



Центральный банк
Республики Узбекистана

I квартал
2024

ОБЗОР
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКИ

Центральный банк Республики Узбекистан

При реализации денежно-кредитной политики основное внимание уделяется обеспечению стабильности цен в экономике и достижению среднесрочного 5% таргета инфляции

5%



ОГЛАВЛЕНИЕ

РЕЗЮМЕ	3
I. СРЕДНЕСРОЧНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ	6
1.1. Макроэкономические прогнозы.....	6
1.2. Перспективы формирования внешних экономических условий	10
1.3. Прогноз инфляции и инфляционные ожидания.....	13
1.4. Денежно-кредитные условия и перспективы денежно-кредитной политики	17
Врезка 1. Индекс реальных денежно-кредитных условий.....	20
1.5. Неопределенности и риски макроэкономического развития.....	21
II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	23
2.1. Факторы внутренней экономической активности и совокупного спроса.....	23
Врезка 2. Изменение условий внешней торговли Узбекистана	30
2.2. Денежно-кредитные условия и инфляция.....	32
Врезка 3. Изменения внесенные в операционный механизм денежно-кредитной политики.....	38

РЕЗЮМЕ

Правление Центрального банка на заседании 25 апреля 2024 года сохранило основную ставку без изменений на уровне 14% годовых, учитывая, что влияние фундаментальных монетарных факторов на инфляционные процессы в экономике постепенно снижается, но, в то же время, либерализация некоторых регулируемых тарифов окажет единовременное повышающее воздействие на общую инфляцию.

Годовой уровень инфляции продолжал снижаться с начала года, достигнув в марте 8%. При этом наблюдалось значительное снижение продовольственной инфляции. Динамика цен на зарубежных продовольственных рынках оказала снижающее влияние на импортируемую инфляцию.

Инфляция в сфере услуг в последние месяцы устойчиво росла на фоне сохраняющегося высокого спроса в экономике и повышения некоторых регулируемых цен и тарифов.

Базовая инфляция в марте значительно замедлилась до 7,6% в годовом исчислении, и с начала года была ниже уровня общей инфляции.

Инфляционные ожидания населения и предпринимателей остаются выше текущего и прогнозируемого уровня инфляции. В то же время динамика инфляционных ожиданий может усилиться на фоне корректировки регулируемых цен и введения НДС на ряд товаров и услуг с апреля.

С учетом вышеизложенных факторов прогноз общей инфляции на 2024 год по основному сценарию повышен до 9-11%.

Более широкий диапазон прогнозного коридора объясняется сложностью оценки эффекта от повышения тарифов на инфляционные ожидания населения и предпринимателей, в условиях наличия таких смягчающих мер, как единовременные выплаты населению, а также социальная норма и двухмесячный льготный период.

Даже при верхней границе прогнозного коридора инфляции сохранятся денежно-кредитные условия, ограничивающие влияние монетарных факторов на инфляцию и стимулирующие сбережения в национальной валюте.

Формируются уверенные ожидания того, что базовая инфляция останется на стабильной понижательной траектории и, по прогнозам, к концу года составит около 7-8%.

Обновление прогноза по инфляции связано с тем, что рост регулируемых цен оказался выше первоначальных оценок, учитываемых в макроэкономических прогнозах, которые представлены в основных направлениях денежно-кредитной политики. Однако влияние этих изменений на цены в экономике носит разовый характер и не окажет существенного воздействия на тенденцию снижения инфляции в среднесрочной перспективе за счет сокращения в определенной степени потребительского спроса.

Дополнительные меры правительства, направленные на увеличение совокупного предложения в экономике и снижение инфляции, а также кумулятивный эффект от относительно жестких денежно-кредитных условий в течение длительного периода времени послужат сдерживанию инфляционных процессов.

В первом квартале 2024 года темпы роста экономики ускорились до 6,2%. Высокие темпы роста наблюдались в сфере услуг, розничной торговле и строительстве, также возросла инвестиционная активность в обрабатывающей и горнодобывающей промышленности.

Спрос на рабочую силу на рынке труда существенно возрастает. Однако в предложении рабочей силы существует определенная сегментация, и наблюдается неполное удовлетворение спроса в высококвалифицированных секторах. Это приводит к более высокому росту заработной платы в соответствующих отраслях.

Динамика реального эффективного курса сума с начала года ослабилась на 0,9%, сформировавшись в пределах долгосрочного тренда. С учетом прогнозов по курсам валют и инфляции внешнеторговых партнеров, определенного рода давления на реальный эффективный обменный курс не ожидается.

Согласно обновленным прогнозам, по итогам года ожидается рост ВВП в пределах 5,2-5,7%.

Обновление прогноза экономического роста связано с более умеренным потребительским спросом в будущем, за счет структурных изменений в расходах населения и субъектов предпринимательства.

В то же время, высокая активность в области частных инвестиций, фискальные стимулы и растущая динамика доходов населения, как и в предыдущие годы станут факторами, поддерживающими экономический рост в текущем году.

Уровень жесткости текущих денежно-кредитных условий отражается в постепенном уравнивании объемов кредитования экономики и ускорении роста депозитов за счет обеспечения положительных реальных рыночных ставок.

В ближайшие кварталы ожидается, что общая ликвидность банковской системы постепенно перейдет из фазы структурного профицита в фазу структурного дефицита, и эти структурные изменения будут корректироваться посредством денежно-кредитных операций.

В то же время, в случае существенного отклонения базовой инфляции от нисходящей траектории и резкого роста инфляционных ожиданий населения, будут приняты соответствующие меры денежно-кредитной политики.

Центральный банк, при реализации умеренно жесткой денежно-кредитной политики, направленной на достижение 5% таргета по инфляции, особое внимание будет уделять балансу спроса и предложения в экономике, инфляционным ожиданиям и скорости структурных реформ.

I. СРЕДНЕСРОЧНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ

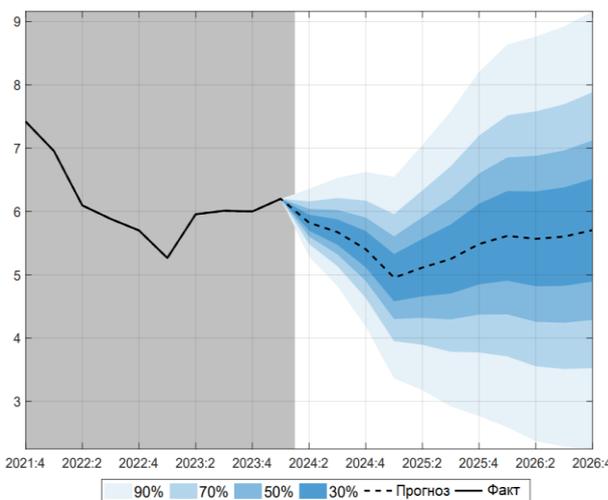
1.1. Макроэкономические прогнозы

Центральный банк пересмотрел среднесрочные прогнозы макроэкономического развития с учетом уровня совокупного спроса и предложения в экономике, ожидания определенной степени умеренности потребительского спроса в будущем за счет структурных изменений в расходах населения и субъектов предпринимательства, прогнозов развития экономик стран-партнеров, ожиданий по мировым ценам на основные экспортные и импортные товары по итогам первого квартала 2024 года.

Согласно обновленным прогнозам, рост экономики в 2024 году ожидается на уровне 5,2-5,7%. Этот показатель незначительно снизился по сравнению с расчетами января текущего года (рис. 1.1.1). Пересмотр прогноза экономического роста главным образом обусловлен, определенной оптимизацией будущего потребительского спроса за счет структурных изменений в расходах населения и субъектов предпринимательства.

Согласно обновленным прогнозам Международного валютного фонда и Всемирного банка, рост экономики Узбекистана в 2024 году ожидается на уровне 5,2% и 5,3% соответственно (рис. 1.1.2).

Рис.1.1.1. Прогноз роста ВВП, в %



Источник: расчеты Центрального банка

Рис.1.1.2. Прогноз роста ВВП Узбекистана международными финансовыми организациями, в %

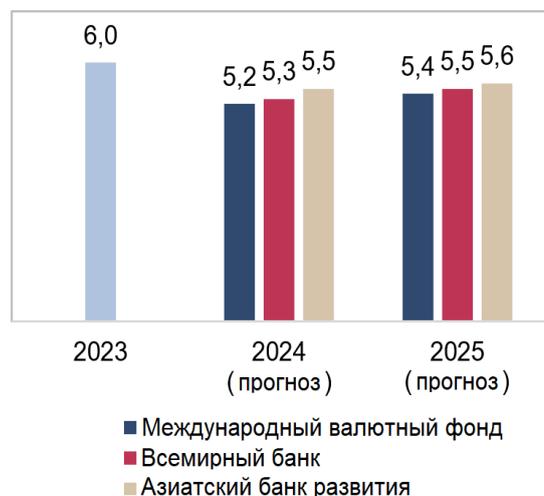


Таблица 1.1.1. Ключевые макроэкономические показатели, в %

Индикаторы	Факт		Прогноз		
	2022	2023	2024	2025	2026
Инфляция (годовая, на конец года)	12,3	8,8	9-11	5-6	5
Инфляция (среднегодовая)	11,4	10	9 - 11	7 - 9	5-6
Базовая инфляция (годовая, на конец года)	13,8	8,5	7-8	4,5-5,5	4,5-5,5
Реальный ВВП	5,7	6,0	5,2 - 5,7	5-6	5,5-6,5
Расходы на конечное потребление	9,2	5,1	4-5	4,5-5,5	5-6
- домохозяйства	11,4	6,1	4-5	5-6	5-6
- органы государственного управления	1,3	1,4	1,5-2	1-2	2-3
Экспорт	18,4	23,8	9 -12	8-10	8-10
Экспорт (без золота)	21,6	4,2	12-14	10-12	12-14
Импорт	20,3	24,0	10-12	9-10	8-10
Денежные переводы	2,1 р.	-32,9	8-10	11-13	10-12
Остаток кредитных вложений	21,4	23,3	15-17	14-17	12-15

Источник: расчеты Центрального банка

В текущем году со стороны факторов спроса экономический рост будет поддерживаться эффектами фискального стимулирования, доходов населения, инвестиций и компонентами экспорта.

Внешняя торговля. По итогам первого квартала текущего года динамика роста экспорта (*без учета золота*) находилась в рамках прогноза по основному сценарию. В то же время сохранение неопределенности геополитической ситуации, ожидания начала цикла смягчения монетарных условий со стороны ведущих центральных банков к концу текущего года, а также увеличение спроса на золото, в свою очередь, являются основными факторами роста цен на данный актив.

Также поддержать динамику экспорта без золота в этом году могут рост цен на уран из-за возрастающей роли атомной энергетики в мире и рост цен на медь из-за положительных тенденций в производственном секторе Китая.

Между тем, поскольку цены на хлопок вернулись к уровням прошлого года после резкого роста в первые месяцы квартала, остается высокая неопределенность в отношении будущей траектории данных цен.

За счет вышеперечисленных факторов прогнозируется, что общий рост экспорта составит 9-12%, а рост экспорта без учета золота около 12-14% (*рис. 1.1.3*).

В первом квартале текущего года темпы роста импорта были несколько ниже, и это снижение объясняется высокой базой, сложившейся на фоне импорта транспортных средств в прошлом году. В первом квартале динамика роста импорта без учета машин и оборудования составила около 8%.

Рост импорта продолжает отражать баланс между потреблением и инвестиционной активностью.

Это проявляется, с одной стороны, в сокращении импорта продовольственных товаров, с другой стороны, в росте импорта энергоносителей, черных металлов, а также машин и оборудования на фоне активных реформ и расширения производственных мощностей.

С учетом текущих тенденций прогноз роста импорта сохраняется на уровне 10-12% (*рис. 1.1.4*).

Рис. 1.1.3. Темпы роста экспорта без учета золота, в %

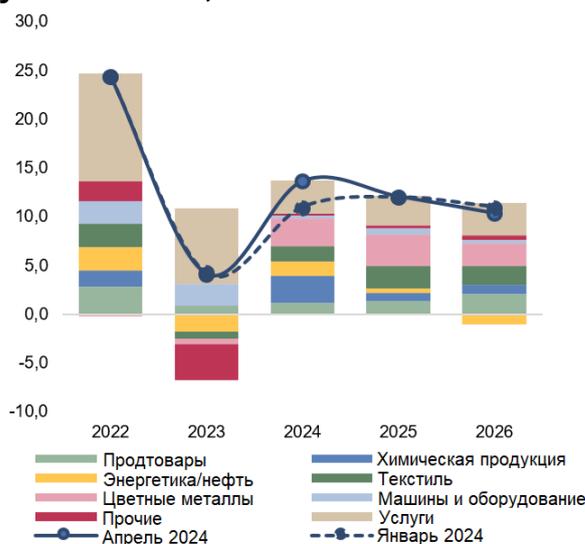
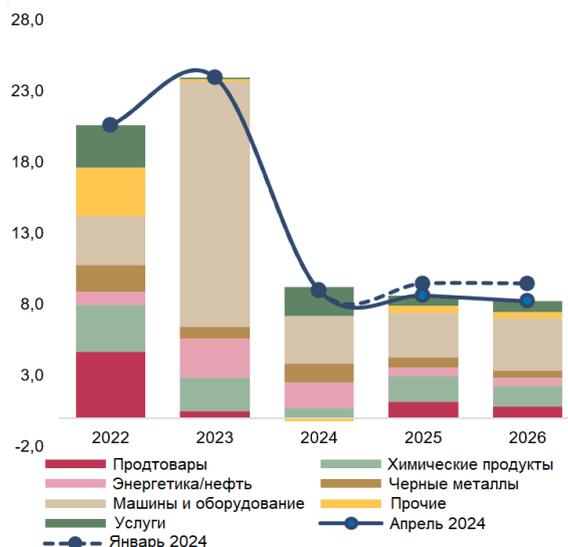


Рис.1.1.4. Темпы роста импорта, в %



Источник: Агентство статистики, расчеты Центрального банка

Доходы населения и рынок труда. Доходы населения в первом квартале демонстрируют стабильность на фоне ускорения роста заработной платы и роста денежных переводов в экономике.

При условии отсутствия существенных колебаний валютных курсов прогноз денежных переводов к концу 2024 года составляет 12-12,5 млрд долл. (рис.1.1.6).

В то же время с учетом либерализации некоторых регулируемых цен и тарифов и, как следствие, ускорения инфляции, реальные доходы, находящиеся в распоряжении населения, могут несколько снизиться, и, соответственно, личное потребление может стать в определенной степени более умеренным (рис. 1.1.5).

Основными факторами поддержки доходов станут дополнительные адресные социальные трансферты, рост заработной платы, фискальные стимулы и формирование денежных переводов в рамках растущей тенденции.

Активность на рынке труда продолжит расширяться, а услуги и торговля останутся основными секторами, поддерживающими рыночную активность. Однако, предложение рабочей силы по-прежнему структурно не сбалансировано по отношению к спросу, что может вызвать различия в росте заработной платы в разрезе секторов экономики.

Рис.1.1.5. Темпы роста реального личного потребления, в %

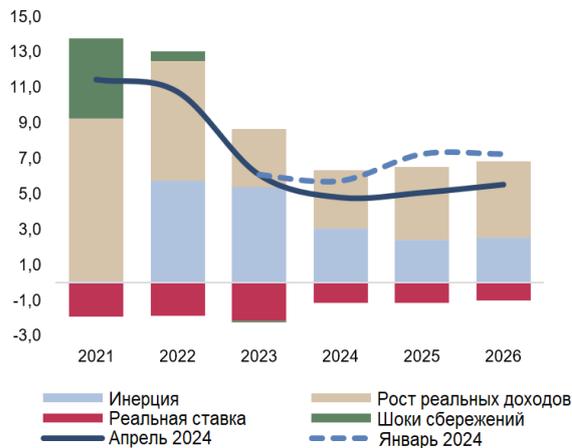
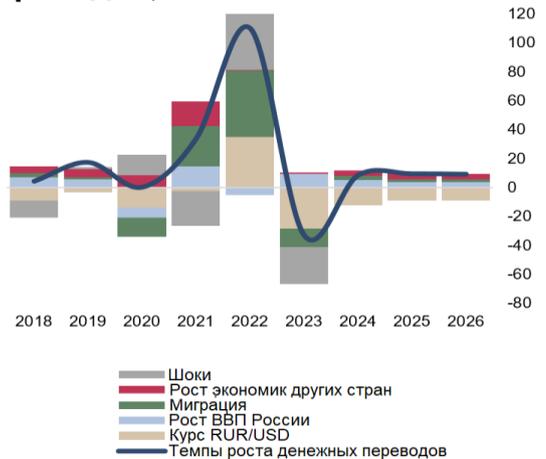


Рис.1.1.6. Прогноз роста трансграничных денежных переводов, в %



Источник: расчеты Центрального банка

Инвестиционная деятельность. Начиная с 2023 года наблюдается тенденция смещения экономической активности от потребления к инвестициям. В первом квартале реальный рост объема инвестиций в основной капитал составил 74,5%, и этот рост значительно превысил средний показатель последних лет.

В текущем году частные инвестиции, в основном прямые иностранные инвестиции, внесут значительный вклад в общую экономическую активность.

В целом ожидается, что инвестиции и экспорт будут поддерживать экономический рост в текущем году, несмотря на некоторую умеренность в частном потреблении.

1.2. Перспективы формирования внешних экономических условий

В результате улучшения экономической активности в мире в первом квартале 2024 года прогнозы глобального экономического роста были пересмотрены в сторону повышения. Однако наряду со снижением фискальных стимулов сдерживающими факторами экономического роста остаются уровень жесткости финансовых условий и сохранение геополитических рисков.

На фоне улучшения экономической ситуации мировые цены на сырье, в том числе на энергоносители, растут. Это, в свою очередь, может создать риск незначительного роста инфляции в течение прогнозируемого периода.

Мировая экономическая активность продолжила восстанавливаться в первом квартале, а глобальный сводный индекс PMI достиг 52,3 пункта в конце марта благодаря быстрому расширению промышленного производства и высокой активности в сфере услуг.

Согласно апрельскому докладу МВФ, прогноз роста мировой экономики на 2024 год был пересмотрен до 3,2%, однако эти ожидания все еще являются исторически низкими. Высокая стоимость внешних заимствований, постепенное ограничение бюджетных стимулов и геополитические риски будут продолжать ограничивать экономический рост.

Ожидания экономического роста в развитых странах значительно улучшились.

Рост производства в США ускоряется на фоне улучшения спроса. Напротив, обновленные прогнозы экономического развития еврозоны несколько ухудшились из-за сохранения низкого уровня потребительского спроса и роста цен на энергоносители.

Ожидается, что в текущем году экономика некоторых стран-основных торговых партнеров также будет расти высокими темпами. В частности, в первом квартале 2024 года на фоне высокого спроса в России производство зафиксировало стремительный рост. Прогноз экономического роста России на этот год значительно повышен до 3,1% (+0,5 п.п.) на фоне укрепления деловой среды и частного потребления.

Рис.1.2.1. Динамика сводного индекса деловой активности PMI по отдельным странам

	2023									2024		
	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар
Китай	53,6	55,6	52,5	51,9	51,7	50,9	50	51,6	52,6	52,5	52,5	52,7
Россия	55,1	54,4	55,8	53,3	55,9	54,7	53,6	52,4	55,7	55,1	52,2	52,7
Казахстан	53,3	53,2	51,6	51,9	50,5	52,6	50,4	48,9	49,4	49,7	47,7	50,9
Турция*	51,5	51,5	51,5	49,9	49	49,6	48,4	47,2	47,4	49,2	50,2	50
США	53,4	54,3	53,2	52	50,2	50,2	50,7	50,7	50,9	52	52,5	52,1
Еврозона	54,1	52,8	49,9	48,6	46,7	47,2	46,5	47,6	47,6	47,9	49,2	50,3
Мир	54,2	54,4	52,7	51,6	50,6	50,5	50	50,4	51	51,7	52,1	52,3

* Примечание. Показан промышленный PMI Турции, поскольку сфера услуг не считается показателем композитного PMI.

В Казахстане локомотивами экономической активности остаются торговля и строительство, однако наблюдается небольшое замедление производства и инвестиций. Прогноз экономического роста Казахстана на 2024 год ожидается на уровне 3,1%.

Производственный сектор Китая продолжает быстро улучшаться, при этом сводный PMI отражает устойчивую положительную динамику на фоне восстановления потребительского спроса.

Поскольку поддержка потребления является одним из приоритетов стратегии правительства Китая в текущем году, восстановление частного потребления в стране может продолжиться до конца 2024 года. Однако ожидается, что проблемы в жилищном секторе сохранятся. Прогнозы экономического роста Китая в 2024 году остаются неизменными на уровне 4,6%.

Стабильность мировой экономической активности проявляется наряду с постепенным замедлением глобальной инфляции на фоне увеличения предложения. МВФ в своем апрельском отчете снизил ожидания по инфляции на 2024 год как в развитых, так и в развивающихся странах (рис. 1.2.3).

В то же время ситуация с изменением цен в некоторых странах остается неопределенной.

В России потребительская активность оставалась высокой на фоне значительного роста доходов населения, что привело к небольшому ускорению инфляции в первом квартале. Тем не менее, Банк России ожидает снижения инфляции до 4-4,5% в 2024 году.

Рис. 1.2.2. Прогноз роста ВВП в 2024 году, в %

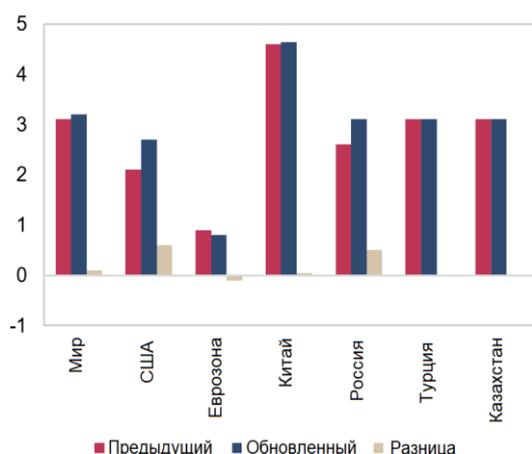
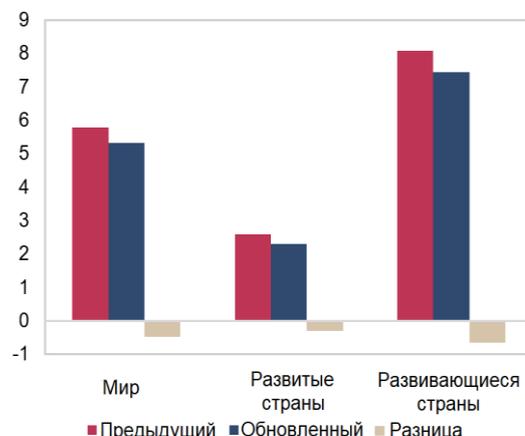


Рис. 1.2.3. Прогнозы инфляции в 2024 году, в %



Источник: «Перспективы развития мировой экономики», МВФ, апрель 2024 г.

Годовая инфляция в Казахстане продолжила замедляться в первом квартале, достигнув в конце марта 9,1%. Согласно базовому сценарию Национального банка Казахстана, к концу 2024 года потребительская инфляция ожидается в пределах 7,5-9,5%.

В целом риск инфляционной спирали в мире несколько увеличился из-за неопределенности, связанной с ценами на нефть, а также ростом индекса цен на продовольствие ФАО в марте.

Международная энергетическая ассоциация повысила прогноз цен на нефть в 2024 году с \$82 до \$87 за баррель из-за действующих ограничений на добычу и экспорт со стороны ОПЕК+.

Более высокий, чем ожидалось (3,5%) уровень инфляции в США в марте снизил вероятность того, что Федеральная резервная система вступит в цикл смягчения в июне.

Мировая финансовая ситуация остается сложной на фоне высокой неопределенности. В частности, в марте на фоне ухудшения геополитической ситуации на Ближнем Востоке и увеличения спроса на золото со стороны крупнейших центральных банков цена золота на мировом рынке достигла нового исторического максимума. По итогам первого квартала цена драгметалла выросла в среднем на 7%, а в годовом выражении – на 13%.

В дальнейшем сохранение геополитических рисков и ожидаемое до конца года смягчение финансовых условий являются основаниями для ожиданий формирования относительно высоких цен на золото.

1.3. Прогноз инфляции и инфляционные ожидания

В последние кварталы уровни общей и базовой инфляции продолжили стабильно снижаться. Это объясняется снижением влияния фундаментальных монетарных факторов и внешних условий на инфляционные процессы в экономике. В то же время поэтапная индексация некоторых регулируемых цен может оказать повышательное влияние на инфляцию в будущем.

Несмотря на снижение инфляции в последние 12 месяцев в экономике сохраняется жесткость денежно-кредитных условий.

Сохранение жестких финансовых условий и прогнозы снижения уровня инфляции по итогам года в странах-основных торговых партнерах, а также ожидаемое отсутствие серьезного давления на реальный эффективный обменный курс в ближайшие кварталы, создают основу для снижения влияния внешних факторов на внутренние потребительские цены.

Некоторая индексация регулируемых цен и повышение цен на энергоносители, связанные с продолжающимися структурными реформами, приведут к росту инфляции в группе регулируемых цен в 2024 году. Это, в свою очередь, как ожидается, окажет единовременное повышательное воздействие на общую инфляцию со второго квартала.

По предварительной оценке, первичное влияние повышения цен на энергоресурсы для населения по социальной норме на общую инфляцию составляет 2,4 п.п. (в частности, электроэнергия - 1,2 п.п., сетевой природный газ - 1,0 п.п., сжиженный газ - 0,2 п.п.).

В связи с тем, что тарифы на энергоресурсы для юридических лиц были повышены в прошлом году, и новые изменения вводятся только для домохозяйств, их вторичное влияние не ожидается высоким. Этот вторичный эффект в основном будет связан со степенью изменения инфляционных ожиданий.

Повышение тарифов в определенной степени (в связи с широкой дискуссией в последнее время) уже отразилось на инфляционных ожиданиях в экономике. Кроме того, предлагаемые социальные нормы и варианты отсрочки платежей могут помочь смягчить негативное влияние изменений на ожидания. Оценка степени изменения инфляционных ожиданий в результате повышения тарифов потребует некоторого времени наблюдения.

В среднесрочной перспективе прогнозируется устойчивое снижение базовой инфляции.

Рис. 1.3.1. Прогноз базовой инфляции, в %

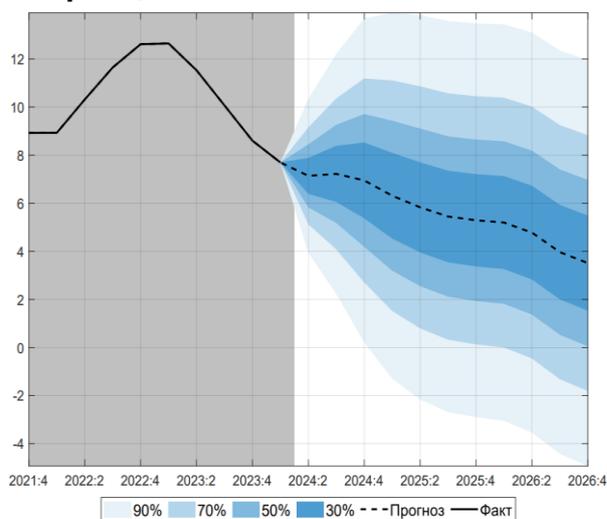
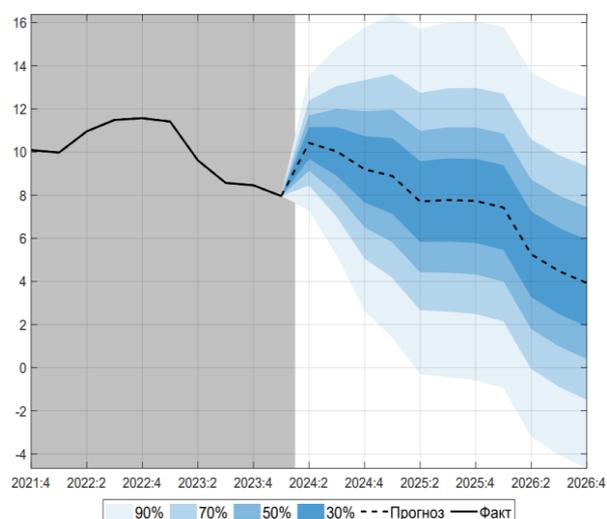


Рис. 1.3.2. Прогноз общей инфляции, в %



Источник: расчеты Центрального банка

В то же время введение налога на добавленную стоимость на медицинские услуги, лекарства и некоторые коммунальные услуги с апреля текущего года может замедлить тенденцию к снижению базовой инфляции в краткосрочной перспективе.

В частности, ожидается, что данные изменения в налогообложении повысят базовую инфляцию еще на 0,9 п.п. (дополнительный 1,0 п.п. к общей инфляции) в ближайшие кварталы. Сохранение относительно жестких денежно-кредитных условий создаст условия для возврата базовой инфляции к нисходящему тренду с четвертого квартала.

В связи со структурными изменениями расходов населения и предпринимателей в результате индексации тарифов, сформировались ожидания определенной умеренности потребительского спроса в будущем. В некоторой мере это послужит обеспечению баланса спроса и предложения в экономике.

Следует отметить, что, наряду со снижением влияния высоких темпов роста предыдущих бюджетных расходов, соблюдение бюджетной дисциплины и выполнение бюджетных расходов в пределах, установленных в начале года лимитов, будет иметь важное значение в предотвращении формирования дополнительного давления на инфляцию со стороны спроса.

В целях сдерживания инфляционных ожиданий и снижения вторичного воздействия на базовую инфляцию денежно-кредитные условия будут поддерживаться на относительно жестком уровне. Это, в свою очередь, позволяет в определенной степени снизить потребительский спрос на фоне нормализации темпов кредитования.

Также большое значение в снижении проинфляционного вклада факторов предложения в формирование внутренних цен имеет эффективность практических мер правительства, направленных на увеличение валового предложения в экономике.

В этих условиях базовая инфляция ожидается на уровне 7-8 % по итогам 2024 года.

Тот факт, что зимне-весенний сезон 2024 года оказался более благоприятным для сельского хозяйства, чем в предыдущем году, формирует ожидания того, что цены на плодоовощную продукцию в этом году будут относительно стабильными, исключая сезонные колебания.

Рис. 1.3.3. Декомпозиция медианы прогноза общей инфляции, в %



Рис. 1.3.4. Декомпозиция медианы прогноза базовой инфляции, в %



Источник: расчеты Центрального банка

С учетом вышеперечисленных факторов, согласно обновленным макроэкономическим прогнозам, во втором квартале 2024 года за счет разовых эффектов инфляция ускорится, и в результате сохранения относительно жестких денежно-кредитных условий ожидается, что к концу года она будет в пределах 9-11%.

Расширение верхней границы прогноза инфляции обусловлено, с одной стороны, тем, что повышение тарифов будет выше первоначального уровня, учтенного в предыдущих прогнозах, а с другой стороны, относительно ограниченными возможностями оценки вторичных эффектов изменений через ожидания, и в этом отношении необходимо проведение дополнительных исследований.

Динамика инфляционных ожиданий

В первом квартале текущего года инфляционные ожидания населения и предпринимателей продолжили тенденцию к снижению.

Однако темпы снижения ожиданий реализуются медленнее, чем снижение инфляции, и разрыв остается высоким.

В частности, по результатам опроса, проведенного в марте, инфляционные ожидания населения на ближайшие 12 месяцев снизились на 0,3 п.п. по сравнению с январем и составили 12,8 %.

Рис. 1.3.5. Инфляционные ожидания на ближайшие 12 месяцев, в %

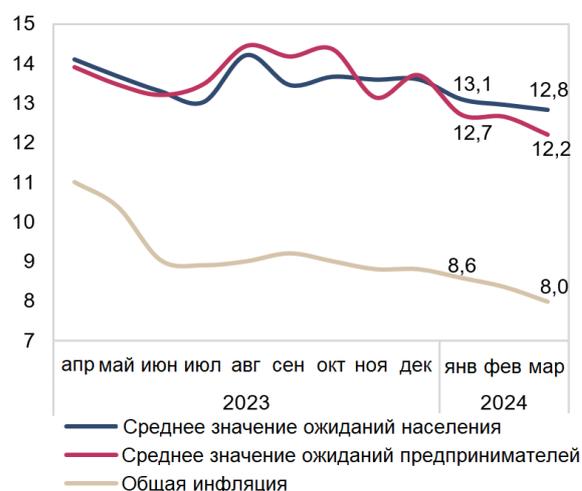


Рис. 1.3.6. Факторы инфляционных ожиданий, доля респондентов, в %

	2023										2024		
	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	
Изменение обменного курса	45	47	50	59	70	65	59	58	60	55	56	61	
Повышение цен на топливо и энергию	31	32	33	36	43	45	49	43	47	49	54	50	
Повышение тарифов коммунальных услуг	21	21	22	32	27	34	36	38	37	39	39	42	
Рост транспортных расходов (проезд)	23	21	20	21	22	23	29	26	29	29	33	29	
Искусственное повышение цен	40	36	38	31	33	32	31	31	31	32	30	35	
Повышение зарплат и пенсий	50	36	40	32	36	30	24	38	33	32	28	29	
Рост цен продоваров	30	25	25	24	23	26	25	24	24	24	22	26	

Источник: расчеты Центрального банка

В связи с тем, что исследование инфляционных ожиданий, в марте, проводилось до объявления о повышении тарифов на энергоносители, итоги марта не отражают изменения тарифов.

На формирование инфляционных ожиданий населения в основном повлияли такие факторы, как изменение валютного курса, рост цен на энергоносители и коммунальные услуги, искусственное повышение цен.

Ожидания субъектов предпринимательства сформировались ниже ожиданий населения и составили в марте 12,2% (на 0,5% меньше, чем в январе). В качестве основных факторов формирования инфляционных ожиданий предпринимателей было отмечено изменение валютного курса, рост цен на энергоносители и коммунальные услуги, рост транспортных расходов.

1.4. Денежно-кредитные условия и перспективы денежно-кредитной политики

Центральный банк продолжит меры по обеспечению относительно жестких денежно-кредитных условий в экономике до тех пор, пока уровень инфляции не снизится до 5% таргета и не будут устранены риски ее резкого роста.

В частности, будут приняты меры, направленные на стабильность (рис. 1.4.1) индекса реальных денежно-кредитных условий за счет обеспечения положительных реальных процентных ставок в экономике (вставка 1).

Рис. 1.4.1. Индекс реальных денежно-кредитных условий



Рис. 1.4.2. Реальная процентная ставка, в % годовых

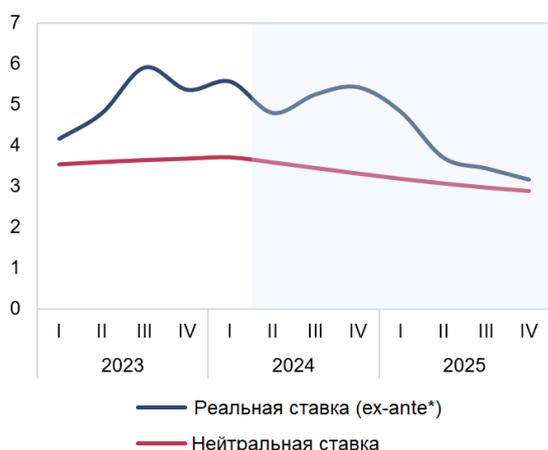
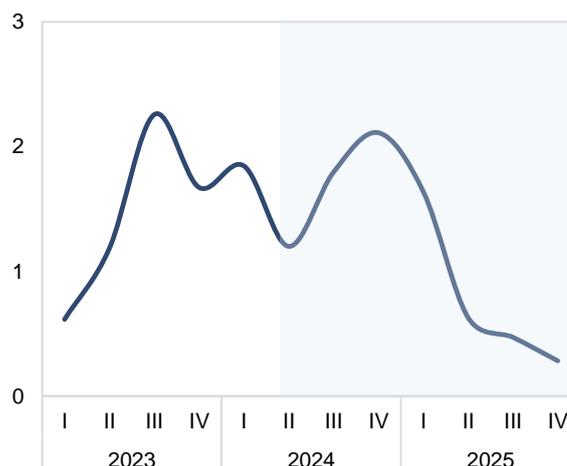


Рис. 1.4.3. Реальная разница процентных ставок, в %



Источник: расчеты Центрального банка
 *Расчитано на основе рациональных инфляционных ожиданий на 6 месяцев от текущего периода.

Формирование более высоких реальных процентных ставок со второй половины текущего года и обеспечение их положительной разницы в следующем прогнозном периоде, в свою очередь, поддерживает сберегательную активность и за счет сдерживания потребительского спроса создает необходимые условия для формирования инфляции на прогнозной траектории и её снижения до таргета, установленного к 2025 году (рис. 1.4.2-1.4.3).

Ослабление индекса реального эффективного обменного курса (РЭОК) в первом квартале текущего года привело к определенному ослаблению относительно жестких денежно-кредитных условий в краткосрочной перспективе.

Согласно прогнозам¹, из-за изменения обменных курсов и инфляции основных стран-торговых партнёров положительный разрыв РЭОК снизится в следующем квартале, а со второго полугодия текущего года прогнозируется переход в фазу жёстких денежно-кредитных условий (рис. 1.4.4-1.4.5).

В ближайшие кварталы ожидается, что общая ликвидность банковской системы постепенно перейдет из фазы структурного профицита в фазу структурного дефицита, и эти структурные изменения будут корректироваться посредством денежно-кредитных операций.

В условиях структурного дефицита общей ликвидности банковской системы эффективность решений денежно-кредитной политики возрастает, что служит снижению факторов спроса инфляции.

Обеспечиваемые денежно-кредитные условия даже на верхней границе прогноза инфляции будут ограничивать влияние монетарных факторов на инфляцию и стимулировать сбережения в национальной валюте.

В дальнейшем, в случае рисков резкого роста инфляционных ожиданий населения, и опасений существенного отклонения базовой инфляции от своей траектории, будут приняты соответствующие меры денежно-кредитной политики.

Рис. 1.4.4. Индекс реального эффективного обменного курса

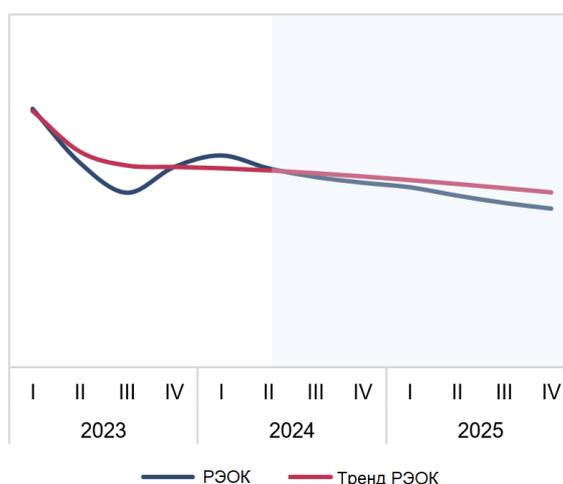
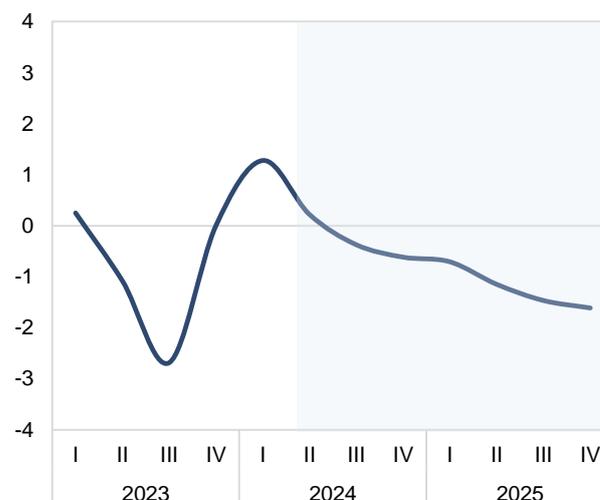


Рис. 1.4.5. Разрыв реального эффективного обменного курса, в %



Источник: расчеты Центрального банка

¹Global Projection Model Network, April 2024.

Индекс реальных денежно-кредитных условий

Для количественной оценки денежно-кредитных условий центральными банками рассчитывается **индекс реальных денежно-кредитных условий (ИРДКУ)**. Он состоит из двух важных финансовых показателей: разрыва **реальных процентных ставок (РПС)** и разрыва **реального эффективного обменного курса (РЭОК)**.

Разрыв РПС означает разницу между РПС текущего периода, оцененной на основе рациональных инфляционных ожиданий (*6-месячного прогноза инфляции, рассчитанного центральным банком с использованием экономической модели*) и сбалансированной (нейтральной) РПС. **Нейтральная реальная процентная ставка** – это долгосрочная реальная процентная ставка, которая стабилизирует инфляцию на заданном целевом уровне и позволяет экономике расти в полную силу (при отсутствии всех экономических циклических шоков).

Положительный разрыв РПС означает **жесткие** денежно-кредитные условия в экономике, а отрицательный разрыв РПС означает **мягкие денежно-кредитные условия**. Это связано с тем, что, когда разрыв РПС положителен, текущая реальная процентная ставка превышает нейтральный уровень, что побуждает экономических агентов делать сбережения, снижая их потребительский спрос и тем самым уменьшая повышательное давление на цены, и наоборот. Нулевой разрыв РПС означает, что денежно-кредитные условия находятся **в нейтральной фазе**.

Разрыв РЭОК означает процентное отклонение индекса РЭОК от его долгосрочного тренда (*равновесного значения или нейтрального к инфляции значения*). В целом любой реальный экономический показатель можно разделить на тренд и разрыв. Тренды охватывают долгосрочные изменения, а разрывы – динамику делового цикла (*отклонение показателя от своего тренда*). Поскольку тренд и разрыв невозможно измерить непосредственно статистически, они оцениваются на основе динамики рассматриваемого показателя с помощью математических фильтров.

Индекс РЭОК выше тренда² (*положительный разрыв РЭОК*) означает, что валюта страны недооценена (*англ. undervalued currency*) в реальном выражении по сравнению с ее торговыми партнерами, а денежно-кредитные условия являются **мягкими**. Потому что в таком состоянии валюта делает экспортные товары страны более конкурентоспособными на мировых рынках и способствует экономическому росту. Однако это создает инфляционное давление, поскольку импортные товары становятся дороже в национальной валюте. Напротив, нахождение индекса РЭОК ниже тренда (*отрицательное отклонение РЭОК*) означает, что национальная валюта переоценена в реальном выражении (*англ. overvalued currency*), а денежно-кредитные условия являются **жесткими**.

Индекс реальных денежно-кредитных условий рассчитывается как средневзвешенное значение двух вышеуказанных разрывов, а именно разрывов РПС и РЭОК (*где разрыв РЭОК учитывается с противоположным знаком*). Вес РЭОК обычно варьируется от 0,2 (*для закрытых экономик*) до 0,8 (*для очень открытых экономик*). Положительные значения индекса ИРДКУ означают, что в экономике **жесткие** денежно-кредитные условия, а отрицательные значения означают, что в экономике **мягкие** денежно-кредитные условия. Индекс ИРДКУ, равный нулю, означает, что денежно-кредитные условия нейтральны, и это не создает никакого инфляционного или дефляционного давления.

1.5. Неопределенности и риски макроэкономического развития

Внешние риски и неопределенности

Риски для прогноза роста мировой экономики на этот год относительно сбалансированы. Ранее ожидаемые риски рецессии из-за более высоких процентных ставок, в мировой экономике не материализовались, а прогноз мирового экономического роста на 2024 год улучшился³.

Более быстрое, чем ожидалось, снижение инфляционного давления во многих странах приводит к относительно сбалансированному формированию инфляционных рисков. В целом, наряду с этими позитивными ожиданиями, сохраняются различные риски относительно макроэкономического развития в мире.

Сохраняется неопределенность в мировой экономике и основных торговых партнерах, уровень цен на сырьевых рынках продолжает формироваться в быстро меняющейся динамике, что может оказать негативное влияние на экспортные поступления страны.

Помимо этих факторов, возросшая глобальная фрагментация, приводящая к ограничениям на мобильность торговли, капитала, технологий и рабочей силы, создает риски для международного сотрудничества и проблемы в цепочках поставок.

Кроме того, сегодняшние глобальные климатические изменения, в частности увеличение количества наводнений и засух, повышают мировые цены и риски для поставок продовольствия.

Внутренние риски и неопределенности

В текущем году важно последовательно продолжить структурные реформы в национальной экономике, в частности активизировать процессы приватизации, поддержать сильную конкурентную среду на внутреннем рынке, обеспечить быстрый рост частных инвестиций и экспорта товаров.

Формирование в последние месяцы инфляции услуг выше общей инфляции и тенденция ее роста могут осложнить снижение уровня инфляции в будущем из-за относительно низкого влияния монетарных мер на инфляцию⁴ этой группы.

²При расчете индекса RSAK используется правильная котировка курсов валют.

³ «Перспективы мировой экономики», МВФ, апрель 2024.

⁴ С одной стороны, инфляция услуг формируется за счет эффекта Балассы-Самуэльсона в результате товарной инфляции и роста заработной платы (что имело место в предыдущие периоды), с другой стороны, из-за высокого вклада регулируемых цен в группу услуг инфляция услуг более устойчива, а монетарные инструменты менее эффективны для ее снижения.

Введение с апреля налога на добавленную стоимость на медицинские услуги, лекарства и некоторые коммунальные услуги может замедлить тенденцию к снижению инфляции в краткосрочной перспективе.

Обеспечение бесперебойных поставок энергоресурсов имеет решающее значение для сдерживания эффекта роста цен на энергоносители.

Активизация процесса бюджетной консолидации и обеспечение к концу года общего фискального дефицита в пределах установленного уровня, позволит предотвратить формирование дополнительной инфляции спроса, вызванной влиянием бюджетных расходов на цены внутреннего рынка.

В целом, неопределенности и риски, возникающие во внутренней и внешней экономической конъюнктуре будут внимательно изучаться, и вносятся соответствующие изменения в денежно-кредитные условия на основе обновленных макроэкономических прогнозов.

II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Факторы внутренней экономической активности и совокупного спроса

В последние кварталы поддержка экономической деятельности со стороны спроса сместилась от потребления к инвестициям. В первом квартале 2024 года важными факторами, стимулирующими экономический рост, стали высокий рост объемов инвестиций, в частности прямых иностранных инвестиций, а также высокие темпы роста экспорта по сравнению с импортом в условиях благоприятной мировой ценовой конъюнктуры.

Экономический рост. В первом квартале текущего года экономическая активность значительно ускорилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а реальный экономический рост составил 6,2%. Из секторов экономики основной вклад внесли быстрое развитие сферы услуг и промышленности (рис. 2.1.1).

В частности, вклад сферы услуг в экономический рост достиг 3,5 п.п. (в предыдущем квартале - 2,8 п.п.), а промышленного сектора - 1,8 п.п. (1,5 п.п.). При этом за этот период вклад сельского хозяйства в экономический рост снизился до 0,4 п.п. (0,9 п.п.).

Со стороны расходов в результате структурных изменений в экономике инвестиции выступают основным фактором экономического роста. В первом квартале текущего года высокие темпы роста наблюдались в объеме инвестиций в основной капитал, и доля инвестиций в основной капитал составила 44% ВВП (в предыдущие годы показатель в среднем составлял около 30%).

Резкий рост темпов инвестиций в основном объясняется активным привлечением прямых иностранных инвестиций в течение последних двух кварталов. В частности, в первом квартале текущего года их объем составил 2,7 млрд долларов (31% от общего объема инвестиций) (рис.2.1.3).

В свою очередь, активный приток прямых иностранных инвестиций и их эффективное использование имеют большое значение в повышении потенциала и эффективности экономики в среднесрочной перспективе.

Однако в краткосрочной перспективе это может увеличить инвестиционный спрос на внутреннем рынке и создать давление на цены, а также увеличить спрос на импорт и в определенной степени увеличить дефицит внешнеторгового баланса (рис. 2.1.2).

Для снижения давления инвестиционного спроса на цены в экономике большое значение имеют целевое и эффективное использование средств, привлекаемых в инвестиционные проекты, и своевременный запуск проектов.

Показатели грузооборота, которые показывают активность в экономике, завершили относительно низкую динамику последних лет, и в текущем периоде наблюдается их резкий рост (рис. 2.1.4).

В течение первого квартала ситуация на рынке труда улучшилась, в том числе по количеству рабочих мест и соискателей. Наибольшее количество вакансий продолжает создаваться в сферах розничной торговли, строительства, общественного питания, производства и образования. Кроме того, на рынке труда сохраняются некоторые структурные дисбалансы между спросом и предложением.

По итогам первого квартала 2024 года темп роста номинальной заработной платы составил 19,8%. В частности, на фоне высокого спроса на рабочую силу быстрыми темпами росла заработная плата в сфере торговли (24,4%) и информации и связи (23,5%). В строительном секторе за счет увеличения предложения трудовых ресурсов рост заработной платы был умеренным (6,6%).

Рис.2.1.1. Декомпозиция ВВП по способу производства

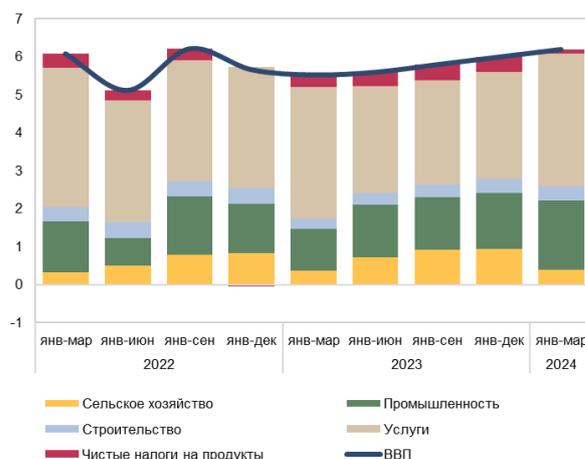
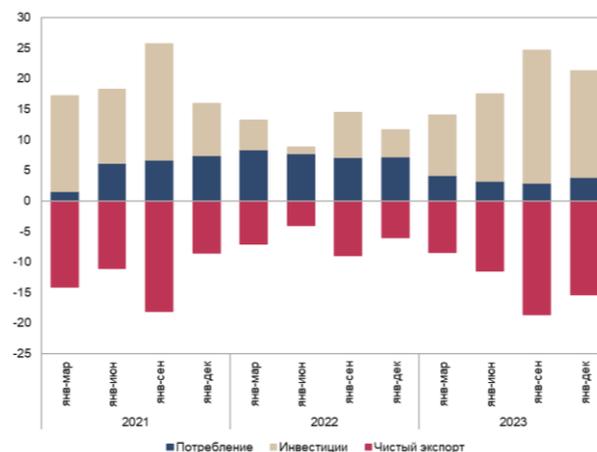


Рис.2.1.2. Вклад категорий расходов в рост ВВП



Источник: Агентство по статистике.

Рис. 2.1.3. Инвестиции в основной капитал, реальный рост, в %

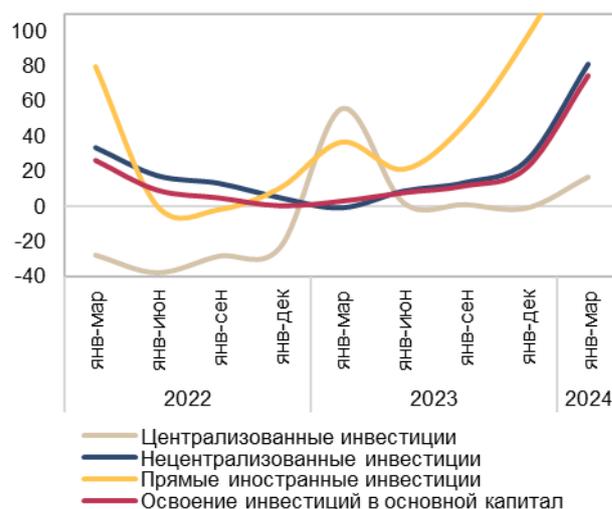
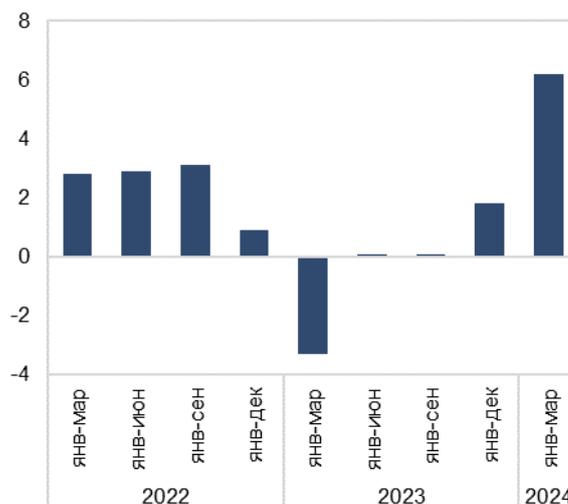


Рис. 2.1.4. Грузооборот транспорта, реальный прирост, в %



Источник: Агентство по статистике

Учитывая уровень занятости и объемы производства в экономике, рост производительности отстает от роста заработной платы в большинстве отраслей услуг. Это, в свою очередь, приводит к формированию инфляционного давления в сфере услуг.

Существенных изменений в тенденциях внешней трудовой миграции в первом квартале текущего года не наблюдалось. В январе-марте трансграничные денежные переводы выросли на 8,6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и достигли 2,5 млрд долл.

В этот период росту денежных переводов способствовали непрерывность миграционных потоков, а также стабильность обменных курсов основных стран, принимающих трудовых мигрантов.

Позитивная динамика денежных переводов, доходов самозанятых и рост заработной платы в экономике послужили увеличению реальных доходов населения, и этот показатель в первом квартале составил 11,5%.

В первом квартале на фоне роста доходов потребительская активность сформировалась в долгосрочном тренде. Это подтверждается показателями денежных поступлений от розничной торговли и услуг (рис. 2.1.5).

Рис. 2.1.5. Показатели потребительской активности, реальный рост, в %

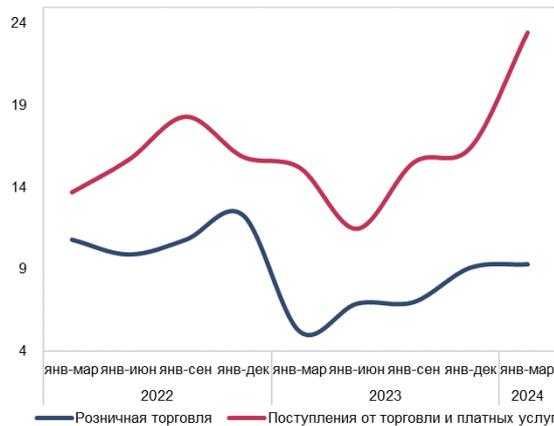
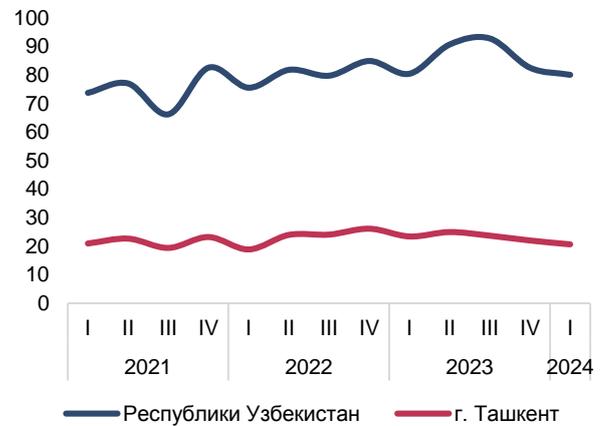


Рис. 2.1.6. Количество сделок с недвижимостью, тыс.



Источник: Агентство по статистике.

В последние кварталы активность на рынке недвижимости формировалась разнонаправленно, что обусловлено увеличением количества договоров купли-продажи недвижимости, наблюдаемым в большинстве регионов. В столице, несмотря на значительное снижение количества заключенных сделок по сравнению с прошлым годом, динамика складывается на среднесрочном уровне. В целом активность на рынке недвижимости несколько стабилизировалась по сравнению с последними периодами (рис. 2.1.6).

Внешняя торговля и динамика валютного курса. В первом квартале текущего года рост объема экспорта составил 10% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года (экспорт без золота составил 9,6%). Рост экспорта был поддержан высокими ценами на золото и уран на фоне высокой глобальной неопределенности, а также ростом цен на медь, в то время как цены на хлопок вернулись к уровню прошлого года после значительного повышения в феврале (рис. 2.1.7).

Также в результате ослабления мирового спроса и снижения цен сократилась доля некоторых отраслей в экспорте, в том числе цветных и черных металлов и изделий из них.

В первом квартале темп роста импорта снизился и составил 3,8%.

Рис.2.1.7. Динамика экспорта в первом квартале 2024 года, в %

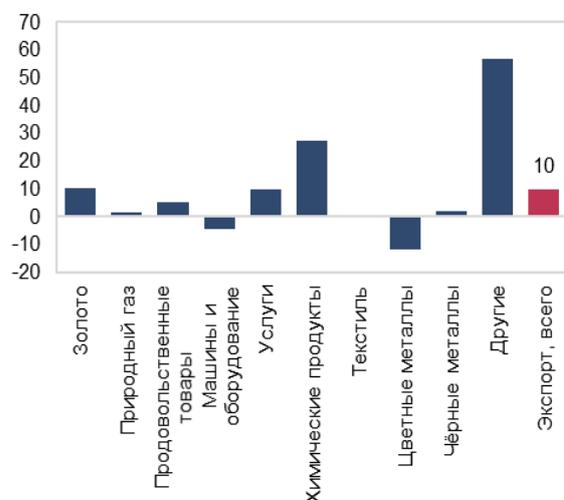
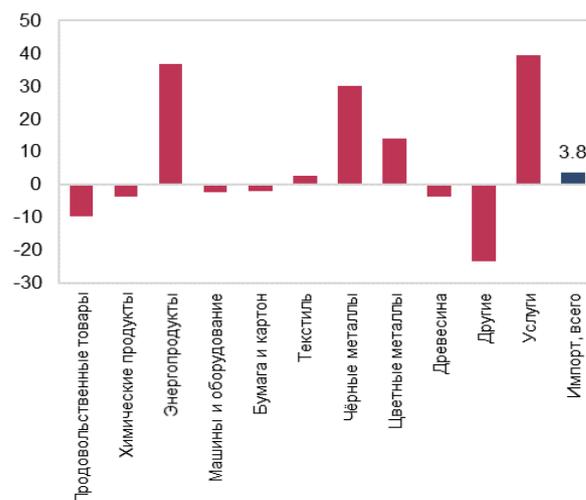


Рис.2.1.8. Динамика импорта в первом квартале 2024 года, в %



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства по статистике.

Снижение импорта продовольствия на 9,5% можно объяснить снижением цен на мясо, масло и пшеницу в мире, а также достаточными внутренними резервами и производственными мощностями. Такая тенденция наблюдается и в импорте химической продукции (-3,7%). Импорт промышленных товаров (*нефтепродуктов, черных металлов*) остается стабильно высоким (*рис. 2.1.8*).

Фискальный сектор. Дефицит государственного бюджета в первом квартале остаётся высоким, составив 19,8 трлн. сумов или 8,2% к ВВП (*рис. 2.1.9*). Этот высокий дефицит создает потенциальное давление на финансовое состояние экономики и отражает значительную разницу между государственными расходами и доходами.

Тенденция положительного фискального импульса, наблюдающаяся в последние периоды (исключая третий квартал 2023 года), свидетельствует о продолжении стимулирующей фискальной политики в экономике.

Это, в свою очередь, способствовало положительному разрыву ВВП за счет увеличения совокупного спроса в этот период, и формированию объемов валового внутреннего продукта выше потенциального уровня, а также значительному оживлению экономической активности (*рис. 2.1.10*).

Рис.2.1.9. Доходы и расходы государственного бюджета, в % к ВВП

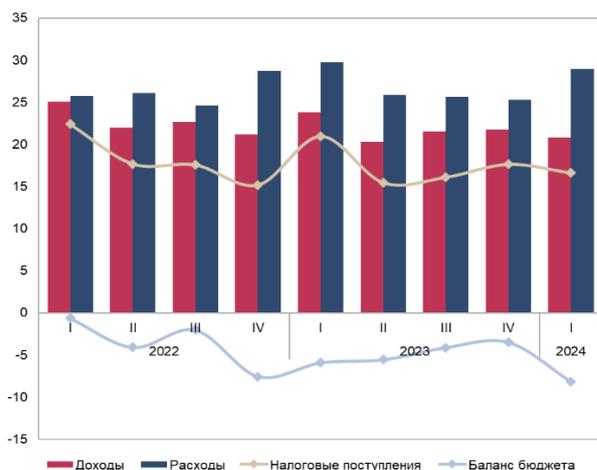
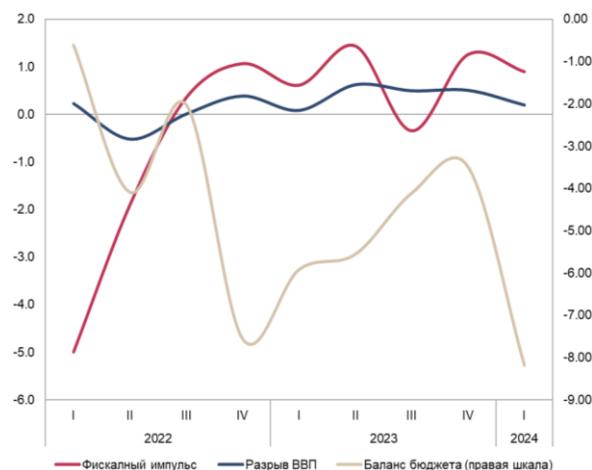


Рис.2.1.10. Фискальный импульс и разрыв ВВП, в % к ВВП



Источник: расчеты Центрального банка по данным Министерства экономики и финансов

Хотя высокий бюджетный дефицит может стимулировать экономическую активность в краткосрочной перспективе, он может оказать негативное влияние на потенциальный рост и стабильность цен в среднесрочной перспективе.

Важно устранить этот разрыв для поддержания стабильной бюджетной и налоговой политики и обеспечения долгосрочной экономической стабильности.

В первом квартале текущего года индексы **реального и номинального эффективного обменного курса** снизились на 0,9% и 4,5% соответственно по сравнению с декабрем 2023 года (рис. 2.1.11).

Среди основных факторов, определяющих нисходящую динамику индексов, - динамика курса национальной валюты по отношению к доллару и изменение структуры торгового баланса страны в 2023 году (доля Китая во внешнеторговом обороте увеличилась с 17,9% до 21,9%, доля России сократилась с 18,6% до 15,8%, Турции с 6,7% до 5,0%).

В первом квартале влияние китайского юаня на укрепление РЭОК возросло, в то же время давление турецкой лиры и российского рубля относительно ослабло.

Помесячная декомпозиция изменений индекса РЭОК показывает, что месячная инфляция в стране в марте 2024 года превышала темпы роста цен торговых партнеров (в Китае – -1%, в России – 0,4%, в Корее – 0,1%), в результате чего индекс РЭОК начал переходить из фазы постепенного ослабления в зону укрепления (рис. 2.1.12).

Рис.2.1.11. Индекс реального (РЭОК) и номинального (НЭОК) эффективного валютного курса к декабрю 2022 года, в %

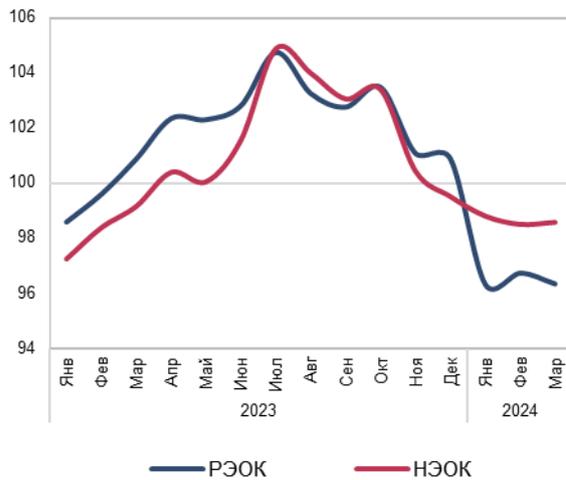
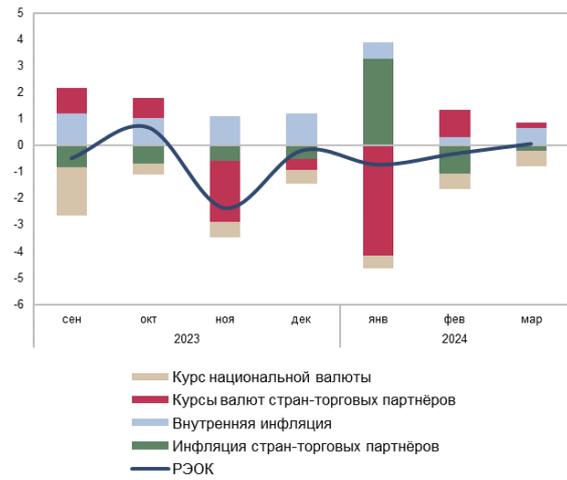


Рис.2.1.12. Декомпозиция изменения индекса реального эффективного валютного курса, в %



Источник: расчеты Центрального банка

Изменение условий внешней торговли Узбекистана

В последние годы в условиях постепенной интеграции национальной экономики в мировое хозяйство ценовая конъюнктура на мировых сырьевых и товарных рынках стала оказывать существенное влияние на объемы и темпы роста внешней торговли страны.

В то же время мировые цены в последние годы отличались высокой волатильностью и разнонаправленностью в ответ на внешнеэкономическую неопределенность, что оказывает прямое влияние на экспорт Узбекистана.

Волатильность экспортных цен в 2022-2023 годах привела к изменению ценовых и объемных эффектов, что способствовало росту товарного экспорта.

В 2022 году темпы роста экспорта товаров (без учета экспорта золота) поддерживались ценовым эффектом, который характеризовался преимущественно ростом цен на товары и сырье в мире, а в 2023 году, наоборот, выразалось в увеличении объемов экспорта по некоторым товарным группам, а ценовой эффект за счет снижения внешних цен снизился.

В 2023 году эффект увеличения объемов не полностью компенсирует снижение ценового эффекта, что объясняется ограничением производства в некоторых отраслях промышленности (химическая промышленность) и сокращением производства некоторых товаров (в основном энергетические ресурсы).

Индекс экспортных цен, рассчитанный на 2021-2023 годы, увеличился на 59,4%, этому росту способствовала благоприятная конъюнктура мировых цен на золото. За этот период индекс экспортных цен, исключая золото, увеличился на 32% (подробнее на рис.1а).

Рост экспорта сопровождается непропорционально высоким ростом импорта. В отличие от экспорта, в структуре импорта преобладают другие товары, кроме сырья, а позиции товаров существенно диверсифицированы. При этом основная часть импорта приходится на промышленные (в том числе промежуточные) товары (75%), а остальную часть составляют конечные потребительские товары (25%).

Машины и оборудование составили основную часть импорта товаров, а их доля увеличилась с 35% в 2022 году до 43% в 2023 году. Увеличение импорта машин и оборудования капитального характера будет способствовать поддержанию и расширению темпов производства в среднесрочной перспективе. При альтернативном подходе, по предварительным оценкам, доля капитального оборудования и машин стабильна и составляет около 60%.

В 2023 году доля потребительских машин и оборудования увеличилась, а доля промежуточных товаров (в том числе запасных частей) несколько снизилась, однако все категории продолжили рост в абсолютном выражении.

В 2023 году увеличение доли машин и оборудования для потребительских нужд произошло за счет увеличения импорта автотранспортных средств (в основном легковых), который увеличился более чем в два раза по сравнению с предыдущим годом.

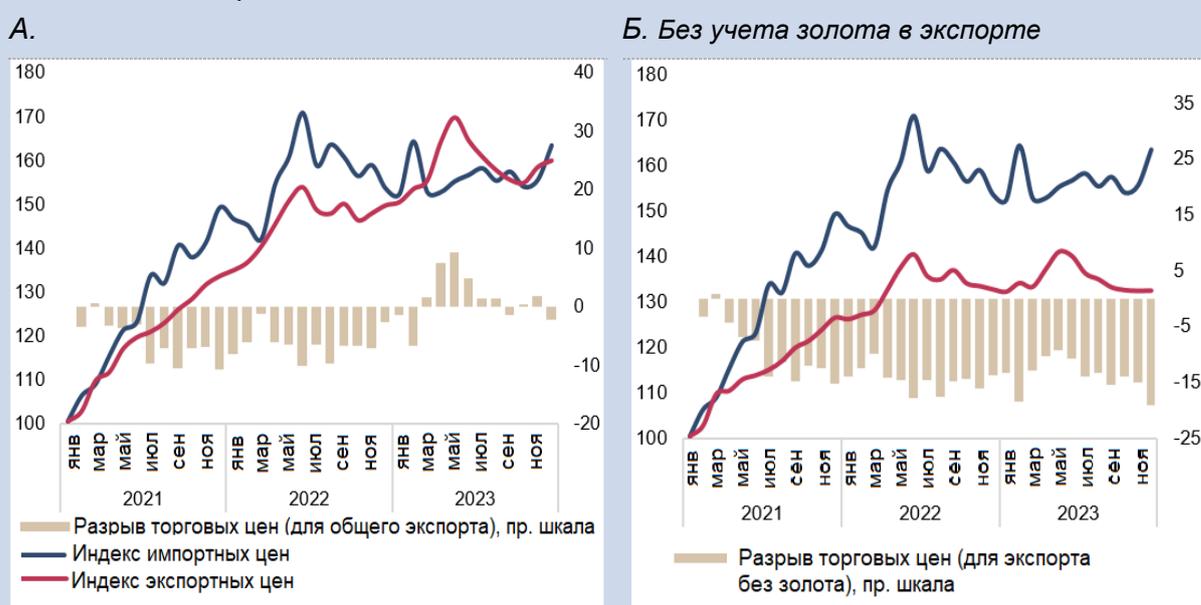
Отличительной особенностью этой категории товаров является их разнообразие (тип, модель, размер) и высокая вариативность цен по общим категориям товаров, поэтому машины и оборудование не учитывались при расчете индекса импортных цен.

По предварительной оценке, индекс цен на импорт в 2021-2023 годах увеличился на 63%. Если сравнение индекса торговых цен в 2021-2022 годы характеризует быстрый рост импортных цен по сравнению с экспортными ценами, то в 2023 году на фоне относительной стабилизации мировых цен условия торговли для Узбекистана улучшились (рис. 1б).

В то же время следует отметить, что рост цены на золото также вносит значительный положительный вклад в условия торговли. Без учета золота рост цен на экспортную продукцию остается существенно ниже динамики импортных цен.

Рис. 1. Условия внешней торговли для Узбекистана

янв. 2021 = 100, разница п.п.



Источник : расчеты Центрального банка

Относительно низкий уровень диверсификации структуры экспорта, высокая доля сырья и полуфабрикатов могут повлиять на стабильность внешнеторгового баланса в будущем, конкурентоспособность продукции на внешних рынках, а также возникновение рисков, связанных с притоком валюты на внутренний рынок.

Необходимость проведения структурных реформ в экономике подразумевает важность снижения чувствительности к мировым товарным рынкам за счет расширения местного производства и развития не сырьевых экспортных секторов, способствующих диверсификации экономики.

2.2. Денежно-кредитные условия и инфляция

Центральный банк продолжает меры по обеспечению стабильности цен. Для достижения 5% таргета в течение прогнозируемого периода, в первом квартале 2024 года сохранялись относительно жесткие денежно-кредитные условия.

Уровень жесткости денежно-кредитных условий способствует замедлению внутренних инфляционных процессов с начала года.

В то же время в некоторых отраслях экономики сохраняется инфляционное давление, в частности, в результате высокого спроса и повышения некоторых регулируемых цен и тарифов наблюдается устойчивый рост инфляции услуг.

Инфляционные процессы

В первом квартале 2024 года уровень общей инфляции продолжил снижаться, достигнув в марте 8,0% в годовом выражении (рис. 2.2.1).

В этот период доля товаров и услуг, рост цен на которые был ниже, чем за соответствующий период прошлого года, составила 67,8% потребительской корзины (рис. 2.2.2).

Основной вклад в снижение инфляции внесли продовольственные и непродовольственные группы. Однако рост инфляции услуг, наблюдавшийся в предыдущем квартале, продолжился и в первом квартале 2024 года и оказал усиливающееся влияние на общую инфляцию (рис. 2.2.3).

Рис. 2.2.1. Динамика общей и базовой инфляции, в %

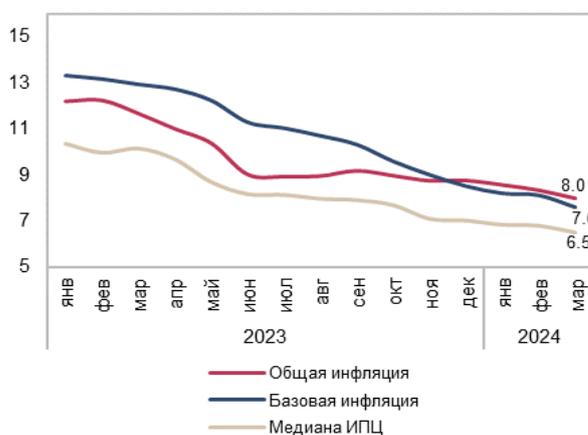
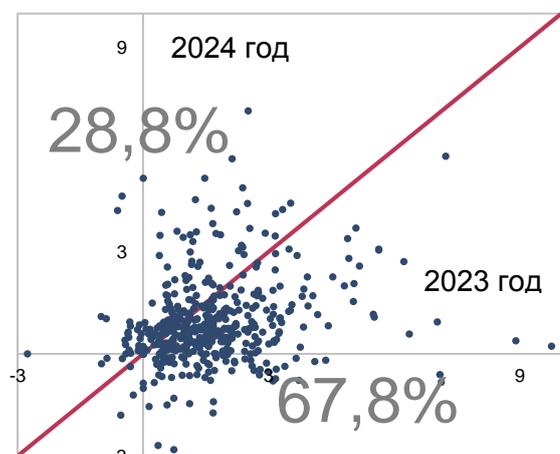


Рис. 2.2.2. Сравнительное изменение инфляции товаров и услуг потребительской корзины в январе-марте, в %



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики.

На снижение продовольственной инфляции также повлияла стабилизация мировых цен на некоторые основные потребительские товары (пшеница и растительное масло) и цен на овощи.

В течение первого квартала цены на фрукты оказали повышающее влияние на общую инфляцию, в результате роста затрат на хранение и логистику и низкого прошлогоднего урожая по причине аномальных холодов (рис. 2.2.4).

В сфере услуг отмечен значительный рост цен на некоторые регулируемые коммунальные услуги, транспортные услуги, частное образование и бытовые услуги.

Динамика базовой инфляции продолжила снижаться и составила 7,6% в годовом выражении, снизившись на 0,9 п.п. по сравнению с началом года. В то же время, высокая инфляция регулируемых цен и цен на фрукты и овощи привела к увеличению разрыва между общей и базовой инфляцией.

Более высокая инфляция в сфере услуг и тенденция к ее росту может затруднить снижение общей инфляции в будущем из-за низкой чувствительности инфляции этой группы к денежно-кредитным мерам.

Тенденция к снижению медианного уровня инфляции означает, что стабилизация цен в экономике происходит не только на некоторые товары и услуги, но и на большинство товаров и услуг потребительской корзины.

Рис. 2.2.3. Декомпозиция общей инфляции в п.п.

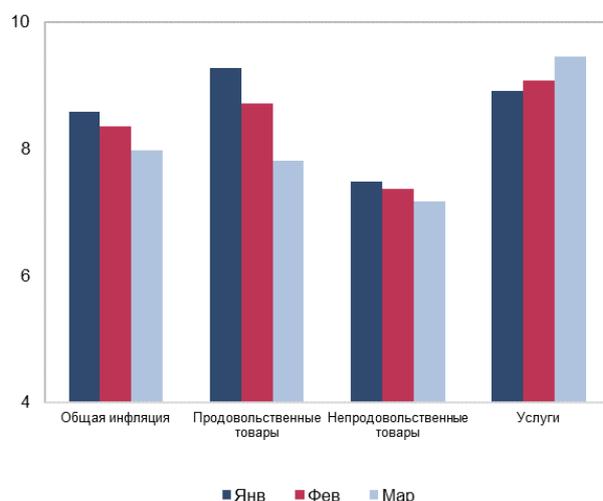
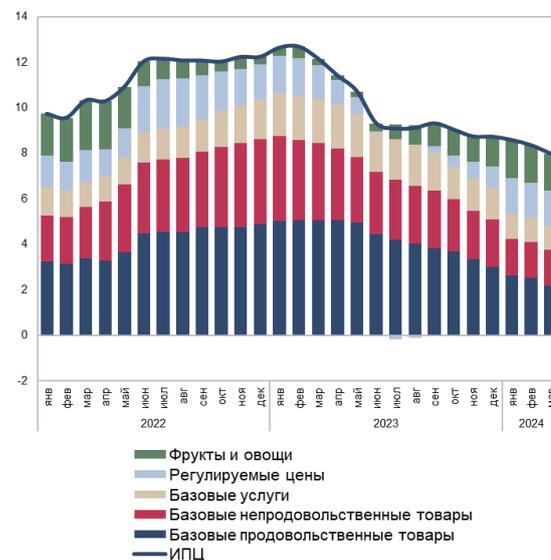


Рис. 2.2.4. Декомпозиция общей инфляции в п.п.



Источник: Агентство статистики

Рис.2.2.5. Распределение инфляции товаров и услуг в корзине ИПЦ по процентным интервалам, в %

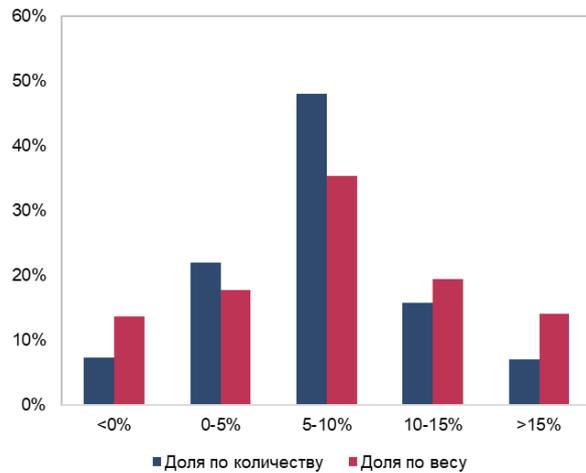
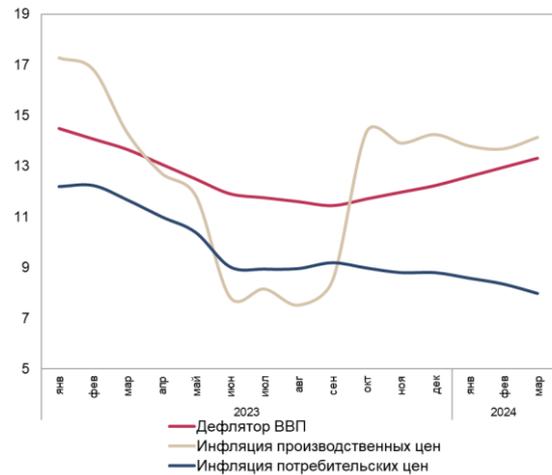


Рис.2.2.6. Динамика индекса потребительских цен, дефлятора ВВП и индекса цен производителей, в %



Источник: Агентство статистики

Однако тот факт, что медианный показатель падает медленнее, чем снижение общей инфляции, объясняется сохранением инфляционного давления в экономике, нестабильностью дезинфляционных процессов и относительно высоким снижением инфляции товаров и услуг, которые имеют больший вес в составе потребительской корзины (рис. 2.2.5).

Высокий рост цен в горнодобывающей промышленности и секторах электро-, газо- и водоснабжения отразился на росте индекса цен производителей и дефлятора ВВП (рис.2.2.6).

Рост дефлятора ВВП был обусловлен также высокими темпами роста дефлятора строительной отрасли.

Денежно-кредитные условия

Несмотря на замедление инфляционных процессов в последние кварталы, сохранялся уровень жесткости денежно-кредитных условий за счет сохранения основной ставки на неизменном уровне.

Вместе с тем, жесткие финансовые условия в мире и ограниченность внешних финансовых ресурсов увеличивают спрос на внутренние ресурсы. Это ускоряет трансмиссию относительно жестких условий денежно-кредитной политики на рыночные процентные ставки.

В частности, в результате увеличения стоимости привлечения внешнего долга основное внимание было сосредоточено на внутренних ресурсах, и в первом квартале текущего года было выпущено государственных ценных бумаг на сумму 10,2 трлн сумов (*в 2,2 раза больше, чем за соответствующий период прошлого года*).

С начала года доходность государственных ценных бумаг формировалась в незначительно колеблющейся динамике, в районе 16-18%.

Рост затрат на обслуживание государственного долга может послужить сдерживанию усиления фискальных стимулов и тем самым снизить инфляционное давление в экономике.

В первом квартале 2024 года на денежном рынке было осуществлено операций на 77,9 трлн. сумов, а активность выросла на 4,8% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. При этом увеличение доли обеспеченных операций (операций межбанковского РЕПО) облегчает банкам выполнение требований по снижению кредитного риска и управление ликвидностью.

Ставка денежного рынка UZONIA формируется в пределах процентного коридора (*рис. 2.2.7*) и остается в относительно жесткой фазе около 5% в реальном выражении.

Кроме того, изменения, внесенные в операционный механизм в феврале текущего года (*вставка 3*), служат для эффективного управления ликвидностью коммерческих банков (*снижения их расходов и увеличения доходов*) и обеспечения непрерывности платежной системы, а также начали оказывать положительное влияние на краткосрочные ставки на рынках межбанковского кредита и РЕПО (*рис. 2.2.8*).

Процентные ставки по кредитам в национальной валюте в марте составили 23,6%, что на 0,4 п.п. ниже, чем в декабре. При этом, процентные ставки по долгосрочным кредитам перешли на траекторию снижения в первом квартале текущего года после повышения в последнем квартале 2023 года (*рис. 2.2.9*).

За этот период объем кредитов, выделенных в экономику, незначительно увеличился (*на 0,2%*) по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года и составил 53,7 трлн. сумов, а уровень погашения кредитов достиг 89,8%.

Рис. 2.2.7. Ставка UZONIA, в %

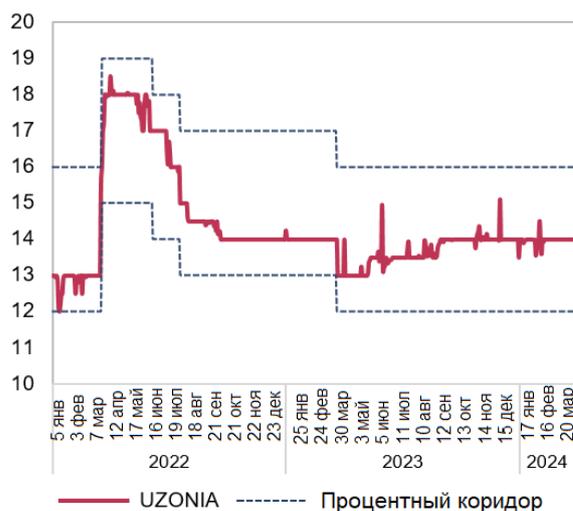
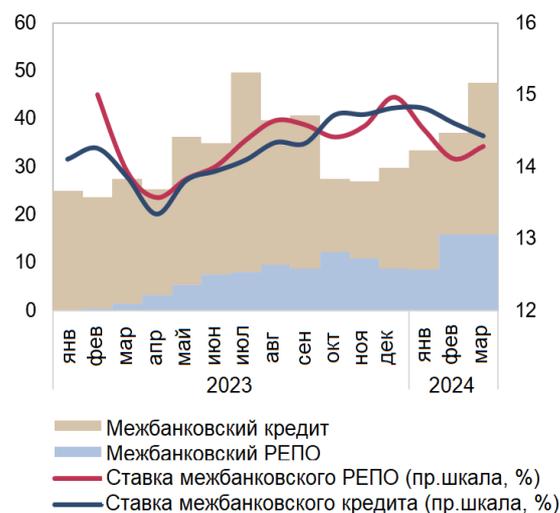


Рис. 2.2.8. Объем операций межбанковского денежного рынка, трлн сумов



Источник: расчеты Центрального банка

В результате рост остатка кредитного портфеля замедлился и с начала года составил 0,9% (18% к соответствующему периоду прошлого года) (рис. 2.2.10).

Такую ситуацию на кредитном рынке можно объяснить тем, что накопленные кредитные обязательства предыдущих периодов постепенно возвращаются на долгосрочную траекторию роста. Это позволит сбалансировать совокупный спрос в будущем и снизить влияние монетарных факторов на инфляцию.

Однако рост кредитования, в основном обусловленный розничными кредитами, продолжает поддерживать текущий потребительский спрос наряду с усилением бюджетных стимулов.

В результате макропруденциальных мер, направленных на сдерживание высоких темпов роста отдельных видов розничных кредитов в целях предотвращения системных рисков, рост кредитования населения замедляется, однако темпы роста остаются высокими (рис. 2.2.10).

Под влиянием высокого спроса на внутренние финансовые ресурсы процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте в первом квартале текущего года оставались высокими (увеличились на +0,2 п.п. к показателю декабря и составили 19,9% в марте), и наблюдалось ускорение роста депозитов (рис. 2.2.11).

Рис. 2.2.9. Процентные ставки по кредитам, выданным в национальной валюте, годовые

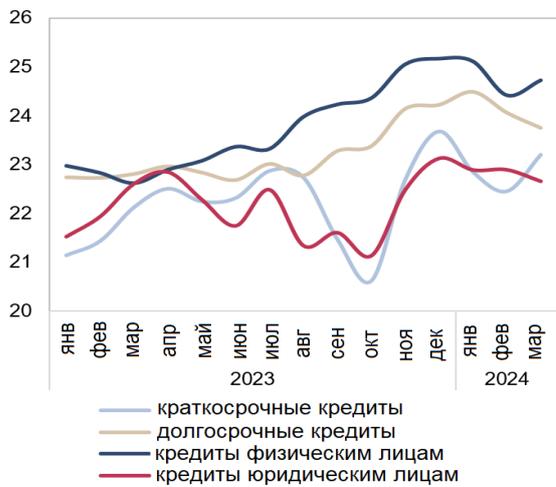
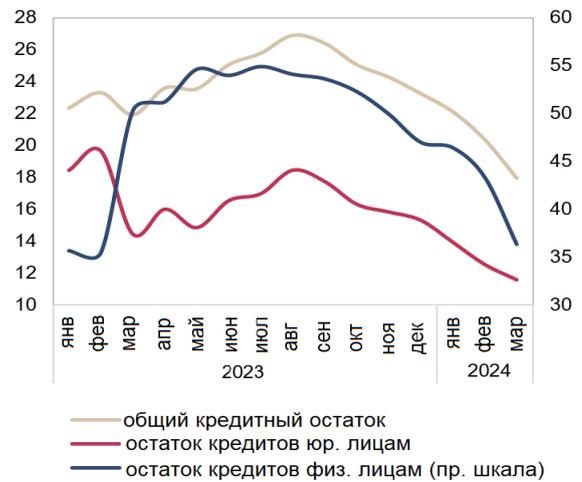


Рис. 2.2.10. Изменение баланса кредитов, выделенных в экономику, % годовых



Источник: расчеты Центрального банка

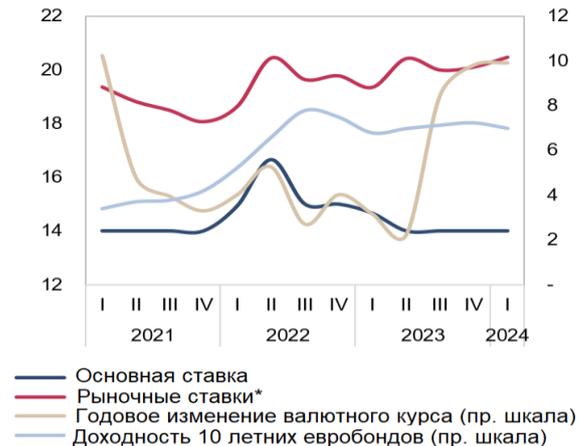
По состоянию на 1 апреля 2024 года уровень долларизации депозитов составил 29,8% (28,6% на начало года), кредитов – 43,1% (43,6% на начало года).

При этом в последние кварталы годовое изменение курса национальной валюты по отношению к доллару США составляет около 8,5-9,5%, что приводит к некоторому смягчению жестких условий, обеспечиваемых высокими рыночными ставками (рис 2.2.12).

Рис. 2.2.11. Рост и доходность депозитов, % годовых



Рис. 2.2.12. Денежно-кредитные и финансовые условия, % в среднем
(*средние процентные ставки на рынке краткосрочных кредитов и депозитов)



Источник: расчеты Центрального банка

Изменения внесенные в операционный механизм денежно-кредитной политики

На основе рекомендаций международных финансовых институтов и консалтинговых компаний в операционный механизм был внесен ряд изменений с целью приведения операционного механизма денежно-кредитной политики в соответствие с международными стандартами, эффективного регулирования ликвидности банковской системы и упрощения процессов управления собственной ликвидностью коммерческих банков.

В частности, решением правления Центрального банка с 26 февраля создана возможность обеспечить открытость межбанковских денежных рынков и рынков РЕПО в течение 30 минут после закрытия банковского расчетного дня, а также использовать денежно-кредитные операции Центрального банка в течение 1 часа после закрытия банковского расчетного дня.

Это дало возможность коммерческим банкам перераспределять общую ликвидность на денежных рынках после окончания расчетного дня, а затем воспользоваться однодневными операциями Центрального банка. Ожидается, что данные изменения существенно повысят эффективность управления ликвидностью.

Кроме того, был введен внутрисуточный кредитный инструмент, предназначенный для предоставления ликвидности коммерческим банкам, а также операции овернайт и кредитные аукционы сроком до 1 недели на основе валютного обеспечения. Это служит предотвращению перебоев с ликвидностью в банках и обеспечению непрерывности платежной системы.

На основании изменений, внесенных в операции денежно-кредитной политики, соответствующие изменения внесены в «Операционный механизм денежно-кредитной политики Центрального банка Республики Узбекистан» и «Порядок осуществления операций Центрального банка на денежном рынке» и действующие нормативные правовые документы приведены в соответствие с требованиями данного решения.

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2024

Подготовлено Департаментом денежно-кредитной политики.

Русская версия является переводом оригинала на узбекском языке, подготовлена в целях ознакомления. В случаях несоответствий, преимущественную силу имеет оригинал на узбекском языке.

Предложения и замечания можно направить по адресу:

Электронная почта: achilov@cbu.uz

Телефон: (+998) 71 212-60-22