заключается в защите и поддержании устойчивости национальной валюты и ее покупательной способности, что, в свою очередь, может обеспечить соблюдение равновесия на денежно-кредитном рынке.

Два коррелирующих рынка: денежный и товарный взаимозависимы и при активном ведении денежной политики (включая изменение денежного предложения) правительство может воздействовать на них. В свою очередь, кредит и кредитные взаимоотношения оказывают влияние на объем и характер денежного обращения, а также связаны с оборотом капитала и коммерческой активностью предприятий, обеспечивая бесперебойность производства. Государственные меры, принимаемые для реализации денежно-кредитной политики ориентированы на достижение макроэкономической устойчивости на товарном и денежном рынках. Эти меры также способствуют сбалансированности объёмов спроса и предложения денег и обеспечивают равновесие экспортно-импортных операций [5-А].

6. Переход к режиму инфляционного таргетирования возможен только при совместных усилиях Национального банка и Правительства, ответственных за открытое регулирование инфляции. Одним из ключевых аспектов согласования мер денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики является обеспечение информационной базы для их взаимодействия, а также создание подходящей институциональной среды для координации макроэкономического регулирования. Это означает, что для эффективной работы и согласования этих политических инструментов необходимо обеспечить доступ к актуальным данным и информации, позволяющим анализировать текущее состояние экономики и выявлять необходимость корректировок в денежно-кредитной и налогово-бюджетной политике. Кроме того, важно создать подходящие институциональные механизмы и структуры, которые бы способствовали

сотрудничеству и взаимодействию между различными институтами, участвующими в макроэкономическом регулировании [б-А].

7. Алгоритм оценки эффективности денежно-кредитной политики показывает, что реализация данной политики является сложным процессом, в котором Национальный банк стремится достичь определенных целей, таких как финансовая и ценовая стабильность, с использованием различных инструментов и мер. Результаты этой оценки могут использоваться для корректировки политики и принятия мер по улучшению финансовой и экономической стабильности в стране. Поэтому в современной экономической реальности для оценки эффективности денежно-кредитной политики необходимо установить критерии, тесно связанные с социально-экономическим развитием страны.

8. Макроэкономические цели денежно-кредитной политики в Республике Таджикистан требуют разработки и осуществления комплексной стратегии, включающей разнообразные этапы планирования и прогнозирования. Прежде всего, это относится к формулировке долгосрочных целей денежно-кредитной политики, ориентированных на создание эффективных обязательств для проведения преобразований и достижения устойчивого экономического роста. Во-вторых, требуется провести мониторинг и анализ среднесрочных характеристик модернизации денежно-кредитных показателей, включая валютную и процентную политику, учитывая текущие характеристики макроэкономической обстановки. В-третьих, требуется создать эффективную систему текущего прогнозирования и управления ликвидностью банковской системы и сложившихся обстоятельств на денежном рынке. Мы считаем, что эта функциональная структура ДКП играет ключевую роль в обеспечении комплексного и системного подхода к денежно-кредитной политике и может способствовать достижению общих стратегических целей экономических преобразований в РТ.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ И ЛИТЕРАТУРЫ:

Нормативно-правовые акты

1. Закон Республики Таджикистан «О банковской деятельности» от 19 мая 2009 года, № 524. – Душанбе. – 45 с.
2. Закон Республики Таджикистан «О валютном регулировании и валютном контроле» от 13 июня 2013 года, № 964. – Душанбе. – 16 с.
3. Закон Республики Таджикистан «О микрофинансовых организациях» от 16 апреля 2012 года, №816. – Душанбе. – 18 с.
4. Закон Республики Таджикистан «О Национальном банке Таджикистана». Действующий закон. Дата принятия: 28.06.2011 // Ахбори Маджлиси Оли Республики Таджикистан, 1996 г., №24, ст.411; 2001 г., №4, ст.174; 2002 г., №11, ст.674; 2004 г., №11, ст.570; 2007 г., №7, ст.521а; 2009 г., №5, ст.381; 2011 г., №174): <http://nbt.tj/ru/laws>
5. Закон Республики Таджикистан «О рынке ценных бумаг» от 28 июня 2011 года, № 745. – Душанбе. – 57 с.
6. Закон Республики Таджикистан «О страховой деятельности» // Ахбори Маджлиси Оли Республики Таджикистан, 2016 г., №7, ст. 627; Законы Республики Таджикистан от 02.01.2018 г., №1487; от 02.01.2019 г., № 1573. Закон Республики Таджикистан от 23 июля 2016 года, № 1349 – Душанбе. – 44 с.
7. Закон Республики Таджикистан «Об исламской банковской деятельности» от 26 июля 2014 года, №1108 (с изменениями и дополнениями от 20.06.2019, №1627). Душанбе. – 4 с.
8. Конституция Республики Таджикистан от 6 ноября 1994 года с изменениями и дополнениями от 26 сентября 1999 года, 22 июня 2003 года и 22 мая 2016 г. (на таджикском и русском языках). – Душанбе: Гандж, 2016. – 136 с.
9. Национальная стратегия развития Республики Таджикистан на период до 2030 года. [Текст]. – Душанбе, 2016. – 89 с.
10. Прогноз денежно-кредитной политика Республики Таджикистан на 2020 год и среднесрочный период [Текст]: от 22 ноября 2019 года, № 1508. – Душанбе – 26 с.

11. Прогноз денежно-кредитной политика Республики Таджикистан на 2021 год и среднесрочный период [Текст]: от 25 ноября 2020 года, № 249. – Душанбе – 8 с.

12. Прогноз денежно-кредитной политика Республики Таджикистан на 2023 год и среднесрочный период [Текст]: от 1 декабря 2022 года, № 922. – Душанбе – 15 с.

13. Прогноз денежно-кредитной политики Республики Таджикистан на 2019 год и среднесрочный период [Текст]: от 23 ноября 2018 года, № 1217. – Душанбе – 28 с.

14. Программа среднесрочного развития Республики Таджикистан на 2016-2020гг. [Текст]. – Душанбе, 2016. – 253 с.

15. Стратегия денежно-кредитной и валютной политики Республики Таджикистан на период 2016-2020 годы [Текст]: от 14 февраля 2016 года, № 174. – Душанбе – 40 с.

16. Стратегия денежно-кредитной и валютной политики Республики Таджикистан на период 2021-2025 годы [Текст]: от 31 декабря 2020 года, № 175. – Душанбе – 11 с.

17. Стратегия развития платёжной системы Республики Таджикистан на 2015-2025 годы [Текст]: от 31 октября 2014 года, № 679. – Душанбе – 14 с.

Электронные источники [Электронный ресурс]:

18. Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://stat.www.tj/library/ru/structure_of_disbursements.xls (дата обращения: 18.10.2019 г.).

19. Аналитический журнал «Обзор макроэкономических показателей процентных ставок в Таджикистане за 2010-2015 гг.», Центрально-Азиатская фондовая биржа, Душанбе, 2016 г. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://case.com.tj/analitika/> (дата обращения: 08.01.2018)

20. Андрианов В.А., Ретроспективный анализ механизмов государственного регулирования инвестиционных процессов в Севастополе 2014 и Севастополе

2022 // Научные записки молодых исследователей. – 2022. – №3. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://elib.fa.ru/art2022/bv606.pdf>.

21. Банковский статистический бюллетень Национального банка Таджикистана: – декабрь, 2004/12 (113). – декабрь, 2005/12 (125). – декабрь, 2015/12 (245). – декабрь, 2016/12 (257). – декабрь, 2017/12 (269). – декабрь, 2018/12 (281). – декабрь, 2019/12 (293). – декабрь, 2020/12 (305). – Декабрь 2021, №12(316), Декабрь 2022, №12(329). [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://nbt.tj/tj/statistics/statistical_bulletin.php

22. Государственный комитет по инвестициям и управлению государственным имуществом Республики Таджикистан. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.investcom.t.j>.

23. ДКП государств – членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации. Современный доклад Евразийской экономической комиссии и Евразийского банка развития. Москва, Санкт-Петербург – 2017 г. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/>

24. Кейнс Дж.М. Трактат о денежной реформе. М.: Эксмо, 2007 г. // Электронный портал Российской государственной библиотеки. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://rusneb.ru/>

25. Корищенко К.Н., Структура и основные виды механизма кредитно-денежной трансмиссии // Финансы и бизнес. №5, 2005, [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://finbiz.spb.ru/download/3_2005_korisch.pdf (дата обращения 01.05.2017).

26. Классификации режимов валютных курсов и основы денежно-кредитной политики по группам стран. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm>

27. Краткий макроэкономический обзор и деятельность банковской системы РТ в 2021 году. Пресс-конференция НБТ. – 2.02.2022. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://tojikmatlubot.tj/shar%D2%B3i-myhtasari-makroi>

28. Леонтьева Е. Механизм денежно-кредитной трансмиссии в России: [Электронный ресурс]. Режим доступа: URL: www.cefir.ru/download.php?id=3403 (дата обращения: 13.04.2017).

29. Маневич В.Е. Денежное предложение в российской экономике//Бизнес и банки. - 2005. - №41. [Электронный ресурс]. Режим доступа: URL: http://www.ipr-ras.ru/old_site/articles/manev05-3.pdf

30. Моисеев С.Р. «Правила денежно-кредитной политики» // «Финансы и кредит». – 2002. – №16(106). [Электронный ресурс]. Режим доступа: (<http://www.mlarkin.ru/docs/articles03-019.pdf>).

31. Моисеев С.Р. Валютные интервенции. Международная практика и эффективность интервенций1 // Economics. – 2006. – №.11. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/moiseev_04_16.pdf (дата обращения: 15.04.2017).

32. Моисеев С.Р. «Правила денежно-кредитной политики» // «Финансы и кредит», 2002, август, №16(106), стр. 39 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.mlarkin.ru/docs/articles03-019.pdf>

33. Монетарный обзор НБТ. Департамент монетарной политики, исследования и развития. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.nbt.tj/ru/monetary_policy/shahri-tav/monetary_survey.php (3.06.2022.)

34. Обзор инфляции Республики Таджикистан за 2015-2022 гг. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://nbt.tj/ru/laws>

35. Отчет о состоянии государственного долга за 2021 и 2023 гг. Официальный сайт Министерство финансов Республики Таджикистан. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://moliya.tj/ru/otchet-o-gosudarstvennom-dolge/>

36. Официальная статистика Всемирного банка. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS> {12.12.2021 }

37. Платёжный баланс, международная инвестиционная позиция и валовой внешний долг РТ за 2022 года. Официальный сайт НБТ. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://nbt.tj/tj/payments_balance/trade_turnover.php

38. Послание Президента Республики Таджикистан, Лидера нации Эмомали Рахмона Маджлиси Оли Республики Таджикистан «Об основных направлениях внутренней и внешней политики республики» от 23.12.2022 г. Душанбе [Электронный ресурс]. Режим доступа: www.president.tj.

39. Послание Президента Республики Таджикистан, Лидера нации Эмомали Рахмона Маджлиси Оли Республики Таджикистан «Об основных направлениях внутренней и внешней политики республики» от 21.12.2021. [Электронный ресурс]. Режим доступа: www.president.tj. (дата обращения: 05.03.2022).

40. Постановление Маджлиси намояндагон Маджлиси Оли Республики Таджикистан «О прогнозе денежно-кредитной политики Республики Таджикистан на 2015 г.», официальный сайт Национального банка Таджикистана: [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://nbt.tj/ru/laws>

41. Потенциальный ресурс для наращивания человеческого капитала. Рогунская ГЭС: доклад Всемирного банка об экономике. Таджикистан, 2018. – 30 с. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pubdocs.worldbank.org/en/817421547182498715/Tajikistan-CEU-Fall-2018-FINAL-Rus.pdf>

42. Рыжкова М.В. Эволюция взглядов на гипотезу жизненного цикла // Известия Томского политехнического университета. – 2013. Т. 322. №6. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://core.ac.uk/download/pdf/53068958.pdf>

43. Статистический ежегодник Республики Таджикистан: АСПРТ. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.stat.tj/ru/economics-2/> – Душанбе, 2022. – 451 с.

44. Таджикистан: 30 лет государственной независимости (статистический сборник): АСПРТ. – [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.stat.tj/ru/economics-2/> – Душанбе, 2021. – 702 с.

45. Указ Президента Республики Таджикистан «О мерах по расширению безналичных расчётов» от 22 июня 2023 г. – №586, г. Душанбе 2023. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.president.tj/ru/node/30901>

46. Экономическая теория. Электронный учебник, под ред. акад. Видяпина В.И., акад. Журавлёвой Г.П. и др., гл. 19. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://el.tfi.uz/ru/et/g119.html>.

47. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://popecon.ru/260-kak-ruhnula-denezhnaja-sistema-dzona-lo.html>

48. [Электронный ресурс]. Режим доступа: URL: <http://www.nbrb.by/bv/articles/1584.pdf>

49. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://bibliotekar.ru/2-8-39-istoriya-economiki-1/70.htm>

50. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.interfax.ru/business/838074>

51. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/

52. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.nbrb.by/bv/articles/10071.pdf>

53. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm>

Монографии, учебники, учебные пособия:

54. Абель Э., Бернанке Б. Макроэкономика: Учебное пособие [Текст] / Э. Абель, Б. Бернанке. – СПб.: Питер, 2010. – С. 314.

55. Ананьин, О. И. Структура экономико–теоретического знания: методологический анализ [Текст] / О. Ананьин – Ин–т экономики. – М.: Наука, 2005. – С. 116.

56. Ашуров И.С. Аграрная реформа Республики Таджикистан. Монография / И.С. Ашуров. -М.: НИП-КЦ Восход, 2008. – 332 с.

57. Блауг М. Путеводитель по «Богатству народов» [Текст] / М. Блауг. – Экономическая мысль в ретроспективе = Economic Theory in Retrospect. — М.: Дело, 1994. – 627 с.

58. Долан, Э. Дж., Кэмпбелл, К.Д., Кэмпбелл, Р. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика [Текст] / Э. Дж. Долан, К.Д. Кэмпбелл, Р. Дж. Кэмпбелл. – М.-Л., 1991. – 446 с.

59. Ибрахимов И.Р. Теоретические основы государственного регулирования рынков малой открытой периферийной экономики (на примере Таджикистана) [Текст]: монография / И.Р. Ибрахимов. – Душанбе, 2018. – 157 с.

60. Иришев, Б.К. Денежно-кредитная политика: концепция и механизм [Текст] / Б.К. Иришев. – Алма-Ата: Гылым, 1990. – 178 с.

61. Исмаилов И.М. Некоторые вопросы стратегии денежно-кредитных и валютных отношений в Республике Таджикистан [Текст] / И.М. Исмаилов ТГУК, Душанбе, 2003. – 164 с.

62. Кейнс, Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег [Текст] / Дж. М. Кейнс. – М.: Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.

63. Кейнс, Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. Пер. с англ. [Текст] / Дж. М. Кейнс. – М.: Гелиос АРВ, 2002. С. 48-52.

64. Курс политической экономии II том. [Текст] / Досоциалистические способы производства. Под редакцией Н. А. Цаголова. - 3-е изд., перераб. и доп. – Москва, 1973. – 831 с.

65. Макконнелл, К.Р., Брю, С.Л. Экономикс. Т.I. [Текст] / К.Р. Макконнелл, С.Л. Брю. – Баку: Азербайджан, 1992. – 423 с.

66. Макконнелл К. Р., Брю С.А. Экономикс: принципы, проблемы и политика. В 2- х т. Т2 [Текст] / К.Р. Макконнелл, С.А. Брю. – М: Республика, 1992. – 325 с.

67. Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения. 2-с изд. Т. 23. [Текст] / К. Маркс, Ф. Энгельс. – М; Политиздат, 1987 – С. 34.

68. Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело. Пер. с англ. [Текст] / — М.: ИНФРА-М, 2000. — XXIV. С 456.

69. Моисеев С.Р. Денежно-кредитный энциклопедический словарь [Текст] / С.Р. Моисеев. – Москва: Дело и Сервис, 2006. – 384 с.

70. Моисеев С.Р. Кредитно-денежная политика: теория и практика [Текст] / С.Р. Моисеев. – М.: Экономист, 2005, - С. 140

71. Мышкин, Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков [Текст] / Ф. Мышкин. – М.: Аспект пресс, 1999. – 852 с.
72. Преображенский, Е.А. Теория падающей валюты. [Текст] / Е.А. Преображенский. – М.: Гос. изд-во, 1930. – 412 с.
73. Рахимов Р.К., Довгялло Я.П., Шарипов Б.М. Юсуфбеков Ю.Р. Макроэкономические пропорции и механизмы экономического роста в Республике Таджикистан (проблемы и основные направления совершенствования) [текст] / Р.К. Рахимов, Я.П. Довгялло, Б.М. Шарипов, Ю.Р. Юсуфбеков. – ОАО «Чопхонаи Дониш» – Душанбе, 2016. – 651 с.
74. Рахимов, Р.К. Проблемы развития переходной экономики Республики Таджикистан [Текст] / Р.К. Рахимов. – Душанбе: Дониш, 2012. – 813 с.
75. Словарь современной экономической теории Макмиллана. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 331с.
76. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов (кн. I-III) [Текст] / Адам Смит; пер. с англ, Е.М. Майбурда. – М.: Наука, 1993. – 572 с.
77. Стиглиц, Дж. Крутое пике. Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса [Текст] / Дж. Стиглиц. – М.: Эксмо, 2011. – 512 с.
78. Умаров, Х.У., Зарифова, З.С. Денежно-кредитные проблемы развития национальной экономики [Текст] / Х.У. Умаров, З.С. Зарифова. – Душанбе: Ирфон, 2005. – 138 с.
79. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика [Текст] / С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи / Пер. с англ. -М.: Дело ЛТД, 1995. – 864с.
80. Фридман, М. Капитализм и свобода [Текст] / М. Фридман / Пер. с англ. М.: Новое издательство, 2006. С. 63.
81. Фридман, М. Количественная теория денег [Текст] / М. Фридман / М.: Эльф пресс, 1996. С. 109.
82. Хайек Ф.А. Частные деньги [Текст] / Ф.А. Хайек / Пер. с англ. М.: Институт Национальной модели экономики, 1996. С. 175.

83. Шарипов Б.М. Тенденции формирования и развития финансового рынка в современном Таджикистане: Монография/ Б.М. Шарипов – Душанбе: «Дониш», 2022. – 488 с.

84. Шариф Р. Муомилоти пули ва карз [Матн] / Р. Шариф. – Душанбе: ЭР-граф, 2015. – 516 с.

85. Эеберг К.Т. Курс финансовой науки [Текст] / К.Т. Эеберг / Под ред. М.А. Курчинского. СПб., 1913. – 348 с.

Статьи и доклады:

86. Азизбоев Р.А. Использование внесистемных инструментов рефинансирования для поддержания экономического роста в Республике Таджикистан [Текст] / Р.А. Азизбоев // Бизнес. Образование. Право: Вестник Волгоградского института бизнеса. – 2017. – Май. – № 2 (39). – С. 114-117.

87. Азизбоев Р.А. Методические аспекты функционирования монетарного трансмиссионного механизма денежно-кредитного регулирования [Текст] / Р.А. Азизбоев // Вестник Таджикского национального университета. – Душанбе, 2019. – № 3. – С. 45-51.

88. Александров Д.Г. Скорость обращения денег как индикатор и стабилизатор современной рыночной экономики / Д.Г.Александров // Вопросы экономики, серия Финансовая аналитика, проблемы и решения, 2014. – №21 (207). – С.2-8.

89. Алиджанова С.А., Алиджанов Д.А. Оценка действия механизмов денежно-кредитной политики и их влияние на макроэкономическую динамику переходной экономики (на примере Республики Таджикистан) [Текст] / С.А. Алиджанова, Д.А. Алиджанов // Экономика. – С. 106-115.

90. Бабаджанов Д.Д., Азизбоев, Р.А. Влияние размера нормы обязательного резерва на прибыль коммерческого банка [Текст] / Д.Д. Бабаджанов, Р.А. Азизбоев // Научно-теоретический журнал «Вестник ТГУ ПБП». – Худжанд, 2021. – № 3 (88). – С. 5-13.

91. Барская П.В., Равчеева О.В. Политика таргетирования инфляции банка России и ее влияние на национальную экономику [Текст] / П.В. Барская, О.В. Равчеева // Сб. ст. участников VII Междунар. науч. студенч. конгресса «Проект

для России», 6-16 апреля 2016 года / под ред. О.В. Карамовой и А.П. Буевич; ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации». – М.: Финуниверситет, 2016. – С. 604-606.

92. Бердиев Р.Б., Алиева Т. Денежно-кредитная политика Национального банка Таджикистана [Текст] / Р.Б. Бердиев, Т. Алиева // Вестник ТНУ. - № 2/8 (215), 2016. – С. 10-14.

93. Булгаков С.Н. История экономических и социальных учений [Текст] / С.Н. Булгаков; [вступ. ст., сост. и примеч. В. В. Сапова]. — М.: Астрель, [2007]. — 992 с.: портр. — (Социальная мысль России). — Библиогр. в коммент.: с. 870-906.

94. Бураков Д.В. Крах теории денежного рынка. Эмпирические аномалии и теоретические иллюзии [Текст] / Д.В. Бураков // Вестник Института экономики РАН, 2016. – №1. – С. 29-47.

95. Вализода Ш.Ш. Рушди низоми пардохтии ғайринақдӣ ҳамчун омили кам кардани иқтисодиёти ғайрирасмӣ [Матн] / Ш.Ш. Вализода // Паёми Донишгоҳи давлатии тичорати Тоҷикистон. Душанбе, 2021. 4/2 (39) – С. 51 - 63.

96. Вализода Ш.Ш. Таҳлил ва арзёбии тамоюли рушди низоми пардохтии ғайринақдӣ дар давраи муосири Тоҷикистон [Матн] / Ш.Ш. Вализода // Паёми Донишгоҳи давлатии тичорати Тоҷикистон. Душанбе, 2023. 2/1 (46) – С. 93 – 105.

97. Вольчик В.В. Конкуренция научных школ или господство монополизма в сфере экономической теории [Текст] / В.В. Вольчик // Экономический вестник Ростовского государственного университета, 2008. Том 6. №4. – С. 51-59.

98. Гордиенов О.Е. Эволюция инструментов денежно-кредитного регулирования экономики [Текст] / О.Е. Гордиенов // Вестник Омского университета. Серия «Экономика» 2017. №4(60) – С. 26-33.

99. Картаев Ф.С., Филиппов А.П., Хазанов А.А. Экономическая оценка воздействия таргетирования инфляции на динамику ВВП [Текст] / Ф.С. Картаев, А.П. Филиппов, А.А. Хазанов // Новая экономическая ассоциация, 2016. – №1 (29). – С.107-129.

100. Каюмов Н.К., Назаров Т.Н., Махмудов И.И., Рахимов Р.К., Умаров Х.У. Глобализационные процессы и экономические проблемы Таджикистана [Текст] /

Н.К. Каюмов, Т.Н. Назаров, И.И. Махмудов, Р.К. Рахимов, Х.У. Умаров // Экономика Таджикистана: стратегия развития. – Душанбе, 2003. – № 4. – С. 5-64.

101. Коваленко О.В. Российский рынок межбанковского кредитования как элемент трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики [Текст] / О.В. Коваленко // Сборник докладов участников Первого Российского экономического конгресса. - М.: ИЭ РАН. - 2009. – С. 1-6.

102. Комилов А.К. Денежно-кредитное регулирование и его влияние на экономику [Текст] / А.К. Комилов // Экономика, социология и право. - 2017. - № 2. – С. 13-15.

103. Кузьмина В.С., Кузьмина О. Ю. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики: институты и каналы воздействия на экономику [Текст] / В.С. Кузьмина, О.Ю. Кузьмина // Материалы международной научно-практической конференции «Перспективы развития экономики и менеджмента» - 2016. – С. 7-15.

104. Малкина М.Ю. Уровень монетизации, структура денежной массы и качество денег в экономике (сравнительный анализ положения в России и зарубежных странах) [Текст] / М.Ю. Малкина // Финансы и кредит, 30(414) – 2010. – С. 2-10.

105. Матяс А.А. Инфляционное таргетирование и проблемы перехода на данный режим монетарной политики в Республике Беларусь [Текст] / А.А. Матяс // Основы экономики, управления и права, 2016. – №4 (4). – С. 54-60.

106. Мирзозода С.А. Анализ посткризисного состояния национальной экономики как фактора реализации кредитно-денежной политики [Текст] / С.А. Мирзозода // Вестник ТНУ. – Душанбе, 2018. - № 2 (2). – С. 60-63.

107. Мирзозода С.А. Теоретическое обоснование кредитно-денежной политики в посткризисный период развития национальной экономики [Текст] /С.А. Мирзозода// Рынок труда (научный журнал). – Душанбе, 2017. - № 2(33). – С. 95-103.

108. Мукимов К.М., Самиев С.Х. Систематизация продукта как эффективное условие государственного регулирования банковской деятельности [Текст] / К.М. Мукимов, С.Х. Самиев // Вестник ТНУ. – Душанбе, 2018. – № 3. – С. 63-66.

109. Муртазокулов М.Р. К вопросу исследования инструментов денежно-кредитного регулирования в экономике Таджикистана [Текст] / М.Р. Муртазокулов // Экономика, Вестник ТГУПБП. - Хучанд, 2010. – С. 79.

110. Никонова Ю.С., Власенко Р.Д. Анализ структуры и динамики денежной массы России [Текст] / Ю.С. Никонова, Р.Д. Власенко // Молодой учёный. - 2016. – №10 – С. 797-800.

111. Оразалинова М.Н. Теоретико-методологическое обоснование монетарного (денежно-кредитного) регулирования экономики [Текст] / М.Н. Оразалинова // Вестник Университета Туран. – 2015. – № 2 (66). – С. 219-224.

112. Полтерович В.М. Институциональные ловушки – результат неверной стратегии реформ [Текст] / В.М.Полтерович // Экономическая наука России, 1998. Приложение. – С. 23 (22–28).

113. Рахимзода Ш. Реформирование финансовой системы – необходимое условие развития экономики [Текст] / Ш. Рахимзода // Вестник ТНУ. Серия социально-экономических и общественных наук). – 2016. – № 2/9(218). – С.88-93.

114. Рахимзода Ш., Ашуров М.Н., Саидов К. Региональные особенности формирования и развития финансово-кредитной инфраструктуры Республики Таджикистан [Текст] / Ш. Рахимзода, М.Н. Ашуров, К. Саидов // Журнал Таджикского аграрного университета им. Ш. Шотемура. – 2019. – № 1 (81). – С. 183-188.

115. Рахимов Р.К. Теория и практика денежно-кредитной политики [Текст] / Р.К. // Вопросы экономики. 2004 г. – №2. – С. 49.

116. Рахимов Ш.М. Реформирование финансовой системы – необходимое условие развития экономики [Текст] / Ш.М. Рахимов // Вестник Таджикского национального университета. – 2016. – № 2/9 (218). – С. 89-97.

117. Рыкова И.А. Кризис современной экономической политики и уроки австрийской школы [Текст] / И.А. Рыкова // Финансы и кредит. – №34 (512). – Орлов, 2012. – С. 44-50.

118. Султонов З.С. Денежно-кредитные механизмы регулирования и развития экономики [Текст] / З.С. Султонов // Экономика Таджикистана. – Душанбе, 2017. – № 1. – С. 6-12.

119. Султонов З.С. Механизмы регулирования денежных отношений в условиях переходной экономики РТ [Текст] / З.С. Султонов // Материалы международной научно-практической конференции (30 октября 2019г.) на тему «Финансово-кредитные механизмы регулирования и развития экономики стран СНГ». Душанбе, РТСУ 2019. – С. 309-312.

120. Сухарев А.Н. Норма обязательных резервов для коммерческих банков: теория и практика [Текст] / А.Н. Сухарев // Финансы и кредит, 2017. – Т.23, №14. – С. 2456-2467.

121. Улугходжаева Х.Р., Мирзоев С.С. Факторы, влияющие на финансовую устойчивость коммерческих банков Республики Таджикистан [Текст] / Х.Р. Улугходжаева, С.С. Мирзоев // Вестник ТНУ. Серия социально-экономических и общественных наук, 2019. - № 2. – С. 5-8.

122. Умаров Х.У., Джалолов Ш.А. Методологические вопросы измерения финансовой и денежно-кредитной безопасности [Текст] / Х.У. Умаров, Ш.А. Джалолов // ФЭС: Финансы. Экономика, 2017. - № 12. – С. 5-11.

123. Умаров Х.У., Обидова М.Р. Регулирующая роль национального банка Таджикистана в условиях неравновесного состояния денежного рынка [Текст] / Х.У. Умаров, М.Р. Обидова // национальные экономические системы в контексте формирования глобального экономического пространства. Сборник научных трудов. Симферополь, 2022. – С. 530-533

124. Усманова Т.Дж. Денежно-кредитная политика – важный инструмент регулирования экономики [Текст] / Т.Дж Усманова // Материалы республиканской научно-практической конференции (28 октября 2016 г.) на тему

«Денежно-кредитная политика Таджикистана: показатели, проблемы и перспективы». Душанбе, ТНУ 2016. – С. 25-29.

125. Усманова Т.Дж. Денежно-кредитная политика – один из важнейших инструментов регулирования экономики: анализ теоретических подходов [Текст] / Т.Дж. Усманова // Материалы международной научно-практической конференции (30 октября 2019г.) на тему «Финансово-кредитные механизмы регулирования и развития экономики стран СНГ». Душанбе, РТСУ 2019. – С. 329-333.

126. Усманова Т.Дж. Денежно-кредитная политика государство и ее воздействия на стабильность экономики [Текст] / Т.Дж. Усманова // Материалы II-ой международной научной конференции (13-14 марта 2015 г.) на тему «Перспективы и факторы обеспечения устойчивого развития экономики». Худжанд, 2015. – С. 414-420.

127. Усманова Т.Дж. Денежно-кредитная политика и выбор индикаторов для ее проведения [Текст] / Т.Дж. Усманова // Материалы республиканской научно-практической конференции (27-28 апреля 2011 г.) на тему «Финансовая реформа за 20 лет государственной независимости РТ». Душанбе, 2011. – С. 21-32.

128. Фишер И. Покупательная сила денег [Текст] / И. Фишер // Сост., вступ. статья М.К. Бункина, А.М Семенов. - М.: Дело, 2001. – С. 45.

129. Фролов А.В. Денежная трансмиссия при капиталистическом и административно-плановом развитии экономики [Текст] / А.В. Фролов // Уникальные исследования XXI века. – 2015. – № 7 (7). – С. 267.

130. Хафизов Ш.И. Монетарная политика как разновидность стабилизационной политики государства в современных условиях [Текст] / Ш.И. Хафизов // Вестник ТНУ. - № 2/10 (152). – С. 107-108.

131. Шарипов Б.М. Теоретические основы денежно-кредитных механизмов экономического роста [Текст] / Б.М. Шарипов // Вестник ТНУ (научный журнал). – Душанбе: СИНО, 2016. - № 2/7 (213). – С.159, 160-161.

132. Шарипов Б.М., Вализода Ш.Ш., Проблемы и тенденция развития безналичной платежной системы в Республики Таджикистан [Текст] / Б.М. Шарипов, Ш.Ш. Вализода // «Механизмы обеспечения финансовой устойчивости

кредитных организаций в условиях индустриализации и инновационной экономики» // Международной научно-практической конференции (10-го февраля 2023 года) – Душанбе, Типография ТНУ, 2023 г. – С. 435.

133. Шарифов П.О. Особенности денежно-кредитной политики Республики Таджикистан [Текст] / П.О. Шарипов // Вестник Таджикского национального университета. (Спецвыпуск посвящен 20-летию Независимости Республики Таджикистан.) – Душанбе: «Сино» - 2011 г. – №6 (70). – С. 107-114.

134. Шарифов, П.О., Солахзода А.А., Инструментарий и оценка реализации денежно-кредитной политики в Республике Таджикистан [Текст] / П.О. Шарифов, А.А. Солахзода // Вестник Таджикского национального университета. Серия социально-экономических и общественных наук. – Душанбе, 2019. – №10/2. – С. 11-18.

135. Эюбов З.В. Понятие и каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки национальной экономики [Текст] / З.В. Эюбов // Журнал «Вестник экономической интеграции» - Москва: 2014, №1 (70).

136. Эюбов З.В. Приоритетные цели и инструменты денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки национальной экономики [Текст] / З.В. Эюбов // Известия. Национальной Академии Наук Азербайджана. Серия Экономических наук - Баку: 2012, №1.

Диссертации и авторефераты:

137. Азизбоев, Р.А. «Роль инструментов денежно-кредитного регулирования в обеспечении экономического роста (на материалах РТ)» [Текст]: дис. на соис. уч. степени к.э.н. по спец. 08.00.07. – Финансы, денежное обращение и кредит / Р.А. Азизбоев, Душанбе – 2022. – 194 с.

138. Алиджанова, С.А. Механизмы реализации денежно-кредитной политики в обеспечении макроэкономической стабилизации (на примере переходной экономики Республики Таджикистан) / С.А. Алиджанова // автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.01. – Худжанд, 2014. – 24 с.

139. Алиджанова, С.А. Механизмы реализации денежно-кредитной политики в обеспечении макроэкономической стабилизации (на примере переходной экономики Таджикистана) [Текст]: дис. на соис. уч. степени кан. экон. наук. 08.00.01. / С.А. Алиджанова – Худжанд, 2014 г. – С. 48-52.

140. Ахмедов, М.Р. Совершенствование механизма взаимодействия банковской сферы и реального сектора в экономике Таджикистана (на примере банковского кредитования) [Текст]: диссертация кандидата экономических наук: 08.00.10 / М.Р. Ахмедов – Худжанд, 2018. – 144 с.

141. Ганиев, Р.Г. Организационно-экономические аспекты оказания банковских услуг населению в условиях рыночной экономики (на материалах Республики Таджикистан): автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.05 / Р.Г. Ганиев. – Душанбе, 2016. – 25 с.

142. Грачев, Г.В. Инструменты денежно-кредитной политики банка России в условиях экономической нестабильности [Текст]: дис. канд. экон. наук: 08.00.10 / Грачев Г.В. – СПб., 2016. – 175 с.

143. Иброхимов, И.Р. Теоретические основы государственного регулирования рынков малой открытой периферийной экономики (на примере Таджикистана) [Текст]: диссертация доктора экономических наук: 08.00.01 / Душанбе, 2018. – 362 с.

144. Мирзозода, С.А. Совершенствование денежно-кредитной политики Таджикистана в современных условиях развития национальной экономики [Текст]: дис. на соис. уч. степени кан. экон. наук по спец. 08.00.10. / С.А. Мирзозода – Душанбе, 2020. – 167 с.

145. Ризокулов, Т.Р. Теоретико-методологические особенности преодоления стагфляционных процессов в трансформационной экономике (на примере Республики Таджикистан) / Т.Р. Ризокулов // автореф. дис. докт. экон. наук по спец. – Душанбе, 2009. – 44 с.

146. Ризокулов, Т.Р. Теоретико-методологические особенности преодоления стагфляционных процессов в трансформационной экономике (на примере

Республики Таджикистан) [Текст]: диссертация доктора экономических наук: 08.00.01 / Т.Р. Ризокулов – Худжанд, 2009. – 405 с.

147. Саадулаева, Т.А. Совершенствование денежно-кредитной политики России в современных условиях [Текст]: дис. кан. экон. наук: 08.00.10. / Т.А. Саадулаева – М., 2014. – С. 18-19.

148. Хайрзода, Ш.К. Развитие банковской системы Республики Таджикистан в условиях финансовой нестабильности (теория, методология и практика) / Ш.К. Хайрзода // автореф. дис. докт. экон. наук: 08.00.10 – Душанбе, 2021. – 114 с.

149. Халимов Л.М. Совершенствование механизма банковского ценообразования (на материалах коммерческих банков Республики Таджикистан) / Л.М. Халимов // автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.10. – Душанбе, 2021. – 32с.

150. Шарипов Б.М. Теоретическо-методологические аспекты формирования и развития финансового рынка в переходной экономике (на примере Республики Таджикистан) [Текст]: дис. на соис. уч. степени док. экон. наук по спец. 08.00.01. – / Б.М. Шарипов – Душанбе, 2019. – 489 с.

151. Шарифов П.О. Теоретические и практические аспекты макроэкономического регулирования национальной экономики в условиях открытости (на примере монетарных, фискальных и внешнеэкономических инструментов в РТ) [Текст]: дис. на соис. уч. степени кан. экон. наук по спец. 08.00.01. / П.О. Шарипов – Душанбе, 2020. – 180 с.

152. Шарифов П.О. Теоретические и практические аспекты макроэкономического регулирования национальной экономики в условиях открытости (на примере монетарных, фискальных и внешнеэкономических инструментов в Республике Таджикистан) / П.О. Шарипов // автореф. дис. канд. экон. наук. – Душанбе – 2021. – 28 с.

153. Эюбов З.В. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки национальной экономики: (на примере Азербайджана) / З.В. Эюбов // автореф. дис. канд. экон. наук. – Москва – 2015. – 26 с.

Источники на английском языке:

154. Barm R. Inflation and economic growth. NBER Working Paper 5326. October 1995. URL: nber.org.
155. Bordo, M. Schwartz, A. David Laidler on monetarism / NBER working paper series. Massachusetts Avenue Cambridge, 2006. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w12593/w12593.pdf
156. Brinkmeyer H. Transmission channels of monetary policy // Drivers of Bank Lending. - Springer Fachmedien Wiesbaden, 2015. - С. 7-17.
157. Brunner K, Meltzer A. Money and the Economy: Issues in Monetary Analysis, Cambridge University Press. 1997. – p.253.
158. Crow J.W., «The Work of Canadian Monetary Policy» // «Bank of Canada Review», 1988, №2, pp.3-17. (См. т.ж. «Eric John Hansen Memorial Lecture Series», Vol. II, 1988, Winter, Edmonton, Alberta; Department of Economics, University of Alberta. — <http://www.uofaweb.ualberta.ca/economics/pdfs/Hanson-JCrow-Text.pdf>).
159. D. Hume: Political Essays (Cambridge Texts in the History of Political Thought). Cambridge University Press, 1752. – 428p
160. M.Friedman, A.Schwartz. Money and Business Cycles. – «The State of Monetary Economic», National Bureau of Economic Research, Studies in Business Cycle. №12 (Princeton University Press, 1963). P. 860
161. Milton F., A.J.Schwartz, A monetary history of the United States 1879-1960. National Bureau of Economic Research, Studies in Business Cycle. №12 (Princeton University Press, 1963). P. 860
162. Murray R. The Case for a 100 Percent Gold Dollar. Washington, DC: Libertarian Review Press, 1974. P. 14.
163. The money changers, currency reform from Aristotle to e-cash / edited by David Boyle, Earthscan Publications Ltd. 2002. P. 174-177.
164. World Economic and Financial Surveys/Regional Economic Outlook. Caucasus and Central Asia. Update, may, 2018. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/REO/MECA> {дата обращения: 15.08.2019}

ПЕРЕЧЕНЬ НАУЧНЫХ ПУБЛИКАЦИЙ СОИСКАТЕЛЯ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ

I. Статьи, опубликованные в рецензируемых и рекомендованных ВАК при Президенте Республики Таджикистан журналах:

[1-А]. Газиев, М.Н. Сиёсати пулию қарзӣ – механизми танзими давлатии иқтисодиёти Тоҷикистон [Матн] / М.Н. Газиев // Паёми Донишгоҳи миллии Тоҷикистон. Бахши илмҳои иҷтимоӣ-иқтисодӣ ва ҷамъиятӣ. – Душанбе, 2019. – №3 (1). – С. 64-70. – 0,37 ҷ.ч.

[2-А]. Газиев М.Н. Таҳлили вазъи муосир ва самтҳои асосии сиёсати пулию қарзӣ дар иқтисодиёти Тоҷикистон. [Матн] / М.Н. Газиев // Паёми Донишгоҳи технологии Тоҷикистон (маҷаллаи илмӣ - амалӣ). Бахши иқтисодӣ. – Душанбе, 2021. – №4 (47). – С. 177-185. – 0,5 ҷ.ч.

[3-А]. Газиев М.Н. Таҳлили сохтори ҳаҷми пул ва низоми ҳисоббаробаркуниҳои ғайринақдӣ дар иқтисодиёти Тоҷикистон. [Матн] / М.Н. Газиев // Паёми Донишгоҳи давлатии тичорати Тоҷикистон (маҷаллаи илмӣ). Бахши иқтисодӣ. – Душанбе, 2020. – №2 (31). – С. 40-46. – 0,37 ҷ.ч.

[4-А]. Газиев, М.Н., Усманова Т.Дж. Основные цели современной денежно-кредитной политики Таджикистана. [Текст] / Т.Дж. Усманова, М.Н. Газиев // Вестник Таджикского государственного университета коммерции (научный журнал) – Душанбе, 2022. - №4 (43). – С. 300-306. – 0,43 п.л.

[5-А]. Газиев, М.Н. К вопросу исследования факторов, влияющих на эффективность функционирования денежно-кредитной политики [Текст] / М.Н. Газиев // Доклады Национальная Академия наук Таджикистана. Отделение общественных наук – Душанбе, 2022. - №4 (020). – С. 95-101. – 0,43 п.л.

[6-А]. Газиев, М.Н. Режим инфляционного таргетирования и ее применение в денежно-кредитной политике Республики Таджикистан [Текст] / М.Н. Газиев // Вестник Таджикского государственного университета коммерции (научный журнал) – Душанбе, 2023. - №1 (45). – С. 235-244. 0,6 п.л.

II. Научные статьи, опубликованные в сборниках и других научно-практических изданиях:

[7-А]. Ғозиев М.Н., Ҳасанов А.Р. Хусусиятҳои сиёсати пулиро қарзи Чумхурии Тоҷикистон [Матн] / М.Н. Ғозиев, А.Р. Ҳасанов // Паёми Донишгоҳи технологияи Тоҷикистон (маҷаллаи илмӣ - амалӣ). Баҳши иқтисодӣ. – Душанбе, 2018. – №1 (32). – С. 111-116. – 0,37 п.л.

[8-А]. Газиёв, М.Н. Особенности реализации денежно-кредитной политики Республики Таджикистан [Текст] / М.Н. Газиёв // Материалы республиканской научно-практической конференции (26-27 апреля 2019 г.) на тему «Актуальные проблемы индустриализации Республики Таджикистан: проблемы и стратегии». – Душанбе, ТУТ, 2019. – С. 42-48. – 0,43 п.л.

[9-А]. Газиёв, М.Н. Особенности денежной массы и ее структура в экономики Таджикистана [Текст] / М.Н. Газиёв // Материалы VI Международной научно-практической конференции «GLOBAL SCIENCE AND INNOVATIONS 2019: CENTRAL ASIA» (VII ТОМ) / Қўраст.: Е. Ешим, Е. Абиев т.б.– Нур-Султан, 2019. – С.155-159. – 0,31 п.л.

[10-А]. Газиёв, М.Н., Ҳасанов А.Р. Основные направления денежно-кредитной политики Республики Таджикистан [Текст] / М.Н. Газиёв, А.Р. Ҳасанов // Вестник Технологического университета Таджикистана (научный журнал). Сектор экономика. – Душанбе, 2019. – №2 (37). – С. 156-162. – 0,43 п.л.

[11-А]. Газиёв, М.Н. Эволюция теории денежно-кредитной политики и вопросы государственного регулирования [Текст] / М.Н. Газиёв // Материалы международной научно-практической конференции (30 октября 2019 г.) на тему «Финансово-кредитные механизмы регулирования и развития экономики стран СНГ». – Душанбе, РТСУ, 2019. – С. 72-77. – 0,31 п.л.

[12-А]. Газиёв, М.Н., Ҳасанов А.Р. Денежно-кредитная политика в системе государственного регулирования экономики Республики Таджикистан [Текст] / М.Н. Газиёв, А.Р. Ҳасанов // Сборник трудов республиканской научно-практической конференции на тему «Социально-экономические и

организационно-технические основы развития строительного комплекса в РТ». – Душанбе, ГТУ, 2019. – С. 105-110. – 0,37 п.л.

[13-А]. Газиев, М.Н. Факторы формирования денежно-кредитной политики и их влияние на экономический рост [Текст] / М.Н. Газиев // Материалы республиканской научно-практической конференции (30 февраля 2020 г.) на тему «Современные тенденции денежно-кредитных отношений и их влияние на экономическое развитие». – Душанбе, ИТПУ, 2019. – С. 79-83. – 0,31 п.л.

[14-А]. Газиев М.Н. Татбиқи ҳисоббаробаркуниҳои ғайринақдӣ – омили рушди иқтисодиёти миллӣ [Матн] / М.Н. Газиев // Маводи конференсияи илмӣ-амалии ҷумҳуриявӣ (24-25 апрели соли 2020) дар мавзӯи «Афзалиятҳои рақобатии иқтисоди миллӣ ҳангоми гузариш ба модели навини рушди иқтисодӣ», Қисми 2. – Душанбе, ДТТ, 2020. – С. 61-65. – 0,31 п.л.

[15-А]. Газиев, М.Н. Особенности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и его влияния на экономический рост [Текст] / М.Н. Газиев // Материалы республиканской научно-практической конференции (23-24 апреля 2021 г.) на тему «Реализация ускоренной индустриализации Республики Таджикистан как четвертой цели национальной стратегии: проблемы и пути их решения». Часть 2. – Душанбе, ТУТ, 2021. – С. 39-43. – 0,31 п.л.

[16-А]. Газиев М.Н., Усманова Т.Дж. Особенности денежно-кредитной политики и её воздействия на экономический рост [Текст] / Т.Дж. Усманова, М.Н. Газиев // Материалы международной научно-практической конференции (18-19 ноября 2022 г.) на тему Ускоренная индустриализация Республики Таджикистан во взаимосвязи с объявлением “Двадцатилетие изучения и развития естественных, точных и математических наук в сфере науки и образования”. – Душанбе, ТУТ, 2022 – С. 130-135. – 0,37 п.л.