IJESD • International Scientific Journal
ISSN: 2955-0386
IF: 12.31

ВЛИЯНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ФРС США НА ФИНАНСОВЫЕ УСЛОВИЯ ПОГРАНИЧНЫХ РЫНКОВ: СЛУЧАЙ УЗБЕКИСТАНА

Студент: ***Кодиров Шахриёр Сохиб угли***,
Ташкентский Университет Информационных Технологий имени Мухаммада ал-Хорезми, Kodirovshaxriyor1994@gmail.com
Научный руководитель: PhD, и.о. доцента ***Шарустамов Аяттилло***
ayattillo1985@gmail.com

GLOBAL MONETARY SPILLOVERS TO FRONTIER MARKETS: THE IMPACT OF US FEDERAL RESERVE POLICY ON UZBEKISTAN'S FINANCIAL CONDITIONS

Student: Kodirov Shaxriyor Soxib o'g'li,
Tashkent University of Information Technologies named after Muhammad al-Khwarizmi, Kodirovshaxriyor1994@gmail.com
Academic Supervisor: Ayattillo Sharustamov, PhD, Acting Associate Professor,
ayattillo1985@gmail.com

ЧЕГАРАВИЙ БОЗОРЛАРГА ГЛОБАЛ МОНЕТАР ТАЪСИРЛАР: АҚШ ФЕДЕРАЛ РЕЗЕРВ ТИЗИМИ СИЁСАТИНИНГ ЎЗБЕКИСТОН МОЛИЯВИЙ ШАРОИТЛАРИГА ТАЪСИРИ

Талаба: Кодиров Шахриёр Соҳиб ўғли,
Муҳаммад ал-Хоразмий номидаги Тошкент Ахборот Технологиялари Университети, Kodirovshaxriyor1994@gmail.com
Илмий раҳбар: PhD, доцент в.б. Шарустамов Аяттилло, ayattillo1985@gmail.com

CHEGARAVIY BOZORLARGA GLOBAL MONETAR TA'SIRLAR: AQSH FEDERAL REZERV TIZIMI SIYOSATINING O'ZBEKISTON MOLIYAVIY SHAROITLARIGA TA'SIRI

Talaba: Kodirov Shaxriyor Soxib o'g'li,
Muhammad al-Xorazmiy nomidagi Toshkent Axborot Texnologiyalari Universiteti, Kodirovshaxriyor1994@gmail.com
Ilmiy rahbar: PhD, dotsent v.b. Sharustamov Ayattillo, ayattillo1985@gmail.com

Аннотация: *В статье исследуются каналы трансмиссии денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы США (ФРС) на финансовые условия Республики Узбекистан как типичного пограничного рынка. На основе анализа данных ФРС, Центрального банка Республики Узбекистан и международных финансовых институтов за 2021–2026 годы рассматриваются процентный, валютный, капитальный, долговой, ресурсно-ценовой и трансфертный каналы влияния. Показано, что цикл ужесточения политики ФРС в 2022–2023 годах и её повторное ужесточение в сентябре 2026 года передаются в экономику Узбекистана преимущественно через курс сума, стоимость внешних заимствований и переоценку золотых резервов, тогда как прямой процентный канал ослаблен высоким уровнем внутренней ставки и ограниченной открытостью финансового счёта. Предложены меры по укреплению режима*

инфляционного таргетирования, снижению долларизации, развитию внутреннего рынка капитала и управлению внешним долгом.

Ключевые слова: *денежно-кредитная политика ФРС, международные монетарные перетоки, пограничные рынки, Узбекистан, Центральный банк Республики Узбекистан, основная ставка, обменный курс сума, еврооблигации, денежные переводы, международные резервы, финансовые условия, долларизация, инфляционное таргетирование.*

Abstract: *The article examines how the monetary policy of the US Federal Reserve is transmitted to the financial conditions of the Republic of Uzbekistan, a typical frontier market. Drawing on data from the Federal Reserve, the Central Bank of the Republic of Uzbekistan and international financial institutions for 2021–2026, the study analyses six transmission channels: the interest-rate, exchange-rate, capital-flow, external-debt, commodity-valuation and remittance channels. The results show that the Fed's 2022–2023 tightening cycle and its renewed rate increase in September 2026 reached Uzbekistan mainly through the exchange rate of the sum, the cost of external borrowing and the revaluation of gold-dominated reserves, while the direct interest-rate channel is weakened by the high domestic policy rate and the limited openness of the financial account. The paper proposes measures to strengthen inflation targeting, reduce dollarization, deepen the domestic capital market and manage external debt more prudently.*

Keywords: *Federal Reserve policy, international monetary spillovers, frontier markets, Uzbekistan, Central Bank of Uzbekistan, policy rate, sum exchange rate, Eurobonds, remittances, international reserves, financial conditions, dollarization, inflation targeting.*

Annotatsiya: *Ushbu maqolada AQSH Federal rezerv tizimi (FRT) pul-kredit siyosatining chegaraviy bozor hisoblangan O'zbekiston Respublikasining moliyaviy sharoitlariga uzatilish kanallari tadqiq etiladi. FRT, O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki va xalqaro moliya institutlarining 2021–2026-yillarga oid ma'lumotlari asosida foiz, valuta kursi, kapital oqimlari, tashqi qarz, xomashyo narxlari va pul o'tkazmalari kanallari tahlil qilingan. Natijalar shuni ko'rsatadiki, FRTning 2022–2023-yillardagi qat'iylashtirish sikli va 2026-yil sentabrida stavkani qayta oshirishi O'zbekiston iqtisodiyotiga asosan so'm kursi, tashqi qarz olish qiymati va oltin ustun bo'lgan zaxiralarning qayta baholanishi orqali ta'sir qiladi, to'g'ridan-to'g'ri foiz kanali esa yuqori ichki asosiy stavka va moliyaviy hisobning cheklangan ochiqligi tufayli zaif. Inflyatsion targetlash rejimini mustahkamlash, dollarlashuvni kamaytirish, ichki kapital bozorini rivojlantirish va tashqi qarzni boshqarish bo'yicha takliflar ishlab chiqilgan.*

Kalit so'zlar: *FRT pul-kredit siyosati, xalqaro monetar ta'sirlar, chegaraviy bozorlar, O'zbekiston, Markaziy bank, asosiy stavka, so'm kursi, yevroobligatsiyalar, pul o'tkazmalari, xalqaro zaxiralar, moliyaviy sharoitlar, dollarlashuv, inflyatsion targetlash.*

Введение. Денежно-кредитная политика Федеральной резервной системы США (ФРС) является важнейшим внешним ценообразующим фактором мировой финансовой системы. Поскольку доллар США доминирует в выставлении счетов в международной торговле, трансграничном банковском кредитовании, выпуске суверенных и корпоративных облигаций и официальных резервах, изменения ставки по федеральным фондам и баланса ФРС меняют цену риска далеко за пределами Соединённых Штатов. При ужесточении политики ФРС доллар, как правило, укрепляется, аппетит к риску снижается, капитал уходит из более рискованных юрисдикций, а внешние заимствования дорожают. При смягчении происходит обратное, и капитал в поисках доходности направляется в развивающиеся и пограничные экономики.

Долгое время литература о подобных перетоках была сосредоточена на крупных развивающихся рынках с глубокими и открытыми рынками капитала — Бразилии, Мексике,

Турции, Индонезии, ЮАР. Пограничным (frontier) рынкам — небольшим, менее ликвидным и слабее интегрированным экономикам, которые только начинают выходить на международные рынки капитала, — уделялось значительно меньше внимания. Между тем они нередко более уязвимы: их финансовые системы частично долларизированы, обменные курсы либерализованы недавно, внешний долг в основном номинирован в иностранной валюте, а рамки экономической политики ещё не имеют длительной истории доверия.

Республика Узбекистан — наглядный пример пограничной экономики, связи которой с мировыми финансами быстро усиливаются. После либерализации валютного рынка в сентябре 2017 года страна унифицировала обменный курс, в феврале 2019 года разместила первые суверенные еврооблигации, выпустила международные облигации в национальной валюте, открыла банковский и корпоративный секторы для иностранных инвесторов и объявила о переходе к режиму инфляционного таргетирования с целевым ориентиром 5% в среднесрочной перспективе. В 2026 году суверенные облигации Узбекистана в сумах были включены в индекс J.P. Morgan GBI-EM, что сделало страну единственным государством СНГ, представленным в этом индексе долгом в национальной валюте. Каждый из этих шагов повышал чувствительность внутренних финансовых условий к глобальному долларовому циклу.

Период 2021–2026 годов представляет собой своего рода естественную лабораторию для изучения этих эффектов. С марта 2022 по июль 2023 года ФРС повысила ставку по федеральным фондам с околонулевого уровня до диапазона 5,25–5,50% — это было самое быстрое ужесточение за четыре десятилетия. Затем в период с сентября 2024 по декабрь 2025 года ставка была снижена в совокупности на 175 базисных пунктов, до 3,50–3,75%. Однако в сентябре 2026 года, на фоне высокой инфляции, поддерживаемой ценами на энергоносители, ФРС впервые с 2023 года повысила ставку — до 3,75–4,00% — и сохранила её на этом уровне на октябрьском заседании. Одновременно долгосрочные доходности казначейских облигаций США превысили 5%. За те же годы Центральный банк Республики Узбекистан (ЦБ) в марте 2022 года повысил основную ставку с 14% до 17%, к июлю 2024 года постепенно снизил её до 13,5%, в марте 2025 года вернул к 14% и на протяжении всего 2026 года сохранял её на уровне 14%.

Проблема исследования состоит в выявлении каналов, по которым денежно-кредитная политика США влияет на финансовые условия в Узбекистане, и в оценке того, какие из этих каналов наиболее значимы для пограничного рынка с управляемым, но всё более гибким обменным курсом, высокой внутренней ставкой и значительной зависимостью от денежных переводов и экспорта золота. Цель работы — построить аналитическую рамку перетоков политики ФРС в Узбекистан, оценить свидетельства по каждому каналу за 2021–2026 годы и разработать рекомендации для денежно-кредитной и финансовой политики.

Исследовательские вопросы: по каким каналам шоки политики ФРС достигают финансовой системы Узбекистана; насколько автономна основная ставка ЦБ по отношению к ставкам США; какие инструменты политики способны снизить уязвимость страны к глобальному долларовому циклу? Рабочая гипотеза состоит в том, что в Узбекистане прямой процентный канал влияния ФРС слаб из-за большого положительного спреда между внутренними и американскими ставками, тогда как в трансмиссии доминируют косвенные каналы — обменный курс, стоимость финансирования через еврооблигации, переоценка золотых резервов и потоки денежных переводов.

Научная новизна работы заключается в систематизации шести каналов трансмиссии денежно-кредитной политики США в единую рамку, адаптированную к структурным особенностям пограничной, сырьеэкспортирующей и получающей денежные переводы

IJESD • International Scientific Journal
ISSN: 2955-0386
IF: 12.31

экономики, и в её применении к новым данным по Узбекистану, охватывающим эпизод повторного ужесточения политики ФРС в 2026 году.

Обзор литературы. Классической отправной точкой анализа международных монетарных перетоков является «трилемма» Манделла–Флеминга, согласно которой страна не может одновременно поддерживать фиксированный обменный курс, свободное движение капитала и независимую денежно-кредитную политику. С этой точки зрения гибкого курса достаточно, чтобы защитить малую открытую экономику от внешних процентных шоков. Х. Рей (Rey, 2013) поставила этот вывод под сомнение, показав существование «глобального финансового цикла» в потоках капитала, ценах активов и кредите, во многом определяемого политикой ФРС и глобальным неприятием риска. По её мнению, для стран с открытым счётом операций с капиталом трилемма превращается в «дилемму»: независимая денежно-кредитная политика возможна лишь при управлении потоками капитала, независимо от валютного режима.

Последующие исследования уточнили этот аргумент. С. Миранда-Агриппино и Х. Рей (Miranda-Agrippino, Rey, 2020) с помощью крупной байесовской VAR-модели показали, что сдерживающий шок политики США ведёт к широкому ужесточению глобальных финансовых условий, падению цен мировых активов, сокращению левериджа глобальных банков и трансграничного кредита. В. Бруно и Х.С. Шин (Bruno, Shin, 2015) объяснили механизм через канал принятия риска: укрепление доллара ослабляет балансы заёмщиков с долларовыми обязательствами и снижает кредитные возможности глобальных банков. М. Обстфельд, Дж. Остри и М. Куреши (Obstfeld, Ostry, Qureshi, 2019) на данных более 40 развивающихся рынков установили, что гибкий курс смягчает передачу глобальных финансовых шоков, хотя и не устраняет её полностью.

Ш. Калемли-Озджан (Kalemli-Özcan, 2019) подчеркнула, что на развивающихся рынках шоки политики США передаются главным образом через изменение премий за риск, а не через сами ставки: ужесточение ФРС повышает страновые спреды и валютные премии, причём эффект сильнее, если местные ставки не реагируют. Л. Дедола, Дж. Ривольта и Л. Стракца (Dedola, Rivolta, Stracca, 2017), а также М. Яковьелло и Г. Наварро (Iacoviello, Navarro, 2019) выявили, что ужесточение в США снижает выпуск и повышает безработицу в большинстве стран, причём сильнее — в экономиках, менее открытых для торговли, финансово более уязвимых и с большим валютным долгом. Анализ «истерики сокращения» (taper tantrum) 2013 года в работах Б. Эйхенгрина и П. Гупты (Eichengreen, Gupta, 2015), а также Ш. Ахмеда, Б. Кулибали и А. Злате (Ahmed, Coulibaly, Zlate, 2017) показал, что в краткосрочном периоде сильнее пострадали рынки с более крупными и ликвидными финансовыми системами, тогда как устойчивость шока определялась макроэкономическими фундаментальными показателями.

Литература о пограничных рынках менее обширна, но растёт. Исследования Международного валютного фонда и Всемирного банка подчёркивают, что пограничные эмитенты сталкиваются с более высокими и волатильными издержками заимствований, могут полностью терять доступ к рынку в периоды глобального бегства от риска, а их долг всё чаще держат нерезиденты, реагирующие на глобальные, а не на локальные факторы. Применительно к Центральной Азии отдельное направление исследований указывает на роль денежных переводов из России и сырьевых цен как доминирующих внешних шоков, вследствие чего долларовый цикл США часто влияет на эти экономики косвенно — через рубль, цены на золото и энергоносители и инвестиционные решения глобальных фондов.

Работы, посвящённые Узбекистану, сосредоточены в основном на последствиях валютной либерализации 2017 года, долларизации и переходе к инфляционному таргетированию. Они показывают, что эффект переноса обменного курса на инфляцию остаётся

существенным, доля иностранной валюты в кредитах и депозитах снизилась, но по-прежнему высока, а доверие к политике ЦБ ещё формируется. Однако специфическая роль денежно-кредитной политики США в формировании финансовых условий Узбекистана систематически пока не анализировалась. Этот пробел и определяет направленность настоящей статьи. Обобщая литературу, можно выделить четыре группы критериев оценки перетоков политики ФРС: (1) реакция основной ставки и ставок денежного рынка; (2) динамика обменного курса и его перенос на цены; (3) стоимость и доступность внешнего финансирования; (4) поведение внешних буферов — резервов, денежных переводов и сырьевых доходов.

Методология исследования

Исследование основано на сочетании качественного институционального анализа, сравнительного метода и описательной статистики. Эмпирическую базу составляют официальные решения и заявления Федерального комитета по операциям на открытом рынке (FOMC); пресс-релизы, обзоры денежно-кредитной политики и «Основные направления денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027–2028 годов» Центрального банка Республики Узбекистан; данные Национального комитета по статистике о потребительских ценах; данные Министерства экономики и финансов о размещении суверенных еврооблигаций; публикации Международного валютного фонда, Всемирного банка и международных рейтинговых агентств за 2021–2026 годы.

Рассматриваются шесть каналов трансмиссии: (1) процентный канал, измеряемый спредом между основной ставкой ЦБ и верхней границей ставки по федеральным фондам; (2) валютный канал, измеряемый динамикой официального курса USD/UZS; (3) канал потоков капитала, отражающийся в портфельных вложениях в суммовые инструменты; (4) канал внешнего долга, измеряемый доходностью и объёмами суверенных и корпоративных еврооблигаций; (5) канал сырьевой переоценки, отражающийся в стоимости международных резервов, где преобладает золото; (6) канал денежных переводов, измеряемый притоком трансграничных переводов.

Для дальнейшей эконометрической работы предлагается спецификация локальных проекций в духе О. Хорды (Jordà, 2005): $y(t+h) - y(t-1) = \alpha(h) + \beta(h)\cdot FedShock(t) + \gamma(h)\cdot X(t) + \varepsilon(t+h)$, где y — показатель финансовых условий Узбекистана (курс USD/UZS, межбанковская ставка, доходность еврооблигаций или объём резервов), FedShock — мера неожиданных изменений политики США, идентифицированная по высокочастотным изменениям фьючерсов на ставку по федеральным фондам, X — вектор контрольных переменных (цены на нефть и золото, курс рубля, внутренняя инфляция), h — горизонт в месяцах. Коэффициент $\beta(h)$ отражает динамическую реакцию внутренней переменной на шок ФРС. В рамках настоящей статьи, с учётом коротких временных рядов после реформ 2017 года, анализ носит описательный характер, а эконометрическая модель представлена как направление будущих исследований.

Ограничения исследования связаны с короткой историей рыночного обменного курса в Узбекистане, одновременностью нескольких внешних шоков в 2022 году (ужесточение ФРС, война в Украине и санкции против России), а также ограниченной доступностью высокочастотных данных о портфельных потоках нерезидентов. Некоторые показатели, в частности курсы на конец года, округлены.

Анализ и результаты

Макрофинансовый фон и спред процентных ставок

В таблице 1 обобщены основные показатели, характеризующие подверженность финансовых условий Узбекистана влиянию денежно-кредитной политики США в 2021–2026 годах. Прежде всего обращает на себя внимание очень большой и устойчивый спред между

основной ставкой ЦБ и ставкой по федеральным фондам. Даже на пике ужесточения ФРС в 2023 году, когда ставка в США достигла 5,50%, ставка ЦБ составляла 14%, так что спред не опускался ниже 8,5 процентного пункта. В 2025–2026 годах он находился на уровне около 10 п.п.

Таблица 1.

Ключевые показатели подверженности Узбекистана влиянию денежно-кредитной политики США, 2021–2026 гг.

Показатель	2021	2022	2023	2024	2025	2026*
Ставка по федеральным фондам США, верхняя граница, на конец периода (%)	0,25	4,50	5,50	4,50	3,75	4,00
Основная ставка ЦБ Узбекистана, на конец периода (%)	14,0	15,0	14,0	13,5	14,0	14,0
Спред ставок ЦБ и ФРС (п.п.)	13,75	10,50	8,50	9,00	10,25	10,00
Годовая инфляция в Узбекистане (%)	10,0	12,3	8,8	9,8	7,3	6,5
Реальная ставка (ставка минус инфляция, п.п.)	4,0	2,7	5,2	3,7	6,7	7,5
Официальный курс USD/UZS на конец периода (прибл.)	10 840	11 230	12 340	12 900	12 000	≈12 000
Приток трансграничных денежных переводов (млрд долл.)	8,1	16,9	11,4	14,8	18,9	–
Международные резервы на конец периода (млрд долл.)	35,1	35,8	34,6	41,2	66,3	63,6

*Источник: составлено автором по данным Федеральной резервной системы США, Центрального банка Республики Узбекистан и Национального комитета по статистике. * 2026 г.: ставки ФРС и ЦБ — на ноябрь 2026 г.; инфляция — на октябрь 2026 г.; резервы — на 1 ноября 2026 г. Обменные курсы округлены.*

Эта конфигурация важна для процентного канала. На крупных развивающихся рынках, где разрыв между местными и американскими ставками составляет несколько процентных пунктов, повышение ставки ФРС быстро снижает привлекательность операций керри-трейд и вынуждает местные центральные банки реагировать. В Узбекистане внутренняя ставка определяется прежде всего внутренней инфляцией, которая составляла 12,3% на конец 2022 года и снизилась до 6,5% в октябре 2026 года. Это подтверждают и заявления самого ЦБ: на протяжении 2026 года регулятор обосновывал сохранение ставки на уровне 14% сильным внутренним спросом, бюджетным стимулированием и быстрым ростом розничного кредитования, при этом реальный ВВП в первом квартале 2026 года вырос на 8,7%. Внешние факторы упоминаются как риски, а не как главный драйвер.

Вместе с тем ставка не была полностью изолирована. Резкое повышение с 14% до 17% в марте 2022 года совпало с началом цикла ФРС, но его главной причиной стал шок, вызванный войной в Украине и санкциями против России — ключевого торгового партнёра Узбекистана и источника большей части денежных переводов. В июле 2026 года ЦБ прямо отметил, что пауза в глобальной дезинфляции и ужесточение политики в ряде стран повышают вероятность того, что внешние финансовые условия останутся жёсткими дольше, чем ожидалось, а в ноябре 2026 года, сохраняя ставку на уровне 14%, вновь указал на инфляционные риски со стороны внешней среды. Таким образом, политика ФРС влияет на решения ЦБ главным образом через сроки смягчения: повторное ужесточение в США отсрочило снижение ставки, которое в ином случае

IJESD • International Scientific Journal
ISSN: 2955-0386
IF: 12.31

позволили бы снижающиеся инфляция и инфляционные ожидания. ЦБ допускает постепенное снижение ставки ниже 10% в 2027–2029 годах, но без фиксированного графика.

Валютный канал

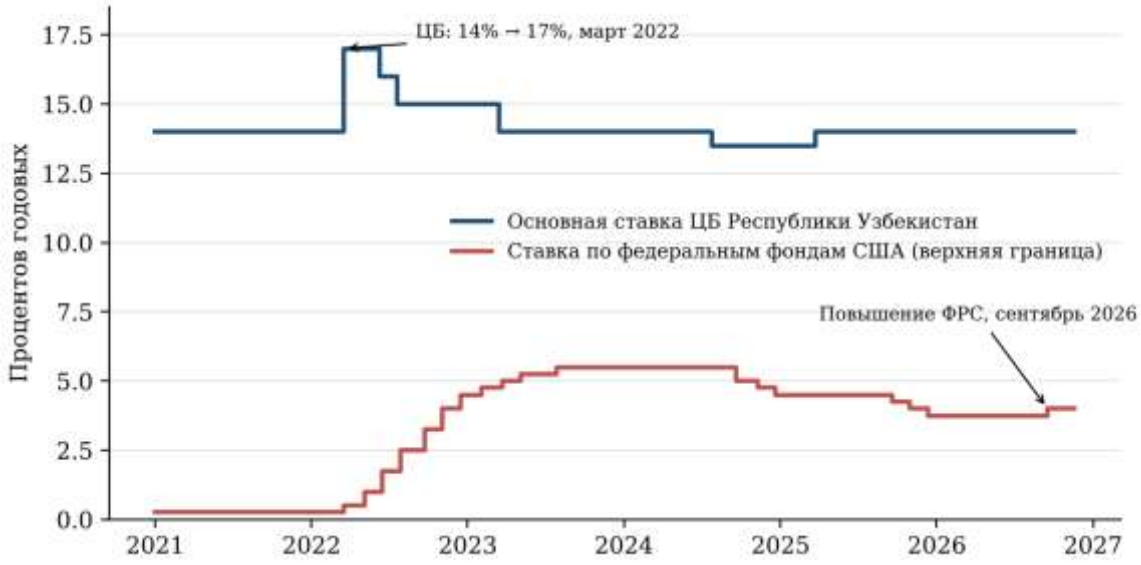
Обменный курс — наиболее заметный канал влияния ФРС. После либерализации 2017 года сум постепенно номинально обесценивался, теряя около 4–9% в год по отношению к доллару. В ходе цикла ужесточения ФРС в 2022–2023 годах официальный курс ослаб примерно с 10 840 до 12 340 сумов за доллар. Ослабление продолжилось и в 2024 году, когда сум подешевел на 4,7%.

В 2025 году эта тенденция развернулась. При поддержке рекордных денежных переводов, высоких экспортных доходов (прежде всего от золота) и ослабления доллара после начала смягчения политики ФРС сум за год укрепился примерно на 6,9%. В конце октября 2025 года официальный курс впервые с августа 2023 года опустился ниже 12 000 сумов за доллар. ЦБ подчёркивал, что курс формируется спросом и предложением и регулятор не таргетирует его конкретный уровень. Однако в 2026 году повторное ужесточение ФРС и общее укрепление доллара свели на нет часть этого прироста: в октябре 2026 года сум утратил весь прирост к доллару с начала года, оказавшись среди большинства мировых валют, ослабевших к американской валюте в этом месяце.

Значение валютного канала обусловлено всё ещё существенным переносом курса на потребительские цены и балансовыми эффектами. Импортные товары, энергоносители и продовольствие имеют большой вес в потребительской корзине, а значительная часть корпоративного и банковского долга номинирована в иностранной валюте. Поэтому укрепление доллара вследствие ужесточения ФРС оборачивается более высокой инфляцией и ростом расходов на обслуживание долга, что, в свою очередь, сужает пространство для манёвра ЦБ.

Рисунок 1.

Ставка по федеральным фондам США и основная ставка Центрального банка Республики Узбекистан, 2021–2026 гг.



Источник: составлено автором на основе заявлений FOMC и пресс-релизов Центрального банка Республики Узбекистан. Широкий и устойчивый разрыв между ставками ограничивает прямой процентный канал влияния ФРС.

Каналы потоков капитала и внешнего долга

Канал внешнего долга значительно усилился по мере расширения присутствия Узбекистана на международных рынках капитала. Дебютные суверенные еврооблигации страны в феврале 2019 года принесли 1 млрд долл. США при доходности пяти- и десятилетних траншей 4,75% и 5,375%. Эти уровни были достигнуты в период низких мировых ставок. В феврале 2025 года, уже после цикла ужесточения ФРС, семилетний долларовый транш мультивалютного выпуска был размещён под 6,95%, что показывает, как более высокая базовая ставка США передаётся пограничным эмитентам практически один к одному с добавлением страновой премии за риск.

Вместе с тем пограничные рынки выигрывают, когда глобальные условия благоприятны. В апреле 2026 года Узбекистан разместил трёхлетние международные облигации в сумах на сумму, эквивалентную 1 млрд долл. (около 12,2 трлн сумов), под 12,25% — это крупнейшее размещение еврооблигаций в национальной валюте в регионе CEEMEA за пятнадцать лет. В сентябре 2026 года эти облигации были включены в индекс J.P. Morgan GBI-EM. На рынок вышли и государственные компании и банки: например, Алокабанк в мае 2026 года разместил дебютные еврооблигации на 300 млн долл. с купоном 7,7%.

Растущая интеграция создаёт новую уязвимость. Инвесторами в суммовые облигации являются в основном глобальные фонды, ориентирующиеся на эталонные индексы. Их решения о распределении активов зависят от глобального аппетита к риску и от разницы между местной и американской доходностью. Когда доходность казначейских облигаций США превышает 5%, как в октябре 2026 года, относительная привлекательность активов пограничных рынков снижается, а давление на сум и цены местных облигаций усиливается. Таким образом, включение в глобальные индексы приносит как более дешёвое финансирование, так и большую чувствительность к циклу ФРС — прямое проявление глобального финансового цикла, описанного Х. Рей (Rey, 2013).

Каналы сырьевой переоценки и денежных переводов

Международные резервы Узбекистана имеют уникальную структуру: около 90% их объёма приходится на золото. Цены на золото тесно связаны с реальными процентными ставками в США и курсом доллара: снижение реальных ставок и ослабление доллара повышают цену золота, и наоборот. Это делает резервы весьма чувствительными к политике ФРС. В 2025 году, в условиях смягчения ФРС и ослабления доллара, резервы достигли исторических максимумов — 61,2 млрд долл. на 1 декабря 2025 года и около 77 млрд долл. в начале 2026 года. После повторного ужесточения ФРС цены на золото снизились, и резервы сократились на 5,55 млрд долл. в сентябре 2026 года и ещё на 2,96 млрд долл. в октябре — до 63,6 млрд долл. на 1 ноября 2026 года, хотя физический объём золотых запасов продолжал расти.

Этот канал действует в двух направлениях. С одной стороны, переоценка золота напрямую не меняет приток иностранной валюты в экономику и не требует немедленных мер политики. С другой стороны, экспорт золота — главный источник валютных поступлений государства, и снижение его цены уменьшает экспортную выручку и возможности ЦБ стерилизовать валютные интервенции. В этом смысле Узбекистан частично ведёт себя как «экспортёр защитного актива»: в эпизоды глобального стресса золото нередко дорожает, частично компенсируя негативное влияние сильного доллара.

Канал денежных переводов носит преимущественно косвенный характер. В 2025 году переводы достигли рекордных 18,9 млрд долл., что на 27,2% больше, чем в 2024 году, причём около 78% из них поступило из России. Они являются ключевым источником предложения иностранной валюты и поддержали как потребление, так и укрепление сума в 2025 году. Объём

переводов зависит прежде всего от российского рынка труда и курса рубля, которые, в свою очередь, подвержены влиянию цен на нефть и доллара. Следовательно, ужесточение ФРС, укрепляя доллар и ослабляя сырьевые валюты, способно снижать долларовую стоимость переводов. В таблице 2 обобщены рассмотренные каналы.

Таблица 2.

Каналы трансмиссии денежно-кредитной политики США на финансовые условия Узбекистана

Канал	Механизм	Свидетельства для Узбекистана, 2021–2026 гг.	Сила
Процентный	Рост ставок США сужает разрыв доходностей и давит на внутренние ставки	Спред с ФРС не ниже 8,5 п.п.; ставка ЦБ определяется внутренней инфляцией; смягчение отложено в 2026 г.	Слабая / умеренная
Валютный	Укрепление доллара ослабляет сум и повышает цены импорта	Ослабление в 2022–2024 гг.; укрепление на 6,9% в 2025 г.; потеря годового прироста в октябре 2026 г.	Сильная
Капитальных потоков	Глобальные фонды уходят из активов пограничных рынков при росте доходностей США	Суммовые еврооблигации в GBI-EM с сентября 2026 г.; рост доли нерезидентов	Растущая
Внешнего долга	Базовая ставка США плюс страновая премия задают стоимость еврооблигаций	Доходность 4,75–5,375% (2019) против 6,95% (2025); суммовой выпуск под 12,25% (2026)	Сильная
Сырьевой переоценки	Реальные ставки США и доллар влияют на цену золота и стоимость резервов	Золото ≈90% резервов; снижение резервов на 8,5 млрд долл. в сентябре–октябре 2026 г.	Сильная
Денежных переводов	Доллар и цены на нефть влияют на рубль и спрос на труд в России	18,9 млрд долл. в 2025 г., ≈78% из России	Косвенная, умеренная

Источник: разработано автором.

Анализ событий: три фазы цикла ФРС

Для обобщения действия каналов целесообразно рассмотреть три фазы денежно-кредитной политики США в 2021–2026 годах и сравнить поведение финансовых условий Узбекистана в каждой из них.

Первая фаза — быстрое ужесточение ФРС в 2022–2023 годах — совпала с войной в Украине и санкциями против России, что затрудняет разделение двух шоков. ЦБ отреагировал на опережение, повысив ставку до 17% в марте 2022 года, чтобы не допустить роста девальвационных и инфляционных ожиданий и сохранить сбережения в национальной валюте. Парадоксальным образом денежные переводы в 2022 году выросли до 16,9 млрд долл.: рубль укрепился, а часть финансовых потоков из России была перенаправлена в Узбекистан. Это временно компенсировало негативный эффект сильного доллара, и ЦБ смог вернуть ставку к 15% уже к июлю 2022 года. В 2023 году, когда связанные с Россией притоки нормализовались, переводы снизились до 11,4 млрд долл., а сум ослаб заметнее. Эта фаза показывает, что для

Узбекистана шок ФРС «фильтруется» через Россию: итоговый эффект зависит от реакции рубля и российской экономики.

Вторая фаза — смягчение ФРС с сентября 2024 по декабрь 2025 года — оказалась наиболее благоприятной для Узбекистана. Ослабление доллара, снижение ставок в США и рост цен на золото совпали с рекордными денежными переводами. В результате сум укрепился, международные резервы достигли исторических максимумов, инфляция снизилась до 7,3% на конец 2025 года — минимального уровня за много лет, — а правительство получило более лёгкий доступ к международным рынкам капитала, о чём свидетельствуют мультивалютный выпуск еврооблигаций в феврале 2025 года и последующие корпоративные и банковские размещения. Однако ЦБ не воспользовался этой фазой для снижения ставки; напротив, в марте 2025 года он повысил её до 14% из-за сильного внутреннего спроса и рисков либерализации цен на энергоносители. Это решение подтверждает высокую степень монетарной автономии ЦБ.

Третья фаза — повторное ужесточение ФРС с сентября 2026 года — частично развернула эти достижения. Рост ставок в США и доходности казначейских облигаций выше 5% совпали с падением цен на золото и укреплением доллара. В сентябре и октябре 2026 года международные резервы сократились в совокупности на 8,5 млрд долл., сум утратил годовой прирост к доллару, а ЦБ, несмотря на снижение инфляционных ожиданий, сохранил ставку на уровне 14% и отложил смягчение. При этом эффект оказался значительно мягче, чем на крупных развивающихся рынках с открытым счётом капитала: не было ни бегства капитала, ни резкой девальвации, ни потери доступа к рынкам.

Сопоставление фаз приводит к важному выводу: влияние политики ФРС на Узбекистан носит условный характер. Оно зависит от того, что одновременно происходит с ценами на золото, рублём и глобальным аппетитом к риску. Когда эти факторы движутся в том же направлении, что и доллар, — как в конце 2026 года, — совокупный эффект заметен; когда в противоположном — как в 2022 году, — они могут нейтрализовать шок ФРС.

Банковский сектор, долларизация и внутренний кредит

Банковский сектор — это точка, где пересекаются валютный канал и канал внешнего долга. Хотя доля иностранной валюты в кредитах и депозитах в Узбекистане существенно снизилась после 2017 года, значительная часть корпоративного кредитования, особенно крупных государственных предприятий, экспортёров и инфраструктурных проектов, по-прежнему номинирована в долларах США или евро. Многие банки также опираются на заимствования у международных финансовых институтов и иностранных коммерческих банков. При ужесточении ФРС и укреплении доллара суммовая стоимость этих обязательств растёт, достаточность капитала банков с открытыми валютными позициями ухудшается, а заёмщики без валютной выручки сталкиваются с ростом расходов на обслуживание долга.

Этот механизм соответствует каналу принятия риска, описанному В. Бруно и Х.С. Шином (Bruno, Shin, 2015). В периоды сильного доллара иностранные кредиторы сокращают кредитные линии банкам пограничных рынков или требуют более высоких спредов, а местные банки передают эти жёсткие условия своим клиентам. В обратной фазе, когда доллар слабеет и глобальная ликвидность избыточна, узбекские банки могут привлекать более дешёвое внешнее фондирование, что подтверждают дебютные еврооблигации государственных банков в 2025–2026 годах. Таким образом, внутренний кредитный цикл в Узбекистане частично синхронизирован с глобальным долларовым циклом, даже если основная ставка ЦБ не меняется.

Дедолларизация ослабляет эту связь. Укрепление сума в 2025 году способствовало резкому росту сбережений в национальной валюте: по данным ЦБ, сбережения в сумах за год выросли на 44%, а уровень долларизации снизился. Положительные реальные процентные

ставки — около 7 п.п. в 2026 году — также делают суммовые депозиты привлекательнее долларовых. Однако этот прогресс был достигнут в период благоприятных внешних условий. Опыт октября 2026 года, когда сум утратил годовой прирост к доллару, показывает, что валютные предпочтения населения могут быстро меняться, если ужесточение ФРС приведёт к устойчивому ослаблению национальной валюты. Поэтому поддержание доверия к суму является одним из важнейших инструментов ограничения перетоков политики ФРС.

Не менее важно макропруденциальное измерение. ЦБ уже применил меры по сдерживанию роста потребительского кредитования, которые вместе с жёсткой денежно-кредитной политикой способствовали нормализации роста кредита в 2026 году. Распространение этого инструментария на валютный риск — например, ужесточение коэффициентов риска по валютным кредитам заёмщикам без валютного хеджирования — снизило бы уязвимость банковской системы к эпизодам сильного доллара.

Сравнительный аспект: Казахстан и Кыргызстан

Сопоставление с соседними экономиками Центральной Азии позволяет поместить опыт Узбекистана в более широкий контекст. Казахстан — крупнейшая экономика региона и состоявшийся суверенный эмитент — имеет более глубокий финансовый рынок, кредитный рейтинг инвестиционного уровня и плавающий обменный курс. Поэтому его стоимость заимствований ближе к уровню зрелых развивающихся рынков. В октябре 2026 года, несмотря на повторное ужесточение ФРС, Казахстан разместил пятилетние еврооблигации на 1,5 млрд долл. с рекордно низкой доходностью 4,412%, примерно на 85 базисных пунктов выше казначейских облигаций США. В то же время Национальный банк Казахстана находился в фазе смягчения, снизив базовую ставку до 15,75% в октябре 2026 года — уже в четвёртый раз подряд за год, — и одновременно сигнализировав о возможной паузе в дальнейшем снижении.

Кыргызстан представляет собой более малый и менее развитый пограничный рынок. Его дебютные пятилетние еврооблигации на 700 млн долл. в мае 2025 года были размещены под 7,75%, что отражает значительно более высокую страновую премию за риск. Для экономик такого типа стоимость внешнего финансирования крайне чувствительна к уровню ставок в США и глобальному аппетиту к риску: в периоды ужесточения ФРС «окно» рынка может полностью закрыться.

Узбекистан занимает промежуточное положение. Его стоимость долларовых заимствований выше, чем у Казахстана, но ниже, чем у Кыргызстана, а быстро растущий рынок облигаций в национальной валюте делает его похожим на более крупные развивающиеся рынки. Из этого сопоставления следует несколько уроков. Во-первых, кредитные рейтинги и макроэкономические фундаментальные показатели — бюджетная дисциплина, уровень резервов, доверие к центральному банку — определяют, насколько сильно стоимость заимствований страны реагирует на цикл ФРС. Во-вторых, возможность занимать в национальной валюте, которой Узбекистан пользуется с 2020 года, перекладывает валютный риск на инвесторов и снижает балансовые эффекты, но ценой большей зависимости от настроений глобальных фондов. В-третьих, центральные банки региона сохраняют значительную автономию при установлении ставок, однако все они вынуждены учитывать риск того, что ставки в США останутся высокими дольше.

Сравнение также показывает, что цикл ФРС — лишь один из нескольких внешних факторов для Центральной Азии. Экономическая ситуация в России, сырьевые цены и геополитические риски нередко оказывают более сильное краткосрочное влияние. Тем не менее, как показал эпизод 2026 года, денежно-кредитная политика США выступает общим фоновым

фактором: она одновременно влияет на доллар, сырьевые цены, глобальный аппетит к риску и стоимость капитала для всех стран региона.

Обсуждение результатов

Полученные результаты подтверждают рабочую гипотезу. В отличие от крупных развивающихся рынков, основная ставка Узбекистана не вынуждена следовать за ФРС: высокая внутренняя ставка, большой положительный спред и ограниченное участие нерезидентов на внутреннем денежном рынке ослабляют классический процентный канал. В этом смысле трилемма для Узбекистана всё ещё частично действует, и ЦБ сохраняет значительную монетарную автономию.

Однако автономия в установлении ставки не означает изолированности страны от глобального финансового цикла. Политика ФРС достигает Узбекистана через обменный курс, стоимость внешнего долга, переоценку золотых резервов и, косвенно, через денежные переводы. Эти каналы усиливаются по мере интеграции страны в мировые рынки капитала. Включение суммовых облигаций в индекс GBI-EM, растущее число корпоративных и банковских еврооблигаций и либерализация финансового счёта означают, что доля глобальных инвесторов в ценообразовании узбекских активов будет и далее расти. В соответствии с выводами Ш. Калемли-Озджан (Kalemli-Özcan, 2019), основным механизмом трансмиссии в этом случае становятся премии за риск, а не процентные ставки.

Опыт 2025–2026 годов также показывает, что воздействие цикла ФРС на пограничную экономику может быть асимметричным. Ослабление доллара и снижение ставок в США в 2025 году в сочетании с высокими ценами на золото и рекордными переводами привели к значительному укреплению сума и резкому росту резервов. Разворот 2026 года показал, как быстро эти достижения могут быть утрачены. Рамка политики, которая воспринимает благоприятные внешние условия как постоянные, рискует накопить уязвимости — например, через чрезмерные валютные заимствования или преждевременное смягчение денежно-кредитной политики.

Наконец, высокая концентрация резервов в золоте, а денежных переводов — в одной стране-источнике означает, что внешние буферы Узбекистана подвержены коррелированным шокам. Сильный доллар, снижение цены золота и ослабление рубля часто происходят одновременно, что типично для эпизодов ужесточения ФРС. Эту корреляцию необходимо учитывать при управлении резервами и в макропруденциальной политике.

Рекомендации для экономической политики Узбекистана

1. Укреплять доверие к режиму инфляционного таргетирования путём дальнейшего повышения прозрачности коммуникации ЦБ, публикации прогнозной траектории основной ставки и разъяснения того, как учитываются внешние факторы, включая решения ФРС. Доверительный режим снижает перенос курса на инфляцию и тем самым ослабляет валютный канал влияния ФРС.

2. Сохранять гибкость обменного курса, позволяя ему выполнять роль амортизатора шоков, и использовать валютные интервенции лишь для сглаживания чрезмерной волатильности. В соответствии с принципом «нейтральности» интервенции должны быть увязаны с объёмом продаж золота и не направлены на поддержание определённого уровня курса.

3. Продолжить дедолларизацию банковской системы посредством дифференцированных резервных требований по валютным депозитам, ограничений на валютное кредитование нехеджированных заёмщиков и развития сберегательных инструментов в сумах. Снижение долларизации ослабляет балансовые эффекты укрепления доллара.

IJESD • International Scientific Journal
ISSN: 2955-0386
IF: 12.31

4. Развивать внутренний рынок государственных ценных бумаг, увеличивать долю долга в национальной валюте и удлинять сроки его погашения. Это снижает валютный риск государственного долга и уменьшает зависимость страны от «окна» доступа к долларовым рынкам, которое сужается в периоды ужесточения ФРС.

5. Внедрить систему мониторинга вложений нерезидентов в суммовые облигации и стресс-тестирования платёжного баланса по сценариям ужесточения ФРС, укрепления доллара и снижения цен на золото при координации ЦБ и Министерства экономики и финансов.

6. Диверсифицировать структуру международных резервов и внешних доходов путём постепенного увеличения доли валютных активов, а также расширения несырьевого экспорта и диверсификации направлений трудовой миграции. Это снизит корреляцию внешних шоков, которые обычно возникают в периоды сильного доллара.

Заключение

Денежно-кредитная политика Федеральной резервной системы США является значимым внешним фактором формирования финансовых условий Узбекистана, однако её влияние передаётся преимущественно по косвенным каналам. Анализ 2021–2026 годов показывает, что большой и устойчивый спред между основной ставкой ЦБ и ставками в США в сочетании с ограниченной открытостью финансового счёта позволяет ЦБ устанавливать ставку прежде всего исходя из внутренней инфляции. Тем не менее решения ФРС влияют на сроки внутреннего денежно-кредитного смягчения, что продемонстрировало повторное ужесточение 2026 года.

Основными каналами перетоков политики ФРС в Узбекистан являются обменный курс сума, стоимость и доступность финансирования через еврооблигации, переоценка международных резервов, в которых преобладает золото, и, косвенно, приток денежных переводов из России. Эти каналы усиливаются по мере интеграции Узбекистана в мировые рынки капитала, в том числе благодаря включению его облигаций в национальной валюте в глобальные индексы. Таким образом, рабочая гипотеза исследования подтверждается на аналитическом уровне.

Для снижения уязвимости к глобальному долларовому циклу Узбекистану следует укреплять доверие к инфляционному таргетированию, сохранять гибкость обменного курса, продолжать дедолларизацию, развивать внутренний долговой рынок и диверсифицировать внешние буферы. В дальнейших исследованиях целесообразно применить предложенную модель локальных проекций к высокочастотным данным, чтобы количественно оценить влияние шоков ФРС на обменный курс, процентные ставки и потоки капитала в Узбекистане.

Использованная литература:

1. Закон Республики Узбекистан № ЗРУ-582 «О Центральном банке Республики Узбекистан» от 11 ноября 2019 года. – Ташкент, 2019.
2. Указ Президента Республики Узбекистан № УП-158 «О Стратегии “Узбекистан – 2030”» от 11 сентября 2023 года. – Ташкент, 2023.
3. Центральный банк Республики Узбекистан. Основные направления денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027–2028 годов. – Ташкент, 2025. – URL: https://cbu.uz
4. Центральный банк Республики Узбекистан. Пресс-релизы о решениях по основной ставке, 2022–2026 гг. – URL: https://cbu.uz
5. Центральный банк Республики Узбекистан. Обзор платёжного баланса, международной инвестиционной позиции и внешнего долга Республики Узбекистан за I полугодие 2026 года. – Ташкент, 2026.
6. Board of Governors of the Federal Reserve System. FOMC Statements, 2022–2026. – Washington, D.C. – URL: https://www.federalreserve.gov
7. Ahmed S., Coulibaly B., Zlate A. International financial spillovers to emerging market economies: How important are economic fundamentals? // Journal of International Money and Finance. – 2017. – Vol. 76. – P. 133–152.
8. Bruno V., Shin H.S. Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy // Journal of Monetary Economics. – 2015. – Vol. 71. – P. 119–132.
9. Dedola L., Rivolta G., Stracca L. If the Fed sneezes, who catches a cold? // Journal of International Economics. – 2017. – Vol. 108. – P. S23–S41.