

В диссертационный совет 6D. КОА-004 при  
Таджикском национальном университете  
по адресу: 734025, г. Душанбе, ул. Буни Хисорак  
(студенческий городок, учебный корпус 8)

### О Т З Ы В

официального оппонента доктора экономических наук, доцент Шарифзода Бахром Махмуд на диссертационную работу Газиева Мухиддина Нуридиновича на тему «Теоретические аспекты формирования денежно-кредитной политики и особенности ее реализации в современных условиях Республики Таджикистан», представленной на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.01 – Экономическая теория (08.00.01.01 – Общая экономическая теория (политическая экономия)).

#### 1. Соответствие диссертации специальностям и научным направлениям, по которым диссертация представлена к защите

Содержание, новизна и результаты диссертационного исследования Газиева Мухиддина Нуридиновича на тему «Теоретические аспекты формирования денежно-кредитной политики и особенности ее реализации в современных условиях Республики Таджикистан» соответствует специальности 08.00.01 – Экономическая теория (08.00.01.01 – Общая экономическая теория (политическая экономия)) и ее пунктам:

- 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.

#### 2. Актуальность темы исследования

Актуальность диссертационного исследования определяется тем, что денежно-кредитная политика занимает особое место в системе макроэкономического регулирования и обеспечения содействия динамичному и устойчивому экономическому росту в рамках малой и открытой экономики



Таджикистана, особенно в современных условиях, когда влияние внешних факторов и новых глобальных и региональных вызовов оказывает существенное отрицательное воздействие на нее, препятствуя достижению национальных целей развития и росту благосостояния населения страны. В этом контексте, для минимизации отрицательного влияния преимущественно внешних факторов на базе мобилизации внутренних ресурсов и резервов, важна разработка и реализация научно-обоснованной денежно-кредитной политики, которая сама выступает важнейшим фактором обречения не только устойчивости экономического роста, но и разрешения совокупности социально-экономических внутренних и внешних задач, включая сокращение уровня безработицы до естественного уровня за счет создания новых продуктивных рабочих мест и производств, обеспечения продовольственной и энергетической безопасности, ускоренное развитие промышленности, роста уровня жизни населения, в так же поддержание устойчивого платежного баланса и равновесного значения обменного курса национальной валюты, в совокупности обеспечивая рост конкурентоспособности национальной экономики и ее способность эффективной адаптивности к изменяющимся внешним условиям. То есть, в современных условиях качество разработанной и реализуемой денежно-кредитной политики и ее эффективность приобретает особо важное значение как важнейшего элемента в системе государственного регулирования. Так, диссертантом верно подчеркивается тот факт, что Лидер нации, Президент Республики Таджикистан, уважаемый Эмомали Рахмон в своем послании Парламенту 23 декабря 2022 года отмечал, 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».

В условиях вопросы научно-обоснованного разработки и формирования денежно-кредитной политики приобретают особую актуальность, и в данном ракурсе весьма важными являются теоретическое обоснование процессов формирования денежно-кредитной политики и определение особенностей ее реализации в современных условиях, с учетом того, что темпы инфляции, оказывающее влияние на важнейшие параметры развития национальной экономики, зависят не только от эффективных действий монетарных властей, но и иных органов государственного регулирования, учитывая воздействие на ее динамику и колебания совокупности немонетарных факторов.

В этой связи исследование и выявление наиболее эффективных направлений осуществления денежно-кредитной политики и ее координации в рамках реализуемых налогово-бюджетной, инвестиционной,



внешнеэкономической и иных политик, является необходимым условием для создания благоприятных условий по обеспечению перехода к устойчивому экономическому развитию как основы для повышения уровня благосостояния населения страны, и ее перехода к разряд стран со средним уровнем дохода в глобальной экономике.

### **3. Степень новизны результатов, полученных в диссертации и научных положений, представленных к защите**

Научная новизна исследования заключается в теоретическом обосновании формирования и эффективной реализации денежно-кредитной политики, необходимости ее координации с реализуемыми налогово-бюджетной, инвестиционной, внешнеэкономической и иных политик, определении направлений и особенностей их проведения, выборе совокупности наиболее эффективных инструментов регулирования в современных условиях для малой открытой экономики Таджикистана.

Наиболее существенные результаты, которым присуще элементы научной новизны, представлены в следующем:

1. обобщены результаты обобщения различных школ и концептуальных положений по денежно-кредитной политике, уточнено и обогащено её социально-экономическое содержание, обоснована ее роль в обеспечении устойчивого экономического роста и определено, что она оказывает существенное влияние на формирование благоприятной макроэкономической ситуации;

2. предложена авторское толкование понятия денежно-кредитной политики - «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»;

3. выявлена степень влияния денежно-кредитной политики на макроэкономические показатели Республики Таджикистан и то, 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.; помимо монетарных факторов, на колебание и уровень инфляции оказывают влияние и немонетарные факторы, преимущественно носящие внешней характер; особенностями денежно-



кредитной политики в современных условиях экономики Таджикистана являются отсутствие ее тесной координации с фискальной политикой;

4. проведен анализ реализации денежно-кредитной политики и использования монетарных инструментов, который выявил, что в современных условиях их можно оценить как эффективные, хотя в отдельные элементы демонстрируют механизм нейтральности, включая ставку рефинансирования и нормы обязательных резервов, которые проявляют слабую степень влияния на формирование совокупности рыночных процентных ставок и ликвидность в банковском секторе и экономике, на рост кредитных вливаний в экономику и рост ВВП, расширение доступности кредитов;

5. разработана авторская модель трансмиссионного механизма реализации денежно-кредитной политики, отличающаяся тем, что демонстрирует ее влияние на макроэкономическую динамику с уточнением монетарного воздействия на финансовый и реальный сектора экономики, где основным каналом монетарного воздействия НБТ на развитие экономические процессы в экономике выступает денежный канал, посредством регулирования резервных денег;

6. определены пути совершенствования денежно-кредитной политики с учетом реализации режима инфляционного таргетирования и расширения ее инструментальной базы, включая разработку методики оценки ее эффективности в рамках национальной экономики.

#### **4. Структура и объем диссертации.**

Диссертационная работа Газиева Мухиддина Нуридиновича на тему «Теоретические аспекты формирования денежно-кредитной политики и особенности ее реализации в современных условиях Республики Таджикистан», включает Введение, три главы и восемь параграфов, заключение и список использованной литературы, в том числе научные публикации автора. Диссертация изложена на 184 страницах, иллюстрирована 18 таблицами, 26 рисунками. Список использованной литературы содержит 164 наименований.

**Во введении** обоснованы актуальность и научная значимость исследуемых вопросов, охарактеризовано состояние их разработанности, обозначены цели, объект и предмет исследования, дана авторская гипотеза, сформулированы пункты научной новизны, теоретико-практическая значимость полученных научных результатов, приведена информация об апробации и публикациях автора диссертационной работы.

В первой главе – «**Теоретические основы исследования формирования и развития денежно-кредитной политики**» – обобщены научно-теоретические результаты исследования на базе использования эволюционного подхода к



концептуальным положениям различных экономических школ по денежно-кредитной политике, теории денег, определены совокупность факторов, влияющие на формирование денежно –кредитной политики, а также конкретизированы принципы ее формирования, основные цели и инструменты денежно-кредитного регулирования (с.17-68).

В диссертационной работе автором глубоко проанализирована эволюция развития денежно-кредитных отношений в разные исторические периоды, вследствие чего сформировались различные подходы и концепции (в том числе, американская школа И. Фишера, австрийская школа Г. Кассела, лозаннская школа Л. Вальраса, кембриджская школа А.Маршалла и А.Пигу, чикагская школа Дж. Тобина, монетаристская школа М. Фридмана и т.д.) к определению роли денег в экономике и их влиянию на основные макроэкономические параметры, разработке и формированию денежно-кредитной политики, совокупности ее инструментов, как одну из важнейших форм воздействия государства на экономику. (с. 17-38). Научное обобщение теоритического наследия, в том числе современного периода, позволило автору предложить авторское толкование понятия денежно-кредитной политики, которое обогатило теорию денег и денежно-кредитного регулирования экономики (с.35).

Важным достоинством диссертации является определение совокупности факторов, влияющих на формирование и реализацию денежно-кредитную политики, включая разработку авторской их классификации с разделением на следующие группы: финансово – экономические, организационно-экономические, социальные, внешнеэкономические и политические. Это позволило автору выявить и оценить влияние внешних и внутренних факторов на разработку и эффективную реализацию проводимой денежно-кредитной политики, выработать научно-обоснованные меры по ее совершенствованию в средне и долгосрочной перспективе на базе комплексного подхода, с учетом реализации монетарной и иных политик во взаимодействии. (с.38-49).

В ходе исследования автором дана классификация целей денежно-кредитной политики Национального банка Таджикистана, включая поддержание стабильно-низкой инфляции как текущей операционной цели, содействие росту реального ВВП, снижению безработицы и обеспечению равновесного уровня курса национальной валюты как стратегических целей в средне и долгосрочной перспективе, которые должны быть основаны на учете и следовании в ходе реализации ДКП пяти основным принципам, отраженном в работе, включая публичное определение количественной цели по инфляции в рамках перехода к режиму инфляционного таргетирования, использования прямых и косвенных инструментов ее регулирования.



Важным достоинством исследования является разработка авторской классификации режимов (валютное, монетарное и инфляционное таргетирования) и соответствующих инструментов, используемых при реализации денежно-кредитной политики в современном Таджикистане, включая выявление их положительных и отрицательных последствий и границ использования с учетом изменения внешней и внутренней среды и изменения стратегических целей и задач ДКП. (с.49-68).

Во второй главе – «Анализ влияния монетарных инструментов на макроэкономические показатели Республики Таджикистан» проведен анализ и дана оценка современного состояния реализации денежно-кредитной политики в Республике Таджикистан, эффективности использования совокупности инструментов ДКП, а также предложен авторский подход к оценке воздействия трансмиссионного механизма на ДКП и макроэкономическую динамику в стране (с.69-129).

Объективный анализ реализации денежно-кредитной политики в современных условиях позволил автору определить, что Национальный банк Таджикистана использует режим инфляционного таргетирования с целью обеспечения внутренней устойчивости цен посредством использования совокупности инструментов (ставки рефинансирования, норм обязательных резервов, операций на открытом рынке, валютных интервенций и закупок и т.д.). На базе применения авторской методики, путем сравнения целевой инфляции с ее фактическим уровнем, выявлено, что НБТ за период 2012-2022 годы обеспечил эффективную реализацию денежно-кредитной политики. (с. 69-75).

Автором проведен научно-обоснованный анализ практики регулирования объема и структуры денежного предложения, включая уровень монетизации экономики Таджикистана, изменения объема и структуры денежных агрегатов, скорости их оборачиваемости, значений денежных мультипликаторов) и динамики резервных денег в рамках реализуемой ДКП с использованием совокупности ее инструментов с обоснованным критическом контексте (с. 76-91).

Выявлено, что ставка рефинансирования и изменение норм обязательных резервов ограничено воздействует на изменение процентных ставок по кредитам и рост сбережений; влияние кредитных вливаний на рост ВВП незначителен; реализуемая денежно-кредитная политика слабо влияет на развитие реального сектора национальной экономики. (с.91-102). В этой связи, особо важным является выводы автора, что «имеет смысл рассмотреть путь трансформации политики «жестких денег» в более оптимальную и долгосрочную форму» (с.102); из общего количества вложений большая часть кредитных вложений отчисляется потреблению ... в 2022 г. доля потребительских кредитов составила 38,9%; если в



2015 году доля кредитов в объеме ВВП составила 19,31%, то в 2022 году данный показатель снизился до 11,79% и т.д. (с. 103-108). В этой связи, важным является вывод автора, что «Стратегия Национального банка Таджикистана в этом контексте предполагает ..., что в периоды спада производства можно стимулировать предпринимательскую активность» (с.108-110), то есть проведение контр-циклической и антикризисной политики.

Важным результатом работы является изучение теории и различных концепций трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и ее основных каналов передачи сигналов (Кейнса Дж., Тобина Дж., Модильяни Франко, Корищенко К.Н., Коваленко О.В.), что позволило автору дать собственную теоретическую модель по механизму трансмиссии денежно-кредитной политики, включая процентные, валютные, денежные и кредитные каналы в конечном итоге влияя на уровень занятости и безработицы, уровень инфляции, объем ВВП и на экономический рост (с. 110-129).

В третьей главе – **«Основные направления совершенствования денежно-кредитной политики Таджикистана в условиях усиления влияния внешних шоков»** разработаны и предложены приоритетные направления по совершенствованию денежно-кредитной политики, развитию инструментальной базы в рамках использования режима инфляционного таргетирования в условиях усиления влияния внешних шоков на малую открытую экономику Таджикистана в средне и долгосрочной перспективе (с.130-157).

Так, автором на основе анализа действующих режимов ДКП в отдельных развитых и развивающихся странах и их целевых ориентиров, разработана и предложена концептуальная модель денежно-кредитной политики, которая включает контр-циклические меры воздействия на монетарные условия, где главной целью определен рост ВВП; при корректировке целевых значений инфляции необходимо учитывать инфляционные ожидания; воздействие немонетарных факторов, которые проявляются в результате воздействия внешних потрясений, в виде роста мировых цен на продукты питания и энергоресурсы и т.д. (с.130- 142).

В данном контексте, автором предложена комплексная система мероприятий по реализации на практике концептуальной модели денежно-кредитной политики, которая предусматривает охват всех сфер государственной власти, не ограничиваясь рамками Национального банка Таджикистана, и взаимосвязи монетарных и фискальных мер воздействия на экономику (с. 143-148). В этом контексте, важен вывод автора о том, что «... 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» (с.148).

Для оценки эффективности реализации ДКП автором предложен разработанный алгоритм (с.153-154), который основан на проведении поэтапного анализа «взаимосвязи различных социально-экономических показателей, учитывая заданные цели данной политики».

В заключении, по итогам проведенного исследования автором обобщены совокупность теоретических положений и предложены научно-обоснованные практические рекомендации по совершенствованию денежно-кредитной политики для условий Республики Таджикистан (с.158-163).

#### **5. Обоснованность и достоверность выводов и рекомендаций, указанных в диссертации**

Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, содержащихся в диссертации Газиева Мухиддина Нуридиновича на тему «Теоретические аспекты формирования денежно-кредитной политики и особенности ее реализации в современных условиях Республики Таджикистан», обеспечивается глубоким и всесторонним анализом научных трудов отечественных и зарубежных ученых, применения современной методологии, общепризнанных методов и инструментария научных исследований, корректной постановкой целей и задач, использованием данных официальной статистики, включая материалы Национального банка Таджикистана и Агентства по статистике при Президенте Республики Таджикистан, других авторитетных источников, их обобщением и научной аргументацией.

Диссертационное исследование носит законченный и целостный характер, все исследуемые в работе задачи решены и цель исследования достигнута, а поставленная гипотеза нашла свое научное подтверждение.

Диссертационное исследование содержит совокупность научно-теоретических положений и практических рекомендаций по совершенствованию денежно-кредитной политике для условий Республики Таджикистан, что свидетельствует о личном вкладе автора в развитие теории денег и денежно-кредитного регулирования экономики.

#### **6. Научная, практическая, экономическая и социальная значимость результатов диссертации с указанием рекомендаций по их использованию**

Научная значимость диссертационного исследования заключается в том, что его отдельные положения (касательно роли и понятия денежно-кредитной политики, ее трансмиссионного механизма, режимов ее проведения, включая инфляционного таргетирования, концептуальный подход по совершенствованию



денежно-кредитной политики в рамках режима инфляционного таргетирования в средне и долгосрочной перспективе и др.) способствуют развитию теории денег и денежно-кредитного регулирования национальной экономики в условиях усиления воздействия на нее внешних шоков и факторов в рамках глобализации мировых связей.

Разработанные автором теоретические положения могут быть использованы в рамках политик и инструментов государственной экономической политики и ее составляющих, в учебном процессе в высших учебных заведениях экономического профиля, учеными и специалистами при решении теоретических и практических задач денежно-кредитного регулирования экономики и ее важнейших секторов, включая финансовый и реальный. Основные исследовательские выводы были представлены и обсуждены на международных и республиканских научно-практических конференциях.

**Практическая значимость** исследования заключается в возможности применения совокупности предложенных рекомендаций при разработке мер по совершенствованию денежно-кредитной политике, в повседневной деятельности Национального банка Таджикистана, а также иных органов государственной власти в рамках деятельности Национального совета по финансовой стабильности в Республике Таджикистан.

Результаты исследования применено автором при чтении 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.

**Экономическая значимость** диссертации заключается в возможности получения огромных экономических выгод от реализации научно-обоснованных мер по совершенствованию денежно-кредитной политики, включающее скоординированную деятельность Национального банка Таджикистана и иных органов государственной власти в рамках деятельности Национального совета финансовой стабильности Республике Таджикистан, в который входят министр экономического развития и торговли РТ (Председатель Совета), министр финансов РТ (заместитель Председателя Совета), Председатель Правления НБТ (координационный секретарь), Председатель Фонда страхования сбережений физических лиц (постоянный член Совета), представитель Исполнительного аппарата Президента РТ (независимый наблюдатель Совета), что позволит превентивно поддерживать низкое значение инфляции, обеспечивать финансовую макростабильность, выявлять риски и разрабатывать



скоординированные меры по минимизации их воздействия на экономику, в том числе антикризисные, содействуя стабильной и предсказуемой деятельности всех экономических субъектов, роста их конкурентоспособности и эффективности, притоки дополнительных внутренних и внешних инвестиций, обеспечивая рост конкурентоспособности национальной экономики и повышение уровня благосостояния населения.

**Социальная значимость** исследования заключается в возможности создания новых рабочих продуктивных мест и производств в национальной экономике, роста заработной платы, создания условий для диверсификации доходов населения, формирования среднего класса и роста его доли, включая формирование инвестиционного поведения в рамках реализации научно-обоснованных мер по совершенствованию денежно-кредитной политики.

#### **7. Публикация результатов диссертации в рецензируемых научных изданиях**

Публикации диссертанта по теме исследования отражают ее содержание, полученные выводы и рекомендации. По результатам исследования диссертантом опубликовано 16 научных статей, в том числе 6 статей в рецензируемых журналах, рекомендованных ВАК при Президенте Республики Таджикистан.

Основные результаты научного исследования неоднократно обсуждались на международных, республиканских и внутривузовских конференциях.

#### **8. Соответствие оформления диссертации требованиям Высшей аттестационной комиссии при Президенте Республики Таджикистан**

Диссертация соискателя соответствует критериям получения ученой степени кандидата экономических наук, подготовки диссертации и экспертизы диссертации в Диссертационном совете и другим требованиям регламента ВАК при Президенте Республики Таджикистан, который утвержден постановлением Правительства Республики Таджикистан № 267 от 30 июня 2021 года.

Диссертация написана в научном стиле, с использованием принятой терминологии, оформление диссертации не требует поправки.

Автореферат полностью соответствует содержанию диссертации. Существенные моменты содержания работы внесены в автореферат, являющиеся основным предметом защиты.

#### **9. Замечания к диссертационному исследованию**

Несмотря на значимые положительные достижения диссертационного исследования, необходимо отметить ряд недостатков, к которым относятся:



1) Качество диссертации дополнительно повысилось, если бы автором была приведена классификация целей денежно-кредитной политики, их иерархия и взаимосвязи во взаимодействии.

2) Проведенному автором анализу реализации денежно-кредитной политики и использования ее инструментов в условиях режима инфляционного таргетирования в Таджикистане присущ суженный подход, так как недостаточно исследована особая роль и значимость операций на открытом рынке как основного инструмента сдерживания инфляции и инфляционных ожиданий субъектов рынка.

3) Автором исследования верно отмечено наличие весомой доли влияния немонетарных факторов (до 60%) на динамику и колебание уровня инфляции (как в сторону повышения, так и ее понижения) в условиях Республики Таджикистан, однако ограничено рассмотрены их виды и совокупность инструментов воздействия на них.

4) Согласно рис. 3.5. (с.143) реализация макроэкономической политики, включая регулирование (стимулирование и сдерживание) воздействия на национальную экономику ограничивается использованием только монетарных и фискальных мер, оставляя без внимания как иные меры немонетарного характера, так и других субъектов регулирования и иные подвиды политики.

5) Не все значимые результаты исследования нашли отражение в разделе Заключения.

6) В диссертации имеются некоторые логически противоречивые положения и выводы автора при трактовке одних и тех же явлений, и при составлении отдельных таблиц и рисунков допущены технические погрешности.

Однако, вышеуказанные замечания носят рекомендательный характер и не снижают теоретического и практического уровня диссертационного исследования.

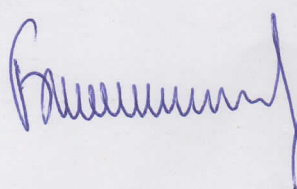
## 10. Общее заключение по диссертации

В целом Диссертационная работа Газиева Мухиддина Нуридиновича на тему: «Теоретические аспекты формирования денежно-кредитной политики и особенности ее реализации в современных условиях Республики Таджикистан», представленной на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.01 – Экономическая теория (08.00.01.01 – Общая экономическая теория (политическая экономия)) является самостоятельной, логически завершенным исследованием, которое выполнено на актуальную, теоретически и практически значимую тему, обладает признаками научной новизны, диссертация и автореферат диссертации соответствуют требованиям



«Порядка присуждения ученых степеней и присвоения ученых званий (доцента, профессор)» ВАК при Президенте Республики Таджикистан, а ее автор Газиев Мухиддин Нуридинович заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.01 – Экономическая теория (08.00.01.01 – Общая экономическая теория (политическая экономия)).

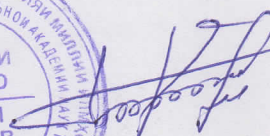
**Официальный оппонент,  
Главный научный сотрудник  
Института экономики и демографии  
Национальной академии наук  
Таджикистана, д.э.н., доцент**



**Шарифзода Б.М.**

**Подпись д.э.н., доцента Б.М. Шарифзода подтверждаю:**

**Зав. Отделом кадров  
Института экономики и демографии  
НАНТ**



**Курбонов Э.**

« 23 » 04 2024 г.