

Обзор денежно-кредитной политики в IV квартале 2017 года

Несмотря на продолжение жесткого курса денежно-кредитной политики и минимизацию влияния монетарных факторов, в IV квартале 2017 года сохранился повышенный уровень инфляционного давления в экономике.

I. Инфляция

Согласно данным Государственного комитета по статистике Республики Узбекистан за 2017 год уровень инфляции по индексу потребительских цен (ИПЦ) в республике составил **14,4%**, в том числе цены на продовольственные товары выросли на **15,9%**, непродовольственные – на **16,1%** и услуги – на **8,6%**.

В IV квартале 2017 года темпы инфляции ускорились до **6,1%**.

При этом, темпы роста цен и тарифов услуг замедлились до 1,5% по сравнению с II и III кварталами 2017 года (2,4 и 3,1% соответственно).

1-рисунок



Одной из основных причин ускорения инфляции является повышение цен на бензин и электроэнергию в ноябре 2017 года. Согласно проведенным опросам, рост инфляционных ожиданий, связанный с повышением заработной платы и социальных платежей в декабре 2017 года, также оказал влияние на динамику потребительских цен в экономике.

Анализ динамики потребительских цен в разрезе месяцев показывает, что наибольшее влияние на динамику ИПЦ в течение 2017 года оказывали цены на продовольственные товары.

2-рисунок



В целом, рост цен на потребительском рынке в 2016-2017гг. отразил воздействие как монетарных, так и немонетарных факторов.

В частности, сезонное снижение цен на продовольственные товары в летние месяцы 2017 года было существенно ниже по сравнению с 2016 годом, а темпы их роста в осенне-зимний период 2017 года значительно превышали показатели 2016 года.

Наиболее существенный рост цен наблюдался на мясопродукты, яйца, сахар, молоко, растительное масло, а также на плодоовощную продукцию (яблоки и груши, помидоры, огурцы, картофель и др.).

Из непродовольственных товаров следует отметить повышение цен на строительные материалы, товары личной гигиены, одежду и обувь.

При этом, наблюдалось непропорциональное ускорение темпов роста цен на продукты питания в 2017 году по сравнению с 2016 годом. В частности, темпы роста цен на непродовольственные товары ускорились с 10,1% в 2016 году до 16,1% в 2017 году, а на продовольственные товары – с 0,3% до 15,9%.

Влияние немонетарных факторов роста цен на внутреннем потребительском рынке обуславливается, в том числе, корректировкой внутренних цен до уровня сопредельных стран вследствие либерализации внешней торговли и слабой конкурентной средой при импорте товаров.

II. Денежно-кредитная политика

В IV квартале 2017 года инструменты и меры денежно-кредитной политики продолжили антиинфляционную направленность.

Сохранение ставки рефинансирования на уровне **14%** и повышенного внимания к соблюдению коммерческими банками экономических критериев при формировании кредитного портфеля позволили предотвратить чрезмерный рост денежной массы в экономике через кредитный канал.

При этом, операции по предоставлению ликвидности коммерческим банкам способствовали передачи эффекта повышения ставки рефинансирования на межбанковский денежный рынок, а также на депозитные и кредитные операции коммерческих банков.

3-рисунок



Наблюдавшийся рост объемов ликвидности в банковской системе в IV квартале не привел к снижению межбанковской процентной ставки. Это, в основном, объясняется значительным ростом ликвидности в отдельных крупных банках с целью выполнения ими своих краткосрочных обязательств перед клиентами. Следовательно,

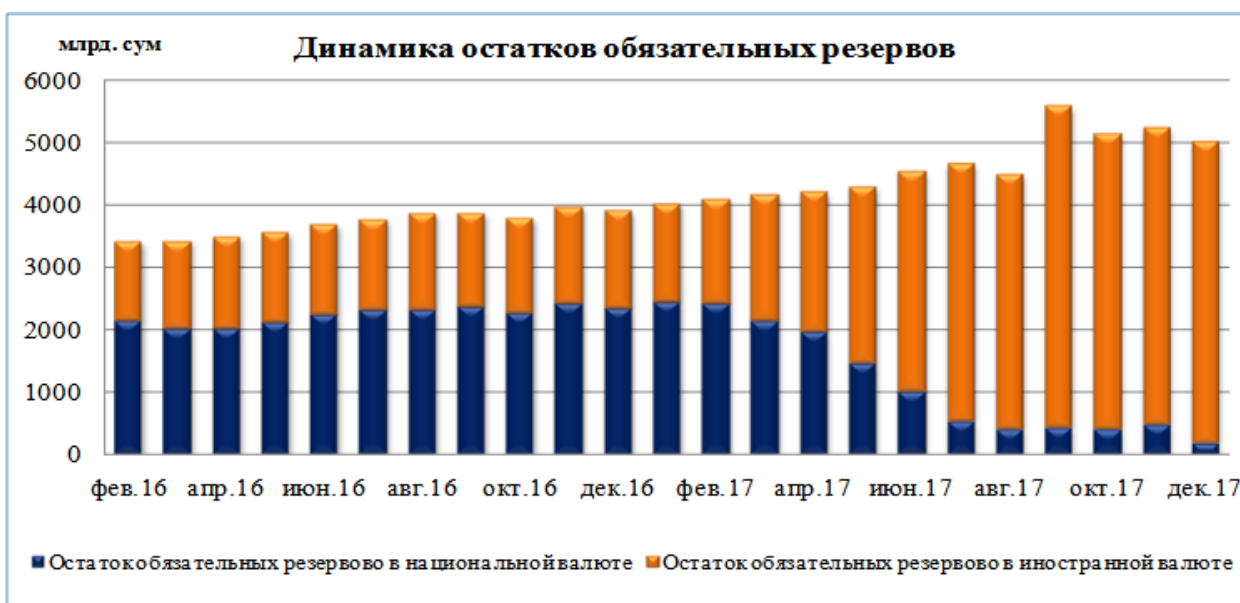
данные финансовые ресурсы не увеличивали предложение на межбанковском денежном рынке. В октябре-декабре 2017 года наблюдалось повышение средневзвешенной процентной ставки на межбанковском денежном рынке с **11,8%** до **13,1%**.

Возможность гибкого использования ликвидности со счетов обязательного резервирования позволила нормализовать ситуацию с ликвидностью в банковской системе, что, соответственно отразилось на объемах операций Центрального банка по предоставлению банкам кредитных ресурсов.

Объемы предоставленных коммерческим банкам кредитов в IV квартале составили **337 млрд. сум** против **1,4 трлн. сум** в III квартале.

При этом, превалирование иностранной валюты в структуре обязательных резервов указывает на имеющийся потенциал использования данного инструмента в случае возникновения устойчивого структурного профицита сумовой ликвидности в банковской системе.

4-рисунок



Наблюдалось повышение средневзвешенной процентной ставки по кредитам банков. В частности, средние процентные ставки (без учета льготных кредитов) в октябре-декабре 2017 года повысились с **16,8%** до **18,5%**.

Повышение наблюдалось также в динамике процентных ставок по депозитам. Так, средневзвешенная процентная ставка по срочным

депозитам юридических и физических лиц выросла с **14,9%** в сентябре до **15,3%** в декабре 2017 года.

Динамика денежно-кредитных агрегатов

Сложившиеся сбалансированные условия предоставления кредитных ресурсов соответствовали спросу на инвестиционные ресурсы с учетом повышенной деловой активности в реальном секторе экономики.

Совокупный кредитный портфель в рассматриваемом периоде вырос на **5,3%** или **5,5 трлн. сум.** При этом, **84%** данного роста или **4,6 трлн. сум** приходится на долю в иностранной валюте, что не оказало дополнительное инфляционное давление на внутреннем рынке.

Остаток кредитных вложений в национальной валюте вырос на **2,1%** против роста кредитных вложений в иностранной валюте на **7%**. Замедление темпов роста кредитных вложений в национальной валюте позволило минимизировать влияние кредитного канала на рост денежной массы.

В свою очередь, накопление средств на счетах бюджета и Правительственных депозитах в рамках проводимой налогово-бюджетной политики способствовало сдерживанию роста денежной массы, и как следствие, нивелировать влияние роста золотовалютных резервов Центрального банка на увеличение денежного предложения в экономике в IV квартале.

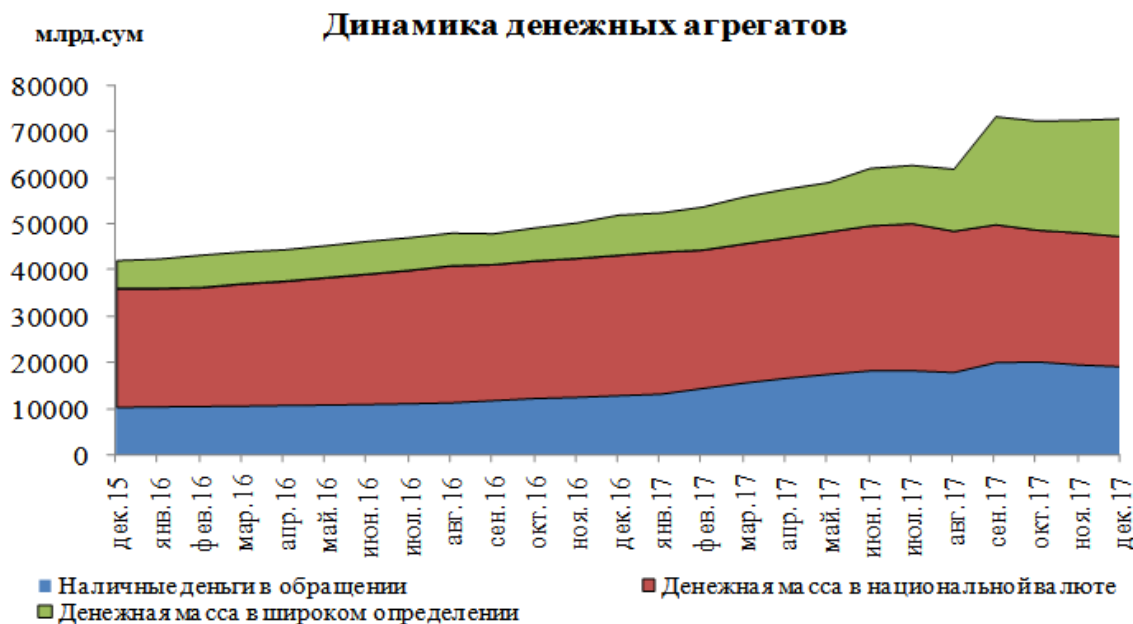
В результате сложившейся тенденции совокупный объем денежной массы в IV квартале сократился на **0,6%** или на **450 млрд. сум.** При этом, денежная масса в национальной валюте уменьшилась на **5,2%** или на **2,6 трлн. сум.** По итогам 2017 года рост денежной массы в национальной валюте составил в целом **9%**, а рост совокупной денежной массы без учета переоценки валютных депозитов - **11%**.

Анализ изменений в структуре денежной массы в октябре–декабре 2017 года свидетельствует о сокращении наличных денег в обращении (M0) на **4,2%** или на **862 млрд. сум.** Это обеспечило постепенное снижение доли наличных денег в денежной массе с **29,7%** на 1 июля до **26,7%** на конец рассматриваемого года.

Относительно стабильная курсовая динамика с невысоким уровнем колебаний (в пределах 1%) после внедрения рыночных

механизмов формирования обменного курса также **позволила постепенно снизить влияние девальвации национальной валюты на рост уровня цен в экономике в рассматриваемом периоде.**

5-рисунок



В целом, сложившаяся в IV квартале динамика денежного предложения в экономике и стабильность обменного курса создали необходимые условия для стабилизации внутренних цен в экономике со стороны монетарных факторов.

Тем не менее, в условиях обеспечения устойчивой антиинфляционной динамики основных денежно-кредитных показателей сохранение повышенных инфляционных рисков в экономике указывает на **преобладающее влияние немонетарных факторов роста цен** на внутреннем потребительском рынке.

III. Задачи на 2018 год

Проведенный Центральным банком в январе 2018 года опрос среди населения и субъектов предпринимательства свидетельствует о **сохранении определенного уровня инфляционных ожиданий в экономике.**

В этих условиях в 2018 году будет продолжен жесткий курс денежно-кредитной политики, направленный на обеспечение стабильности цен посредством минимизации влияния монетарных факторов инфляции.

Вместе с тем, в сложившихся реалиях задача по сдерживанию темпов роста уровня цен требует концентрации основных усилий на минимизации рисков, связанных с немонетарными предпосылками.

Ввиду существенного потенциала влияния бюджетных операций на ликвидность в банковской системе и денежную массу, эффективность денежно-кредитной политики обуславливается, во многом, **координацией денежно-кредитной и фискальной политики.**

При этом, будущие риски связаны с использованием аккумулированных в предыдущие периоды средств на бюджетных и внебюджетных счетах, на фоне интенсификации мер по реализации программ социально-экономического развития регионов.

Кроме того, продолжающийся процесс корректировки внутренних цен под воздействием либерализации цен и условий внешней торговли будет оказывать определенное инфляционное давление в экономике.

Вместе с тем, опережающие темпы роста строительства и инвестиций в экономику над объемами производства строительных материалов могут оказать помимо прямого влияния на рост цен, опосредованное воздействие за счет увеличения себестоимости товаров в результате роста инвестиционных расходов.

С учетом складывающейся и ожидаемого уровня влияния монетарных и немонетарных факторов на ценовую стабильность при разработке и проведении процентной политики Центральным банком основное внимание будет уделяться на минимизацию влияния кредитного канала на уровень денежного предложения и совокупного спроса в экономике, а также на сохранение положительной динамики роста сумовых сбережений населения в банках.

Центральный банк также будет исходить из характера факторов роста денежной массы и формирования потребительского и инвестиционного спроса в экономике.

При этом, **в условиях преобладающего воздействия фискальных и внешних факторов** в динамике денежной массы **чрезмерное повышение ставки рефинансирования может не дать ожидаемых результатов**, оказывая при этом отрицательное влияние на деловую активность и инвестиционные процессы в реальном секторе.

Исходя из вышеизложенного, Правлением Центрального банка Узбекистан принято решение о сохранении ставки рефинансирования на текущем уровне – 14% годовых.

Вместе с тем, в случае появления избыточной ликвидности и чрезмерного роста её объемов в банковской системе, а также усиления потенциальных инфляционных рисков со стороны монетарных факторов Центральный банк примет дополнительные меры по укреплению антиинфляционной направленности денежно-кредитной политики, в том числе посредством внесения соответствующих изменений в порядок обязательного резервирования коммерческими банками.