

336.5(043.3)

Д-86

W

АССОЦИАЦИЯ БАНКОВ УЗБЕКИСТАНА  
БАНКОВСКО-ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ  
РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

На правах рукописи  
УДК 336.741.236.2(575.1)

**Душаев Бахтиёр Муминович**  
**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ**  
**ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ В РЕСПУБЛИКЕ УЗБЕКИСТАН**

Специальность:  
08.00.07 — «Финансы, денежное обращение и кредит»

**А В Т О Р Е Ф Е Р А Т**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Их. №	91705
«02»	04. 2004 г.

Ташкент — 2004

336.5(043.3)

A-86

Работа выполнена  
на кафедре «Денежное обращение и кредит»  
Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан

- Научный руководитель:** Доктор экономических наук,  
профессор **Ачилов М. Ф.**
- Официальные оппоненты:** Доктор экономических наук,  
профессор **Номозов О. Ш.**  
Кандидат экономических наук,  
профессор **Каралиев Т. М.**
- Ведущая организация:** Центральный банк Республики  
Узбекистан

Защита состоится «30» апреля 2004 года в 15<sup>00</sup> часов  
на заседании Объединенного специализированного совета  
К.005.25.01. при Банковско-финансовой академии Республики  
Узбекистан по адресу: 700000, г. Ташкент, ул. Х. Оринова, 16.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Бан-  
ковско-финансовой академии Республики Узбекистан.

Автореферат разослан «30» марта 2004 г.

Ученый секретарь  
специализированного совета,  
к.э.н., доцент



А. УСАНОВ

## 1. Общая характеристика работы

**В в е д е н и е.** Ограничение управленческих функций государства и его административного вмешательства в экономику является одним из приоритетных направлений либерализации экономики и углубления экономических реформ в Узбекистане. В этих условиях особое значение приобретает денежно-кредитное регулирование экономики, которое является важным звеном в системе государственного регулирования. В то же время переход к рыночной экономике в нашей республике предполагает среди приоритетных экономических предпосылок необходимость глубоких изменений в самом механизме государственного денежно-кредитного регулирования экономики. Организация эффективного механизма регулирования экономики посредством денежно-кредитных инструментов с учетом экономического положения нашей республики позитивно влияет на развитие экономики в целом. В условиях перехода к рыночной экономике особую важность приобретает проведение всесторонних и глубоких исследований формирования эффективного механизма регулирования денежной массы в обращении, а также его влияние на основные макроэкономические индикаторы страны.

За прошедшие годы после достижения независимости денежно-кредитная политика Центрального банка Республики Узбекистан была направлена на достижение устойчивости национальной валюты и финансовой стабилизации. Жесткая денежно-кредитная политика обеспечила резкое снижение инфляции. Уровень среднемесячной инфляции сократился с 30% в 1994 году до 0,3% по итогам 2003 года<sup>1</sup>. Вместе с тем, дальнейшая либерализация экономики республики требует проведения качественных перемен в области денежно-кредитной политики Центрального банка, в частности, в направлении сжатия монетарных каналов инфляции и перехода к косвенным инструментам денежно-кредитного регулирования. В этой связи определение правильных и оптимальных практических подходов в реализации монетарной политики, а также совершенствование механизма денежно-кредитного регулирования делают актуальной тему настоящей диссертационной работы.

**Ц е л ь и с с л е д о в а н и я.** Основной целью диссертационного исследования является изучение теоретических концепций денежно-кредитного регулирования экономики и выработка конкретных, научно обоснованных рекомендаций и предложений по совершенствованию механизма регулирования денежной массы, отвечающих рыночным принципам и соответствующих нынешним условиям развития нашей республики.

**З а д а ч и и с с л е д о в а н и я.** В соответствии с указанной целью в

---

<sup>1</sup> Данные Госкомстата Республики Узбекистан.

исследовании определены и решены следующие основные задачи:

- определение возможностей и границ применения основных теорий денежно-кредитного регулирования, опыта развитых в экономическом отношении стран мира в сфере регулирования денежной массы;
- определение необходимости, роли и места регулирования денежной массы в системе государственного регулирования экономики;
- выявление общностей и различий в функционировании механизма регулирования денежной массы в условиях развитой и переходной экономики;
- анализ тенденций в денежно-кредитной сфере, направлений и мероприятий монетарной политики, определение соответствующих проблем и возможных путей их решения в Республике Узбекистан.

**О в и з н а р а б о т ы:** Диссертационная работа содержит следующие элементы научной новизны:

- проведен анализ основных теоретических концепций денежно-кредитного регулирования экономики и определены границы и возможности их применения в условиях перехода нашей республики к рыночной экономике;
- обоснована необходимость постепенного перехода к косвенным (рыночным) инструментам денежно-кредитного регулирования наряду с традиционными его инструментами;
- обоснована необходимость управления денежной массой на базе денежного агрегата M2;
- разработаны рекомендации по применению опыта ряда развитых стран по регулированию денежной массы с учетом особенностей и уровня развития нашей республики;
- выявлены особенности инфляционных процессов в республике и впервые в отечественной экономике изучено применение режима таргетирования инфляции применительно к Узбекистану. Систематизированы условия, которые необходимы для успешного применения денежной политики, основанной на инфляционном таргетировании;
- выявлены проблемы, связанные с использованием различных денежных агрегатов, выдвинуто и обосновано предложение о включении в состав денежных агрегатов ликвидных форм ценных бумаг;
- разработаны научно обоснованные предложения относительно выпуска и увеличения объемов казначейских векселей, облигаций государственного займа, депозитных сертификатов и осуществление соответствующей работы по увеличению их разновидностей по срокам их обращения, постепенного снижения объемов предоставляемых льготных кредитов, а также обеспечения положительных процентных ставок;
- выявлены характерные особенности регулирования денежной массы в Республике Узбекистан, тенденции в денежно-кредитной сфере, определены

основные ее проблемы и разработаны рекомендации по их решению.

**Научная и практическая значимость** диссертационного исследования заключается в том, что выводы и предложения автора могут быть использованы при проведении исследований по вопросам денежно-кредитного регулирования экономики, разработке нормативных документов Центрального банка Республики Узбекистан касательно денежного обращения и регулирования банковской деятельности. Кроме того, результаты исследования могут быть использованы в учебном процессе в высших и средних специальных учебных заведениях при изучении курсов «Банковское дело», «Денежное обращение и кредит» и др.

**Реализация результатов.** Отдельные предложения и рекомендации автора были учтены при разработке основных направлений монетарной политики Центрального банка Республики Узбекистан на 2004 год (справка о внедрении от Института по прогнозированию развития и либерализации банковско-финансовой системы).

**Апробация работы.** Основные положения, выводы, предложения и рекомендации исследования прошли апробацию в тезисах докладов автора на международных научно-практических конференциях «Региональные проблемы либерализации экономики» (Ферганский государственный университет, 19-20 апреля 2000г.), «Актуальные проблемы либерализации и применение международного опыта в процессе реформирования банковской системы Республики Узбекистан» (Банковско-финансовая академия, 30 мая 2001г.), «Проблемы совершенствования банковской системы в условиях либерализации экономики» (Ташкентский финансовый институт, 25 июня 2001г.), «Экономика в координатах постиндустриального развития: региональный аспект» (Хабаровская государственная академия экономики и права, 16-17 октября 2002г.), «XXIII научная сессия аспирантов экономического факультета» (Ростовский-на-Дону государственный университет, апрель 2002г.) «Проблемы углубления реформирования банковско-финансовой системы Узбекистана и усиление ее воздействия на развитие экономики» (Банковско-финансовая академия, 3 июня 2003г.) и научных семинарах в Ташкентском финансовом институте, Ташкентском государственном экономическом университете, Банковско-финансовой академии.

**Опубликованность результатов.** Основные идеи и результаты исследования опубликованы в 11 научных публикациях: 5 научных статьях и 6 тезисах.

**Структура и объем работы.** Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

## 2. Основное содержание работы

В условиях роста цен на импортируемые энергоносители, гиперинфляции цен в 1992-1994 годах, распада единой финансово-кредитной системы бывшего Союза в 1994 году была введена собственная национальная валюта – сум. В связи с этим, в целях постоянного наблюдения за обеспечением экономики необходимым количеством денег объективно встала необходимость государственного денежно-кредитного регулирования экономики.

В ходе решения задачи обеспечения соответствия динамики денежной массы растущему спросу на деньги при жестком контроле над инфляцией приоритеты политики в кредитно-денежной сфере смещаются в направлении стимулирования инвестиционного спроса путем последовательного снижения процентных ставок в экономике. Так, если ставка рефинансирования составляла 300% в начале 1995 года, то со второй половины того же года она постепенно начала снижаться и в настоящее время установлена в размере 20% годовых.

Избыток денег может усложнить опасные инфляционные проблемы, недостаток денег может затормозить рост экономики, препятствуя производству и обмену благ и услуг. Исходя из этого, можно сделать вывод о том, что децентрализация, нерегулируемое денежное обращение не способно обеспечить предложение денег, в наибольшей степени способствующее благосостоянию экономики в целом.

В экономической литературе даются различные определения понятия «денежная масса». Например, известный российский экономист О.И. Лаврушин трактует денежную массу как «совокупный объем наличных денег и денег безналичного оборота»<sup>2</sup>. Почти идентичное определение денежной массе дали Бабич А.М. и Павлова Л.Н.

На наш взгляд, денежная масса – это сумма платежных средств в экономике страны, совокупный объем наличных денег и денег безналичного оборота, высоколиквидных ценных бумаг.

В качестве теоретических основ денежно-кредитного регулирования экономики в работе рассмотрены основные концепции кейнсианцев и монетаристов. Денежно-кредитные мероприятия в рассмотренных теориях направлены на достижение одних и тех же целей, но разными методами. Кейнсианцы во главу угла ставят обеспечение стабильного экономического роста ценой умеренной инфляции. Инфляция, с их точки зрения, выгодна правительству, поскольку увеличение номинального дохода хозяйственного агента позволяет повысить налогообложение и увеличить налоговые поступления. Правительство выигрывает также на продаже облигаций

---

<sup>2</sup> Лаврушин О.И. Деньги, кредит, банки. М., Финансы и статистика – 1998г. с.34.

вследствие уменьшения их выкупной стоимости. Кейнсианцы предполагают применение денежно-кредитных ограничений в случае чрезмерного «перегрева» экономики, чтобы не допустить галопирующей инфляции.

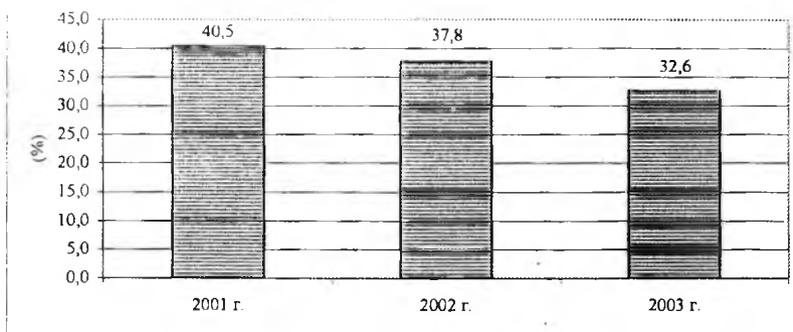
В противоположность кейнсианской схеме представители монетаристской теории пытаются достичь стабильности экономики с помощью денежно-кредитного регулирования, в частности путем борьбы с инфляцией. Они отвергают практику регулярного вмешательства государственных органов в экономику, проповедуя политику поддержания стабильного роста предложения денег в соответствии со спросом на них. Монетаристы считают инфляцию долгосрочным денежным феноменом, борьба с которым возможна только ценой временного спада производства. Стагфляция объясняется влиянием инфляционных ожиданий: при спаде, вызванном ограничительными мероприятиями, цены могут некоторое время расти ввиду того, что товаропроизводители определяют их с учетом прошлых инфляционных тенденций.

На наш взгляд, проведение жесткой денежно-кредитной политики в целях подавления темпов инфляции в краткосрочном плане лучше обеспечивает устойчивость валюты, а в долгосрочной перспективе - подрывает макроэкономическое равновесие, сокращает совокупный платежеспособный спрос, тормозит экономический рост. Поэтому на практике Правительство и Центральный банк Узбекистана при проведении денежно-кредитной и вообще экономической политики, определяя различные параметры и нормативы своей политики, неизбежно должны находить какой-то компромисс между задачами снижения инфляции и содействия экономическому росту.

Регулирование экономики посредством инструментов денежно-кредитной политики занимает важное место в системе государственного регулирования. Это проявляется в том, что центральный банк путем регулирования объема денежной массы в обращении может эффективно воздействовать на деловую активность и добиваться стабилизации денежного обращения в стране.

Центральный банк Узбекистана в 2002-2003 годы осуществлял меры по недопущению необоснованного роста денежной массы. В начале 2002 года ставка рефинансирования Центрального была повышена с 2% до 2,5% в месячном исчислении. В результате наметилась тенденция замедления темпов роста кредитов в экономику (в 2003 году они возросли только на 11,4% против 28,6% в 2002 году и 94,8% в 2001 году), что в свою очередь отразилось в соотношении кредитных вложений коммерческих банков к ВВП (Рис. 1).

Рис 1. Отношение кредитных вложений коммерческих банков к ВВП Республики Узбекистан (на конец периода)



Источник: Материалы Центрального банка Республики Узбекистан.

Принимаются меры по сокращению объемов кредитов Центрального банка для покрытия дефицита Государственного бюджета. Если в 2000 году 90% дефицита Государственного бюджета было профинансировано за счет кредитов Центрального банка, то 2001 и 2002 годах – только 50%, остальные 50% были покрыты за счет неинфляционных источников<sup>3</sup>. Начиная с 2003 года, практикуется финансирование дефицита бюджета за счет неинфляционных источников, предоставление кредитов со стороны Центрального банка прекращено. Эти и другие принятые меры позволили снизить уровень среднемесячной инфляции до 0,3% за 2003 год<sup>4</sup>.

Наличие внебанковского денежного обращения создает для Центрального банка определенные сложности по контролю объема денежной массы, и поэтому отмена некоторых ограничений по обращению наличных денег повышает доверие к банкам и экономическую активность в обществе.

В этих условиях, на наш взгляд, нужно, во-первых, принять меры по организации цивилизованных форм торговли (супермаркеты, во всех рынках организовать стационарные торговые точки с обязательным применением контрольно-кассовых машин и сдачей выручки в кассы банков), во-вторых, внедрить чековую систему расчетов между физическими лицами, между физическими и юридическими лицами, в-третьих, обеспечить свободное превращение чеков в наличные деньги и обратно.

<sup>3</sup> Данные Министерства финансов Республики Узбекистан.

<sup>4</sup> Данные Госкомстата Республики Узбекистан.

Рыночные принципы хозяйствования требуют введения косвенных инструментов денежно-кредитной политики. Косвенные инструменты используются для изменения условий в денежно-кредитной сфере путем воздействия на рынки и общий уровень процентных ставок за счет изменения предложения и спроса на ликвидность. В противоположность этому, непосредственные инструменты типа целевых кредитов, лимитов на объем кредитования и контроля над процентными ставками регулируют цену на кредит или его объемы, замещая собой рыночные факторы при распределении финансовых ресурсов. Привлекательность непосредственных инструментов, в том числе в развитых странах, объясняется, как правило, их кажущейся эффективностью в воздействии на денежно-кредитную сферу без нежелательного повышения процентных ставок. Опыт, однако, показывает, что непосредственные инструменты понижают действенность финансового посредничества и могут служить источником злоупотреблений, поскольку они обычно зависят от произвольных решений. Кроме того, при использовании подобных инструментов остаются определенные лазейки, а их эффективность со временем понижается за счет подрыва финансового посредничества (появления новых источников кредита, находящихся за пределами регулируемой банковско-финансовой системы).

В Узбекистане, как и в других странах с переходной экономикой, в настоящее время активно используются меры прямого монетарного контроля. Это связано с неразвитостью рыночных отношений и отсутствием адекватной инфраструктуры рынка. Но если на начальном этапе переходного периода применение прямых мер было единственно возможным средством проведения денежно-кредитной политики, то сегодня издержки такого подхода, связанные, в частности, с неэффективным распределением ресурсов, достигли такого уровня, что вызывают настоятельную потребность в переходе к инструментам косвенного регулирования. Здесь уместно говорить о расширении Центральным банком своих операций на открытом рынке наряду со ставкой рефинансирования, ставкой обязательных резервов и другими инструментами денежно-кредитной политики, непосредственно влияющими на денежную массу.

Необходимость движения от мер прямого контроля к мерам косвенного контроля связана также с дальнейшей либерализацией экономики и финансового сектора. Банковская система, как часть финансового сектора является проводником монетарной политики. Эффект проводимой денежно-кредитной политики зависит от степени развития финансового посредничества. В связи с этим, появляется необходимость подвергнуть анализу нынешнее состояние и развитие банковской системы республики.

Успех денежно-кредитной политики во многом зависит от степени

развития банковской системы, как проводника этой политики. Исход из этого в целях дальнейшей либерализации, усиления конкуренции и на этой основе достижения развития банковской системы предлагаем осуществлять следующие меры:

- передать несвойственные банкам функции по сбору налогов, контроля за законностью операций хозяйствующих субъектов налоговой службе и самим предприятиям;
- завершить унификацию наличной и безналичной форм расчетов;
- ускорить процессы приватизации государственных банков, создать необходимые условия для вхождения в систему новых, адекватно капитализированных зарубежных банков, всесторонне развивать кредитные союзы;
- внести изменения в действующее законодательство в части перевода коммерческих банков в категорию налогоплательщиков с прибыли.

Вышеотмеченные проблемы в определенной мере тормозят увеличение ресурсов коммерческих банков за счет привлечения средств населения во вклады. Несмотря на абсолютный рост объема вкладов, их остаток на душу населения остается очень низким – на уровне около 7000 сум, а на одного работающего приходится чуть более 18000 сум<sup>5</sup>.

Предварительное объявление промежуточных целевых показателей (или правил) позволяет повысить доверие к экономической политике за счет ограничения стимулов центрального банка к использованию краткосрочного компромисса между динамикой производства и уровнем инфляции, которые в противном случае могли бы привести к инфляционным тенденциям. С практической точки зрения эти промежуточные показатели вдвойне актуальны: они не дают внутренним и внешним шокам приводить к постоянному повышению уровня инфляции, и делают более конкретными долгосрочные обязательства по поддержанию стабильности цен. Короче говоря, эти целевые показатели действуют как номинальные «якоря», обязывающие центральные банки проводить последовательную политику и одновременно служащие прозрачным критерием, которым может пользоваться общественность для наблюдения за проведением экономической политики.

С принятием Закона Республики Узбекистан «О гарантиях защиты вкладов граждан в банках» и других законодательных актов в Узбекистане создана система гарантирования вкладов населения и она соответствует основным международным стандартам страхования депозитов. Вместе с тем, в целях более полного соответствия системы гарантирования депозитов Узбекистана лучшей международной практике необходимо решение следующих задач:

---

<sup>5</sup> Собственные расчеты автора на основе материалов Центрального банка Республики Узбекистан.

- совершенствование процедур определения объектов гарантирования, постепенное расширение объектов гарантирования;
- постепенное повышение размера возмещения по депозитам населения, являющимся объектами системы гарантирования вкладов;
- совершенствование порядка финансирования банками системы гарантирования вкладов с целью доведения резерва возмещения по вкладам до уровня, адекватного объему гарантированных депозитов.

Сокращение спроса на национальную валюту проявляется в устойчивом снижении отношения денежной массы в обращении к номинальному ВВП и, соответственно, увеличении скорости обращения денег. Отношение денежной массы M2 к номинальному ВВП в Узбекистане снизилось с 70% в 1992 году до 10,9% в 2003 году. В результате скорость обращения этого денежного агрегата за этот период увеличилась с менее чем 1,5 раза до 9,17 раз (Рис.2).



Источник: Собственные расчеты автора на основе данных Центрального банка Республики Узбекистан.

Для сравнения, отношение денежной массы M2 к номинальному ВВП и, соответственно, скорость обращения денег за это время оставались почти неизменными в Польше (на уровне 35% и 2,7 раза, соответственно), США (на уровне 60% и 1,6 раза соответственно) и Японии (на уровне 110 процентов и 0,9 раза соответственно). Для сравнения коэффициента монетизации в развитых и развивающихся странах приводим Табл. 1.

Таблица 1. Коэффициент монетизации по ряду стран (в %)

	США	Англия	Германия	Китай	Россия	Узбекистан
1985 г.	66,5	39,9	57,4	49,7	53,6	нет данных
2000 г.	57,0	98,4	69,2	96,1	12,3	17,1

Источник: Таблица составлена автором на основе полученных материалов из Интернета

Установленная ставка рефинансирования Центрального банка (20% годовых) требует пересмотра ее в сторону понижения, так как средняя рентабельность большинства предприятий ниже ставки рефинансирования, а уровень инфляции составляет всего 3,8%, что дестимулирует предприятия для получения кредитов.

Изъятие наличных денег в резервные фонды Центральным банком Республики Узбекистан в некоторой степени обусловило образование просроченных выплат по заработной плате, пенсиям и пособиям, что в свою очередь, может повлечь падение покупательского спроса и сокращение поступления наличных средств в кассы банков.

Так как в Узбекистане относительно высок удельный вес наличных денег и депозитов дозастребования в составе денежной массы, Центральный банк выбрал в качестве объекта надзора денежный агрегат М1 и установил некоторые ограничения в целях строгого контролирования налично-денежной массы. Из-за высокого удельного веса денежного агрегата М0 в денежной массе Центральный банк стремится к удержанию темпов роста именно данного денежного агрегата.

Предлагаемое нами таргетирование инфляции предполагает публичное провозглашение среднесрочных количественно определенных плановых показателей инфляции и наличие институционального соглашения относительно ценовой стабильности как основной долгосрочной цели денежно-кредитной политики. Кроме того, при этом режиме необходимы повышенная транспарентность денежно-кредитной политики через оповещение общественности и рынков о целях и планах денежных властей, повышенная ответственность регулирующих органов за достижение плановых ориентиров.

Для внедрения режима таргетирования инфляции и его успеха в качестве двух предварительных условий внедрения нового режима денежно-кредитная политика должна быть независимой от фискальной и отсутствие у органов, ответственных за проведение денежной политики, обязательств по

таргетированию каких-то иных показателей, исполнение которых может вступить в конфликт с основной целью - уровнем инфляции. Говоря о втором условии, нужно иметь в виду, что его исполнение не означает, что центральный банк должен игнорировать все экономические проблемы за исключением ценовой динамики. При этом центральный банк должен отдавать приоритет достижению своей главной цели – соблюдению плановых показателей инфляции.

В Узбекистане до 2003 года наблюдалась высокая инфляция с уровнем свыше 20% в год, в связи с чем применение режима таргетирования инфляции было малоэффективным или неприменимым. В этих условиях принимались оптимальные монетарные и фискальные меры, позволяющие вывести инфляцию на относительно низкий уровень - до 3,8% в 2003 году (Рис.3)<sup>6</sup>.



Источник: Диаграмма составлена на основе данных Госкомстата Республики Узбекистан.

В настоящее время в Узбекистане имеются определенные предпосылки для начала подготовки к переходу на принципы инфляционного таргетирования:

- макроэкономическая стабильность и устойчивое состояние бюджета;
- устойчивость валютного курса;
- стабильность финансовой системы;
- независимость Центрального банка, отсутствие финансирования бюджета Правительства за счет средств Центрального банка.

Однако переход на принципы инфляционного таргетирования в Республике Узбекистан сопряжен с другими проблемами, как:

<sup>6</sup> Диаграмма составлена на основе материалов Госкомстата Республики Узбекистан

- определение законодательной базы, степени ответственности за выполнение взятых обязательств и некоторые другие;

- недостаточность портфеля ценных бумаг Центрального банка для проведения полномасштабных операций РЕПО в объеме, достаточном для поддержки официальных ставок, как основных инструментов регулирования ликвидности;

- отсутствие модели трансмиссионного механизма, объясняющего процесс воздействия денежно-кредитной политики на экономику.

В целях решения вышеуказанных проблем необходимо осуществлять следующие основные меры:

- содействовать развитию вторичного рынка ценных бумаг;
- принять меры по значительному расширению портфеля ценных бумаг Центрального банка;

- внедрить и совершенствовать новые виды финансовых инструментов, которые увеличат регулирующие возможности Центрального банка, повысят гибкость финансового рынка и позволят снизить ряд присущих ему рисков;

- создать необходимые условия для перехода от регулирования ликвидности нотами Центрального банка к использованию операций РЕПО и официальных ставок как основных инструментов регулирования финансового рынка;

- разработать модели трансмиссионного механизма и определения операционных процедур достижения целевых уровней;

- конкретизировать общую схему проведения монетарной политики с использованием принципов инфляционного таргетирования и ее апробация в течение определенного периода.

Депозитно-ссудные операции банков дают мультипликационный эффект, вызывающий рост денежной массы и инфляции. Вместе с тем, депозитные операции, проводимые центральными банками, воздействуют на избыточные ресурсы коммерческих банков, и тем самым влияют на объем денежной массы в обращении.

Возобновление выпуска и обращения векселей с последующим их переучетом Центральным банком Узбекистана создает базу для эмиссии денег в обращение, а также способствует снижению количества взаимных неплатежей между хозяйствующими субъектами. Все эти меры оказывают благоприятное влияние на развитие рынка ценных бумаг.

### 3. Заключение

Проведенное диссертационное исследование позволило автору сформулировать следующие выводы и предложения:

1. Между депозитно-ссудными операциями коммерческих банков и агрегатами денежной массы существует непосредственная связь, что предполагает объективную необходимость регулирования денежной массы.

2. Считаю целесообразным, включить в структуру денежных агрегатов ценные бумаги с высокой степенью ликвидности (на первоначальном этапе – государственные ценные бумаги), так как с развитием рынка ценных бумаг последние становятся почти деньгами.

3. Полагаю необходимым, публично провозглашать среднесрочные прогнозы по основным макроэкономическим индикаторам (рост ВВП, уровень индекса потребительских цен, ставка рефинансирования, валютный курс и др.), что служит ориентиром планирования деятельности на среднесрочную перспективу для экономических агентов.

4. Необходимо осуществлять постепенный переход к косвенным (рыночным) инструментам денежно-кредитного регулирования наряду с традиционными его инструментами, так как косвенные инструменты используются для изменения условий в финансовой сфере путем косвенного регулирования процентных ставок, предложения и спроса на ликвидность, что не мешает работе рыночных механизмов. А прямые инструменты же регулируют цену на кредит или его объемы, игнорируя рыночные механизмы распределения финансовых ресурсов.

5. Жесткая денежно-кредитная политика, которая в краткосрочном плане лучше обеспечивает устойчивость валюты, в долгосрочной перспективе - подрывает макроэкономическое равновесие, либо тормозит экономический рост, без которого равновесие не может быть устойчивым. Поэтому на практике денежные власти, определяя различные параметры и нормативы своей политики, неизбежно должны находить какой-то компромисс между задачами снижения инфляции и содействия экономическому росту.

6. Считаю целесообразным рекомендовать Центральному банку Узбекистана при регулировании денежной массы перевести акцент из сферы контроля только налично-денежной массы на контроль над денежным агрегатом M2. При этом необходимо одновременно осуществлять меры по дальнейшему повышению доверия населения к финансово-банковской системе и развитию системы безналичных расчетов.

7. Считаю возможным начать подготовительные работы в Узбекистане по переходу на режим таргетирования инфляции, основанный на непосредственном достижении ценовой стабильности. Необходимость такого

перехода объясняется тем, что с развитием инструментов рынка ценных бумаг (акции, облигации) скорость обращения агрегата M2 существенно возрастет и контроль над ним станет менее возможным.

8. Предлагаем Центральному банку Узбекистана расширить объемы депозитных операций по привлечению средств коммерческих банков, что будет служить дополнительным инструментом при регулировании денежной массы в обращении.

9. На наш взгляд была бы целесообразной отмена законодательных актов, устанавливающих какие-либо ограничения по самостоятельному установлению процентных ставок, маржи и комиссионных, взимаемых за оказываемые услуги. Эти меры, по нашему мнению, приведут к усилению конкурентных начал в деятельности финансово-банковских институтов.

10. Полагали бы необходимым предоставлять коммерческим банкам возможность при наличии средств на корреспондентских счетах обналичивать их по мере необходимости для выполнения обязательств перед своими клиентами по выплате наличных средств, ускорить принятие мер по унификации наличной и безналичной форм расчетов.

11. В условиях, когда удельный вес неорганизованной торговли в общем розничном товарообороте республики достаточно высок, на наш взгляд, нужно, во-первых, принять меры по организации цивилизованных форм торговли (супермаркеты, во всех рынках организовать стационарные торговые точки с обязательным применением контрольно-кассовых машин и сдачей выручки в кассы банков), во-вторых, внедрить чековую систему расчетов между физическими лицами, между физическими и юридическими лицами, в-третьих, обеспечить свободное превращение чеков в наличные деньги и обратно.

12. На наш взгляд, Центральному банку Узбекистана необходимо расширить операции на открытом рынке, одновременно расширяя виды и увеличивая объемы выпускаемых ценных бумаг.

#### 4. Список опубликованных работ

1. Душаев Б.М. Пул ва кредитлар.//Иқтисодий йўналишлар. Олти ойлик нашр. Ўзбекистон июль-декабрь 1999. Брюссель, апрель – 2000. 117-119 б.
2. Душаев Б.М. Мамлакатда иқтисодий фаолликни оширишда аҳоли омонатлари ва кредитларнинг роли.//Иқтисодиётни эркинлаштиришнинг минтақавий муаммолари: Халқаро илм. амал. конф. маъруза тез. 19-20 апрель 2000. - Фарғона, 2000. 32-34 б.
3. Душаев Б.М. Пул ва кредитлар.//Иқтисодий йўналишлар. Олти ойлик нашр. Ўзбекистон апрель-июнь 1999. Брюссель, сентябрь – 2000. 132-134 б.
4. Душаев Б.М. Денежно-кредитная политика – основа достижения макроэкономической стабильности в обществе.//Рынок, деньги и кредит. 2000. №12 (43). с. 5-7.
5. Душаев Б.М. Проблемы развития банковской системы Узбекистана и пути их решения.//Актуальные проблемы либерализации и применение международного опыта в процессе реформирования банковской системы Республики Узбекистан: Тез. докл. междуна. науч. прак. конф. 30 мая 2001. – Ташкент, 2002. с. 37-38.
6. Душаев Б.М. Проблемы привлечения иностранных инвестиций в капитал коммерческих банков. //Проблемы совершенствования банковской системы в условиях либерализации экономики: Тез. докл. междуна. науч. прак. конф. 25 июня 2001.–Ташкент, 2001. с. 187-189.
7. Душаев Б.М. К макроэкономической стабилизации через реализацию денежно-кредитной политики. //Экономика в координатах постиндустриального развития: региональный аспект: Тез. докл. междуна. науч. прак. конф. 16-17 октября 2002. - Хабаровск, 2002. с. 67-68.
8. Душаев Б.М. Монетарная политика Узбекистана. //Банковское обозрение (деловой журнал российских банкиров). Москва. 2003. №3 (45). с. 20-21.
9. К стабильности цен через денежно-кредитную политику. //Рынок, деньги и кредит. 2003. №4 (71). с. 33-34.
10. Душаев Б.М. Таргетирование инфляции. //Проблемы углубления реформирования банковско-финансовой системы Узбекистана и усиление ее воздействия на развитие экономики: Тез. докл. междуна. науч. прак. конф. 3 июня 2003. – Ташкент, 2003. с. 152-155.
11. Душаев Б.М. Некоторые аспекты денежно-кредитного регулирования в Узбекистане. //Материалы XXIII научной сессии экономического факультета Тез. докл. междуна. науч. конф. Апрель 2003. –Ростов-на-Дону, 2003. с. 27-31.

Соискатель



## 5. Р Е З Ю М Е

диссертации Душаева Бахтияра Муминовича на тему «Основные направления регулирования денежной массы в Республике Узбекистан» на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

**Ключевые слова:** Денежная масса, денежные агрегаты, инфляция, безработица, учетная ставка, политика обязательных резервов, операции открытого рынка, валютная политика, депозитная политика, резервные деньги.

**Объект исследования:** Объектом исследования является система денежно-кредитных, валютных и финансовых отношений и деятельность банковской системы республики в условиях переходного периода.

**Цель работы:** Основной целью исследования является выработка научно обоснованных рекомендаций и предложений по совершенствованию механизма регулирования денежной массы.

**Метод исследования:** В исследовании применены методы системного анализа динамики показателей, логического и сравнительного анализа, статистический метод обработки информации путем группировки данных, графический метод.

**Полученные результаты и их новизна:** Научная новизна исследования заключается в обосновании необходимости концентрации управления денежно-кредитными агрегатами на совокупной денежной массе  $M2$ , постепенного перехода к косвенным (рыночным) инструментам денежно-кредитного регулирования, обосновании предложения о включении в состав денежных агрегатов ликвидных форм ценных бумаг; систематизации условий, которые необходимы, для успешного применения режима инфляционного таргетирования в Узбекистане.

**Практическая значимость:** Отдельные выводы и предложения могут быть использованы при проведении исследований по вопросам денежно-кредитного регулирования экономики, разработке нормативных документов Центрального банка.

**Степень внедрения и экономическая эффективность:** Отдельные предложения и рекомендации исследования учтены (и в дальнейшем могут быть использованы) при разработке Основных направлений монетарной политики Республики Узбекистан на 2004 год.

**Область применения:** Результаты исследования могут быть применены в сфере денежно-кредитного регулирования экономики.

**Иқтисод фанлари номзоди илмий даражасига талабгор Душасев Бахтиёр Мўминовичнинг 08.00.07 - Молия, пул муомаласи ва кредит иxtисослиги бўйича «Ўзбекистон Республикасида пул массасини тартибга солишнинг асосий йўналишлари» мавзусидаги диссертациясининг**

## **ҚИСҚАЧА МАЗМУНИ**

**Калитли сўзлар:** Пул массаси, пул агрегатлари, инфляция, ишсизлик, ҳисоб ставкаси, мажбурий резервлар сиёсати, очиқ бозор операциялари, депозит сиёсати, валюта сиёсати, резерв пуллар.

**Тадқиқот объектлари:** Пул-кредит тизими, валюта ва молия муносабатлари ҳамда республикадаги банк тизими фаолияти тадқиқотнинг объектларидир.

**Ишнинг мақсади:** Республикада пул массасини тартибга солиш механизмини такомиллаштириш юзасидан илмий асосланган таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқиш ишнинг асосий мақсадидир.

**Тадқиқот методи:** Тадқиқот жараёнида кўрсаткичлар динамикасини тизимли таҳлил қилиш, мантиқий ва таққослама таҳлил қилиш, маълумотларни гуруҳларга бўлиш йўли билан статистик қайта ишлаш ва график методларидан фойдаланилган.

**Олинган натижалар ва уларнинг янгилиги:** Пул-кредит агрегатларини бошқаришни жами пул массаси - M2 га ўтказиш заруриятини, иқтисодиётни пул-кредит воситалари орқали тартибга солишнинг билвосита (бозор) инструментларига босқичма-босқич ўтиш заруриятини, пул агрегатлари таркибига юқори ликвидли қимматбаҳо қозғаларни қўшиш таклифини асослаш, Ўзбекистон шароитида инфляцияни таргет қилиш режимини қўллаш учун зарурий шарт-шароитларни тизимлаш - тадқиқотнинг илмий янгиликлари ҳисобланади.

**Амалий аҳамияти:** Тадқиқотдан иқтисодиётни пул-кредит воситалари орқали тартибга солиш соҳасида олиб борилаётган илмий изланишлар олиб бориш чоғида, Марказий банк томонидан пул муомаласини тартибга солиш борасида меъёрий ҳужжатлар ишлаб чиқишда фойдаланиш мумкин.

**Тадбиқ этиш даражаси ва иқтисодий самарадорлиги:** Тадқиқотнинг айрим таклиф ва тавсиялари Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг 2004 ва кейинги йилларга мўлжалланган пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқишда амалга тадбиқ қилиниши мумкин.

**Қўлланиш соҳаси:** Тадқиқот натижалари иқтисодиётни пул-кредит воситалари ёрдамида тартибга солиш соҳасида қўлланилиши мумкин.

## RESUME

**Thesis of B.Dushayev**  
**on the academic degree competition of the candidate of economy science,**  
**speciality 08.00.07 – Finance, money circulation and credit subject:**

**“Guidelines of money mass regulation in the Republic of Uzbekistan”**

**Key words:** Money mass, money aggregates, reserve money, inflation, official discount rate, reserve requirements, open market operations, foreign exchange policy, deposit policy, unemployment.

**Subjects of the inquiry:** The subject of the inquiry is a system of monetary, foreign exchange and financial relationships, and activities of the banking system of Uzbekistan in the transformation period.

**Aim of the inquiry:** The main goal of the research is formation of scientifically proved recommendations and proposals on improving the mechanism of monetary regulations.

**Method of the inquiry:** During the research work used such methods as the method of systematic analysis of the factorial dynamics, logical and comparative analysis, statistical method of information processing with the practice of data grouping and graphical method.

**The results achieved and their novelty:** Scientific novelties of the research are in the proving of the necessity of concentration management of the monetary aggregates within the sum of the money mass - M2, gradual transition to the indirect (market) instruments of the monetary regulations, scientifically and practically proved proposals about inclusion of the liquid forms of the securities to the composition of monetary aggregates; systematisation of the conditions which are necessary for the successful use of the regime of inflationary targeting in Uzbekistan.

**Practical value:** Some conclusions and proposals may be used in conducting the researches on issues of monetary regulations of the economy and during working out normative acts of the Central Bank.

**Degree of embed and economical effectivity:** Some of the proposals and recommendations of the research took into account in the The main guidelines of the monetary policy of the Republic of Uzbekistan to the 2004 year.

**Sphere of usage:** The results of the inquiry may be applied in the sphere of the monetary regulations of the economy.