

## УСЛОВИЯ ПРИМЕНЕНИЯ РЕЖИМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ И ЕГО РЕАЛИЗАЦИЯ В РЕСПУБЛИКЕ УЗБЕКИСТАН

*Фаттахова Муниса Абдухамитовна*

*Ст.п.кафедры «Банковское дело»*

*Ташкентский государственный экономический университет*

*[m.fattakhova@tsue.uz](mailto:m.fattakhova@tsue.uz)*

*+99890 9206707*

*Рахматова Нозимахон Зокир кизи*

*студентка 2 курса финансового факультета*

*Ташкентский государственный экономический университет*

*п. [rakhmatova@tsue.uz](mailto:rakhmatova@tsue.uz)*

*+998 97 764 59 04*

**Аннотация:** *Статья посвящена анализу инфляционного таргетирования как инструмента монетарной политики, в ней также рассматриваются различные режимы таргетирования инфляции, включая инфляционное, денежное, валютное и таргетирование номинального ВВП. В статье также анализируется процесс перехода к инфляционному таргетированию в Республике Узбекистан, включая шаги, предпринятые Центральным банком для внедрения этой политики, и вызовы, связанные с реформами. Описываются инструменты, используемые в инфляционном таргетировании, и влияние на экономику, а также отмечается важность прозрачности и ответственности центральных банков в процессе реализации этой политики для достижения целей, таких как ценовая стабильность и устойчивый экономический рост.*

**Ключевые слова:** *Центральный банк, режимы таргетирования, индекс потребительских цен, инфляция, МВФ, денежно-кредитная политика.*

### I. ВВЕДЕНИЕ

Сегодня в мире ценовая стабильность является основной задачей центральных банков при проведении денежно-кредитной политики в режиме инфляционного таргетирования. Формирование четкой зоны ответственности центрального банка и повышение его подотчетности перед обществом в сочетании с ясностью целеполагания обусловили широкое распространение таргетирования инфляции в мире с начала 1990-х годов. По данным МВФ<sup>1</sup>, в настоящее время денежно-кредитную политику в рамках таргетирования инфляции де-юре или де-факто проводят центральные банки 47 стран и интеграционных объединений 2 (Европейский Союз). По оценкам за 2023 год, на эти страны приходится около 70% мирового ВВП. И практически все из них относятся к странам с высоким или средним уровнем дохода, согласно классификации Всемирного банка.

Слово «Target» происходит из английского языка, и означает «цель». В режиме инфляционного таргетирования устанавливается целевой показатель инфляции (таргет).

С начала 1990-х годов таргетирование инфляции имела тенденцию развития в двух направлениях:

<sup>1</sup> См. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (2022).

Постепенное усиление прозрачности политики со стороны центральных банков путем информирования общества публикациям отчетов о целевых показателях по денежно-кредитной политике и инфляции, а также публичными выступлениями должностных лиц центральных банков.

Направленность денежно-кредитной политики на среднесрочную перспективу в прогнозе инфляционных ожиданий, т.е. на 2-3 года, где возможно незначительное повышение цен в среднесрочном периоде, но не постоянное.

Одним из стран-пионеров, перешедшим к таргетированию инфляции стал Резервный банк Новой Зеландии в 1989 году. К началу 2000-х годов переход к данному режиму был осуществлен практически во всех стран с развитой экономикой, а среди развивающихся стран первопроходцем в этом стал Чешский национальный банк в 1997 года. Среди стран - членов БРИКС, помимо Банка России, таргетирования инфляции официально придерживаются Резервный банк Индии, Центральный банк Бразилии и Резервный банк ЮАР, в то время как Народный банк Китая за последние десятилетия заметно изменил подходы к проведению денежно-кредитной политики, несколько приблизив их к подходам, применяемым в рамках таргетирования инфляции, и продолжает дальнейшее развитие. По данным МВФ, в 2000 г. политики инфляционного таргетирования придерживались 13 стран, в 2006 г. – уже 22, а в 2020 г.– 45 (без учета еврозоны). По состоянию на 2024 год, денежно-кредитную политику в рамках таргетирования инфляции де-юре или де-факто проводят центральные банки 47 стран. По оценкам за 2023 год, на эти страны приходится около 70% мирового ВВП (Рисунок 1). И практически все из них относятся к странам с высоким или средним уровнем дохода, согласно классификации Всемирного банка.



**Рисунок 1. Тенденция перехода стран к политике инфляционного таргетирования с 2000 по 2024 годы, в количествах<sup>2</sup>**

<sup>2</sup> данные из сайта МВФ, <https://www.imf.org/ru/Home>.

## II. МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В мировой практике различают следующие виды режимов таргетирования: Инфляционное таргетирование. При инфляционном таргетировании центральным банком страны (регулятором) устанавливается конкретная цель (таргет, целевой уровень) или допустимый диапазон инфляции. Меры применяются государством при отклонении от целевого уровня. Для разных стран таргеты инфляции различаются. Несмотря на то, что четкого понятия оптимальной инфляции в экономической науке не существует, исторические данные свидетельствуют, что страны с развитой экономикой чаще всего устанавливают таргет по инфляции на уровне 2%, а страны с формирующимся рынком — от 3% и выше.

Денежное (монетарное) таргетирование. Таргетирование денежного предложения означает установление центральным банком целевых ориентиров роста денежной массы в целом и денежных агрегатов в частности. Управляя денежными агрегатами, центральный банк влияет на ключевые макроэкономические показатели (инфляция, безработица и экономический рост). Сейчас динамика денежных агрегатов чаще всего используется регуляторами в качестве аналитической информации наряду с другими макроэкономическими данными.

Таргетирование валютного курса. Оно предполагает фиксацию курса в определенном диапазоне через привязку номинальной или реальной стоимости национальной валюты к стоимости товара, как правило, золота, или к стоимости других, стабильных валют. Удержание валютного курса в целевом диапазоне требует от регулятора постоянных активных действий, таких как, например, валютные интервенции, ускорение или замедление девальвации местной валюты. Существенными минусами валютного таргетирования может стать полное вытеснение национальной валюты, а также зависимость экономики страны, которая его проводит, от экономики другой страны, валюта которой была выбрана в качестве якоря.

Таргетирование номинального ВВП. Центральный банк обозначает своей целью определенное значение номинального ВВП и использует инструменты для роста экономики. Например, при замедлении экономического роста центральный банк допускает большую инфляцию, чтобы стимулировать экономику к росту. И наоборот, при перегреве экономики вследствие слишком быстрого экономического роста регулятор старается замедлить темпы инфляции. Конечная цель таргетирования ВВП — сбалансированный экономический рост. Помимо вышеназванных, в качестве возможных целей политики центрального банка могут быть и другие показатели, например безработица или национальный доход. Таргетирование номинального ВВП считается экономистами эффективной политикой в профилактике шоков предложения.

По классификации МВФ, различают полноценное (полнофункциональное) инфляционное таргетирование (full-fledged inflation targeting), эклектичное

инфляционное таргетирование (eclectic inflation targeting) и облегченное инфляционное таргетирование (inflation targeting lite).

Таблица 1

**Степень гибкости инфляционного таргетирования<sup>3</sup>**

Характеристика	Инфляционное таргетирование		
	Полноценное	Эклектичное	Облегченное
Доверие к органы денежно-кредитной политики	Среднее и высокое	Высокое	Низкое
Определенность инфляционной цели	Высокое	Довольно низкое	Низкое
Гибкость в отношении других целей	Низкое	Высокое	Высокое

Денежно-кредитные органы в странах, практикующих полноценное таргетирование инфляции, имеют высокий или близкий к высокому уровень доверия среди участников рынка и имеют четко определенный целевой показатель инфляции на определенный период времени и обязательство его придерживаться. Данного вида таргетирования придерживаются такие страны, как: Бразилия, Канада, Чехия, Норвегия, Польша, Швеция, Великобритания и Южная Африка.

Эклектичное инфляционное таргетирование позволяет поддерживать инфляцию на достаточно низком и стабильном уровне без полной прозрачности и целевой отчетности. Это возможно в условиях высокой финансовой стабильности и позволяет поддерживать на адекватном уровне другие макроэкономические переменные, такие как занятость, экономический рост и платежный баланс. К странам, использующим эклектичный режим, относятся Алжир, Индонезия, Румыния, Сингапур, Словакия, Швейцария, Япония и др.

Облегченное таргетирование инфляции рассматривается как переходный режим, практикуемый в некоторых развивающихся странах в периоды структурных экономических реформ. Его особенность заключается в том, что монетарные власти заявляют о возможных широких пределах инфляционных колебаний. Этот режим используют страны, которые еще не выработали четких целевых ориентиров инфляции, а устанавливаемые ориентиры ясно не обозначены.

Таргетирование состоит из следующих взаимосвязанных этапов:

- публичное объявление монетарными властями среднесрочного значения ориентира (таргета);

<sup>3</sup> Carare A., Stone M. R. Inflation targeting regimes II IMF. 2003. Working Paper No 9. P. 21.

- признание цели приоритетной над всеми остальными;
- выбор эффективного инструментария для достижения цели, который служит в том числе информационным сигналом для экономических агентов и влияет на их ожидания;
- переход к открытой и прозрачной политике;
- высокая степень информирования о планах, объектах и решениях;
- исключительная ответственность и отчетность ЦБ о действиях, направленных на достижение поставленной цели.

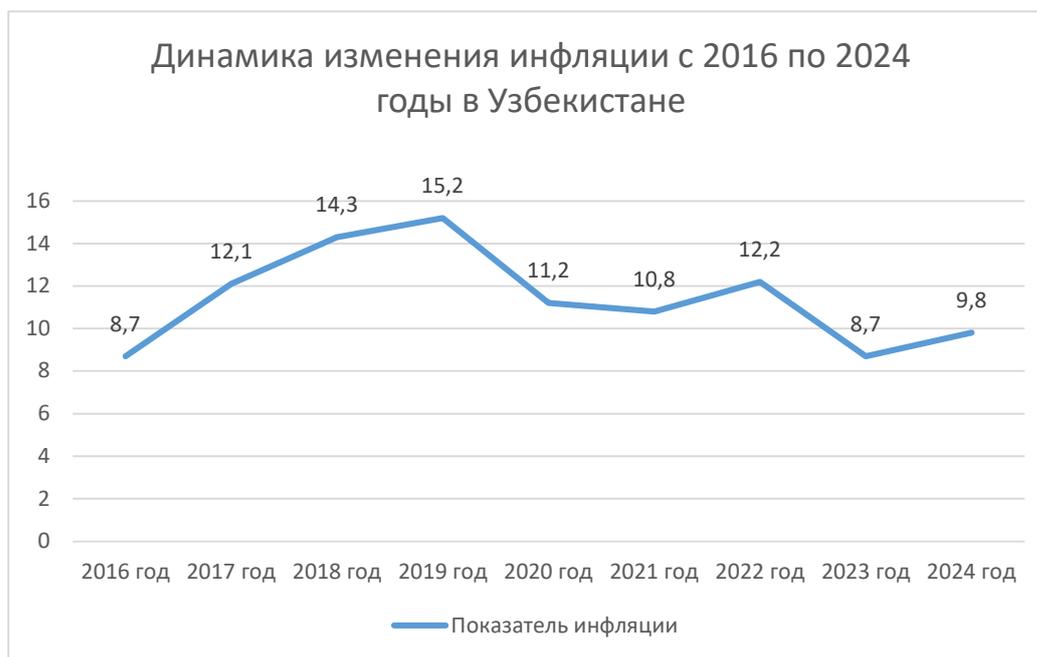
### III. АНАЛИЗ И РЕЗУЛЬТАТЫ

Отличие инфляционного таргетирования от других режимов монетарной политики характеризуется двумя основными особенностями: во-первых, Центральные Банки должны соблюдать мандат по достижению ценовой стабильности, который имеют только они. Стабильность цен, в этом случае, принимает форму некоего обязательства по достижению количественного целевого показателя инфляции. Обозначение единого целевого показателя инфляции подразумевает, что ценовая стабильность является основной целью денежно-кредитной политики, а его количественное определение отражает тактические намерения монетарных властей управлять инфляцией.

Во-вторых, еще одной целью денежно-кредитной политики является прогнозирование инфляции во времени, то есть на определенный период времени. Поскольку инфляция частично предопределена в краткосрочной перспективе, денежно-кредитная политика может повлиять только на ожидаемую будущую инфляцию. Изменяя денежно-кредитную политику на основе новой информации, центральный банк воздействует на ожидаемую инфляцию, постепенно приближаясь к своему целевому показателю инфляции. Таким образом, со временем фактическая инфляция будет доведена до целевого уровня.

Денежно-кредитная система Республики Узбекистан формировалась поэтапно, при этом инфляция всегда являлась объектом государственного регулирования. Переход к инфляционному таргетированию является сложной задачей, поскольку Узбекистан все еще находится в процессе глубоких структурных реформ. С 2017 года власти приступили к реализации амбициозной программы реформ, включающей либерализацию внешней торговли, цен и валютного рынка, реформирование операций правительства и налоговой системы, а также создание надежной статистики. Во время перехода от плановой к рыночной экономике, помимо традиционного инфляционного давления со стороны спроса и издержек, на инфляцию влияли и другие структурные факторы. Например, либерализация цен и следующие за ней относительные корректировки цен ускоряют темпы инфляции. Аналогичным образом, негибкость рынков товаров и труда и индексация цен, как правило, способствуют росту инфляции в странах с переходной экономикой. Стоит отметить, что доминирование монетаристского подхода в экономической науке в течение

последних лет оказало значительное влияние на инфляцию и в Узбекистане (рисунок 2).



**Рисунок 2. Динамика изменения инфляции в разрезе 8 лет в Республике Узбекистан, в процентах.<sup>4</sup>**

Инфляция считается серьезной социально-экономической проблемой, влияние которой на экономическое развитие страны весьма значительно и однозначно, она крайне негативна для экономики и социальной сферы, поскольку дезорганизует воспроизводство. В декабре 2019 года ЦБ объявил, что инфляционное таргетирование будет внедрено к 2023 году. Хотя переход на ИТ начался еще в 2017-2018 годах, в январе 2020 года ЦБУ принял официальную ИТ стратегию<sup>5</sup>, определяющую переход на ИТ. В документе подчеркивается, что «Центральному банку Республики Узбекистан с 1 января 2020 года обеспечить поэтапный перевод механизмов денежно-кредитной политики на режим инфляционного таргетирования с установлением цели снижения инфляции до 10 % в 2021 году и постоянной цели (таргет) по инфляции на уровне 5 % в 2023 году.

Стратегия также предусматривает:

- тесную координацию между ЦБУ и Кабинетом министров для устранения препятствий на пути эффективного перехода к ИТ;
- план корректировки оставшихся регулируемых цен до (как минимум) уровня возмещения затрат;
- сокращение предоставления кредитов на льготных условиях, и
- сохранение общего фискального дефицита на уровне ниже 1,5 процента ВВП. Прогресс в реализации этой стратегии был неравномерным.

<sup>4</sup> Данные государственного комитета Республики Узбекистан по статистике (<https://nsdp.stat.uz>)

<sup>5</sup> 1 Указ Президента № 5877 от 19 ноября 2019 года постановление «О совершенствовании денежно-кредитной политики с поэтапным переходом на режим инфляционного таргетирования».

В то время как ЦБУ успешно реализует стратегию в областях, находящихся под его контролем, прогресс в некоторых областях, требующих действий правительства - таких как кредитная политика или тарифы на коммунальные услуги - еще не достигнут.

После 2017 года, когда активная денежно-кредитная политика заменила прежнюю привязку, резервы банков стали операционным целевым показателем ЦБУ, позже их заменили на основную ставку и межбанковские процентные ставки. Совсем недавно ЦБУ также начал готовить прогнозы ликвидности, несмотря на недостатки в наличии данных и реформировал свои операции постоянного доступа, объединив кредитные операции и введя механизм депозитов овернайт, в соответствии с рекомендациями технического содействия МВФ<sup>6</sup>.

В начале 2020 года ЦБУ ввел новую систему операций на открытом рынке (ООР), которая с тех пор используется для предоставления ликвидности (валютные СВОПЫ и аукционы РЕПО) и абсорбирования ликвидности (депозиты и аукционы ценных бумаг ЦБУ). Благодаря этим изменениям, а также увеличению объема операций на межбанковском рынке, ЦБУ удалось удержать межбанковскую ставку в пределах процентного коридора, определяемого на основе инструментов овернайт ЦБУ. Кроме этого, в последние годы ЦБУ значительно активизировал свою коммуникационную деятельность. ЦБУ стал более прозрачным в отношении целей и мер денежно-кредитной политики, чтобы повысить доверие и лучше закрепить инфляционные ожидания. В качестве первого шага ЦБУ ежегодно публикует Основные направления денежно-кредитной политики, в которых описываются цели и принципы политики на ближайшие 3 года, а также приводятся подробные прогнозы и сценарии. Кроме того, как отмечалось выше, после каждого заседания правления ЦБУ проводит пресс-конференцию и выпускает пресс-релиз. Объем этого пресс-релиза увеличился, в нем объясняются события и обоснование любых принятых решений. С 2018 года ЦБ публикует ежеквартальный обзор денежно-кредитной политики, в котором содержится всесторонний анализ экономических и финансовых событий, подробная информация о денежно-кредитной политике, а также обновленный экономический прогноз. Кроме того, с 2018 года ЦБУ начал публиковать на ежемесячной основе денежно-кредитную и финансовую статистику, а также ежеквартальный статистический бюллетень, включающий более широкий набор статистических данных.

В большинстве стран в качестве показателя при оценке инфляции используется индекс потребительских цен - показатель, учитывающий влияние цены на определенные группы товаров и услуг. Некоторые страны, чтобы избежать влияния шоков, используют для таргетирования базовую инфляцию, в которой не учитываются цены на продукты питания. На сегодняшний выбор индекса если потребительских цен в качестве индикатора инфляции Центральным банком обусловлен тем, что он лучше характеризует изменение

<sup>6</sup> Техническое содействие МВФ (Февраль, 2019).

стоимости важным жизни и его динамика влияет на формирование инфляционных ожиданий субъектов экономики.

#### IV. ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

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

Стоит отметить, что сокращение долларизации требует усиления стимулов для сбережений в национальной валюте. Международный опыт указывает на ряд мер, которые могут быть эффективными в снижении долларизации и повышении привлекательности национальной валюты. В некоторых исследованиях подчеркивается сочетание мер - политики макроэкономической стабильности, пруденциальной политики и развития рынков капитала - которые являются важнейшими составляющими для успешного укрепления доверия к национальной валюте и банковской системе и снижения степени долларизации. Примеры конкретных мер включают установление более высоких резервных требований по депозитам в иностранной валюте, повышение страховых взносов по долларовым депозитам, установление резервных требований по депозитам в иностранной валюте в национальной валюте, ужесточение требований по созданию резервов по кредитам в иностранной валюте, а также развитие рынка инструментов для хеджирования валютных рисков. Большая доля государства как в банковском секторе, так и в экономике в целом, в сочетании с государственными программами кредитования сдерживают трансмиссию денежно-кредитной политики. В переходный период крайне важно признать эти факторы ограничительными в проведении денежно-кредитной политики и применении инструментов, а также работать с правительством над снижением роли государства в экономике.

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

## V. СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Умарова Х. Инфляционное таргетирование как фактор развития денежно-кредитной политики страны // *Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar* (Economics and Innovative Technologies): ilmiy elektron jurnali. – 2023. – № 1 (00063).
2. Малкина М.Ю. Инфляционные процессы и денежно-кредитное регулирование в России и за рубежом: Учебное пособие. – М.: Инфра-М, 2012. – 310 с.
3. Толстолесова Л.А. Инфляционное таргетирование: преимущества и ограничения использования // МНИЖ. – 2015. – № 11-1 (42). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/inflyatsionnoe-targetirovanie-preimuschestva-i-ogranicheniya-ispolzovaniya> (дата обращения: 15.02.2025).
4. Зеленева Е.С. Инфляционное таргетирование и его альтернативы в современных российских условиях // *Вестник Евразийской науки*. – 2020. – № 1. – URL: <https://esj.today/PDF/32ECVN120.pdf> (доступ свободный).
5. Инфляционное таргетирование. Образовательный веб-сайт по финансовой грамотности Центрального банка Узбекистана. – URL: <https://finlit.uz/ru/articles/monetary-policy/inflation-targeting/>
6. Таргетирование: что это, зачем нужно и как влияет на инфляцию // РБК. – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/62bb275e9a7947bde5d53cf9?from=copy>
7. Цель по инфляции в 5% переносится на вторую половину 2026 года — Центробанк Узбекистана // *Газета.uz*. – 2024. – 31 октября. – URL: <https://www.gazeta.uz/ru/2024/10/31/scenarios/>
8. Муайяд аль Расаси, Эзекиль Кабесон. Переход Узбекистана на режим инфляционного таргетирования // Рабочий документ МВФ 2022/229. – Международный Валютный Фонд, 2022.