



**IV квартал
2022 года**

**ОБЗОР
ДЕНЕЖНО-
КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКИ**

**Ташкент
2023**

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

5%



Содержание

ВВЕДЕНИЕ	4
I. ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	6
1.1. <i>Глобальная экономика</i>	6
1.2. <i>Экономическая ситуация в основных торговых партнерах</i>	9
II. ВНУТРЕННИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ.....	13
2.1. <i>Совокупный спрос и выпуск.....</i>	13
2.2. <i>Фискальный сектор</i>	15
2.3. <i>Инфляционные процессы</i>	16
2.4. <i>Денежно-кредитные условия.....</i>	17
III. СРЕДНЕСРОЧНЫЕ ПРОГНОЗЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ.....	20
3.1. <i>Ожидаемые внутренние макроэкономические процессы.....</i>	20
3.2. <i>Платежный баланс и внешнеэкономическая деятельность</i>	22

ВВЕДЕНИЕ

В последние кварталы наблюдается стабильно высокая динамика темпов **экономического роста**. В условиях сбалансированности централизованных инвестиций рост совокупного потребления был одним из основных факторов, формирующих спрос. Рост ВВП по итогам 2022 года составил **5,7%**, что соответствует октябрьским прогнозам Центрального банка.

Несмотря на то, что в текущем году ожидается относительно умеренные фискальные стимулы, сохраняется стимулирующее влияние на совокупный спрос со стороны высокого фискального дефицита, наблюдавшегося в последние 3 года. Сохранение стабильности на рынке труда, рост заработных плат и высокие объемы трансграничных денежных переводов способствуют увеличению спроса на товары длительного пользования и недвижимость, и соответственно росту цен на этих рынках.

В целом формирование положительных тенденций в экономике в текущем и будущих кварталах будет в большей степени зависеть от факторов предложения. Краткосрочные риски со стороны предложения из-за аномальных погодных условий могут повлиять на объемы производства и поставок отдельных видов продукции.

В течение 2022 года экономика адаптировалась к изменению **внешних условий**. В связи с тем, что влияние внешнеэкономических рисков было краткосрочным и ниже первоначальных оценок, наблюдалось увеличение валютной выручки от экспорта и трансграничных денежных переводов.

Хотя в отношении динамики цен на мировых рынках сформировались позитивные ожидания, сохраняется высокая неопределенность и риски снижения прогнозов роста мировой экономической активности и экономик основных торговых партнеров.

В течение 2022 года отмечен рост цен по широкому набору потребительских товаров, что отразилось в ускорении общего уровня **годовой инфляции до 12,3%**. Показатель базовой инфляции в течение последнего полугодия также проявлял устойчиво растущую динамику достигнув **13,8%** к концу года, что вместе с относительно высокой динамикой индекса цен производителей является сигналом к дальнейшему возрастанию инфляционного давления. Инфляционные ожидания в последние три месяца также демонстрируют умеренный рост. Их направленность повышает вероятность смещения инфляционных рисков в сторону возрастания.

Вместе с тем, по мере адаптации мировой экономики к происходящим изменениям, и с учетом ужесточения денежно-кредитных политик со стороны центральных банков, ожидается ослабление глобальных инфляционных процессов и относительное снижение динамики мировых биржевых цен на основные продовольственные товары. Данные предпосылки вместе с ожидаемой относительно стабильной динамикой обменного курса рассматриваются как факторы снижения инфляционных процессов.

Со второй половины 2022 года темпы **роста кредитных вложений** в экономику незначительно ускорились за счет увеличения кредитования в национальной валюте. В структуре кредитного портфеля наблюдается тенденция значительного роста розничных кредитов населению.

Под влиянием положительных реальных процентных ставок высокими темпами растут депозиты, в том числе вклады населения.

В целом, со второй половины прошлого года наблюдаются структурные изменения в характере финансирования экономики. В частности, ускорился переход банков в своей деятельности к большему использованию внутренних источников финансирования. Это, в свою очередь, одновременно с мобилизацией имеющихся финансовых ресурсов, способствовало снижению уровня долларизации экономики. Ожидается, что в текущем году этот процесс продолжится.

В соответствии с обновленными **прогнозами макроэкономического развития**, велика вероятность некоторого замедления ВВП в I квартале т.г. По итогам 2023 года, рост экономики оценивается в **4,5-5%**. Согласно базовому сценарию, ожидаемый уровень инфляции в 2023 году **составит 8,5-9,5%**.

Денежно-кредитную политику, с одной стороны, может ограничивать повышательный тренд базовой инфляции и структурные изменения в экономике, а с другой – риски внешнеэкономических условий и факторы предложения.

Центральный банк продолжит внимательно оценивать влияние денежно-кредитных условий на спрос, цены и инфляционные ожидания. Принимаемые меры будут направлены на обеспечение баланса спроса и предложения, формирование инфляции в диапазоне прогнозного коридора и достижение **среднесрочного 5% таргета**.

При необходимости совместно с профильными министерствами и ведомствами дополнительно будут разрабатываться и приниматься меры по снижению немонетарных факторов инфляции, устранению сбоев в цепочках поставок и обеспечению необходимых объемов предложения.

I. ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

1.1. Глобальная экономика

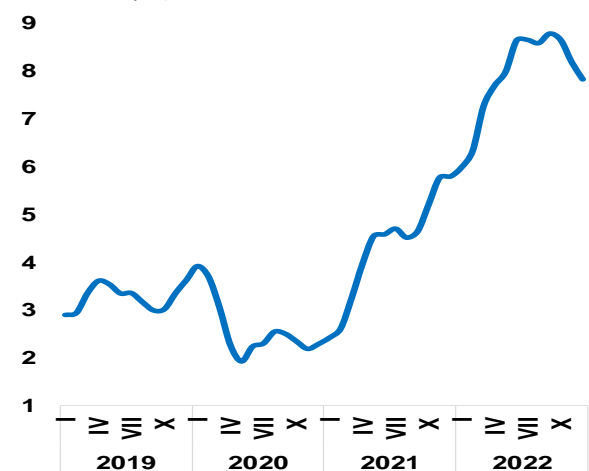
В третьем квартале 2022 года, глобальные инфляционные процессы достигли **наивысшего за последние десятилетия уровня**, а в четвертом квартале начали **замедляться**. (Рис.1.1.1). Однако инфляция по-прежнему остается выше целевых показателей в большинстве стран. При этом ведущие страны, оценивавшие инфляцию в предыдущие кварталы как **временную**, также признали ее **долгосрочный характер** и начали принимать **действенные меры**.

В частности, центральные банки активно продолжили фазу **ужесточения** денежно-кредитных условий, повысили ключевые ставки и начали процесс возврата количественного смягчения («Quantitative easing»), реализованного во время пандемии (Рис.1.1.2).

В результате происходит **снижение** общей инфляции и продовольственных цен, и многие центральные банки прогнозируют, что в 2023 году инфляция продолжит **устойчиво снижаться**, а **целевые показатели** будут достигнуты в 2024 году.

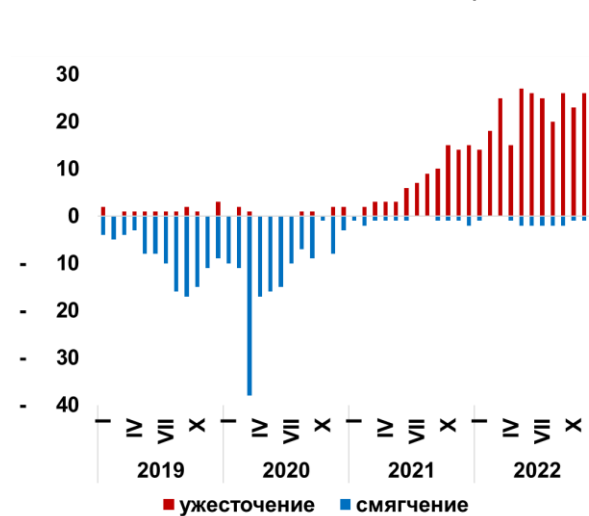
Повышение ключевых ставок в целях сдерживания инфляционных процессов развитыми странами оказывает существенное влияние на **финансовые рынки, удорожая заимствование и обслуживание долга для развивающихся стран**. Вместе с тем, увеличение доходности государственных ценных бумаг ведущих стран вызывает **уменьшение притока капитала** в развивающиеся страны за счет влияния на инвестиционные решения иностранных инвесторов. Это может повысить вероятность возникновения **долгового кризиса** в некоторых странах за счет негативного влияния на фискальные показатели.

Рис.1.1.1. Динамика глобальной инфляции, годовая (%)



Источник: Расчеты Центрального банка (далее – ЦБ) на основе данных статистических органов государств

Рис.1.1.2. Количество Центральных банков изменивших денежно-кредитные условия



Источник: Расчеты ЦБ на основе данных центральных банков государств

В связи с тем, что ФРС США начала принимать меры раньше других развитых стран, в течение года наблюдался резкий рост **индекса доллара** и обесценивание национальных валют других стран. В ближайшие кварталы прогнозируется **понижение индекса доллара** и **восстановление** курсов национальных валют по отношению к доллару США за счет ожиданий замедления фазы ужесточения в США и решений о повышении ключевых ставок в других развитых странах (Рис.1.1.3).

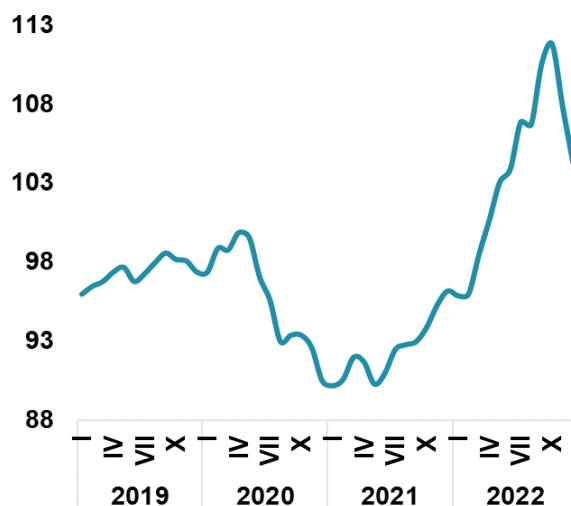
Повышение ключевых ставок практически всеми странами негативно сказывается на экономической активности и усиливает опасения по поводу **рецессии**. Эти опасения отражаются в **индексе деловой активности**, а деловые настроения в ведущих экономиках становятся пессимистичными (Рис. 1.1.4).

При этом вероятность рецессии учитывается и в прогнозах международных финансовых институтов. В январских прогнозах **Всемирного банка** темпы роста мировой экономики на 2023 год были снижены до **1,7%**, тогда как прогнозы Международного валютного фонда на конец января предсказывают реальный рост мировой экономики на уровне **2,9%** (предыдущий прогноз был 2,7%). Разница между прогнозами обусловлена высоким уровнем рисков и неопределенностей, а также масштабами процесса «открытия экономики» в Китае (Рис.1.1.6).

В связи с ужесточением денежно-кредитной политики в мире, снижением совокупного спроса и экономической активности в четвертом квартале 2022 года наблюдалось **снижение цен на энергоресурсы, продовольственные товары и другое сырье** (Рис.1.1.7).

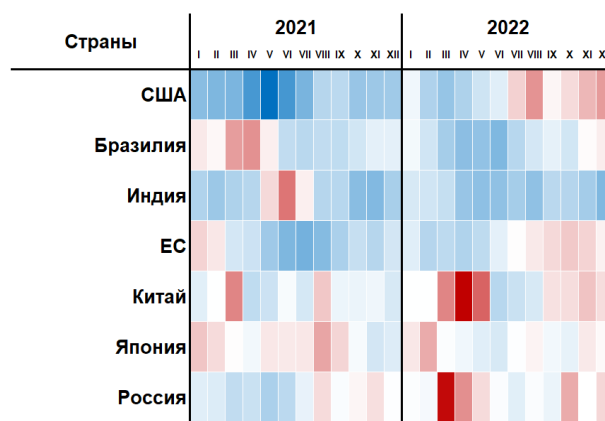
Это, в свою очередь, способствовало снижению мировых темпов инфляции.

Рис.1.1.3. Динамика индекса доллара



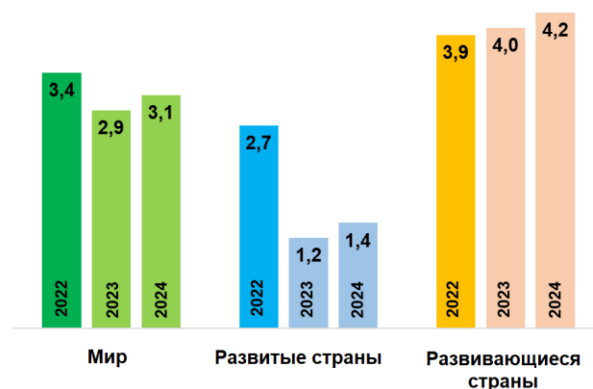
Источник: Расчеты ЦБ на основе данных Всемирного банка

Рис.1.1.4. Индекс деловой активности(PMI)



Источник: S&P Global.

Рис.1.1.5. Перспективы глобального экономического роста



Источник: МВФ, январь 2023 года

Ожидается, что эта тенденция сохранится в 2023 году.

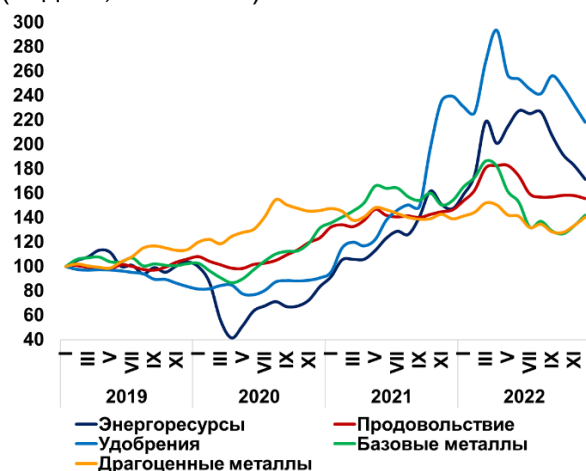
В то же время, в условиях рисков **рецессии** в развитых странах, ожиданий инвесторов **замедления процесса ужесточения политики ФРС**, а также **высокого спроса на золото** со стороны центральных банков, в последнем квартале 2022 года цена на золото сформировалась в среднем на уровне около **1700-1800 долларов** за 1 тройскую унцию, а на конец года достигла 1814 долларов.

Средние оценки аналитиков крупных инвестиционных банков и экспертов по золоту показывают, что цена на золото в первом квартале 2023 года будет находиться в диапазоне 1850-1900 долларов за тройскую унцию.

Ослабление спроса и пессимистичные ожидания привели к значительному снижению **логистических затрат** (Рис.1.1.8). При этом, хотя сбои в международной логистике постепенно восстанавливаются, негативное влияние на рост мировой торговли сохраняется.

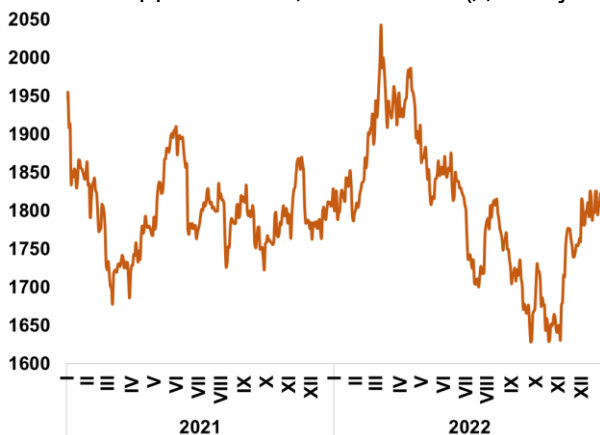
В целом, после длительного и непрерывного роста цен, в четвертом квартале 2022 года во многих странах начал преобладать **глобальный дезинфляционный фон**. Однако сохраняются **риски усиления инфляционных процессов и возможных проинфляционных факторов**.

Рис.1.1.6. Динамика цен на энергоносители, сырьевые и продовольственные товары (индекс, 2019=100)



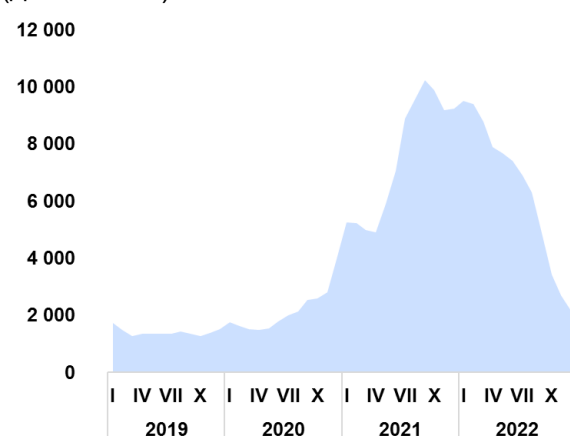
Источник: Расчеты ЦБ на основе данных Всемирного банка

Рис.1.1.7. Динамика цены золота (долл./унц)



Источник: gold.org

Рис.1.1.8. Индекс контейнерных перевозок (долл. США)



Источник: Drewry World Container Index

1.2. Экономическая ситуация в основных торговых партнерах

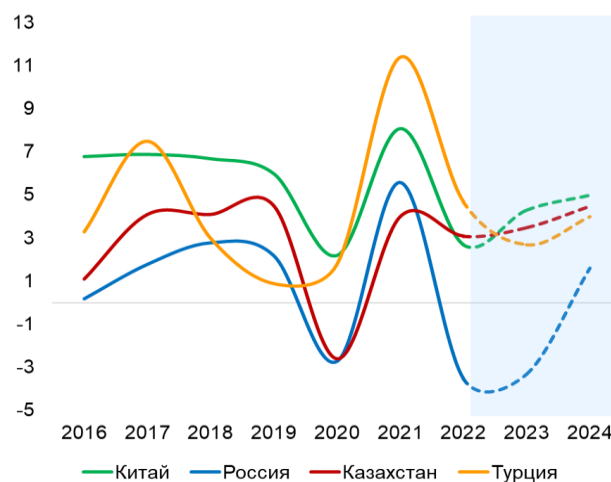
В четвертом квартале 2022 года внешнеэкономические и финансовые отношения с основными торговыми партнерами сложились более благоприятно, чем ожидалось. В частности, **внешнеторговый оборот** продолжал расти, сохранялась высокая динамика объема **денежных переводов** в страну. Сложившаяся геополитическая ситуация обусловила реорганизацию внешнеэкономических связей и оптимизацию логистических направлений во внешней торговле в прошлом году. Несмотря на временное **инфляционное** и **девальвационное** давление у основных торговых партнеров, негативных изменений во внешней торговле не произошло.

Кумай. Экономика Китая замедлится в 2022 году, ожидается рост ниже среднего в последние годы (Рис.1.2.1). Замедление экономического роста объясняется политикой «ноль-ковид» (“Zero-Covid”) китайского правительства и ухудшением ситуации на рынке недвижимости. В то же время ограниченность спроса способствовала относительно низкой инфляции (Рис.1.2.2).

В целях поддержки экономики в Китае денежно-кредитные условия сохранялись **«относительно мягкими»**. Замедление экономики, пессимистичные ожидания инвесторов и рост индекса доллара отразились на **ослаблении национальной валюты** (Рис.1.2.3).

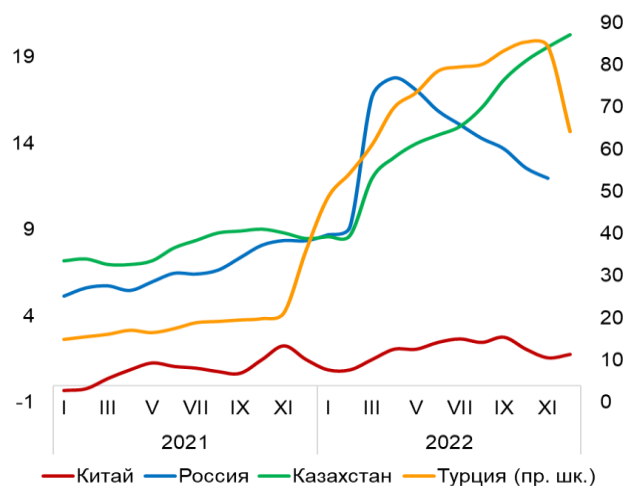
В дальнейшем **снятие карантинных ограничений** и смягчение ситуации с пандемией будут способствовать восстановлению экономического роста Китая, стабилизации обменного курса,

Рис.1.2.1. Темпы роста в странах основных экономических партнерах



Источник: МВФ, январь 2023 года

Рис.1.2.2. Инфляция в странах основных торговых партнерах, годовая (%)



Источник: Статистические органы соответствующих стран

сохранению инфляции на текущих уровнях.

В связи с важной ролью Китая в мировой экономике отмена политики «ноль-ковид» и восстановление экономической активности окажут существенное влияние на глобальные экономические показатели. Отмена карантинных ограничений в январе текущего года – основная причина расхождения глобальных прогнозов Всемирного банка и МВФ на этот год.

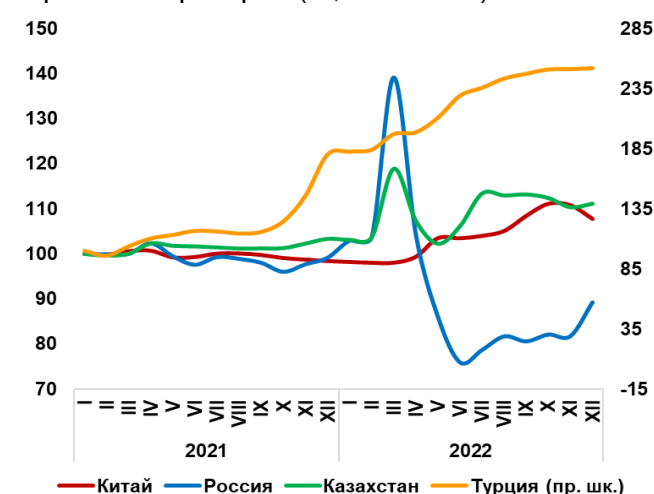
Также восстановление в Китае может оказать повышательное давление на мировой рынок **сырья**, в том числе нефти, и **технологической продукции** (полупроводники, чипы и т.д.).

Россия. Прогнозируемое ранее глубокое **замедление экономики** частично компенсируется более умеренным, чем ожидалось, формированием **внутреннего спроса** и относительно высоким формированием цен на нефть. Однако неопределенность относительно продолжительности конфликтной ситуации с Украиной и масштабов санкционных мер в будущем периоде вызывают ожидания **снижения экономического роста** в России.

Темпы инфляции снизились к концу года после резкого скачка в начале 2022 года, и Банк России также продолжил смягчение денежно-кредитных условий. В первом квартале текущего года ожидается значительное снижение инфляции за счет устранения последствий высоких темпов инфляции, наблюдавшихся в первом квартале предыдущего года.

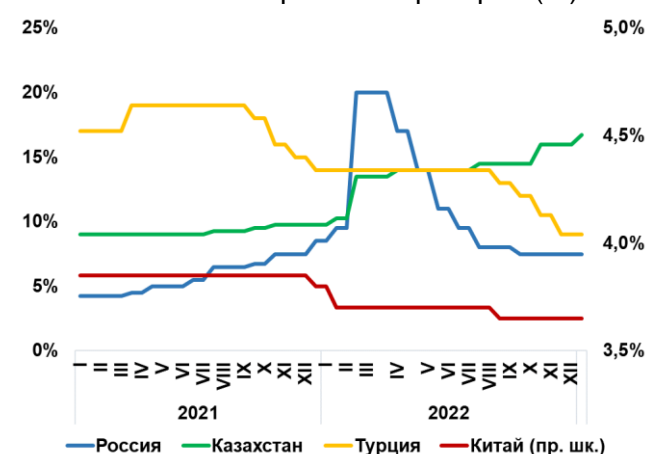
Также к концу 2022 года **курс рубля** в определенной степени обесценился из-за влияния снижения цен на нефтепродукты. Его дальнейшая

Рис.1.2.3. Изменение курсов валют основных торговых партнеров (% , 2021=100)



Источник: Статистические органы соответствующих стран

Рис.1.2.4. Динамика изменения ключевых ставок основных торговых партнеров (%)



Источник: Статистические органы соответствующих стран

динамика во многом будет зависеть от ценовой конъюнктуры на энергетическом рынке.

Согласно обновленным прогнозам МВФ, в 2023 году ожидается рост российской экономики на 0,3% за счет высокого внутреннего спроса, увеличения производства продукции военно-промышленного комплекса и переориентации экспорта нефти на другие рынки.

Резких изменений во внешнеэкономических связях с Россией не ожидается, и **внешняя торговля** сохранит текущие тенденции. В свою очередь, миграционная ситуация в России, курс рубля и ожидания экономического роста повышают вероятность сохранения нынешнего высокого объема **денежных переводов** в нашу страну.

Казахстан. Значительное превышение целевого коридора инфляции в Казахстане, стало главной проблемой для экономики страны, и для ее снижения регулятор Казахстана перешел на **цикл ужесточения** монетарных условий в 2022 году.

Текущие монетарные меры помогут снизить общую инфляцию за счет **сдерживания инфляционных ожиданий** в будущем.

Текущий высокий уровень **цен на нефть** и ожидания дальнейшего роста цен на энергоносители в связи с открытием Китая положительно влияют на **прогноз показателей экономического роста** Казахстана.

Турция. Сверхмягкие денежно-кредитные условия Турции и государственная поддержка экономики способствуют экономическому росту. Однако в результате этих мер **инфляция** значительно превышает целевую.

Вместе с тем, опасения инвесторов по **поводу экономической стабильности** Турции вызывают обесценивание национальной валюты. В этом году **инфляционная и девальвационная ситуация** в стране будет зависеть от политики, проводимой Правительством и Центральным банком. При этом формирование **высокой базы** уровня цен в экономике может привести к снижению инфляции как показателя.

Основные предпосылки применяемые в прогнозе внешнеэкономических условий

- Ожидается, что в первой половине 2023 года глобальная экономическая ситуация будет относительно неопределенной. Это связано с замедлением экономической активности из-за **ужесточения денежно-кредитных условий**. Вместе с тем, вероятно сохранится **тенденция к снижению инфляции**. **Стабилизация внешней ситуации** ожидается со второй половины 2023 года.
- Высокая оценка **рисков фондового рынка** со стороны инвесторов и **сохраняющаяся динамика ослабления индекса доллара** создают необходимые условия для благоприятного формирования цены золота. Большинство аналитиков ожидают, что цена драгоценного металла в течение года останется в диапазоне **1750-1850 долларов** за 1 тройскую унцию.
- Прогнозируется, что цены на нефтепродукты и другие цветные металлы, включая медь, вырастут из-за **«открытия»** Китая и последующего высокого спроса.
- **Цены на продовольствие** (индекс ФАО) резко выросли в начале 2022 года, а затем замедлились после продолжительной коррекции. По прогнозам, индекс ФАО будет формироваться около текущих значений.
- Постепенное устранение сбоев в **цепочках поставок** и **увеличение предложения** на рынках частично компенсируют повышательное давление на цены со стороны спроса.
- Внешнеэкономические связи со странами основными торговыми партнерами будут продолжаться в стабильном режиме.
- Инфляционные процессы в России, Казахстане и Турции замедлятся. К концу 2023 года Банк России прогнозирует **инфляцию** на уровне **5-6%**, Национальный банк Казахстана – **11-13%**, Центральный банк Турции – **22,3%**. В Китае ожидаемый уровень инфляции составляет около **3%**.
- В связи с ростом цен на нефть и нефтепродукты ожидается относительно стабильное формирование **курсов валют** России и Казахстана. **Юань** относительно укрепится на фоне настроений инвесторов и притока капитала. **Турецкая лира** немного ослабнет из-за продолжающихся девальвационных ожиданий и настроений инвесторов.
- Существенных изменений **денежно-кредитных условий** не ожидается, в связи с ожиданиями центральных банков относительно проявления полного эффекта изменения денежно-кредитных условий на экономику.

II. ВНУТРЕННИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Совокупный спрос и выпуск

В четвертом квартале 2022 года объем совокупного спроса в экономике оставался на высоком уровне, и по итогам года реальный рост валового внутреннего продукта составил **5,7%** (Рис.2.1.1). В качестве основных факторы высокого экономического роста выделяются значительный рост расходов на потребление населения и государства.

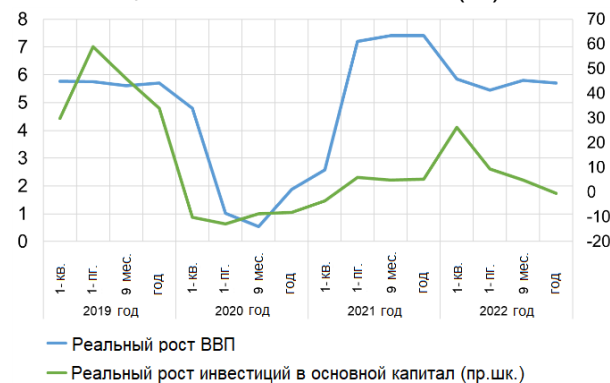
Также значительный рост объемов **денежных переводов**, поступающих в нашу страну в 2022 году (в 2,1 раза по отношению к 2021 году) был одним из важных факторов, поддерживающих **спрос населения**. (Рис.2.1.2.). Это, в свою очередь, отразилось в значительном увеличении **выручки от торговли и платных услуг**, а также росте производства **потребительских товаров** (Рис.2.1.3).

В прошлом году экономическая активность росла в основном за счет увеличения **объема совокупного потребления**, а в инвестиционной активности существенных изменений не наблюдалось. В частности, объем инвестиций в **основной капитал** остался на уровне 2021 года в реальном выражении.

При этом, сохранение положительных темпов роста **нецентрализованных (частных) инвестиций** и увеличение их доли в общем объеме инвестиций может оказать положительное влияние на общую производительность экономики в будущем.

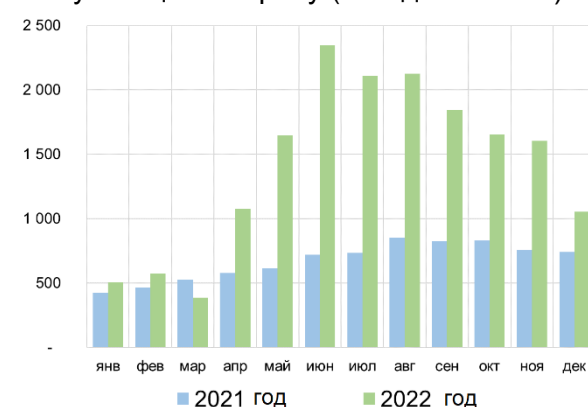
В четвертом квартале 2022 года **внешние экономические процессы** формировались в рамках базового сценария макроэкономических прогнозов

Рис.2.1.1. Реальный рост ВВП и инвестиций в основной капитал (%)



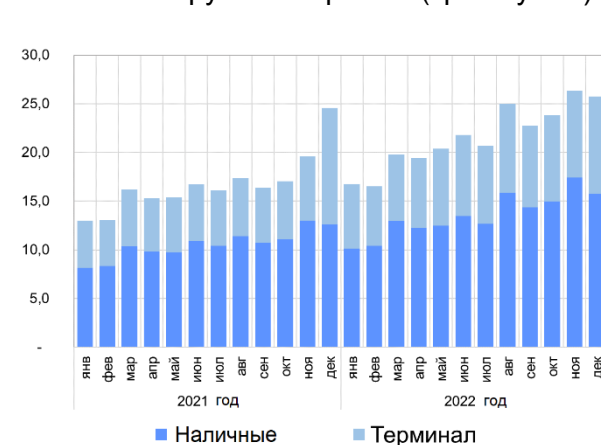
Источник: Агентство статистики

Рис. 2.1.2. Денежные переводы поступающие в страну (млн долл. США)



Источник: ЦБ

Рис.2.1.3. Выручка в торговле (трлн сумов)



Источник: ЦБ

Центрального банка. В частности, за счет увеличения внешнего спроса сохранялись **высокие темпы роста объема экспорта**. Также на фоне высокого роста совокупного потребления наблюдались высокие темпы увеличения импорта потребительских товаров (продовольственных товаров и товаров длительного пользования) (Рис.2.1.4).

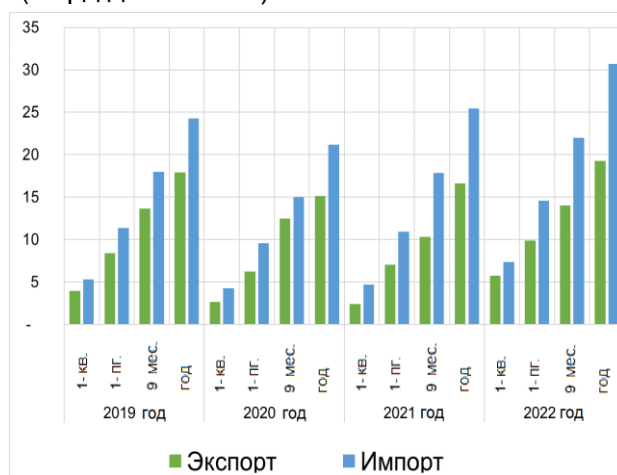
Одним из основных факторов, поддерживающих экономический рост со стороны **предложения**, стал высокий уровень роста объема оказываемых **рыночных услуг и строительных работ**. Рост активности в сфере услуг был вызван высоким спросом населения на **торговые, транспортные и финансовые услуги**. В целом, более высокий рост в сфере услуг можно объяснить проявлением отсроченного во время пандемии спроса и эффектом низкой базы (Рис.2.1.5).

Основным фактором положительного роста **промышленного сектора** был стабильный рост объемов обрабатывающих производств.

Устойчивый рост реального сектора экономики отразился в относительной стабильности рынка труда. Это привело к значительному росту средней **зароботной платы** в экономике в 2022 году (Рис.2.1.6).

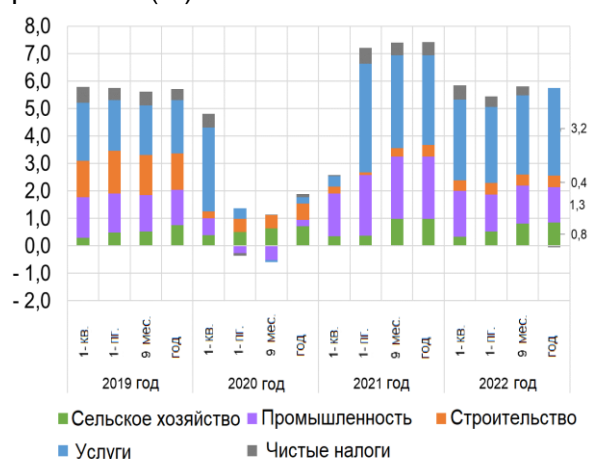
В условиях продолжения сложившихся тенденций **реального роста доходов населения**, в том числе сохранения высокой динамики объема **денежных переводов**, ожидается, что в ближайшие кварталы **совокупный потребительский спрос** продолжит активно расширяться. Это может быть одним из важных факторов, которые **увеличивают инфляцию**, влияя на баланс спроса и предложения.

Рис.2.1.4. Объемы экспорта и импорта (млрд долл. США)



Источник: Агентство статистики

Рис.2.1.5. Вклад отраслей в реальный рост ВВП (%)



Источник: Агентство статистики, расчеты ЦБ

Эта ситуация требует от Центрального банка поддержания умеренно жестких денежно-кредитных условий, но также требует от Правительства принятия мер по увеличению объема совокупного предложения, включая увеличение объема производства потребительских товаров и упрощение импорта.

Аномальные холода в январе могут повлиять на некоторые показатели активности и отразится в относительном понижении темпов экономического роста в первом квартале по сравнению с прошлым годом.

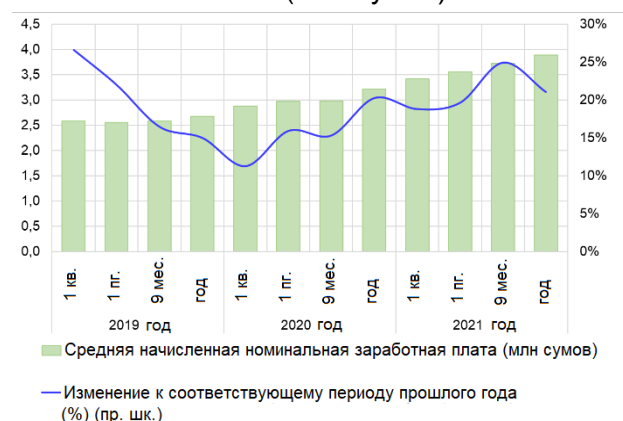
2.2. Фискальный сектор

В 2022 году сохранилось влияние мер фискального стимулирования, реализованных в предыдущие годы, на экономическую активность и инвестиционные процессы. Вместе с тем, по предварительным данным, дефицит консолидированного бюджета на конец прошлого года составил около 4% по отношению к ВВП. Ожидается, что влияние фискальных стимулов на экономические показатели сохранится и в первой половине текущего года, а его дальнейшая динамика будет зависеть от исполнения бюджета в 2023 году. (Рис.2.2.1).

В прошлом году рост мировых цен на основные экспортные товары (золото, медь, природный газ) послужил увеличению доходов бюджета. В то же время, исходя из целей обеспечения социальной стабильности в условиях внешнеэкономической неопределенности и высокой инфляции, также были увеличены расходы бюджета.

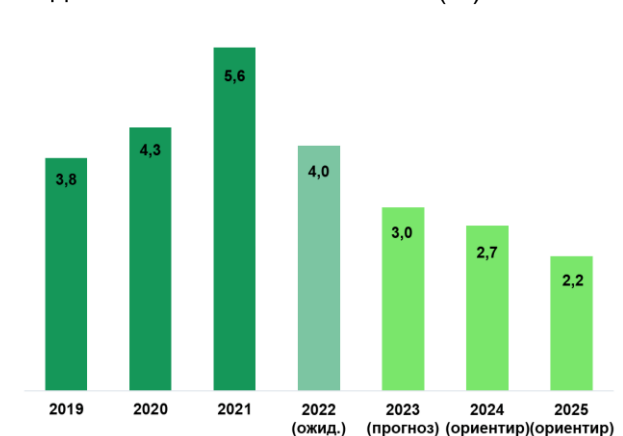
Ожидаемая в текущем году консолидация бюджета позволит снизить инфляционное давление фискальной политики во второй половине 2023 года и в последующие периоды.

Рис.2.1.6. Средняя начисленная заработная плата * в экономике (млн сумов)



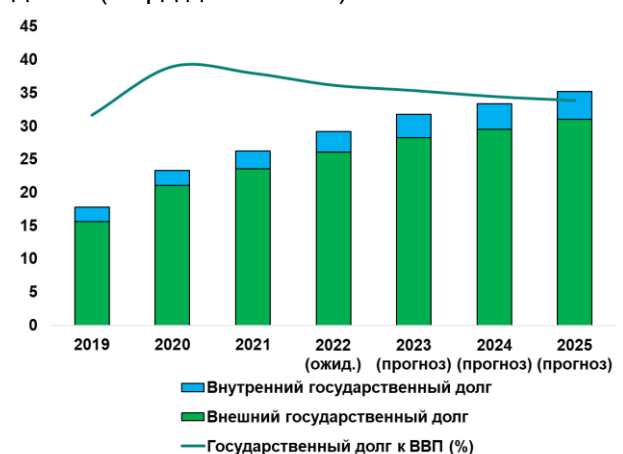
Источник: Агентство статистики
* - без учета сельскохозяйственных предприятий и субъектов малого предпринимательства

Рис.2.2.1. Дефицит консолидированного бюджета по отношению к ВВП (%)



Источник: Министерство экономики и финансов

Рис.2.2.2. Динамика государственного долга (млрд долл. США)



Источник: Министерство экономики и финансов

Динамика государственного долга остается на стабильном уровне. Ужесточение денежно-кредитных условий в мире ограничивает возможности привлечения внешнего долга (Рис.2.2.2). Исходя из этого, наблюдается постепенное увеличение доли **внутреннего долга** в финансировании дефицита бюджета, и ожидается сохранение этой тенденции в 2023 году. (Рис.2.2.3).

Поддержание уровня государственного долга на приемлемом и безопасном уровне в будущем будет иметь важное значение для обеспечения макроэкономической стабильности.

2.3. Инфляционные процессы

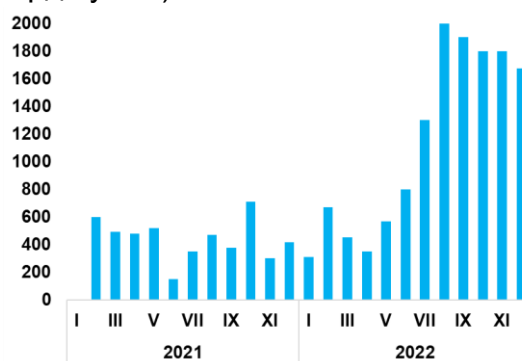
С февраля 2022 года инфляционные процессы в экономике ускорились на фоне ухудшения внешних условий. (Вставка 2). Уровень общей и базовой инфляции к концу 2022 года составил **12,3%** и **13,8%** в год соответственно (Рис.2.3.1).

Высокий рост цен на основные продовольственные и импортные товары привел к резкому увеличению уровня базовой инфляции. Увеличение вклада **базовой инфляции** в общую инфляцию означает, что инфляционное давление приобретает более **долгосрочный характер** (Рис.2.3.2).

Высокие темпы роста базовой инфляции, наблюдаемые в последние месяцы, требуют поддержания **умеренно жестких** денежно-кредитных условий. В связи с этим **меры**, принимаемые Центральным банком совместно с Правительством, направлены на снижение уровня инфляции до **прогнозного уровня** к концу года и достижение **5% целевого показателя** в 2024 году.

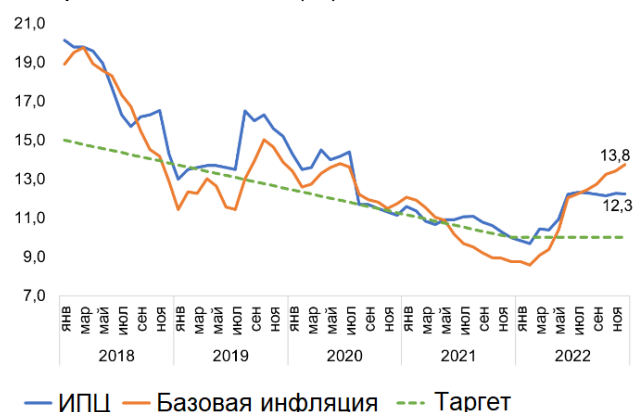
Повышенный уровень инфляционных процессов в экономике, рост цен на топливно-энергетические ресурсы,

Рис.2.2.3. Эмиссия государственных ценных бумаг на внутреннем рынке (млрд сумов)



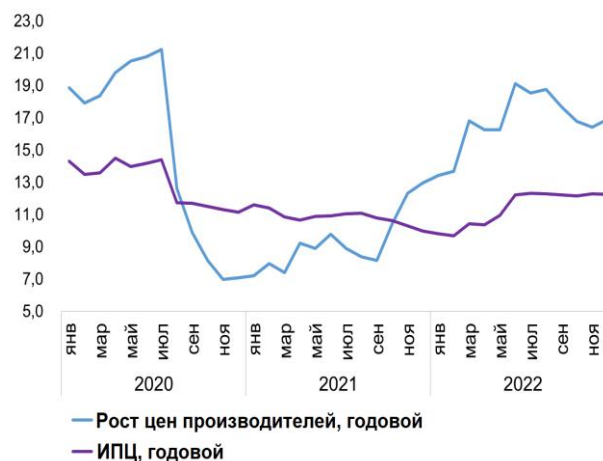
Источник: Министерство экономики и финансов

Рис.2.3.1. Уровень общей и базовой инфляции, годовой (%)



Источник: Агентство статистики, расчеты ЦБ

Рис.2.3.2. Уровень инфляции (%)



Источник: Агентство статистики, расчеты ЦБ

основные продовольственные товары и импортное сырье привели к возврату **инфляционных ожиданий** к растущей динамике в четвертом квартале 2022 года (Рис.2.3.3).

Сохранение высоких инфляционных ожиданий населения оказывает негативное влияние на **показатели инфляции в будущем периоде**. В целях предотвращения возникновения спирального характера инфляции будут продолжены эффективные меры денежно-кредитной политики и реализация коммуникационной политики, направленной на сдерживание ожиданий.

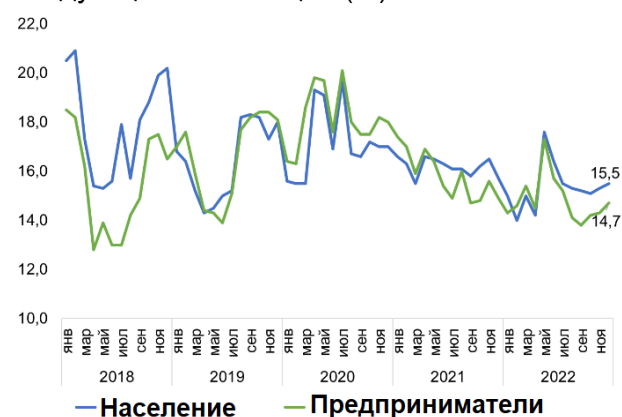
2.4. Денежно-кредитные условия

В четвертом квартале 2022 года сохранялись **«умеренно жесткие» денежно-кредитные условия** на фоне оставленной на уровне **15% годовых** основной ставки Центрального банка и формирования годовой инфляции немного выше 12%.

В экономике были обеспечены **высокие реальные положительные процентные ставки** по депозитам в национальной валюте за счет влияния решений по основной ставке на процентные ставки на денежном рынке и в банковской системе. Реальные процентные ставки находились на положительном уровне **4-5%** даже по сравнению с инфляционными ожиданиями населения. В результате повысилась сберегательная активность населения, и объем срочных депозитов в национальной валюте к концу года увеличился в **1,6 раза** (в 2021 году вырос в 1,7 раза).

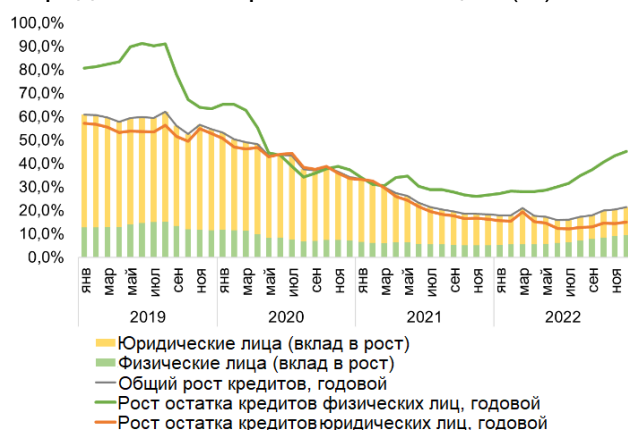
В свою очередь наблюдалось сбалансирование процентных ставок по кредитам в районе **21-23%**, а рост кредитов в экономику был пропорционален **росту номинального ВВП** (рост на 21,4%). При

Рис.2.3.3. Инфляционные ожидания на следующие 12 месяцев (%)



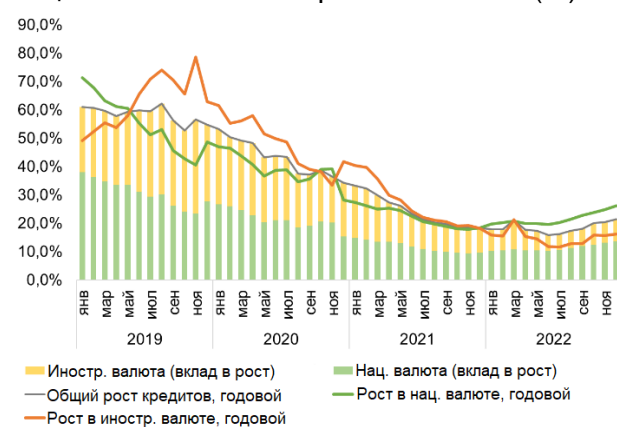
Источник: Опросы ЦБ

Рис.2.4.1. Годовой рост кредитов юридическим и физическим лицам (%)



Источник: ЦБ

Рис.2.4.2. Годовой рост кредитов в национальной и иностранной валюте (%)



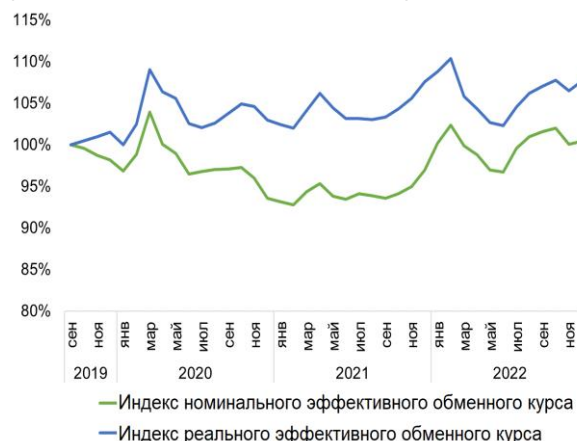
Источник: ЦБ

этом кредиты физическим лицам увеличились на **45%** и стали одним из факторов, поддерживающих совокупное потребление (Рис.2.4.1). Относительно низкая доля кредитов населению в общем объеме кредитов (25%) указывает на возможность **продолжения высоких темпов их роста** в ближайшие годы

В четвертом квартале наблюдалось **укрепление реального эффективного обменного курса** на фоне благоприятного формирования внешних условий, в частности, высокого объема экспортных поступлений и денежных переводов, инфляционных и девальвационных процессов в основных торговых партнерах (Рис.2.4.3). Это также носило характер ужесточения денежно-кредитных условий и в определенной мере сдерживало инфляционные факторы.

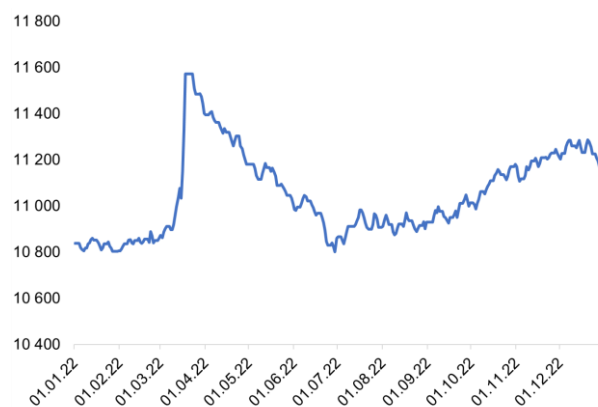
Ожидается, что денежно-кредитные условия сохранятся на умеренно жестком уровне и в этом году. С одной стороны, это наблюдается за счет принятия необходимых решений по денежно-кредитным инструментам, с другой стороны, продолжение существующей тенденции **притока валюты** в экономику отражается в сохранении тенденции укрепления реального эффективного обменного курса.

Рис.2.4.3. Индексы номинального и реального эффективного обменного курса (сентябрь 2019 года = 100%)



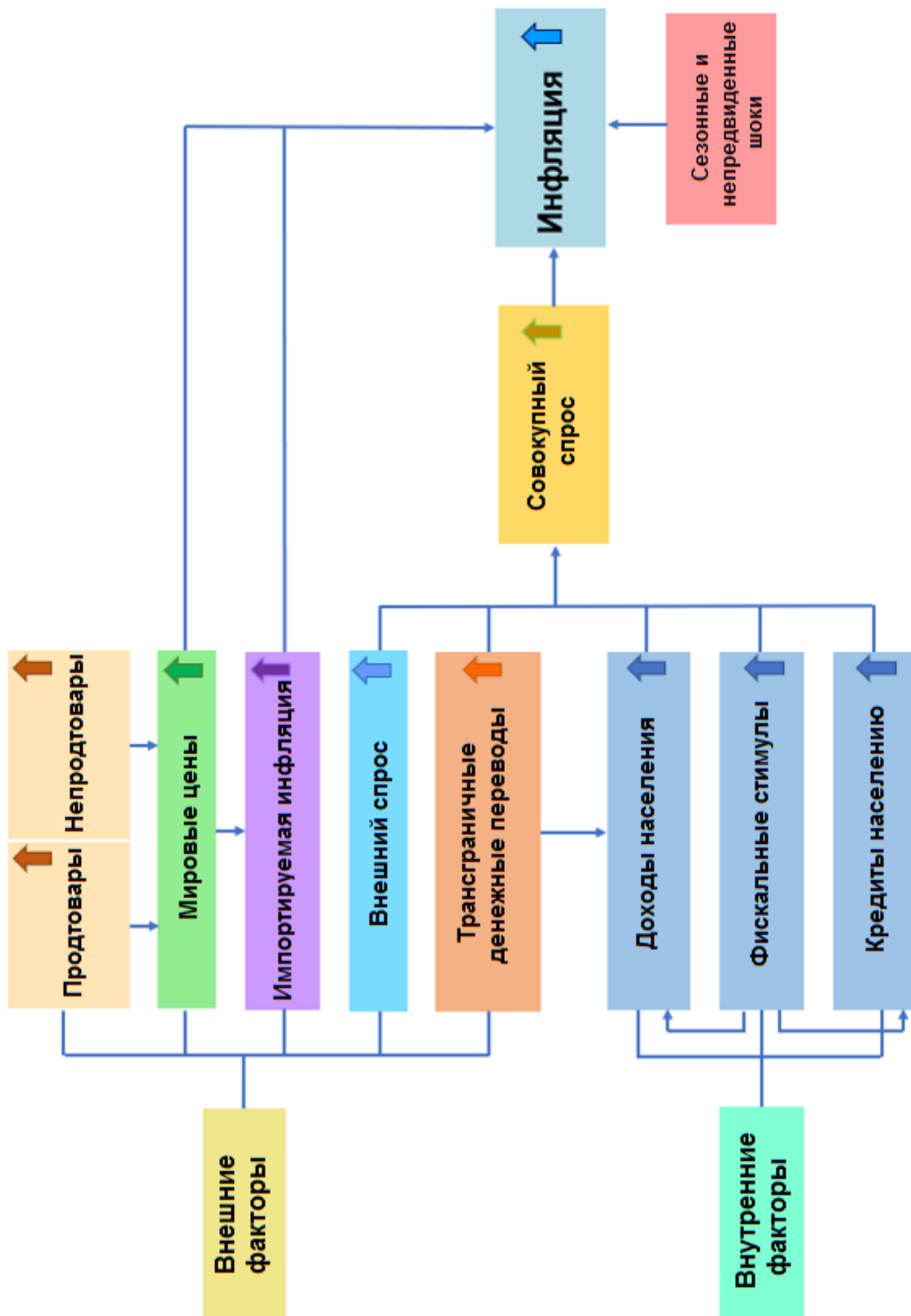
Источник: ЦБ

Рис.2.4.4. Динамика обменного курса, USD/UZS



Источник: ЦБ

Основные факторы повлиявшие на ускорение инфляции в 2022 году



III. СРЕДНЕСРОЧНЫЕ ПРОГНОЗЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

3.1. Ожидаемые внутренние макроэкономические процессы

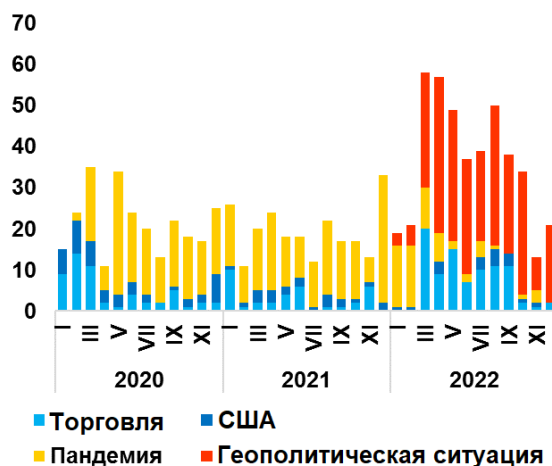
Условия в мировой экономике складывались на фоне **высокой неопределенности** последних трех лет (Рис.3.1.1). В то время как **негативные последствия пандемии**, начавшейся в 2020 году, уменьшаются, сохраняются риски и неопределенность в отношении сохранения **геополитической ситуации**, начавшейся в феврале прошлого года, и ее влияния на мировую экономику.

Такая ситуация **создает трудности** в реализации макроэкономических прогнозов, возрастает важность оценки влияния возможных рисков на экономику и **заблаговременного принятия эффективных мер**.

Центральный банк обновил свои прогнозы на основе итогов 2022 года, исходя из ситуации, сложившейся во внутренней и внешней экономической конъюнктуре, статистических показателей, будущих рисков и их возможного влияния на нашу экономику. Основными **допущениями** при разработке этих прогнозов являются ожидаемое снижение темпов роста мировой экономики, возможная рецессия, сбалансирование инфляционных процессов, сохранение напряженной геополитической ситуации и продолжение текущих тенденций показателей внешней активности. (Вставка 1).

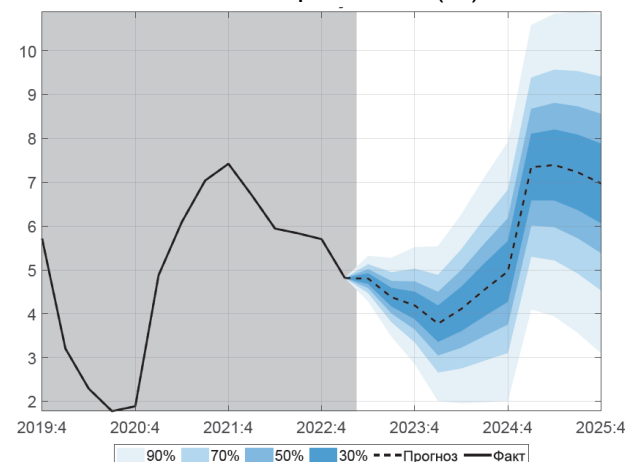
Согласно уточненным прогнозам основных макроэкономических показателей в ближайшие кварталы предполагается их формирование **в рамках базового сценария**, представленного в основных

Рис.3.1.1. Основные неопределенности в мировой экономике (доля, %)



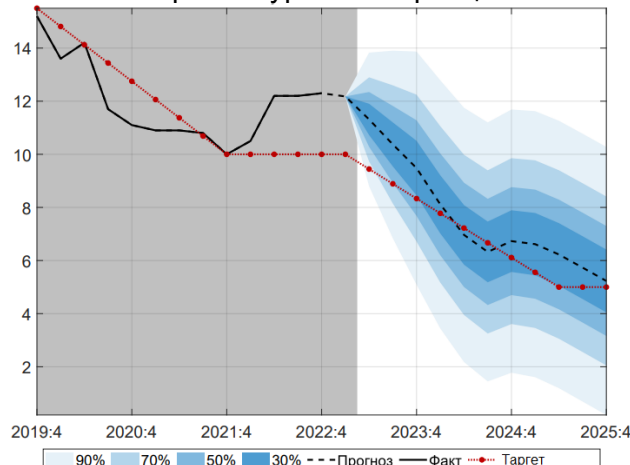
Источник: МВФ

Рис.3.1.2. Реальный рост ВВП (%)



Источник: ЦБ

Рис.3.1.3. Прогноз уровня инфляции



Источник: ЦБ

направлениях денежно-кредитной политики на период 2023-2025 годов.

В частности, в первом квартале текущего года ожидается **замедление** реального роста ВВП и к концу года он составит около **4,5-5%** (Рис.3.1.2). Вероятное замедление экономического роста в первом квартале объясняется **сезонными факторами**, в том числе незначительным снижением экономической и потребительской активности в начале каждого года, влиянием **аномальных погодных условий** на производственные процессы. Однако ожидается, что этот **отрицательный разрыв** выпуска сократится в следующих кварталах благодаря повышению активности и эффективным мерам Правительства по **дальнейшей поддержке секторов экономики**.

В свою очередь, возрастает **вероятность снижения темпов роста мировой экономики** и начала **рецессии** в некоторых странах. В результате в этом году ожидаются **более низкие** темпы экономического роста почти всех основных торговых партнеров, что может отразиться росте экономики страны по ряду **каналов** (*денежные переводы, доходы от экспорта, ограничения внешней торговли, потоки капитала и инвестиции*).

Исходя из этого, **для формирования высоких темпов экономического роста в текущем году** важно увеличить объем а также эффективность частных и иностранных инвестиций, расширить производственный потенциал и обеспечить экономику необходимыми ресурсами.

В целом, согласно обновленным прогнозам, **разрыв ВВП** (разница между фактическим и потенциальным объемом ВВП) в этом году увеличится в отрицательную сторону и сократится в ближайшие годы. Этот **отрицательный разрыв** может оказывать **снижающее** влияние на инфляцию, при этом важную роль играют условия совокупного спроса и предложения в экономике.

Однако **значительные фискальные стимулы**, наблюдавшиеся в предыдущие годы, способствуют тому, что повышательное давление на инфляцию сохранится в текущем году за счет поддержки внутреннего потребления.

С другой стороны, наблюдавшийся в 2022 году высокий рост **денежных переводов** в страну и их ожидаемый объем в текущем году, могут создать повышательное давление на объем совокупного потребления и, соответственно, на уровень инфляции за счет влияние на рост **доходов населения**.

В целом неопределенности в отношении **факторов предложения**, возникшие с начала текущего года, текущая высокая динамика **базовой инфляции** и цен производителей могут привести к тому, что уровень инфляции в краткосрочном периоде окажется выше прогнозного коридора.

Исходя из вышеизложенного, ожидается, что уровень инфляции на конец 2023 года составит около **8,5-9,5%** (Рис.3.1.3). Снижению уровня инфляции по сравнению с 2022 годом способствуют следующие факторы:

- переход **глобальной инфляции** в нисходящую динамику, в частности, наблюдается снижение цен на основные **продовольственные товары** (*индекс ФАО*), и, соответственно, стабилизация

уровня цен у основных торговых партнеров по сравнению с прошлым годом;

- в текущем году ожидается сокращение **общего фискального дефицита** по сравнению с предыдущими годами, а влияние на инфляцию уменьшится за счет сокращения объема фискальных стимулов;

- текущая динамика инфляции и прогноз на ближайший период требуют сохранения **умеренно жестких денежно-кредитных условий** в экономике. При этом, путем принятия необходимых решений по основной ставке в течение

года на денежном рынке будут обеспечены **положительные реальные процентные ставки не менее 2-3%**. Кроме того, **укрепление реального эффективного обменного курса**, происходящее при текущей тенденции валютных потоков в страну, также будет оказывать снижающее влияние на инфляцию;

- ожидается, что часть **инфляционных эффектов, имевших место в прошлом году, исчерпается**, а ожидаемое сбалансированное формирование цен на мировом рынке в текущем году послужит снижению темпов инфляции.

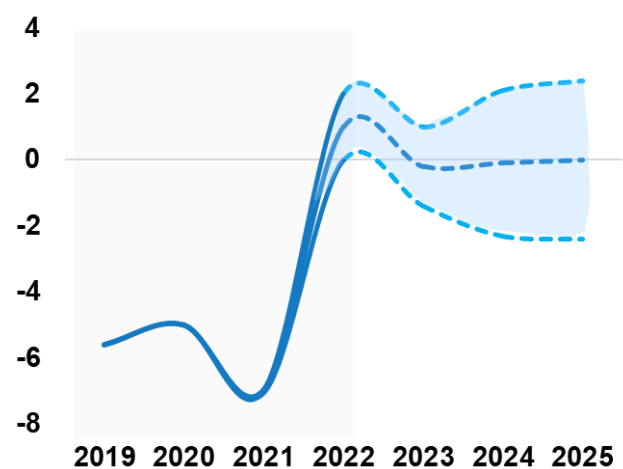
3.2. Платежный баланс и внешнеэкономическая деятельность

В связи с масштабными структурными реформами в экономике и усилением инвестиционной активности в последние годы сформировался **высокий дефицит торгового баланса**. Важную роль в этом сыграло резкое увеличение импорта инвестиционных товаров, в том числе машин и оборудования (*доля в общем объеме импорта составляет около 40%*).

Дефицит торгового баланса частично покрывался трансграничными денежными переводами, что создавало высокий дефицит **счета текущих операций** платежного баланса. Однако в 2022 году из-за резкого увеличения объема денежных переводов, по предварительным оценкам, наблюдалось закрытие этого дефицита. (Рис.3.2.1).

Прогнозируется, что **счет текущих операций в 2023 году будет относительно сбалансирован** за счет сохранения текущей динамики объема денежных переводов, более высоких

Рис.3.2.1. Счет текущих операций к ВВП (%)



Источник: Расчеты ЦБ

темпов роста экспорта по сравнению с импортом.

При этом, ожидаемые стабилизация внешней экономической конъюнктуры, относительно сбалансированное формирование валютных курсов национальной валюты и валют основных торговых партнеров, а также сохранение высоких мировых цен на основные экспортные товары **послужат увеличению объемов экспорта.**

Вместе с тем, ожидается, что **увеличение объема прямых иностранных инвестиций**, поступающих в экономику в результате продолжения структурных реформ, отразится на динамике увеличения объема импорта.

Глобальные финансовые условия останутся жесткими. В частности, ожидается ключевая процентная ставка ФРС США на уровне **около 5%** и формирование высокой доходности по казначейским обязательствам. Европа и другие ведущие страны продолжают ужесточать денежно-кредитные условия, чтобы снизить инфляцию, которая по-прежнему высока.

В результате предполагается, что **возможности привлечения внешнего долга будут ограничены**, а объем выпуска **облигаций** государства на **внутреннем рынке** увеличится.

По данным Министерства экономики и финансов, в 2023 году в целях привлечения внутреннего долга планируется выпуск облигаций на сумму 16 трлн в сумовом эквиваленте.

В свою очередь, коммерческие банки, как и в 2022 году, будут осуществлять операции с активами в основном за счет **внутренних ресурсов.**

Страновая **премия за риск** также оказывает значительное влияние на стоимость заимствования внешнего долга. В 2022 году в связи с геополитической обстановкой в регионе, произошел резкий рост доходности наших еврооблигаций, который сбалансировался до конца года.

В текущем году **формирование премии за риск ожидается несколько ниже**, а на снижении цены внешних заимствований могут отразиться внутренние экономические процессы в стране, отношения с внешними партнерами, реализуемые меры, в том числе меры денежно-кредитной политики, направленные на снижение инфляции.

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2023 год

Подготовлено департаментом денежно-кредитной политики.

Предложения и замечания можно направить по адресу:

E-mail: achilov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22