

УДК 73(2) У 336
ББК 336.711

**РЕАЛИЗАЦИЯ КОНКУРЕНТНЫХ
ПРЕИМУЩЕСТВ В СИСТЕМЕ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В
ТЕКУЩИХ УСЛОВИЯХ РАЗВИТИЯ:
ОПЫТ, СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ**

Каримова Муаззама Исматуллоевна - кандидат экономических наук, доцент, заведующая кафедрой финансы и кредит ТГУПБП, Республика Таджикистан, г. Худжанд, 735700, 17 мик. дом 1., e-mail: muazzamakhon@inbox.ru.

**ТАТБИҚИ ИМКОНИЯТҲОИ
РАҚОБАТПАЗИРӢ ДАР НИЗОМИ
СИЁСАТИ ПУЛӢ-ҚАРЗӢ ДАР
ШАРОИТИ РУШДИ ҚОРӢ: ТАҶРИБА,
ХОЛАТ ВА ДУРНАМО**

Каримова Муаззама Исматуллоевна - , номзади илмҳои иқтисодӣ, доцент, мудири кафедраи «Молия ва қарз», ДДХБСТ, Ҷумҳурии Тоҷикистон, ш.Хуҷанд, 735700, 17 мик. дом 1., e-mail: muazzamakhon@inbox.ru.

**IMPLEMENTATION OF COMPETITIVE
ADVANTAGES IN THE MONETARY
POLICY SYSTEM IN THE CURRENT
DEVELOPMENT CONDITIONS:
EXPERIENCE, STATUS AND
PROSPECTS**

Karimova Muazzama Ismatulloevna - Associate Professor, Head. Department of Finance and Credit, TSUPBP, Republic of Tajikistan, Khujand, 735700, 17 mk. B.1., e-mail: muazzamakhon@inbox.ru.

Ключевые слова: конкурентоспособность, ДКП, монетарная политика, инвестиция, национальное хозяйство.

В статье рассматриваются проблемы развития и повышения структурных изменений в условиях конкурентоспособности ДКП в национальной экономике. В частности, автором раскрыты текущее состояние монетарной системы национальной экономики; отождествлены и рассмотрены опыт развитых стран по поводу повышения структурной активности в условиях конкурентоспособности; - изучены специфические особенности и практические направления по совершенствований процессам и направлениям его развития, которые могут применяться в развитии экономики и денежно-кредитной системы Таджикистана. Важным направлением и усиления в структуре ДКП Таджикистана, является развитие внешнеэкономических и инвестиционных процессов.

Калидвожаҳо: рақобатпазирӣ, сиёсати пулю қарзӣ, сиёсати пулю қарзӣ, сармоягузорӣ, иқтисоди миллӣ.

Дар мақола мушиклоти рушд ва такмили тағйироти сохторӣ дар шароити рақобатпазирӣ сиёсати пулю қарзӣ дар иқтисодиёти миллӣ баррасӣ шудааст. Аз ҷумла, муаллиф вазъияти хозираи системаи пули хочагии халқро ошкор мекунад; - таҷрибаи кишварҳои пешрафта оид ба баланд бардоштани фаъолияти сохторӣ дар шароити рақобатпазирӣ муайян ва баррасӣ карда мешавад; - хусусиятҳои мушаххас ва самтҳои амалии такмили равандҳои ва самтҳои рушди он мавриди омӯзиши қарор гирифтанд, ки ба таври образнок дар рушди иқтисодиёт ва низоми пули Тоҷикистон истифода бурдан мумкин аст; - самти муҳим ва таҳкими сохтори сиёсати пулю қарзи Тоҷикистон рушди равандҳои иқтисодию сармоягузори хориҷӣ мебошад.

Keywords: competitiveness, monetary policy, monetary policy, investment, national economy.

The article examines the problems of development and enhancement of structural changes in the conditions of monetary policy competitiveness in the national economy. In particular, the author reveals the current state of the monetary system of the national economy; - the experience of developed countries

regarding increasing structural activity in conditions of competitiveness is identified and reviewed; - specific features and practical directions for improving the processes and directions of its development have been studied, which can figuratively be applied in the development of the economy and monetary system of Tajikistan; - an important direction and strengthening in the structure of the monetary policy of Tajikistan is the development of foreign economic and investment processes.

Как показал накопленный опыт монетарной и макроэкономической политики в странах с переходной экономикой, методологический и методический инструментарий денежно-кредитной системы, сформированный за долгие годы развития рыночной экономики в западных странах, не может иметь однозначной ценности и максимальной применимости в условиях переходной экономики. Доказательством этому послужили просчеты конкуренции монетаристской и неоклассической концепций денежно-кредитной системы в странах с переходной экономикой.

Причины кризиса данных версий монетаристских теорий, следовательно, по нашему мнению, могут быть определены лишь путем анализа методологии объекта денежно-кредитной системы. Представляется очевидным и очень важным, что природа переходной экономики как объекта денежно-кредитной системы налагает существенные ограничения и требования к теории и методологии осуществления денежно-кредитной системы.

На наш взгляд, специфика денежно-кредитной системы заключается в том, что нет однозначно определенного объекта денежно-кредитной системы. Скорее, имеет место круг объектов денежно-кредитной системы, который включает денежное обращение, а также денежный (финансовый), валютный и товарный рынки. Объекты выстраиваются в логически взаимоувязанную цепочку, в которой одни объект денежно-кредитной системы выступают по отношению к другим уже фактором, воздействующим в определенной направленности и с определенной силой. Так, например, избыточный рост предложения денег на денежном рынке вызывает рост цен на товарном рынке, или, снижение реального обменного курса на внутреннем валютном рынке создает стимулы для роста предложения товаропроизводителей-экспортеров на внешний рынок.

Почему финансовый, валютный и товарный рынки как объекты денежно-кредитной системы играют важную роль в трансмиссионном механизме денежно-кредитной системы?

Во-первых, эти рынки выступают проводником прямых импульсов дискреционной денежно-кредитной системы от целей вторичной трансмиссии к целям третичной трансмиссии - целям финансовой стабильности, экономического роста и занятости, сбалансированного платежного баланса. Иначе, трансмиссия регулирующих денежно-кредитных воздействий Национального банка страны, что проходит через эти рынки, посредством этих рынков достигает своих конечных целей. Поэтому, очень большое значение для эффективности денежно-кредитной политики имеет уровень развитости этих рынков.

Во-вторых, эти рынки выступают проводником обратных импульсов, идущих от качественного состояния финансовой системы, производственного сектора и платежного баланса к целевым показателям вторичной трансмиссии - уровню цен, процентным ставкам и обменному курсу. Другими словами, уровень развитости этих рынков определяет характер устойчивости уровня процентных ставок и обменного курса: качественное состояние этих рынков воздействует на степень эффективности денежно-кредитной системы в достижении и поддержании не только макроэкономических целевых параметров, но и рыночных целевых индикаторов.

Отсюда следует важный вывод о том, что инструментарий и методы денежно-кредитной системы должны принимать в учет качественное содержание рынков переходной экономики. Методы, характер реализации денежно-кредитной системы (инструментарий, методы) в значительной степени определяются уровнем развитости этих рынков.

Рассмотрим особенности взаимодействия денежно-кредитной системы с товарным, финансовым и валютным рынками в переходной экономике.

Учет факторов, характеризующих функционирование товарных рынков в переходной экономике, предполагает анализ соответствия производимой продукции рыночному спросу, отношений присвоения и распределения производственных ресурсов и доходов, механизма ценообразования на рынках, квалификации работников на рынке труда, капитал о вооруженности и производительности труда, отраслевой и территориальной структуры экономики. Диспропорции функционирования и неразвитая институциональная структура товарных и ресурсных рынков в переходной экономике налагают ограничения на проведение денежно-кредитной системы, то есть определяет тип и характер денежно-кредитной системы в процессе развития рыночных отношений.

Опыт макроэкономической стабилизации в странах с переходной экономикой показал, что при слабой институциональной капитальной и технологической базе постплановых предприятия монетарная политика оказывает крайне негативное воздействие на динамику производства. В особенности, данные условия обуславливают необходимость осторожного и взвешенного подхода при осуществлении монетарной стабилизации в целях подавления инфляции: рестрикционная монетарная политика посредством сокращающего эффекта на внутренний спрос приводит к стабилизации спроса и предложения на товарном рынке, но достигнутое равновесие будет хрупким, неустойчивым, временным в условиях глубокого структурного спада производства.

Отсутствие такой устойчивости в переходной экономике обуславливает также возможность применения мер по ограничению роста цен посредством сохранения определенного контроля над ценами, заработной платой и процентными ставками. Так, Г. Кальво и Ф. Корикелли считают возможным и целесообразным применение предельных лимитов по заработной плате, жестких санкций за их несоблюдение. [5, 289].

Воздействие денежно-кредитной системы на товарный рынок, как правило, осуществляется через финансовый рынок. В нынешних условиях в экономике особенно высок уровень циклической асимметрии на финансовом рынке. Это проявляется в том, что:

- ограничительная монетарная политика чуть ли не приводит к кредитному шоку для заемщиков - предприятий;
- определенный рост эмиссионных ресурсов коммерческих банков не вызывает, тем не менее, у них желания кредитовать нерентабельные и убыточные предприятия и производственные проекты;
- рост реальных процентных ставок коммерческих банков не стимулирует ощутимый рост банковских сбережений.

В стране с переходной экономикой, где уровень развития банковской и финансовой системы значительно ниже, чем в развитой, антиинфляционное ужесточение денежно-кредитной системы имеет гораздо более ощутимые последствия на состояние финансового и товарного рынков. [1, 107] Отметим основные проблемы взаимодействия денежно-кредитной системы и финансового рынка:

- сужение Национальным банком своих каналов ликвидности не компенсируется достаточным предложением кредитных ресурсов для предприятия со стороны слабых банков, внутренних и иностранных инвесторов на фондовом рынке.

Г. Кальво и Ф. Корикелли отмечают, что в условиях переходной экономики с неразвитой банковской системой “снижение банковского кредита равносильно снижению общего кредита означая, что стабилизационная программа, нацеленная на резкое сокращение инфляции, может существенно сократить объем кредита для предприятий и, следовательно, вызвать чрезмерно большой спад производства”. [9, 24]

Авторы, С. Фриз и Т. Лейн также отмечают, что рестриктивная кредитная политика, осложненная недостатками в системе кредитования и платежей, может

способствовать общему ухудшению деятельности сектора предприятий; [9, 24]

- на финансовом рынке переходной экономики не срабатывает в полной и необходимой мере процентно-инвестиционная концепция монетарного таргетирования. Ужесточение денежно-кредитной системы в условиях слабо развитой банковской системы приводит к асимметричному поведению процентных ставок (завышению кредитных и занижению депозитных), что парализует финансовый рынок и обостряет проблемы с ликвидностью для предприятий. Возможное повышение процентов по депозитам не способствует привлечению депозитов населения вследствие инерционного недоверия к финансовой системе. Так, институциональная слабость коммерческих банков может давать серьезные сбои в трансмиссионном механизме денежно-кредитной системы, обуславливает незначительность или даже отсутствие реакции банков на ценовые сигналы денежно-кредитной системы;

- реализация монетарно-инфляционной концепции монетарного таргетирования приводит к обострению кризиса платежей в экономике. Перестраивающаяся переходная экономика испытывает тяжелую проблему неплатежей между предприятиями, когда поставки ресурсов и товаров не сопровождаются стоимостным эквивалентом денежных поступлений. Нехватка предложения полноценных денег заменяется предложением денежных заменителей;

- рост неплатежей воздействует на рост просроченной задолженности по ссудам коммерческих банков. Накоплению плохих долгов в условиях постплановой трансформации способствует низкий уровень финансового контроля со стороны кредитных институтов вследствие таких факторов как; слабый уровень банковского менеджмента; нахождение банков в государственной собственности или под скрытым контролем монетарных властей; недостатки в работе с кредитными рисками; скидки в работе с традиционными государственными предприятиями и пр.;

- слабый банковский сектор увеличивает системные риски их кредитной деятельности для всей финансовой системы, сдерживает введение косвенных инструментов денежно-кредитной системы, реформы в направлении интеграции банковской и финансовой системы в международную финансовую систему. Мероприятия денежно-кредитного и валютного направлений денежно-кредитной системы, либерализация финансового и валютного рынка должны учитывать потенциально вредные последствия для банковской системы.

Таким образом, можно заключить, что достижение эффективной денежно-кредитной системы в условиях переходной экономики предполагает проведение глубоких и последовательных реформ в следующих важных направлениях:

- реструктуризация проблемных долгов коммерческих банков;
- развитие банковской конкуренции;
- приватизация и институциональное укрепление банковских и финансовых институтов;

- укрепление системы банковского надзора в соответствии с международными стандартами;

- применение селективных инструментов денежно-кредитной системы, способствующих ориентации сектора коммерческих банков на решение задач структурных реформ производственного сектора, финансирования инвестиций в капитал и технологии.

Фундаментальная неустойчивость товарного и финансового рынков в условиях переходной экономики детерминирует в свою очередь фундаментальную неустойчивость платежного баланса и внутреннего валютного рынка. Такие факторы как:

- неустойчивость, неконкурентоспособное и сырьевая направленность экспорта в постплановой переходной экономике;

- институциональная слабость финансового сектора обуславливают долговременную несбалансированность платежного баланса и внутреннего валютного рынка, когда спрос на валюту и международные кредиты превышает их предложение.

Анализ показывает, что эта обстоятельства платежного баланса и валютного рынка ставят перед монетарной политикой Национального банка две взаимосвязанные задачи - стабилизационную и структурную.

Стабилизационная монетарная политика в отношении обменного курса заключается в обеспечении необходимой дисциплины в динамике обменного курса, так как свободные колебания последнего усугубляют проблемы инфляции, привлечения средств внутренних и внешних инвесторов, бюджетного дефицита, долларизации экономики. При этом обменный курс может регулироваться в рамках целевого валютного коридора, либо служить в качестве номинального якоря. В этом случае, обменный курс выступает как официальный таргет (якорь) денежно-кредитной системы против монетарного таргета т.е. монетарная политика соподчиняется курсу политики фиксированного курса.

Валютная стабилизация в переходной экономике, направленная на обеспечение фиксированного обменного курса, связана с рядом потенциальных отрицательных последствий для производственного экономики:

- валютная стабилизация в переходной экономике практически перекрывает возможности кредитной экспансии Национального банка: поддержание обменного курса стабильным требует стабилизации спроса на иностранную валюту путем искусственного ужесточения денежно-кредитной системы - сокращения ликвидности в национальной валюте;

- достижение стабильности обменного курса, повышение финансовой дисциплины вследствие валютной стабилизации не гарантируют реальную реструктуризацию предприятия и, соответственно, повышение эффективности функционирования предприятий. Следовательно, валютная стабилизация должна сопровождаться и предвосхищаться глубокими структурными преобразованиями в реальном секторе экономики;

- укрепление реального обменного курса не способствует улучшению текущего счета платежного баланса. Стимулирование внутреннего производства через развитие экспортной базы требует определенного понижения (или в крайнем случае, поддержания неизменным) реального обменного курса национальной валюты;

- стабильность обменного курса национальной валюты при негибкости отечественной экспортной базы, нерентабельности внутренней производственной базы обуславливает потенциальные высокие издержки обслуживания привлекаемых иностранных инвестиций и займов.

Вследствие вышеуказанных причин возникает необходимость в структурной задаче валютной политики, которая заключается в дискреционном использовании политики обменного курса для выправления структурных диспропорций платежного баланса. Поэтому постепенно девальвирующийся обменный курс и конвертируемая по операциям текущего счета национальная валюта становятся важным инструментом денежно-кредитной системы, регулирующим внешнеторговые потоки и обеспечивающим привлечение иностранных инвестиций и кредитов.

Тем не менее, на наш взгляд, и здесь возникает вопрос - реальная девальвация обеспечит ли решение тех структурных задач, которые значительны для недостаточно развитой страны с переходной экономикой? Слаборазвитая переходная экономика может испытывать потребность во внутренних финансовых ресурсах для решения внутренних структурных задач. У такой страны очень ограничены возможности привлечь альтернативные деньгам Национального банка финансовые ресурсы для решения этих структурных задач: стабилизационная валютная политика налагает высокие требования к кредитной политике Национального банка, практически

исключая возможности денежно-кредитной системы содействовать решению структурных задач.

Если государство сомневается в положительном ответе на этот вопрос, то применяет крайние методы структурного использования валютной политики - вводит валютный контроль (продажа экспортерами валютной выручки) за экспортом и импортом товаров и услуг и валютные ограничения по импортным операциям. Такой выбор, следует ясно осознавать, связан с рядом отрицательных последствий для стабилизации обменного курса:

- валютные ограничения, расширяя экспансионистские возможности внутренней монетарной и фискальной политики, смягчают тем самым их дисциплину;
- диссимилируют деятельность экспортоориентированного сектора экономики;
- дестабилизируют внутренний валютный рынок (политика рационирования валютных ресурсов, обычно, приводит к появлению неофициального валютного рынка

Как видим, стабилизационная и структурная задачи валютной политики в условиях переходной экономики могут вступать в довольно острый конфликт.

Как мы рассмотрели, особенности функционирования товарного, финансового и валютного рынков показывают структурную природу ограничений в осуществлении стабилизационной денежно-кредитной системы. Опыт стабилизационных программ в развивающихся государствах, а также в переходных экономиках стран Восточной Европы и СНГ, показывает, что глобальные системные трансформации раскрыли ограниченность макроэкономической политики, основанной исключительно на политике жесткой фискальной и монетарной стабилизации,

Монетарная политика в переходных экономиках должна быть ориентирована на долгосрочные цели укрепления и подъема экономики при возможном допущении относительно стабильных в краткосрочных интервалах темпов роста инфляции, девальвации обменного курса, негативных процентных ставок. Как показывают результаты исследований специалистов МВФ увлечение целями краткосрочной стабилизации, конечно, обеспечивает выигрши в улучшении платежного баланса, однако показатели внутреннего развития экономики - инфляция, сбережения и инвестиции, экономический рост - остаются при этом неудовлетворительными. [10, 17] Иными словами, достижение в сжатые сроки стабильности валютного курса, положительных процентных ставок совсем не обязательно обеспечивает действительную стабилизацию экономики, которую отличает системная устойчивость. Основной причиной невозможности удержать долгосрочно стабильными инфляцию, валютный курс и процентные ставки является системное нарушение или системная неразвитость хозяйственного механизма.

Таким образом, важный вывод заключается в том, что когда в силу стечения обстоятельств реальные причины несбалансированности экономики имеют одновременный (масштабный) и многоуровневый (глубокий характер, то сущность политики монетарной стабилизации приобретает системный смысл: ее реализация должна сопровождаться комплексом мероприятий по макроэкономической политике, реструктуризации производственных и финансовых предприятий, приватизации и развитию рынка капитала, а также развитием правовой среды, либерализацией деятельности финансовых институтов и т.д.

Системный подход к политике монетарной стабилизации, как представляется, следует понимать как широкий набор методов государственного регулирования финансовых и экономических процессов посредством прямых и косвенных мер воздействия, направленных на изменение не только запасов, но и потоков денежных средств. Другими словами, нельзя сводить системную монетарную политику к денежно-кредитной политике национального банка, чья деятельность преимущественно и главным образом направлена на контроль запасов денег в обращении.

Ссылаясь на известные монетаристское и кейнсианское уравнения, характеризующие соответствующие подходы к экономическому регулированию, можно

формализовать системное видение политики монетарной стабилизации путем их объединения:

$$MV = PY = Y_n - P_c + G_c + P_1 + G_1 + X - M, [1]$$

Системная макроэкономическая стабилизационная политика предполагает активное, целенаправленное, последовательное и комплексное воздействие органов государственного управления не только на денежные запасы, но и на финансовые потоки - потребительские расходы частного сектора P_c и государства G_c , инвестиционные расхода частного сектора P_1 и государства G_1 , экспорт X и импорт M .

На основе рассмотренного в настоящей статье можно судить о сложной природе взаимосвязи между политикой монетарной стабилизации политикой экономического роста.

Итак, для анализа приведем некоторые показатели статистики в денежно-кредитной систем страны на нижеследующей таблице.

Таблица 1.
Денежные агрегаты в банковской системе страны за 2012-2022гг.
(млн. сомони, остатки на конец периода)

Денежные агрегаты (млн. сомони)	2012	2014	2016	2018	2020	2022
M_0	3408	4054	7566	12 196	18 058,5	29 632,1
M_1	4093	4885	8726	13 495	20 010,4	31 765,1
M_2	4 743	5 826	10 238	15 387	22 504,5	36 224,0
M_3	4 743	5 826	10 238	15 387	22 504,5	36 224,0
M_4	7 093	9 092	14 788	18 94	26 139,9	39 83,84

Источник: Банковский статистический бюллетень Национального Банка Таджикистана. – Душанбе [Текст] 2022. №4 (329). – С.19.

Как уже было отмечено выше, прежде чем перейти к спецификации моделей, необходимо предварительно определить порядок интегрированности переменных.

В данном исследовании анализ на стационарность проводится на основе расширенного теста Дики-Фуллера (ADF-тест) [3, 429] и теста Квятковского-Филлипса-Шмидта-Шина (KPSS-тест). [7, 160]

По результатам сделанного анализа можно сделать вывод, что большая часть временных рядов носит интегрированный характер. Временной ряд, отражающий динамику соотношения мировой рыночной цены тонны ГСМ к импортной цене тонны ГСМ в страну, а также соотношение запасов готовой продукции и среднемесячного объема производства стабильны. Также включены интегрированной регрессии предпологов нулевого порядка, которые можно получить, используя нестационарные временные ряды в регрессионном порядке анализа.

Если рассматриваемый ряд имеет вид:

$$y_t = c_t + \Delta t + e_t,$$

$$c_t = c_{t-1} + u_t,$$

где, Δ – коэффициент тренда, e_t – некоторый стационарный процесс, u_t – некоторый независимый и одинаково распределенный с e_t процесс с математическим ожиданием 0 и дисперсией σ^2 .

Выдвигаются две конкурирующие гипотезы:

H_0 : временной ряд являются стационарным (или, аналогично $\sigma^2 = 0$),

H_1 : временной ряд не являются стационарным ($\sigma^2 \neq 0$).

Вычисляем статистику:

$$\frac{\sum_{t=1}^T S_t^2}{s^2 T^2},$$

где, T – размер выборки,

$$S_t = e_1 + e_2 + \dots + e_t,$$

s^2 – стандартная ошибка в форме Ньюи-Уеста (Newey–West estimate)

$$M_{0t} = f(S^d P_t, e_t, rate_t) + M_0 + f(revenue_t, e_t, rate_t^{TMb}) + M_{1t} - M_0 + dep_tr_p^{somon} + dep_tr_l^{TMb} v M_1_gdp / M_1 + f(gdp_t, r_{t, somoni}, e_t, cpi_t) + M_0 = gdp / dep_tr_p^{somon} = f(wage_t, e_t, card_t) dep_tr_l^{TMb} = f(revenue_t, e_t, rate_t^{TMb}) - t / M_0 + - dep_tr_p^{somon} - f(wage_t, rate_p^{somon}, e_t) + - dep_tr_l^{ub} - f(profit_t, e_t, r_stock_t, p_raw_materials_t) + somoni M_{1t} - M_1 + dep_tr_p^{TM} + dep_tr_l^{TM} + sec v M_{2t} - gdp / M_2, M_{2t} - f(gdp_t > e_t, CPK) + - dep_tr_p^f - f(wage, e_t) + dep_tr_l^f - f(gdp_t, r_p_oil_t, cost_wt) + - dep_tr_p^f - f(income_t, e_t, rate_py, rate_p^{somon}) + - dep_tr_l^f - f(ext_t, e_t, rate_lf, r_stock_t, rate_l^{somon}, cost_wt) + - M_{3t} - M_2 + dep_tr_p^f + dep_tr_l^f + dep_tr_p^f + dep_tr_l^f + sec + dep_tr_met p v M_{3t} - gdp / M_1, M_{3t} - f(gdp_t, CPK)$$

Обозначения переменных системы уравнений спроса на деньги путем переменных показателей и единицы ее измерения:

- M_{0t} – денежный агрегат M_0 в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $v_{M_{0t}}$ – скорость обращения денежного агрегата M_0 ;
- $dep_tr_p^{somon}$ – переводные национальной валюты к депозиты физических лиц в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $dep_tr_l^{somon}$ – переводные национальной валюты к депозиты юридических лиц в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- M_{1t} – денежный агрегат M_1 в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $v_{M_{1t}}$ – скорость обращения денежного агрегата M_1 ;
- $dep_tr_p^{somon}$ – срочные национальной валюты к депозиты физических лиц в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $dep_tr_l^{somon}$ – срочные национальной валюты к депозиты юридических лиц в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $sect^{somon}$ – ценные бумаги, выпущенные банками в национальной валюте, млн. сомони;
- M_{2t} – денежный агрегат M_2 в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $v_{M_{2t}}$ – Скорость обращения денежного агрегата M_2 ;
- $dep_tr_p^f$ – Переводные депозиты физических лиц в иностранной валюте в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $dep_tr_l^f$ – Переводные депозиты юридических лиц в иностранной валюте в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $dep_tr_p^f$ – срочные депозиты физических лиц в иностранной валюте в среднегодовых ценах 2022г., млн. сомони;
- $dep_tr_l^f$ – срочные депозиты юридических лиц в иностранной валюте в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $sect^f$ – ценные бумаги, выпущенные банками в иностранной валюте, млн. сомони;
- $deptmet$ – депозиты в драгоценных металлах, млн. сомони;
- M_{3t} – денежный агрегат M_3 в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $v_{M_{3t}}$ – скорость обращения денежного агрегата M_3 ;
- $incomet$ – Денежные доходы населения в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $waget$ – среднемесячная заработная плата в среднегодовых ценах 2022 г., тыс. сомони;
- $gdpt$ – валовой внутренний продукт в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- Ext – экспорт в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $profit$ – прибыль организаций в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- $revenue$ – выручка от реализации продукции в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- cpi – индекс потребительских цен, 2022 г. = 1;

- $p_raw\ materials_t$ – стоимость импорта сырья, долл. США;
- $r_p_raw\ materials_t$ – отношение мировой цены на 1 тонну ГСМ к цене импорта 1 тонны ГСМ, %;
- et – номинальный обменный курс национальной валюты, сомони за 1 доллар США;
- $cost_wt$ – расходы на оплату труда в среднегодовых ценах 2022 г., млн. сомони;
- r_stockt – отношение запасов готовой продукции к среднемесячному объему производства, %;
- $cardt$ – количество платежных карточек, находящихся в обращении, штук;
- $ratet_somon$ – ставка по всем срочным счетам национальной валюты к депозитам в номинальном выражении, %;
- $rate_p_somon$ – ставка по всем срочным национальной валюты к депозитам физических лиц в реальном выражении, %;
- $rate_1_somon$ – ставка по всем срочным национальной валюты к депозитам юридических лиц в реальном выражении, %;
- $rate_ptf$ – ставка по всем срочным валютным депозитам физических лиц, %;
- $rate_ltf$ – ставка по всем срочным валютным депозитам юридических лиц, %;
- d_2022_1t – фиктивная переменная, отражающая период предвыборной кампании в 1 квартале 2022 г.;
- d_2022_1t – фиктивная переменная, характеризующая период ухудшения макроэкономических условий в связи с ростом цен на энергоносители;
- d_2022_4t – фиктивная переменная, отражающая период перед проведением единовременной девальвации, характеризующийся резко возросшими девальвационными ожиданиями;
- d_2022_1t – фиктивная переменная, отражающая период единовременной девальвации в 1 квартале 2022 г.;
- d_2022_4t – фиктивная переменная, отражающая период предвыборной кампании в IV квартале 2022 г.;
- $d_2020_2_3t$ – фиктивная переменная, характеризующая период множественности валютного курса национальной валюты;
- d_2020_4t – фиктивная переменная, отражающая период единовременной девальвации в IV квартале 2020 г.

Таким образом, в политике экономического роста помимо монетарной стабилизации требуется проведение глубоких и быстрых реформ в секторе предприятий, включающих институциональные реформы (создание правовой и регулятивной структуры для вхождения в рынок новых частных предприятий), приватизацию государственных предприятий, реструктуризацию предприятий и возможную ликвидацию нерентабельных предприятий, улучшение управления оставшимися в государственной собственности предприятиями, реформами финансового сектора (обеспечивающими эффективное перераспределение сбережений в инвестиции). [2, 113]

На макроуровне монетарная политика должна носить стабилизационный характер, обеспечивающий достижение оптимального контроля над денежной базой и инфляцией. На макроуровне, инструменты денежно-кредитной системы должны стимулировать активное кредитование коммерческими банками приоритетных сфер развития рыночной экономики, наряду с другими направлениями макроэкономической политики содействовать формированию системной сбалансированности переходной экономики.

Отличительными особенностями денежно-кредитной системы в узком смысле слова являются:

- независимый характер денежно-кредитной системы Национального банка в процессе использования своих инструментов денежно-кредитного и валютного регулирования;

- главным образом. макроэкономический характер применения инструментов денежно-кредитного и валютного регулирования, когда Национальный банк осуществляет регулирование в целях поддержания макроэкономических параметров денежного рынка - денежной базы, денежной массы или процентных ставок;

- преимущественно стабилизационный характер денежно-кредитной системы, когда Национальный банк концентрирует свои операционные мероприятия на обеспечении приемлемых темпов динамики денежной массы или процентных ставок. При этом, конечные экономические цели обеспечиваются постольку, поскольку обеспечиваются эти операционные или промежуточные цели.

Таким образом, ясно, что узкая концепция денежно-кредитной системы основывается на номиналистической или количественной теории денег, когда возвышаются инфляционные риски денежной массы на экономику.

На наш взгляд, разработка широкой концепции денежно-кредитной системы должна учитывать в необходимой и дополнительной мере натуралистическую или капиталотворческую теорию денег, которые подчеркивают важную роль денег и кредита в развитии производственной сферы.

В соответствии с таким подходом, к отличительным особенностям широкой концепции денежно-кредитной системы, на наш взгляд, можно отнести:

- глубокое согласование Национальным банком с другими государственными структурами характера мероприятий денежно-кредитной системы. В данном случае расширяется институциональный субъект денежно-кредитной системы: при осуществлении краткосрочной или долгосрочной денежно-кредитной системы тщательно согласуются позиции и намерения правительства, Национального банка, финансовых институтов;

- не только макроэкономический, но и микроэкономический характер применения инструментов денежно-кредитной системы, когда Национальный банк и правительство в дополнение к макроэкономическим целям денежно-кредитной системы преследуют достижение экономических целей на микроуровне экономики - уровне функционирования банков, финансовых институтов и нефинансовых предприятий. Такими целями могут быть, например, удовлетворение кредитных запросов хозяйственных предприятий в сельском хозяйстве, малом и среднем бизнесе и т.п.;

- совмещение как стабилизационной, так и структурно-реформационной ориентации в процессе проведения денежно-кредитной системы. Например, Национальный банк и коммерческие банки активно содействуют и помогают в разработке и осуществлении производственными предприятиями инвестиционных проектов в новых сферах, реструктуризации их деятельности, развитию частного сектора экономики и т.п.;

- проведение реформ по реструктуризации и институциональному укреплению банковских и финансовых институтов, развитию банковской конкуренции, укреплению банковского надзора.

Изучение методологического несоответствия традиционной денежно-кредитной системы природе рынков в переходной экономике указывает на специфический характер проявления основных понятий и категорий денежного обращения в условиях переходной экономики.

Денежный и финансовый рынок в условиях, переходной экономики характеризуется сегментированностью, то есть, расчлененностью на относительно автономные сегменты, которые практически не взаимодействуют между собой и не вовлечены в единый и сбалансированный механизм кругооборота потоков товаров и финансовых ресурсов.

Наиболее характерным сегментом финансового рынка является рынок неплатежей, когда предприятия рассчитываются между собой и с коммерческими банками просроченной кредиторской задолженностью - неплатежами. Как уже отмечалось,

неплатежи в своей основе вызываются фундаментальными проблемами товарного рынка.

Появление специфической формы денег в переходной экономике накладывает соответствующий отпечаток и на состав денежного предложения. Таким образом, логично заключить что предложение денег в условиях переходной экономики складывается из монетарного предложения денег и немонетарного предложения денег.

Соответственно, меняет форму и спрос на деньги. Портфельный спрос экономического агента на денежные остатки в условиях переходной экономики, когда имеют место значительные объемы неплатежей, имеет качественно отличную от традиционной структуру, которая включает три компонента - спрос транзакционный текущий M_{P0} (в рамках нормального товарно-денежного оборота), спрос транзакционный отложенный M^{**} (в рамках нарушенного товарно-денежного оборота) и спрос спекулятивный A :

$$MD = M_1^* + M_2^* + M^* \quad (2)$$

Просроченный транзакционный спрос на деньги характеризует специфику постплановой переходной экономики: спрос транзакционный отложенный отражает спрос предприятий на деньги для расчетов по своей просроченной кредиторской задолженности. В условиях, когда товарно-денежный оборот находится в продолжительном состоянии нерешённости, то неплатежи становятся специфической формой денег, свойственных для переходной экономики.

Крайнюю форму в условиях переходной экономики приобретает пикническая асимметрия на финансовом рынке. Несмотря даже на правильные реформы в денежно-кредитной, фискальной и валютной политике, поведение коммерческих банков и населения слабо перестраивается в нужном направлении. Главными причинами являются уже отмеченные нами низкое доверие к банковской системе, нежелание банков финансировать нерентабельные проекты, слабый банковский менеджмент.

Долларизация и демонетизация также являются характерными чертами финансового и денежного рынка в условиях переходной экономики. Процессы долларизации и демонетизации в переходной экономике вызываются такими факторами как:

- интенсивная денежная эмиссия Национального банка;
- излишне жесткий контроль над банковской системой;
- непаритетные цены в отраслях экономики в пользу торговли, сферы услуг;
- высокое налоговое бремя; продолжительный контроль над доходами населения;
- жесткие административные ограничения в доступе к валютным ресурсам.

Подводя итог рассмотренным выше особенностям конкуренции в системе денежного обращения и денежного рынка в переходной экономике, мы можем сделать вывод о несбалансированности спроса на деньги и предложения денег. Другими словами, в денежном обращении и на денежном рынке в экономике в целом спрос на деньги характеризуется низким уровнем по сравнению со странами с развитой рыночной экономикой. Коэффициент монетизации, характеризующий уровень спроса в экономике на деньги, значительно низок в странах с развивающейся и переходной экономикой по сравнению с высокоразвитыми странами.

ЛИТЕРАТУРА LITERATURE

1. Абдукодиров Х.А. Институциональные аспекты антиинфляционный механизм фискальной и монетарной политика Республики Таджикистан в условиях переходного процесса // Вестник ТНУ. 2018. - №11. – С. 106-113.
2. Abdukodirov Kh.A. Institutional aspects of the anti-inflationary mechanism of fiscal and monetary policy of the Republic of Tajikistan in the conditions of the transition process // Bulletin of TNU. 2018. - No. 11. – P. 106-113.
3. Constantine Micheiopolos. State Enterprises Reform... P. 113.
4. Dickey D.A., W.A. Fuller (1979) "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", Journal of the American Statistical Association, 74. – P. 427-431.

5. Ericsson N. Empirical Modeling of Money Demand // Empirical Economics. - 1998. - № 23/3. – P. 295-315.
6. Gilermo Calvo, Carlo Vegh. Inflation Stabilization and Nominal Anchors. / Approaches to Exchange Rate Policy. By Richard Barth and Comb-Huey Wong. IMF Institute. Washington, 2015. – P. 99.
7. Gilermo Calvo, Febrizio Coricelly. Credit Market Imperfections and Output Response Pretibially Centrally Planned Economies. / Building Sound Finance in Emerging Market Economics. By Gertld Capno. David Folocrts-Landau and Tiraotby D. Lane. IMF. World Bank, Washington, 2012. – P. 289.
8. Kwiatkowski D., P.C.B. Phillips, P. Schmidt, Y. Shin (1992) “Testing of the Null Hypothesis of Stationary against the Alternative of a Unit Root”, Journal of Econometrics, 54. – P. 159-178.
9. Maddala G. Unit roots, *cointegration*, and structural change // Cambridge: Cambridge Univ. Press. - 1998. – P. 505.
10. Steven M. Fries and Timothy D. Lane. Financial and Enterprise Restructuring in Emerging Market Economies. / Building Sound Finance in Emerging Market Economies. By Gerald Caprio, David Florets-Landau and Timothy Dillane. IMF, World Bank., Washington, 2014. – P. 24.
11. Susan Schadler. How Successful Are IMF-Supported Adjustment Programs, Finance & Development, June. 2018. – P. 17.