КАНАЛ ИЗДЕРЖЕК И ДЕПОЗИТНЫЙ КАНАЛ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ТРАНСМИССИИ В УСЛОВИЯХ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ В УЗБЕКИСТАНЕ

Джумонов Дилшод Сафаролиевич
Самостоятельный соискатель научно-исследовательского центра «Научные основы и проблемы развития экономики Узбекистана» при Ташкентском государственном экономическом университете
DOI:https://doi.org/10.5281/zenodo.23493050

Аннотация. В тезисе на основе двухставочной новокейнсианской кривой Филлипса оценивается передача банковских процентных ставок в инфляцию в Узбекистане по месячным данным за январь 2020 г. – март 2025 г. Сопоставление результатов теста Йохансена, VECM, граничного теста ARDL и модели VAR с фиктивными переменными для шоков 2020 и 2022 гг. показало, что наиболее устойчивый результат относится к краткосрочному периоду: лаговые изменения кредитных ставок в национальной валюте повышают инфляцию (канал издержек), тогда как лаги основной ставки непосредственно инфляцию не прогнозируют. Обоснованы меры по усилению канала процентной ставки.

Ключевые слова: канал издержек, депозитный канал, новокейнсианская кривая Филлипса, инфляционное таргетирование, кредитные и депозитные ставки, VECM, ARDL, тест Грейнджера.

Введение

Согласно традиционному каналу спроса, повышение процентных ставок сдерживает совокупный спрос и снижает инфляцию. Однако если фирмы финансируют оборотный капитал за счет кредитов, рост кредитных ставок увеличивает их предельные издержки и может усиливать инфляцию в краткосрочном периоде – так называемый канал издержек (Chowdhury и др., 2006; Ravenna и Walsh, 2006; Tillmann, 2008). Депозитные ставки, напротив, жестки при повышении и гибки при понижении, поэтому передача ставки денежно-кредитной политики в депозитные ставки является неполной и асимметричной (Neumark и Sharpe, 1992; Drechsler и др., 2017). Эмпирические оценки для развивающихся стран неоднозначны: Hasran и др. (2023) на примере 20 развивающихся стран показали, что изменение процентных ставок само по себе недостаточно для контроля инфляции, а Sajid и др. (2024) выявили в странах Южной Азии обратную связь между ставками и инфляцией.

Узбекистан – экономика с банковской моделью финансирования и частичной долларизацией, перешедшая к инфляционному таргетированию с 2020 года. Инфляция снизилась с 14,5% в 2020 году до 10% в конце 2021 года, в 2022 году под влиянием внешних шоков повысилась до 12,3%, к марту 2024 года снизилась до 8%, а после реформы энерготарифов в мае 2024 года вновь выросла до 10,6%; целевой ориентир в 5% в исследуемом периоде достигнут не был. Цель исследования – оценить влияние депозитных и кредитных ставок на инфляцию и определить каналы, через которые оно реализуется.

Методология

Теоретической основой служит двухставочное уравнение инфляции – сокращенная форма новокейнсианской кривой Филлипса, построенная на основе подхода Ravenna и Walsh (2006):

© 2026 London International Monthly Conference on Multidisciplinary Research and Innovation. All Rights Reserved.

кредитная ставка воздействует на инфляцию через предельные издержки фирм (канал издержек), а депозитная – через межвременной выбор домохозяйств (канал спроса):

$$\pi_t=(\beta+\kappa\chi_y\sigma)E_t[\pi_{t+1}]+\kappa\chi_y E_t[x_{t+1}]+\kappa\chi_L r_t^L+\kappa\chi_D r_t^D+\kappa\chi_y\sigma r_t^n+e_t \qquad (1)$$

где $\beta \in (0,1)$ – коэффициент дисконтирования; $\kappa > 0$ – наклон кривой Филлипса; r_t^L и r_t^D – кредитная и депозитная ставки; x_t – разрыв выпуска; r_t^n – естественная процентная ставка; σ – чувствительность потребления к реальной процентной ставке; $\chi_D \equiv -\chi_y\sigma < 0$; $e_t = \upsilon_t + \kappa\chi_y\varepsilon_t^x$. При неполной передаче основной ставки r_t^P в депозитные и кредитные ставки (с коэффициентами β_D и β_L) непосредственное влияние ее повышения на инфляцию определяется соотношением двух каналов:

$$\frac{\partial\pi_t}{\partial r_t^P}=\kappa(\chi_L\beta_L+\chi_D\beta_D)=\kappa(\chi_L\beta_L-\chi_y\sigma\beta_D) \qquad (2)$$

Если высоки передача в кредитные ставки и зависимость фирм от кредита, преобладает канал издержек, и повышение ставки в краткосрочном периоде может сопровождаться ростом инфляции; если высоки передача в депозитные ставки и чувствительность потребления к ним, преобладает канал спроса. Эмпирические спецификации являются приближениями сокращенной формы, поэтому параметры κ, χ_L и σ по отдельности не идентифицируются.

Анализ выполнен в программе Stata по месячным данным Центрального банка Республики Узбекистан за январь 2020 г. – март 2025 г. (63 наблюдения): инфляция (CPI, в % к соответствующему периоду предыдущего года), основная ставка (PR) и средневзвешенные ставки по депозитам (rDN, rDF) и кредитам (rLN, rLF) в национальной и иностранной валюте. По тестам ADF, PP и KPSS все ряды являются I(1), по критерию FPE выбран лаг 2. Применены тест Йохансена и VECM, функции импульсного отклика и декомпозиция дисперсии ошибки прогноза, граничный тест ARDL (Pesaran и др., 2001), а также модель VAR с фиктивными переменными для острой фазы COVID-19 (март–август 2020 г.) и геополитических шоков 2022 г. (март–июнь).

Результаты

Тест Йохансена выявил два коинтеграционных соотношения ($r = 2$). Согласно вектору, нормированному по инфляции, депозитные ставки связаны с инфляцией обратной, а кредитная ставка в национальной валюте – прямой зависимостью (табл. 1); вклад кредитной ставки в иностранной валюте незначим ($p = 0,158$). Член коррекции ошибок равен $-0,0565$ ($p = 0,021$), то есть отклонение от равновесия корректируется со скоростью 5,6% в месяц.

© 2026 London International Monthly Conference on Multidisciplinary Research and Innovation. All Rights Reserved.

Таблица 1

Связь банковских ставок с инфляцией по результатам различных методов

Метод и оцениваемый показатель	Кредитная ставка в нац. валюте (rLN)	Депозитная ставка в нац. валюте (rDN)	Основная ставка (PR)
VECM: долгосрочный вектор, нормированный по CPI	6,0479***	−4,9786***	–
VECM: краткосрочный эффект (лаг 1)	0,2544*	0,0804	−0,0093
ARDL(1,2,0,2): долгосрочный эффект	0,9757*	−1,0700**	1,7158***
ARDL(1,2,0,2): краткосрочный эффект (лаг 1)	0,3332***	–	−0,4441*
VAR(3) с фиктивными переменными (лаг 1)	0,457**	незначим	−0,106
Тест Грейнджера, F(2,39)	3,71**	–	0,07

Примечание: ***, ** и * – значимость на 1-, 5- и 10%-ном уровнях; «–» – коэффициент в соответствующей спецификации не приводится.

Источник: расчеты автора (Stata) на основе данных Центрального банка Республики Узбекистан.

Граничный тест ARDL(1,2,0,2) подтверждает коинтеграцию лишь на 10%-ном уровне (F = 4,500 при верхних границах 3,935 для 10% и 4,634 для 5%), поэтому долгосрочные коэффициенты интерпретируются условно: повышение депозитной ставки в национальной валюте на 1 п.п. связано со снижением годовой инфляции на 1,07 п.п., а кредитной – с ее ростом на 0,98 п.п. Положительный долгосрочный коэффициент основной ставки (1,72) отражает не причинное влияние, а эндогенность политики – повышение ставки в ответ на инфляционное давление. Около 26% отклонения от равновесия устраняется ежемесячно (ECM = −0,257; $p < 0,001$).

Модель VAR(3) с фиктивными переменными подтвердила высокую инерционность инфляции (CPI_{t-1} = 0,919; $p < 0,001$) и значимость первого лага кредитной ставки в национальной валюте (0,457; $p = 0,011$); фиктивная переменная геополитического шока 2022 г. оказывает инфляционное влияние на 10%-ном уровне (0,89). Согласно тесту Грейнджера, лаги основной ставки непосредственно не прогнозируют инфляцию ($F(2,39) = 0,07$; $p = 0,93$), тогда как лаги кредитной ставки прогнозируют ее ($F(2,39) = 3,71$; $p = 0,033$). По данным FEVD, при упорядочении «CPI первым» около 80% дисперсии инфляции на длинных горизонтах объясняется собственными шоками, на шоки основной и кредитной ставок приходится около 10% и 5–6%; при упорядочении «PR первым» доля основной ставки возрастает до 20–25%.

Выводы и предложения

Наиболее устойчивый результат относится к краткосрочному периоду: лаговые изменения кредитных ставок в национальной валюте повышают инфляцию по результатам всех трех методов, что согласуется с наличием канала издержек, тогда как депозитные ставки в краткосрочном периоде на инфляцию не влияют. Канал процентной ставки в Узбекистане функционирует, однако влияние основной ставки на инфляцию реализуется в основном опосредованно – через банковские ставки. Высокая инерционность инфляции обосновывает продолжение основанной на данных

© 2026 London International Monthly Conference on Multidisciplinary Research and Innovation. All Rights Reserved.

жесткой процентной политики с сохранением положительных реальных процентных ставок и приоритетом предотвращения вторичных эффектов разовых шоков предложения.

Это требует мер, не заменяющих, а усиливающих процентный канал: согласования ставки UZONIA с основной ставкой, стерилизации ликвидности с помощью заранее прогнозируемых инструментов (срочные депозиты, краткосрочные облигации Центрального банка), операций тонкой настройки ликвидности, ограничения рисков кредитного рынка не только повышением ставок, но и скоординированными с процентной политикой макропруденциальными инструментами (DSTI, LTV, соотношение кредитов и депозитов), а также внедрения привязанных к UZONIA депозитных продуктов и программы регулярной эмиссии краткосрочных облигаций Центрального банка в целях дедолларизации. Коммерческим банкам рекомендуется устанавливать ставки по депозитным и кредитным продуктам как отдельные каналы.

Список литературы

1. Chowdhury I., Hoffmann M., Schabert A. (2006). Inflation dynamics and the cost channel of monetary transmission // European Economic Review. – Vol. 50(4). – P. 995–1016.
2. Drechsler I., Savov A., Schnabl P. (2017). The deposits channel of monetary policy // The Quarterly Journal of Economics. – Vol. 132(4). – P. 1819–1876.
3. Hasran N., Saputra J., Haque A. (2023). Is interest rate an effective instrument for controlling inflation and its effect on investment activities in developing countries? // Corporate Management Ecosystem in Emerging Economies: Global Perspectives. – Springer International Publishing. – P. 367–401.
4. Neumark D., Sharpe S.A. (1992). Market structure and the nature of price rigidity: Evidence from the market for consumer deposits // The Quarterly Journal of Economics. – Vol. 107(2). – P. 657–680.
5. Pesaran M.H., Shin Y., Smith R.J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships // Journal of Applied Econometrics. – Vol. 16(3). – P. 289–326.
6. Ravenna F., Walsh C.E. (2006). Optimal monetary policy with the cost channel // Journal of Monetary Economics. – Vol. 53(2). – P. 199–216.
7. Sajid M., Ali A., Ahmad S. et al. (2024). Global and domestic drivers of inflation: Evidence from select South Asian countries // Journal of Economic and Administrative Sciences.
8. Tillmann P. (2008). Do interest rates drive inflation dynamics? An analysis of the cost channel of monetary transmission // Journal of Economic Dynamics and Control. – Vol. 32(9). – P. 2723–2744.

© 2026 London International Monthly Conference on Multidisciplinary Research and Innovation. All Rights Reserved.