

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН



ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2023 ГОД И ПЕРИОД 2024-2025 ГОДОВ

Ташкент 2022 год

Центральный банк Республики Узбекистан

**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ
НА 2023 ГОД И ПЕРИОД
2024-2025 ГОДОВ**

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2022 год

Утверждено постановлением Правления Центрального банка
Республики Узбекистан №27/5 от 19 ноября 2022 года.

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

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	5
I. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ В 2023-2025 ГОДЫ	8
1.1. Основной сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика. 11	
Врезка 1 Основные принципы денежно-кредитной политики	21
1.2. Альтернативный сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика.....	23
Врезка 2 Прогнозы базовой инфляции.....	29
Врезка 3 Изменения внешней экономической ситуации, глобальной инфляции и их влияние на финансовые рынки и внутреннюю экономику	31
II. АНАЛИЗ ЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЙ И ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2022 ГОДУ	35
2.1. Тенденции экономического развития в 2022 году.....	35
Врезка 4 Тренд долгосрочного экономического роста и прогнозы разрыва выпуска	39
2.2. Анализ инфляционных процессов и их факторов в текущем году.....	41
Врезка 5 Изменение климата и его влияние на экономики стран мира	47
2.3. Анализ денежно-кредитных условий и инструментов	49
2.4. Изменения на внутреннем валютном рынке	53
Врезка 6 Уровень долларизации в банках и меры по его снижению.....	56
III. НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2023-2025 ГОДЫ	59
3.1. Меры по дальнейшему развитию операционного механизма денежно-кредитной политики.....	60
3.2. Направления дальнейшего развития межбанковского рынка РЕПО и рынка государственных ценных бумаг	62
3.3. Направления совершенствования коммуникации в области денежно-кредитной политики.....	64
3.4. Меры по повышению эффективности трансмиссионного механизма	66
3.5. Направления развития прогнозно-аналитического потенциала	69
Врезка 7 Возможности использования динамической стохастической модели общего равновесия (DSGE) при оценке влияния денежно-кредитной политики на экономику	71
ПРИЛОЖЕНИЯ	75
Приложение 1 График заседаний Правления Центрального банка Республики Узбекистан по рассмотрению основной ставки в 2023 году	75
Приложение 2 Стимулирующая фискальная политика, ее влияние на уровень инфляции и возможности применения фискальных правил	76
Приложение 3 Взаимосвязь между индексом потребительских цен, дефлятором ВВП и индексом цен производителей	79
Приложение 4 Система онлайн мониторинга цен	82
Приложение 5 Мировой опыт повышения доступности финансовых ресурсов.....	86
ГЛОССАРИЙ	90

СОКРАЩЕНИЯ

ВВП	–	валовой внутренний продукт
ИПЦ	–	индекс потребительских цен
ИЦПП	–	индекс цен промышленных производителей
АИПЦ	–	альтернативный индекс потребительских цен
ФРРУ	–	Фонд реконструкции и развития Узбекистана
ООН	–	Организация объединенных наций
ФАО	–	Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
МВФ	–	Международный валютный фонд
МФИ	–	Международные финансовые институты
ЕБРР	–	Европейский банк реконструкции и развития
ВТО	–	Всемирная торговая организация
НДС	–	налог на добавленную стоимость
ЕСП	–	единый социальный платеж
ЕКС	–	единый казначейский счет
ГЦБ	–	государственные ценные бумаги
ОМЦ	–	онлайн мониторинг цен
п.п.	–	процентный пункт

ВВЕДЕНИЕ

В **основных направлениях** денежно-кредитной политики отражены меры, реализуемые в денежно-кредитной сфере в 2023 году и период 2024-2025 годов, реакция Центрального банка на изменение внешних и внутренних экономических условий, подходы к проведению и перспективы совершенствования денежно-кредитной политики.

В последующие годы основное внимание при реализации денежно-кредитной политики будет сосредоточено на достижении основной цели, установленной законом, – **стабильности цен в экономике**. Совместно с данной основной целью, в стране будут обеспечиваться денежно-кредитные условия, служащие **инклюзивному экономическому росту и финансовой стабильности**.

Будет активно продолжена начатая работа по приведению методов и подходов проведения денежно-кредитной политики в соответствие стандартам **инфляционного таргетирования**¹. В частности, ускорятся начатые реформы по совершенствованию операционного механизма денежно-кредитной политики, развитию внутреннего валютного рынка и аналитико-прогнозного потенциала, а также совершенствованию коммуникационной политики.

Следует отметить, что по итогам 2021 года был достигнут промежуточный целевой показатель

инфляции, и уровень инфляции снизился до **10%**. Это, в свою очередь, способствовало переходу инфляционных ожиданий к снижающейся динамике в начале текущего года.

Наблюдаемый за истекший период 2022 года экономические процессы и изменения формировались в направлениях, представленных как в основном, так и в альтернативном сценариях макроэкономического развития. Между тем наблюдаемые изменения внешней экономической ситуации в большей степени соответствуют условиям альтернативного сценария. В целях снижения влияния внешних рисков и обеспечения стабильности на валютном рынке изменен уровень жесткости денежно-кредитной политики, сохранена относительная привлекательность активов в национальной валюте.

Принимая во внимание изменения внешнеэкономической конъюнктуры, начавшиеся в конце первого квартала текущего года, резкий рост инфляционных процессов в мире, неопределенность ситуации наблюдаемую у основных торговых партнеров, и другие факторы, влияющие на внутренние цены, возникают ожидания и предпосылки достижения **целевого 5 процентного показателя** во второй половине 2024 года.

¹ В странах, принявших режим инфляционного таргетирования, уровень инфляции в среднем ниже показателей стран, не использующих этот режим.

Центральный банк будет принимать **взвешенные меры** в целях снижения уровня инфляции с **минимальным влиянием** на показатели совокупного спроса и экономической активности.

С учетом **усиления неопределенности** в отношении будущих изменений внешнеэкономических условий, увеличения вероятности глобальной рецессии и формирования разнонаправленных ожиданий по ценам на основные виды сырья, несмотря на их смещение в сторону снижения, а также изменений внутренних экономических условий, долгосрочные макроэкономические прогнозы разрабатывались на основе **двух различных сценариев**.

При определении условий сценариев в качестве **основных критериев** были определены различные изменения тенденций в мировой экономике, ожидания относительно глобальных инфляционных процессов, различия в прогнозах развития геополитической ситуации и сырьевых рынков.

В **основной (базовой) сценарий**, заложены такие условия, как продолжение макроэкономического развития в рамках существующих тенденций, сохранение негативного воздействия внешней конъюнктуры на экономику страны на уровне 2022 года, продолжение и логичное завершение начатых структурных реформ. **Альтернативный (рисковый) сценарий** предполагает усиление внешних рисков и возникновение глобальных кризисных процессов.

По условиям **основного сценария** в стране сохранятся высокие темпы экономической активности, растущая

динамика инвестиционного и потребительского спроса. Регулируемые цены поэтапно скорректируются к рыночным, начнется фискальная консолидация. В результате снижения роли государства в экономике и продолжения запланированных реформ улучшится конкурентная среда, будут расти высокими темпами объемы частных и прямых иностранных инвестиций.

Альтернативный сценарий макроэкономического развития был подготовлен исходя из вероятностей снижения уровня внешнего спроса, уменьшения валютных потоков, поступающих по различным каналам, на фоне усиления внешних рисков и глобальной рецессии, а также снижения производства и совокупного предложения под влиянием климатических изменений. При этом, если уменьшение совокупного спроса является фактором, сдерживающим глобальные инфляционные процессы и снижающим цены на сырье, то сокращение совокупного предложения будет негативно влиять на уровень цен внутреннего рынка.

В этом сценарии предполагается, что структурные реформы будут проходить медленнее, чем в основном сценарии, а регулируемые цены будут индексироваться с учетом уровня инфляции. Предусматривается, что в целях стимулирования экономики сохранится текущий высокий уровень фискального дефицита, а начало бюджетной консолидации будет отложено до 2024 года и далее.

В зависимости от возникновения **одного или одновременно нескольких рисков**, учитываемых при разработке прогнозов, оценивалась их

продолжительность и негативное влияние на экономику.

В условиях основного сценария **денежно-кредитная политика** будет продолжена в **умеренно жесткой** фазе, сохранен текущий уровень жесткости монетарных условий. В случае твердой уверенности в достижении целевого показателя инфляции денежно-кредитные условия будут несколько смягчены и переведены в **«нейтральную фазу»**.

В то же время, наступление условий альтернативного сценария может вызвать необходимость более длительного сохранения умеренно жестких денежно-кредитных условий. В этом случае будут создаваться условия, **обеспечивающие баланс** между стабильностью цен и экономической активностью.

Во всех сценариях применяются **инструменты сдерживания**

монетарных факторов в направлении обеспечения пропорциональности объемов валового спроса и предложения в экономике, усилится передача решений по трансмиссионным каналам денежно-кредитной политики.

В условиях ограниченных внутренних возможностей финансового стимулирования экономики и повышения стоимости привлечения внешних ресурсов, задача обеспечения инклюзивного экономического роста и сохранения макроэкономической стабильности в ближайшие годы, во многом зависит от степени реализации запланированных **структурных реформ**, трансформации государственных предприятий, результативности принимаемых мер по повышению потенциала и производительности секторов экономики, развитию конкурентной среды на потребительских рынках.

I. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ В 2023-2025 ГОДЫ

В 2022 году факторы, влияющие на макроэкономическую ситуацию, и их характеристики резко отличались от предыдущих лет. Исходя из текущей экономической ситуации и ожидаемых макроэкономических показателей, конечной целью макроэкономической политики, которую предстоит реализовать в ближайшие годы, является в основном решение **двух задач**:

- **сохранение макроэкономической стабильности**, в том числе требует сосредоточения внимания на снижении уровня инфляции до **5 процентного таргета** к концу 2024 года, недопущении увеличения дефицита консолидированного бюджета выше **3% к ВВП в 2023 году и 2% в 2024 году**, обеспечении реального роста (физического объема) экспорта несырьевой готовой продукции не менее **20-25%**.

- **достижение инклюзивного экономического роста**, в частности:

позапное доведение до логического завершения намеченных **структурных реформ** (трансформация и приватизация государственных предприятий и банков, земельная реформа и реформы топливно-энергетического комплекса, усиление конкурентной среды и дальнейшая либерализация внешней торговли);

постепенное снижение **нагрузки государства по финансированию экономики** путем проведения макроэкономической, налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, направленной на

стимулирование внутренних и внешних частных инвестиций;

обеспечение роста доходов населения не менее **5-6%** в реальном выражении, ежегодного роста частных и прямых иностранных инвестиций на **15-20%**, развитие транспортной и социальной инфраструктуры.

Нетипичные условия во внешних условиях, наблюдаемые в течение всего года, и шоки разной направленности (негативные и позитивные) усложняют процессы макроэкономического анализа и прогнозирования.

Формирование сценарных условий по основным направлениям денежно-кредитной политики основано на **экспертных мнениях**, а разработка прогнозов основывалась в большей степени на **ожиданиях и оценках**.

При этом макроэкономические показатели будут обновляться и уточняться по мере поступления новых данных в будущих прогнозных раундах.

При разработке сценариев макроэкономического развития на 2023-2025 годы опирались на следующие основания и суждения:

- **Во внешних экономических условиях:**

- сохранится **высокая неопределенность** на фоне геополитической напряженности в мировой экономике и торговых партнерах, **внешний спрос будет ниже**, чем в 2022 году;

- глобальные инфляционные процессы и принимаемые в ответ меры, могут повысить вероятность того, что в будущем мировая экономика столкнется

с **стагнацией** или **рецессией** (застоем или экономическим спадом), с **конца текущего года** замедлится уровень **глобальной инфляции**;

- сохранится тенденция к **снижению цен на основные сырьевые товары**, в условиях мировой рецессии, возможно дальнейшее снижение цен и возникновение относительного давления на **валюты развивающихся стран**;

- перебои в логистике и цепочках поставок **будут поэтапно налаживаться**, в то же время в экономических отношениях между странами могут наблюдаться рост цен на товары, финансовые ресурсы и резкие изменения в миграционных процессах.

• **Во внутренних экономических условиях:**

- **уменьшатся поддерживающие эффекты** финансовых стимулов направленных в последние годы в экономику;

- для обеспечения высоких темпов экономического роста требуется **проведение** действенных и неукоснительных **структурных реформ**, направленных на сокращение участия государства в экономике и укрепление конкурентной среды;

- с учетом того, что со следующего года возможности финансирования из бюджета будут ограничены, необходимо обеспечить высокую финансовую дисциплину в распределении и осуществлении государственных

расходов, бережно и адресно использовать каждый сум;

- уровень общего фискального дефицита снизится, возрастут масштабы использования возможностей внутреннего рынка для его финансирования;

- **уровень совокупного спроса** в экономике будет неуклонно расти за счет активности частного сектора, но эта тенденция может замедлиться, если будут наблюдаться внешние шоки;

- **снижение ставки налога на добавленную стоимость** может быть фактором, повышающим стимулы в сфере производства и услуг и замедляющим рост цен;

- частные инвестиции, увеличение миграционных потоков, экспортных поступлений и международных денежных переводов будут одновременно поддерживать внутренние инвестиции и потребительский спрос, эффективная реализация реформ будет ускорять этот процесс, а усиление внешних рисков будет иметь замедляющий эффект.

Исходя из масштабов и направления изменения вышеперечисленных факторов, были сформированы **основной** (условия с высокой вероятностью возникновения и отсутствием резких внешних шоков) и **альтернативный** (условия с учетом возможности резкого увеличения внешних рисков и отсрочки реформ) сценарии макроэкономического развития.

Факторы и каналы влияющие на макроэкономический рост

Основной сценарий

Альтернативный сценарий

Внешние экономические условия

<p>На фоне высокой инфляции и жестких финансовых условий ожидается, что мировая экономика будет расти более низкими темпами, чем в предыдущих прогнозах. Тенденции на рынке труда развитых стран также могут измениться.</p>	<p>Мировой экономический рост может замедлиться на фоне сбоя в глобальной цепочке создания стоимости и растущего риска глобальной рецессии.</p>
<p>Высокая доходность альтернативных инвестиций может привести к падению цены на золото.</p>	<p>В условиях глобальной рецессии снижение доходов и относительно низкая ликвидность создадут понижательное давление на золото в 2023 году, а возможность смягчения денежно-кредитной политики в развитых странах с 2024 года может стать фактором, повышающим цену на золото.</p>
<p>Сохранятся текущие тенденции в ценах на нефть. Цены будут волатильными и в 2023 году сформируются в районе 80-90 долларов за баррель.</p>	<p>Замедление глобальной мобильности в результате снижения мирового совокупного спроса может способствовать снижению цен на нефть. В 2023 году цена нефти будет в районе 50-60 долларов за баррель.</p>
<p>Не будет наблюдаться резких изменений курсов валют основных торговых партнеров. Российский рубль может ослабиться на 15-20%. Обменный курс национальной валюты будет относительно стабилен, не ожидается сильного давления на реальный эффективный обменный курс и РЭОК будет формироваться в рамках долгосрочного тренда.</p>	<p>Под влиянием мировой рецессии, падения цен на нефть и других негативных факторов возможно резкое (на 30-40%) снижение обменных курсов валют основных торговых партнеров. Это, в свою очередь, может привести к тому, что реальный эффективный обменный курс отклонится от тренда и создаст повышательное давление на обменный курс.</p>
<p>В 2023 году будет наблюдаться некоторое снижение объема денежных переводов, а с 2024 года устойчивая динамика роста.</p>	<p>Денежные переводы значительно сократятся в 2023 году по сравнению с прошлым годом. Темпы роста будут постепенно восстанавливаться в 2024-2025 годах.</p>

Внешние финансовые условия

<p>Сохранится динамика роста объема прямых иностранных инвестиций. С 2024 года ожидается дальнейшее оживление иностранных инвестиций.</p>	<p>Ужесточение внешних финансовых условий негативно скажется на притоке прямых иностранных инвестиций, и в 2023-2024 годах не будет наблюдаться роста.</p>
<p>В ответ на глобальные инфляционные процессы денежно-кредитная политика будет продолжена в жесткой фазе до второй половины 2023 года и начала 2024 года.</p>	<p>Начнется переход от фазы ужесточения денежно-кредитной политики к нейтральной фазе.</p>

Глобальные инфляционные процессы

<p>Ожидается, что индекс цен на продовольствие (ФАО) снизится до 130 пунктов в 2023–2024 годах. Перебои в поставках товаров и логистике будут постепенно устраняться.</p>	<p>В 2023-2024 годах снижение мирового спроса окажет положительное влияние на цены, снизив инфляционное давление. Индекс цен на продовольствие (ФАО) снизится до 100-120 пунктов в 2023-2024 годах.</p>
---	---

Структурные реформы

<p>Реформы в топливно-энергетическом комплексе будут реализованы в 2023-2024 годах. Процессы трансформации и приватизации предприятий доведены до логического завершения. Цены на электроэнергию и сетевой газ будут поэтапно приближаться к рыночным ценам.</p>	<p>В 2023-2025 годах цены на электроэнергию и природный газ будут индексироваться на уровне инфляции. Процессы трансформации предприятия продолжатся более медленными темпами по сравнению с основным сценарием.</p>
<p>Ставка налога на добавленную стоимость будет снижена до 12% с 1 января 2023 года (фактор, препятствующий росту цен). Ускорится развитие внутреннего рынка капитала. Начнутся процессы IPO и SPO местных компаний. Будет активизировано участие нерезидентов и физических лиц-резидентов на рынке государственных ценных бумаг.</p>	<p>Исходя из внешних условий темпы реализации структурных реформ в отраслях экономики могут замедлиться. Основное внимание будет направлено на поддержку экономической активности и потребительского спроса. Спрос на заемные средства для финансирования расходов бюджета может возрасти.</p>

Внутренние условия и валовой спрос

<p>В 2023 году начнется фискальная консолидация. Отношение фискального дефицита к ВВП будет постепенно снижаться.</p>	<p>С учетом внешних рисков фискальное стимулирование будет сохранено в 2023-2025 годы. Отношение фискального дефицита к ВВП в этот период останется на текущем уровне.</p>
<p>За счет повышения активности в частном секторе и увеличения миграционных потоков возрастет потребительский и инвестиционный спрос. В то же время увеличится и предложение на рынке труда.</p>	<p>Снижение внешнего спроса и изменения обменных курсов могут привести к сокращению инвестиционного и потребительского спроса. Предложение на рынке труда может резко увеличиться.</p>

1.1. Основной сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика

Согласно основному сценарию макроэкономического развития сохраняются положительные тенденции роста, несмотря на изменение ситуации в мире и внутри страны. Сложность геополитической ситуации, тенденции снижения цен на рынках энергоносителей и сырьевых товаров определяют внешние условия, тогда как внутренние условия в большей степени зависят от продолжения структурных реформ, снижения роли государства в экономике, активности частного сектора, и направлений фискальных мер.

Внешние экономические условия

С конца 2021 года и первых месяцев 2022 года в большинстве стран мира стало наблюдаться восстановление экономики. Однако с конца февраля 2022 года возникло высокое инфляционное давление, вызванное кризисной ситуацией между Россией и Украиной и колебаниями на энергетическом рынке, задержкой подстройки объемов предложения в соответствии с высоким спросом, и наблюдалось ответное ужесточение денежно-кредитной политики.

Учитывая эти факторы, Международный валютный фонд, а также Всемирный банк пересмотрели темпы роста мировой экономики и экономик основных торговых партнеров, понизив прогноз роста на 2023 год.

Согласно обновленным прогнозам, Международный валютный фонд ожидает рост мировой экономики на **3,2%** в 2022 году, **2,7%** в 2023 году и **3,2%** в 2024 году. По оценкам Всемирного банка, ожидается рост мировой экономики на **2,9%** в 2022 году

и в среднем на **3,0%** в 2023-2024 годах (Таблица 1.1.1).

Также ожидается, что экономическая активность в странах основных партнерах будет ниже уровня 2022 года. Экономический рост в Китае в 2023 году прогнозируется на уровне 4,4-4,5%, в Казахстане - 3,5-4,4%, в Турции - 2,7-3,0%.

В России в 2023 году ожидается продолжение экономического спада, а в 2024 году будут достигнуты положительные темпы роста.

Кроме указанных выше факторов, в следующем году ожидается сохранение динамики и волатильности изменения средней **цены на нефть** как в последние месяцы. В прогнозах основного сценария цена на нефть в 2023 году с высокой вероятностью оценивается в районе 80-90 долларов/баррель.

В результате относительного замедления экономической активности и сохранения цен на нефть на текущем уровне, не ожидается высокой волатильности **национальных валют основных торговых партнеров**.

Ожидания по ценам **основных продовольственных товаров** на мировых рынках демонстрируют тенденцию к снижению. В связи с постепенным снижением цен на транспортно-логистические услуги, которые достигли своего пика в 2020 году, ожидается, что мировые цены на основные продовольственные товары в 2023 году будут формироваться относительно ниже.

Таблица 1.1.1. Прогнозы Международного валютного фонда и Всемирного банка по росту мировой экономики

Страна	2021 (факт)	2022	2023	2024
Прогнозы Международного валютного фонда				
Узбекистан	7.4	5.2	4.7	4.9
Китай	8.1	3.2	4.4	4.5
Россия	4.7	-3.4	-2.3	1.5
Казахстан	4.1	2.5	4.4	4.5
Турция	11.0	5.0	3.0	3.0
Мир	6.1	3.2	2.7	3.2
Прогнозы Всемирного банка				
Узбекистан	7.4	5.3	4.9	5.1
Китай	8.1	2.8	4.5	5.1
Россия	4.7	-4.5	-3.6	1.6
Казахстан	4.0	3.0	3.5	4.0
Турция	11.0	4.7	2.7	4.0
Мир	5.7	2.9	3.0	3.0

Источник: МВФ, Перспективы мировой экономики (Октябрь, 2022 год);

Всемирный банк, Перспективы экономики Европы и Центральной Азии (Осень, 2022 год).

Индекс ФАО, отражающий цены на продукты питания и сельскохозяйственную продукцию, в 2023 году, по прогнозам, снизится до **120-130 пунктов** (в сентябрь текущего года - **137 пунктов**).

Тенденции к снижению цен на основные продовольственные товары в сочетании с мерами, принимаемыми зарубежными центральными банками, будут способствовать смягчению глобальных **инфляционных процессов** в следующем году.

Мировой спрос будет ниже по сравнению с 2021 годом, на фоне высоких процентных ставок на международных **финансовых рынках**, высокого индекса доллара, неопределенности в мировой экономике и ожидания рецессии, что, в свою очередь, отразится на ценах **золота** и других основных сырьевых товаров и

может создать тенденцию к их снижению.

Согласно расчетам, выполненным по условиям основного сценария, прогнозируется, что **цена на золото** будет около 1600-1650 долларов за унцию в 2023 году, 1600-1700 долларов за унцию в 2024-2025 годах, а **цена на медь** составит около 7000-7500 долларов за тонну в 2023-2024 годы.

По условиям основного сценария зарубежные центральные банки продолжают действовать в режиме **жесткой фазы** денежно-кредитной политики в 2023 году. В условиях текущей неопределенности центральные банки России и Турции проводят **нетрадиционную денежно-кредитную политику** и снижают процентные ставки.

Данные прогнозы показывают, что в следующем году внешний спрос для нашей страны будет находиться на

относительно умеренном уровне без резких изменений, снизится вероятность внешнего давления на курс национальной валюты, а реальный эффективный обменный курс будет находиться в пределах своего долгосрочного тренда.

С учетом этих факторов прогнозируется рост **экспорта нашей страны** (без учета золота) на **13-17%** в 2023 году и **около 9-12%** в 2024-2025 годах.

В структуре экспорта, в следующем году ожидается увеличение экспорта услуг после пандемии, в том числе туристических, финансовых и транспортных услуг, относительно высокие темпы роста экспорта текстильной продукции и электротехнических товаров.

Можно отметить, что в структуре экспорта нашей страны в условиях сложной внешней конъюнктуры, возникшей в текущем году, имеют место **реэкспортные** операции. Сохранение этой тенденции в следующем году будет одним из факторов, влияющих как на объемы экспорта, так и импорта.

С учетом сохранения экономической активности и темпов роста в частном секторе предполагается, что объем импорта вырастет на **14-15%** в 2023 году, на **12-14%** в 2024 году и на **8-10%** в 2025 году.

Ожидается, что в структуре импорта сохранится относительно высокая доля химической продукции, машин и оборудования, а также продовольственных товаров.

Продолжение структурных реформ послужит обеспечению увеличения объемов **прямых иностранных инвестиций**, поступающих в нашу

страну.

В 2023 году ожидается увеличение объема прямых инвестиций на **20-30%**.

В результате перетока неформальных денежных переводов в официальные каналы, поступления определенной части платежей за экспорт фруктов, овощей и текстильной продукции в виде международных денежных переводов, а также укрепления рубля, наблюдается, значительное увеличение входящих денежных переводов в 2022 году.

В январе-октябре денежные переводы увеличились **в 2,2 раза** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и сформировали высокую базу. Объем международных денежных переводов в 2023 году прогнозируется ниже показателей 2022 года с учетом девальвационных ожиданий динамики рубля в следующем году, потока трудовых мигрантов и геополитических изменений у торговых партнеров.

Практика направления части платежей за экспорт отдельных видов продукции (плодоовощной и текстильной продукции) в нашу страну через системы международных денежных переводов может наблюдаться и в следующем году.

Под влиянием вышеперечисленных факторов прогнозируется, что отрицательное сальдо **счета текущих операций** платежного баланса страны в 2023 году составит около **4-6%** к ВВП.

Таблица 1.1.2. Прогнозы показателей макроэкономического развития по основному сценарию (годовое изменение, %)

Показатели	2021 год (факт)	2022 год (ожидаемый)	Прогнозы по основному сценарию		
			2023 год	2024 год	2025 год
Уровень годовой инфляции	10	12-12,5	8,5-9,5	5-6	5
Реальный ВВП	7,4	5,2-5,8	4,5-5	5-6	6-6,5
Расходы на конечное потребление	9,7	10-11	5-6	8-9	7-8
- домашние хозяйства	11,6	12-14	5-6	9-10	8-9
- органы государственного управления	3,4	2-3	3-4	5-6	4-5
Инвестиции в основной капитал	5,2	5-6	9-10	12-13	10-11
- централизованные инвестиции	-3,6	-(10-15)	1-2	9-10	6-7
- нецентрализованные инвестиции	7,4	10-14	11-12	14-15	11-12
в том числе, прямые иностранные инвестиции	-3,4	5-6	20-30	20-25	10-15
Общий фискальный баланс (к ВВП)	-5,8	-(4-4,5)	-(3-3,5)	-(2-2,5)	-2
Экспорт (без золота)	34,1	20-25	13-17	10-12	9-10
Импорт	20,3	17-20	14-15	12-14	8-10
Остаток кредитных вложений	18,4	17-19	15-16	16-17	14-15

Источник: расчеты Центрального банка

Внутренние экономические условия

С учетом высокого уровня фискального стимулирования в течение 2022 года, увеличения объема валютных потоков и их существенной поддержки внутреннего инвестиционного и потребительского спроса, по итогам года ожидается реальный экономический рост на уровне **5,2-5,8%** (Таблица 1.1.2).

Хотя в ближайшие годы сохранится положительная динамика экономической активности, реальные темпы экономического роста ожидаются ниже показателей 2021-2022 годов и потенциала экономики в условиях влияния внешней ситуации, ограниченных возможностей финансирования, а также роста цен на отдельные группы товаров.

В рамках **основного сценария** прогнозируется уровень реального экономического роста около **4,5-5%** в 2023 году, **5-6%** в 2024 году и **6-6,5%** в 2025 году (Рис. 1.1.1).

В связи с этим обеспечение роста экономики, близкого к ее потенциалу, в последующие годы во многом будет зависеть от логического завершения **структурных реформ**, существенного улучшения инвестиционной и конкурентной среды, снижения роли государства в экономике, повышения доли финансирования за счет **частных и иностранных инвестиций**, а также сокращения размеров **теневой экономики**.

В 2023-2024 годы важное значение будет иметь завершение трансформации предприятий и банков с государственной долей в основных секторах экономики, привлечение капитала через IPO и SPO, переход к

формированию цен на электроэнергию и сетевой газ в рыночных условиях на основе спроса и предложения.

Результаты этих реформ с 2024 года начнут отражаться в макроэкономических показателях и послужат повышению качества показателей экономического роста.

С учетом **снижения** в 2023 году **инерционных эффектов**, реализованных в предыдущие годы **фискальных стимулов**, ограничения государственных ресурсов и начала бюджетной консолидации, **стимулирование инвестиционных возможностей частного сектора** является важнейшим критерием обеспечения реального роста экономики.

Снижение ставки налога на добавленную стоимость до 12% с 1 января 2023 года рассматривается как фактор, который позволит дополнительно повысить активность предприятий и предотвратить рост потребительских цен в случае непрерывного формирования цепочки создания стоимости.

В условиях основного сценария реальный рост **расходов на конечное потребление** прогнозируется на уровне около **5-6%** в 2023 году и около **7-9%** в 2024-2025 годах, что послужит положительному формированию совокупного спроса в экономике.

Еще одним важным компонентом совокупного спроса является объем **инвестиций в основной капитал**, который, по прогнозам, вырастет на **9-10%** в 2023 году, **12-13%** в 2024 году и **10-11%** в 2025 году.

Реализация мероприятий по развитию рынка капитала при увеличении объема инвестиций в

основной капитал послужит созданию необходимых условий для эффективного перераспределения финансовых ресурсов в экономике.

Кроме того, формирование положительных реальных процентных ставок в экономике важно для привлечения внутренних источников финансирования, в частности, средств населения и предприятий на срочные депозиты коммерческих банков, и последующего их направления в реальный сектор в виде долгосрочных инвестиционных ресурсов.

К второй половине 2024 года **разрыв ВВП** значительно сократится, а экономика приблизится к своему потенциальному уровню.

За счет большого объема фискальных стимулов для поддержки экономики, начатых во время пандемии и продолженных в этом году, дефицит консолидированного бюджета в 2021 году составил **5,6%** к ВВП, а в 2022 году этот показатель ожидается на уровне **4-4,5%**.

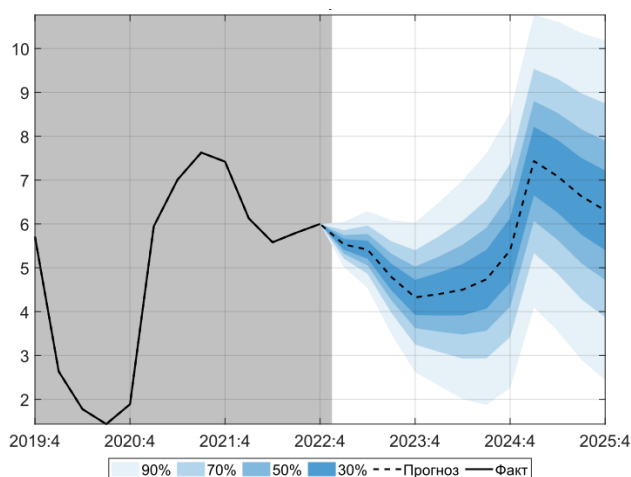
Обеспечение макроэкономической стабильности в стране, достижение пропорционального роста совокупного спроса и предложения, требует **начала**

фискальной консолидации с 2023 года, в этой связи отношение фискального дефицита к ВВП прогнозируется на уровне **3-3,5%** в 2023 году, **2-2,5%** в 2024 году и **2%** в 2025 году.

В то же время, объем депозитов, размещаемых в рамках государственных программ (ипотека и сельское хозяйство), которые не являются частью дефицита консолидированного бюджета, но служат финансовым ресурсом для экономики, ожидается на уровне около **1 -1,5%** к ВВП в 2023 году.

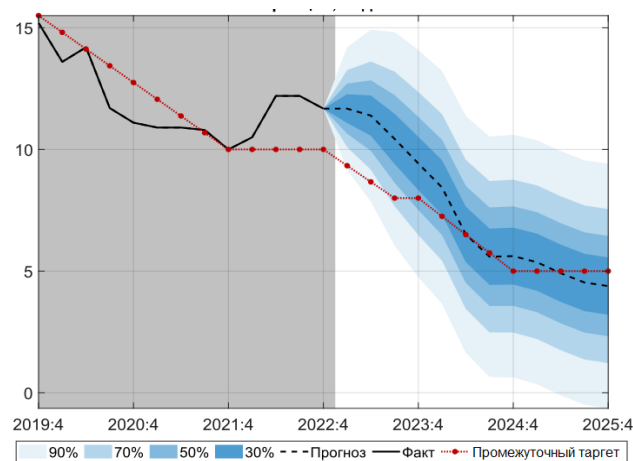
В ближайшие годы переход к фазе проведения **контрциклической фискальной** политики, снижение зависимости доходов бюджета от конъюнктуры внешних рынков и доходов от реализации ресурсов, то есть введение **«бюджетных правил»**, получение средств от приватизации и критическое рассмотрение эффективности проектов, реализуемых за счет внешнего долга, играет важную роль в проведении координированной **налогово-бюджетной** и **денежно-кредитной** политики.

Рис. 1.1.1. Прогноз реального роста ВВП по основному сценарию



Источник: Прогнозы Центрального банка

Рис.1.1.2. Прогноз инфляции по основному сценарию



Одним из условий основного сценария является постепенное приведение регулируемых цен к рыночным с 2023 года, а в месяцы высокого потребления электроэнергии и природного газа применение цен по тарифам в плавающей форме.

По основному сценарию прогнозируется снижение инфляции до **8,5-9,5%** по итогам 2023 года (Рис. 1.1.2).

С учетом вышеуказанных изменений внешних и внутренних экономических условий, факторов, определяющих динамику совокупного спроса и предложения, инфляционных ожиданий, **имеются основания для достижения целевого показателя инфляции – 5 процентного показателя во втором полугодии 2024 года.**

Денежно-кредитная политика

В следующем году основное внимание при проведении Центральным банком денежно-кредитной политики

будет направлено на обеспечение **стабильности цен и финансовой стабильности в экономике**. При определении денежно-кредитных условий прежде всего будет учитываться прогноз инфляции и инфляционные ожидания.

С учетом того, что в экономике в 2023 году сохранится инфляционное давление различного характера, а также с учетом эффекта переноса внешней конъюнктуры, денежно-кредитные условия останутся на **«умеренно жестком»** уровне.

Со второй половины 2024 года денежно-кредитные условия могут быть переведены в **«нейтральную»** фазу с формированием предпосылок достижения целевого уровня инфляции – 5 процентного таргета и появлением уверенности в формировании инфляции в рамках постоянного таргета.

Согласно условиям основного сценария

Уровень инфляции

В 2023 году инфляция прогнозируется на уровне **8,5-9,5%**. По итогам 2024 года инфляция **снизится** до уровня таргета - **5%**

Меры денежно-кредитной политики

Денежно-кредитные условия

С учетом инфляционного давления в экономике будут сохраняться на **«умеренно жестком»** уровне в течение 2023 года и будут переведены в **«нейтральную»** фазу во второй половине 2024 года, в случае появления оснований для достижения таргета инфляции.

Процентные ставки денежного рынка

В 2023 году ставка **Uzonia** в реальном выражении будет обеспечена на уровне **3-4%**, а со второй половины 2024 года на уровне **1-2%**.

При этом за счет применения набора инструментов денежно-кредитной политики будет обеспечено формирование процентной ставки на межбанковском денежном рынке - **UZONIA** в 2023 году в пределах **3-4%** в реальном выражении (*исходя из прогноза инфляции на следующие 6 месяцев*).

В 2024-2025 годах, с переходом денежно-кредитных условий в «нейтральную» фазу, ставка **UZONIA** сформируется на положительном уровне **1-2%**.

Денежно-кредитные операции, проводимые в 2023-2024 годах, в первую очередь будут ориентированы на цели привлечения и эффективного регулирования ликвидности. Параметры операций по привлечению ликвидности (облигаций и депозитных операций) **могут быть изменены** в зависимости от ситуации.

Все меры, реализуемые Центральным банком, направлены на снижение уровня инфляции до **5%** во втором полугодии 2024 года, и эти меры будут согласовано осуществляться в координации с налогово-бюджетными и другими рычагами экономической политики.

Условия проведения эффективной денежно-кредитной политики

В ближайшие годы вопрос повышения эффективности денежно-кредитной политики будет тесно связан со следующими мерами, реализуемыми в различных секторах экономики.

Развитие конкурентной среды на потребительских рынках

В данном направлении: проведение инвентаризации решений, указов и механизмов,

разработанных для поддержки субъектов предпринимательства совместно с **международными консалтинговыми компаниями**, и отмена норм, противоречащих **рыночным механизмам и конкурентной среде**;

сокращение тарифных и нетарифных ограничений **при импорте потребительских товаров**, достаточная либерализация отрасли, пресечение монопольного положения во внешней торговле потребительскими и инвестиционными товарами, увеличение количества импортеров, расширение географии импорта и освоение новых альтернативных маршрутов;

привлечение частных предприятий в сферу **железнодорожного и воздушного транспорта**, снижение влияния транспортных расходов на себестоимость продукции за счет создания условий свободной конкуренции на рынке этих услуг;

обеспечение прозрачности механизмов формирования цен на товары и услуги **предприятий монополистов**;

в ближайшие годы важное значение будет иметь ускорение процесса вступления в Всемирную торговую организацию и принятие мер, направленных на становление неотъемлемой частью региональных транспортных коридоров.

Сокращение теневой экономики

Определение стратегических направлений сокращения теневой экономики в нашей стране и реализация мероприятий по следующим направлениям с мобилизацией всех заинтересованных министерств и ведомств:

создание в 2023-2024 годы равных возможностей и здоровой конкурентной среды для всех участников рынка путем проведения полной критической проверки и **отмены льгот**, предоставленных отдельным предприятиям или отраслям;

полное обеспечение **оптовой торговли импортными товарами на внутреннем рынке только в форме безналичных расчетов**, разработка и внедрение в целях контроля за этим, единой информационной системы движения импортных товаров;

обеспечение неотвратимости наказания в случаях **уклонения от уплаты налогов**, превращение работы в официальной экономике в более выгодную, чем работа в теневой экономике, устранение препятствий в этом отношении, расширение масштабов информационной работы через все средства массовой информации;

внедрение практики применения **налога на доходы** физических лиц в отношении денежных средств, перечисленных юридическими лицами в качестве **финансовой помощи и займов** на банковские счета физических лиц. Исключение данных поступлений из налогооблагаемой базы при полном возврате средств;

одной из основных задач является усиление контроля и внедрение **индикаторов раннего выявления** подозрительных клиентов и операций в рамках системы противодействия легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма.

Ускорение процессов трансформации и приватизации в банковской системе

доведение в 2023 году до **логического завершения** процесса приватизации крупных банков с высокой государственной долей, в частности, выставление на **публичные торги (IPO)** акций банков с государственной долей (*Кишлок курилиш банк, Народный банк, Микрокредитбанк, Алока банк, Агро банк и Национальный банк*) и переход в активную фазу трансформационных процессов в **Асака банке** в сотрудничестве с Европейским банком реконструкции и развития;

принятие мер по постепенному отказу начиная с 2023 года от **льготного кредитования** (*кредиты с процентной ставкой ниже рыночных*) и **директивного кредитования** (*кредиты, определяемые органами местной власти и государственными органами*) в стимулировании экономической активности, которые негативно сказываются на конкурентной среде и вызывают неэффективное распределение финансовых ресурсов;

60% кредитов, выделенных в банковской системе, приходится на кредиты, выделенные на директивной основе, и из-за влияния этого фактора сохраняется высокий уровень доли проблемных кредитов в кредитном портфеле коммерческих банков.

важное значение имеет проведение соответствующей практических мероприятий по совершенствованию начатой на основе международного опыта работы по созданию **конкурентного рынка банковских услуг** и обеспечению равных условий для всех участников.

Успешное завершение трансформации и приватизации государственных банков значительно снизит необходимость **вливания денег**

из государственного бюджета в капитал банков в ближайшие годы. Будет обеспечено функционирование банковской системы на основе рыночных отношений. В результате увеличения капитала банков за счет иностранных инвестиций и средств

частных инвесторов и тем самым эффективного распределения денежных потоков в экономике, будут созданы условия для расширения масштабов кредитования перспективных проектов.

Основные принципы денежно-кредитной политики

В международном сообществе центральные банки при проведении денежно-кредитной политики основываются на принципах выбранного режима, общепринятых методах и критериях. Режим инфляционного таргетирования основан на следующих принципах денежно-кредитной политики.

Определяется целевой уровень инфляции, и все меры денежно-кредитной политики направлены на достижение этого целевого уровня.

На основе потенциала экономики, изменения спроса и предложения, макроэкономических прогнозов и общепринятых стандартов устанавливается целевой уровень инфляции.

Целевой показатель в нашей стране, до которого необходимо снизить инфляцию, установлен на уровне **5%**. Центральный банк также разъясняет условия и факторы достижения этой цели. Тенденции в экономике и внешней конъюнктуре показывают, что период достижения целевого показателя приходится на **второе полугодие 2024 года**.

Принимаемые решения, инструменты и меры основаны на всестороннем макроэкономическом анализе и прогнозах.

Решения центрального банка по основной ставке влияют на экономическую активность и совокупный спрос постепенно, с временным лагом. Поэтому при принятии решений по денежно-кредитной политике Центральный банк основывается на комплексном **макроэкономическом анализе и прогнозах, инфляционных ожиданиях и прогнозных показателях инфляции**.

Следует отметить, что решения по основной ставке принимаются в условиях некоторой степени неопределенности. Причина в том, что макроэкономические прогнозы формируются на основе возможных перспектив экономического развития, ожидаемых изменений на мировых сырьевых и финансовых рынках и других факторов. По этой причине Центральный банк принимает решения о направлении денежно-кредитной политики, исходя из относительно стабильных тенденций факторов и их **влияния на уровень инфляции**.

Основная ставка Центрального банка является главным инструментом денежно-кредитной политики.

Основная ставка Центрального банка является целевой процентной ставкой, используемой в операциях с банками для регулирования ликвидности банковской системы. Центральный банк путем изменения уровня основной ставки определяет цену привлекаемых и предоставляемых **краткосрочных ресурсов**.

Заседания Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки проводится **8 раз в год** на основании заранее установленного в основных направлениях денежно-кредитной политики графика (*график заседаний на 2023 год в Приложении 1*).

Операционный механизм денежно-кредитной политики разрабатывается независимо и совершенствуется на основе международного опыта.

Операционный механизм денежно-кредитной политики работает на основе **основной ставки и процентного коридора** Центрального банка. Через операционный механизм решения Центрального банка передаются сначала на межбанковский денежный рынок, а затем на процентные ставки по депозитам и кредитам в экономике.

В результате экономические решения, принимаемые населением и субъектами предпринимательства на основе их потребительских, сберегательных и

инвестиционных ожиданий, будут влиять на уровень инфляции через совокупный спрос.

Изменения в денежном секторе осуществляются прозрачно и подробно объясняются.

Одним из основных элементов режима инфляционного таргетирования является открытость принимаемых решений в денежно-кредитной сфере и обеспечение прозрачности в этом отношении. Большое значение в формировании **инфляционных ожиданий** населения и субъектов предпринимательства имеет разработка эффективной **коммуникационной политики** и своевременное доведение решений, принимаемых в области денежно-кредитной политики, до широкой общественности на понятном языке.

Обеспечение стабильно низкого уровня инфляции в экономике является необходимой составляющей повышения благосостояния населения, поддержки деловой активности, создания благоприятной деловой среды. При этом устойчиво низкий и предсказуемый уровень инфляции очень важен как для населения, так и для субъектов бизнеса при принятии экономических решений.

Во-первых, в условиях низкой инфляции покупательная способность национальной валюты и доходы населения **поддерживаются на стабильном уровне**. В результате населению становится легче принимать решения о потреблении или сбережении, а в экономике достигается сбалансированное формирование совокупного спроса и валовых сбережений.

Во-вторых, долгосрочный низкий уровень инфляции создает **благоприятную деловую среду** для предпринимателей и дает возможность принимать инвестиционные решения и осуществлять среднесрочное планирование расширения производственных процессов.

В-третьих, когда обеспечивается стабильная низкая инфляция, создаются благоприятные условия для экономического роста, также это положительно влияет на макроэкономическую стабильность, **стимулирует** рост инвестиций в экономику, **в том числе прямых иностранных инвестиций**.

Низкий уровень инфляции служит гарантией стабильного поддержания стоимости вложенных в экономику средств и доходов от них. Наоборот, высокий уровень инфляции и макроэкономическая неопределенность приводят к сокращению инвестиционных потоков и потере доверия инвесторов. Внедрение вместе с иностранными инвестициями передового зарубежного опыта в отрасли экономики не только способствует **экономическому росту**, но и **повышает экономическую эффективность**.

1.2. Альтернативный сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика

Формирование направлений и характера макроэкономической ситуации, **отличающихся** от ожиданий и прогнозов, заданных в условиях основного сценария, а также возникновение непредвиденных обстоятельств и шоков, нарастание внешних рисков являются факторами, определяющими условия **альтернативного (рискового) сценария**.

Внешние экономические условия

Неопределенность на международном энергетическом рынке, обострение кризисной ситуации между Россией и Украиной, усиление финансовых и экономических санкций, а также ужесточение денежно-кредитной политики большинством центральных банков, негативно сказываются на уверенности инвесторов и производителей в восстановлении ситуации в экономике.

Это, в свою очередь, может привести к переходу к **осторожному подходу** в решениях о будущих инвестиционных процессах и объемах потребления, к сокращению мирового спроса, увеличению вероятности рецессии в мировой экономике и замедлению экономического роста.

В частности, по прогнозам Международного валютного фонда по альтернативному сценарию², рост мировой экономики в 2023 году будет на **1,5 процентных пункта** ниже, чем по основному сценарию, и прогнозируется на уровне около **1,2%**. По альтернативному сценарию Всемирного

банка³ рост мировой экономики в 2023 году составит **1,5%**, что на **1,5 процентных пункта** меньше по сравнению с основным сценарием.

Замедление мировой экономической активности и совокупного спроса, также и в следующем году продолжит нарушать цепочки создания стоимости и замедлять **глобальную мобильность**. Это, в свою очередь, может привести к снижению цен на мировых сырьевых рынках, в частности, цен на нефть.

В условиях **альтернативного сценария** прогнозируется снижение цены на нефть до **50-60 долларов за баррель** в 2023 году. В последующие годы при восстановлении валового спроса может возникнуть тенденция к росту цен на нефть.

Курсы валют основных торговых партнеров значительно ослабятся из-за рецессионных ожиданий, снижения цен на нефть и других негативных факторов. Это, в свою очередь, приведет к отклонению реального эффективного обменного курса от тренда и повысит давление на курс национальной валюты.

Более низкие доходы по сравнению с основным сценарием могут негативно сказаться на динамике спроса и способствовать еще более быстрому снижению мировых цен на основные продовольственные товары. В этой ситуации **индекс ФАО** может снизиться до **100-120 пунктов** в 2023-2024 годах. Хотя более низкие цены на продовольствие на внешних рынках

² *Перспективы мировой экономики, МВФ, Октябрь 2022.*

³ *Экономические прогнозы. Всемирный банк, Июнь 2022.*

являются фактором снижения импортной инфляции, под влиянием возможного давления на обменный курс, это может не отразиться на ценах импортных продуктов на внутреннем рынке.

Кризисные ситуации в экономике стран-партнеров, на которые приходится основная часть международных денежных переводов, и девальвация курсов валют окажут существенное влияние на объем денежных переводов, поступающих в нашу страну, и могут привести к сокращению объема переводов на **20-30%** в 2023 году. Резкое снижение также частично объясняется эффектом высокой базы, то есть большим увеличением объема денежных переводов в 2022 году. С 2024 года темпы роста денежных переводов начнут восстанавливаться на уровне **5-6%**.

Снижение в мировой экономике уверенности инвесторов в будущем, сокращение общих доходов и привлечение ликвидности на финансовых рынках в ценные бумаги и другие инструменты будет **снижать спрос на золото**. В отличие от роли золота в качестве безопасного актива во время кризисов⁴, и в ответ на снижение спроса на золото, в этой ситуации цена на золото, по оценкам, упадет до **1500–1600 долларов за унцию** в 2023 году. В то же время, если

центральные банки развитых стран вновь начнут смягчать денежно-кредитную политику, то цены могут вырасти.

Также более низкий объем внешнего спроса по сравнению с 2022 годом обусловит сохранение нисходящей динамики цен на медь, другие цветные и черные металлы в 2023 году.

В 2023 году, при реализации условий альтернативного сценария, не будет наблюдаться темпов роста прямых инвестиций, поступающих в нашу страну, и их объем будет близок к показателям текущего года.

В то же время в условиях альтернативного сценария могут возникнуть предпосылки для поэтапного перехода с 2024 года, иностранных центральных банков, из жесткой фазы денежно-кредитных условий в **нейтральную фазу**.

При неблагоприятном формировании внешнеэкономической конъюнктуры рост объемов **экспорта** в 2023 году может быть близок к показателям текущего года, в районе 5-7%. При восстановлении внешнего спроса и цен прогнозируется рост годовых объемов экспорта в **пределах 7-10%** в 2024-2025 годах.

Некоторое замедление экономической активности и снижение потребительского спроса, стимулируемого валютными потоками, обусловит увеличение объема импорта

⁴ Во время финансово-экономического кризиса 2008-2009 годов и кризиса пандемии коронавируса 2020-2021 годов Центральные банки вливали большой объем ликвидности, и часть этой ликвидности поступала на рынок драгоценных металлов. В отличие от этих кризисов, в кризисной ситуации, ожидаемой в 2023 году, не будет создаваться избыточная ликвидность на финансовых рынках из-за жесткой денежно-кредитной политики центральных банков.

в 2023 году на **8-10%**. В 2024 году ожидается рост импорта на **8-9%**, а в 2025 году на **10-11%**.

В условиях альтернативного сценария отрицательное сальдо **счета**

текущих операций платежного баланса может еще больше увеличиться по сравнению с основным сценарием до **7-9%** к ВВП.

Таблица 1.2.1. Прогнозы показателей макроэкономического развития по альтернативному сценарию (годовое изменение, %)

Показатели	2021 год (факт)	2022 год (ожидаемый)	Прогнозы по альтернативному сценарию		
			2023 год	2024 год	2025 год
Годовой уровень инфляции	10	12-12,5	7-8	6-7	5-6
Реальный ВВП	7,4	5,2-5,8	3-3,5	4-4,5	4-5
Расходы на конечное потребление	9,7	10-11	2-3	5-6	6-7
- домашние хозяйства	11,6	12-14	2-2,5	6-7	6-7
- органы государственного управления	3,4	2-3	5-6	4-5	4-5
Инвестиции в основной капитал	5,2	5-6	3-4	7-8	6-7
- централизованные инвестиции	-3,6	-(10-15)	7-8	7-8	7-8
- нецентрализованные инвестиции	7,4	10-14	2-3	6-7	5-6
в том числе, прямые иностранные инвестиции	-3,4	5-6	-(15-25)	5-15	30-35
Общий фискальный баланс (к ВВП)	-5,8	-(4-4,5)	-(4-4,5)	-(3,5-4)	-3
Экспорт (без золота)	34,1	20-25	5-7	7-9	9-10
Импорт	20,3	17-20	8-10	8-9	10-11
Остаток кредитных вложений	18,4	17-19	10-12	12-14	14-15

Источник: Расчеты Центрального банка

Внутренние экономические условия

В альтернативном сценарии основными детерминантами внутренних экономических условий являются внешняя ситуация и эффекты ее переноса.

Рост реального ВВП в 2023 году оценивается примерно в **3-3,5%** (на 1-1,5 процентных пункта ниже, чем в основном сценарии), если большинство условий этого сценария будут выполняться одновременно. При этом реальные показатели роста могут быть и относительно выше если некоторые риски, приводимые в условиях альтернативного сценария, не реализуются.

Уровень неопределенности относительно окончания действия рисков в конкретный период достаточно высок. С учетом восстановления с 2024 года экономической активности и совокупного спроса реальный экономический рост, по прогнозам, достигнет **4-4,5%** в 2024 году и **4-5%** в 2025 году (Рис. 1.2.1.).

В условиях данного сценария формирование потребительского спроса в экономике ожидается на более

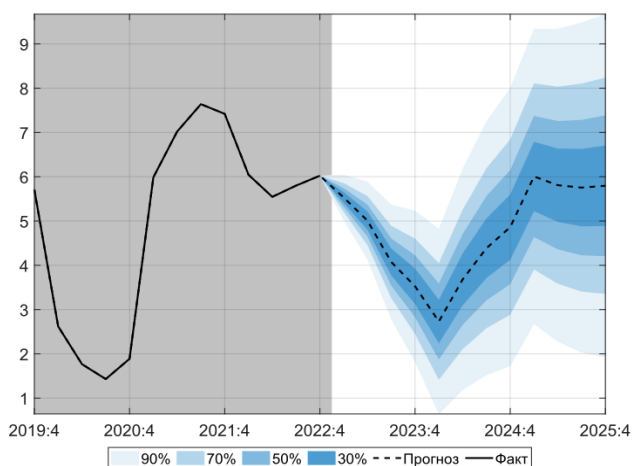
низком уровне по сравнению с основным сценарием. В частности, предполагается, что реальный рост расходов на конечное потребление составит **2-3%** в 2023 году, **5-6%** в 2024 году и **6-7%** в 2025 году.

Также будет наблюдаться тенденция замедления темпов роста инвестиционного спроса, и прогнозируется, что рост инвестиций в основной капитал составит **3-4%** в 2023 году, а в 2024-2025 годах будет формироваться в районе **6-8%**.

Снижение региональной привлекательности из-за роста внешних рисков и геополитической напряженности в странах основных торговых партнерах окажет негативное влияние на приток иностранных инвестиций в нашу страну. Появится вероятность того, что объем прямых инвестиций в 2023 году будет ниже, чем в 2022 году.

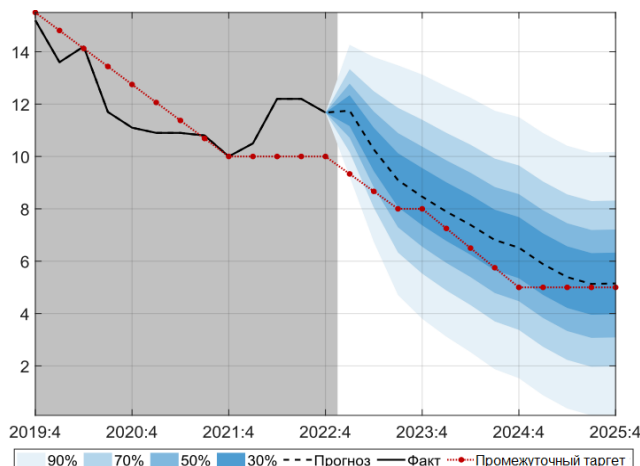
В альтернативном сценарии ожидается продолжение фискальных стимулов и в 2023 году, для поддержки экономической активности в стране. В этом случае начало фискальной консолидации будет отложено на последующие годы.

Рис. 1.2.1. Прогноз реального роста ВВП по альтернативному сценарию



Источник: Прогнозы Центрального банка

Рис.1.2.2. Прогноз инфляции по альтернативному сценарию



В 2023 году отношение общего фискального дефицита к ВВП может составить около **4-4,5%**. В 2024 году этот показатель составит **3,5-4%**, а в 2025 году - около **3%**.

Геополитическая напряженность в основных торговых партнерах может негативно сказаться на трудовой миграции.

Это, в свою очередь, может повлиять на объем предложения на внутреннем рынке труда и динамику внутреннего потребления по разным направлениям.

В 2023 году может возникнуть необходимость осуществления в больших объемах расходов бюджета на социальную поддержку населения. В результате перенаправления средств, с централизованных инвестиций, на расходы по социальной защите, могут замедлиться процессы реализации некоторых структурных реформ. Эта ситуация также может привести к сокращению чистого объема золотовалютных резервов.

В области регулируемых цен, в условиях данного сценария предполагается **индексация** цен на электроэнергию и природный газ на уровне инфляции в 2023-2025 годах. Процессы трансформации государственных предприятий будут идти медленнее или отложены.

В течение прогнозного периода сохранится отрицательный разрыв ВВП, а показатель экономического роста сформируется на уровне ниже потенциального роста. К концу 2025 года отрицательный разрыв выпуска может закрыться.

В течение 2023 года ослабление совокупного спроса и отсутствие высокого роста регулируемых цен будут

оказывать понижающий влияние на формирование цен на потребительских рынках, а налогово-бюджетные стимулы и давление на обменный курс за счет внешних факторов могут оказать повышающее влияние.

С учетом вышеперечисленных факторов в альтернативном сценарии уровень инфляции в следующем году прогнозируется около **7-8%**.

Хотя уровень инфляции в альтернативном сценарии в 2023 году ниже, чем в основном сценарии, индексация регулируемых цен и влияние динамики обменного курса могут потребовать переноса задачи достижения **5 процентного целевого показателя** со второй половины 2024 года на более поздний период.

Необходимость ежегодной индексации регулируемых цен и отложенное воздействие внешних рисков обусловят уровень инфляции выше чем в основном сценарии, в районе **6-7%** в 2024 году, и предполагается, что возможность достижения таргета по инфляции появится в первой половине 2025 года (Рис.1.2.2).

Денежно-кредитная политика

В случае альтернативного сценария, в целях обеспечения баланса между стабильностью цен и поддержкой экономической активности в экономике, Центральный банк сохранит **«умеренно жесткие»** денежно-кредитные условия **до конца прогнозного периода**.

В 2023-2025 годах будут активно использоваться инструменты денежно-кредитной политики для того, чтобы процентная ставка на денежном рынке - **UZONIA** составляла около **2-3%** в реальном выражении.

В целях обеспечения бесперебойной работы платежной системы будет увеличен объем использования операций предоставления краткосрочной ликвидности (операций РЕПО и СВОП).

Формирование положительных реальных процентных ставок на денежном рынке позволит снизить **давление на обменный курс** под влиянием внешних рисков.

Меры денежно-кредитной политики

Денежно-кредитные условия

Будут сохранены на **«умеренно жестком»** уровне в течение прогнозного периода, принимая во внимание внешние риски, давление на обменный курс и продление периода достижения таргета

Процентные ставки денежного рынка

В 2023-2025 годах будет обеспечено формирование **ставки Uzonіa** на уровне **2-3%** в реальном выражении

Врезка 2

Прогнозы базовой инфляции

По прогнозам Центрального банка, ожидается, что под влиянием высоких инфляционных ожиданий и импортной инфляции к концу 2022 года, базовая инфляция достигнет уровня **12,5-13%**.

Согласно **условиям основного сценария**, вторичные эффекты **либерализации цен** на энергоносители в первой половине 2023 года окажут повышательное давление на базовую инфляцию, а со второй половины года снижение **импортной инфляции** и **сокращение реальных предельных издержек**⁵ создадут условия для снижения тренда показателя базовой инфляции (Рис.2.1).

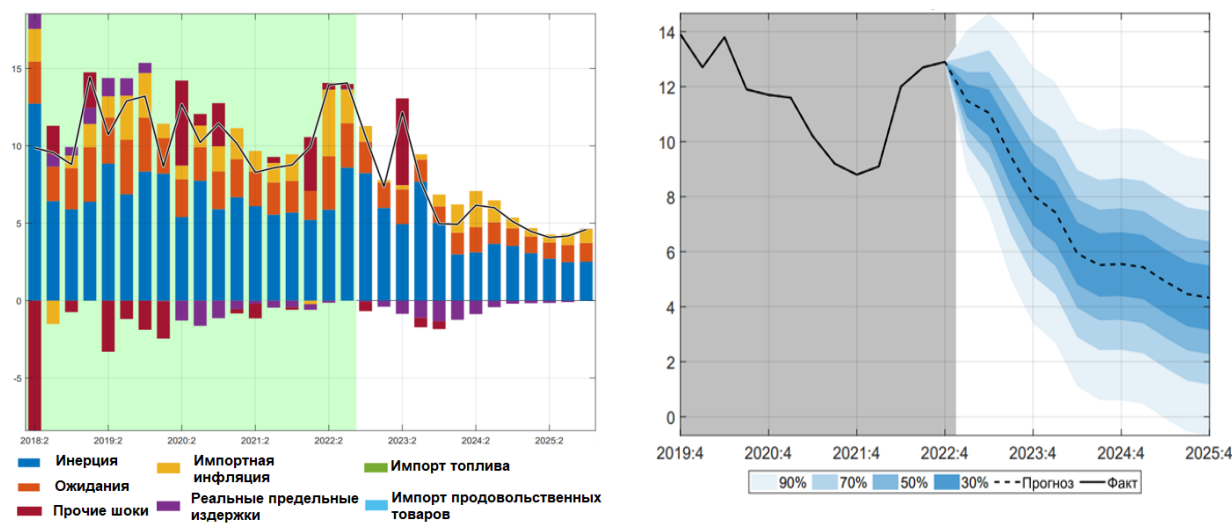
В частности, согласно расчетам, ожидается что, сокращение реальных предельных издержек в 2023 году позволит снизить базовую инфляцию на 1-1,5 п.п., а стабилизация инфляционных процессов в странах – торговых партнерах, позволит снизить влияние импортной инфляции до 0,8 п.п.

При формировании условий, указанных в основном сценарии, годовая базовая инфляция будет снижаться, начиная со второго квартала 2023 года, и по итогам года прогнозируется на уровне **8-9%**.

С учетом поэтапной либерализации регулируемых цен и ее вторичного воздействия на внутренние цены, обеспечение **«умеренно жестких» денежно-кредитных условий** в экономике создаст основу для снижения базовой инфляции до **5,5-6%** в 2024 году, и до **4-4,5%** в 2025 году.

В **альтернативном сценарии** рост базовой инфляции начнет замедляться с первого квартала 2023 года и к концу года достигнет **7,5-8,5%**. При этом учитывается, что регулируемые цены ежегодно индексируются на уровне инфляции.

Рис.2.1. Прогнозы базовой инфляции по основному сценарию (годовых, %)



Источник: Расчеты Центрального банка

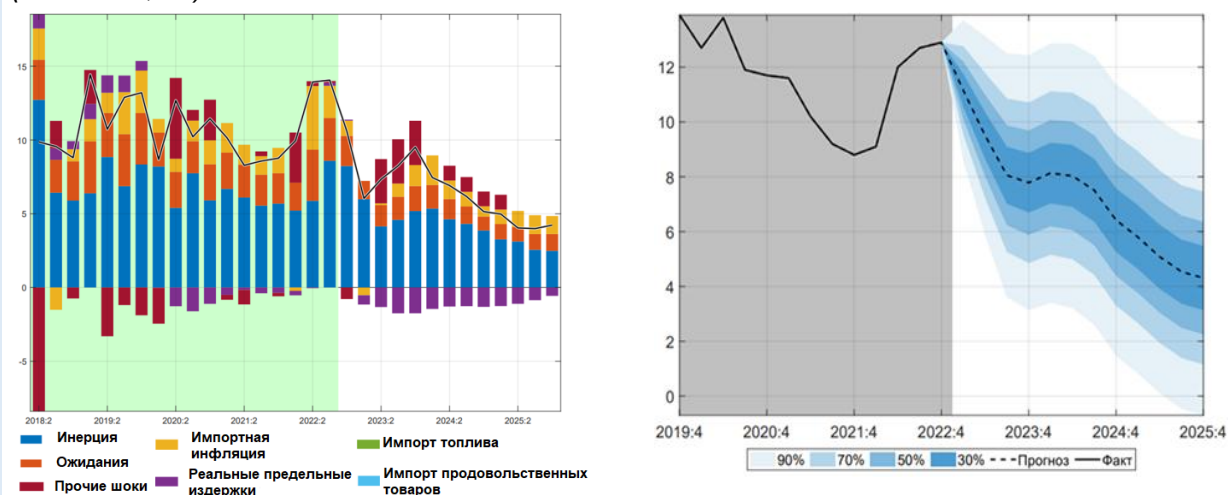
В условиях альтернативного сценария ожидается замедление роста мировой экономики на фоне растущих рисков глобальной рецессии. В свою очередь, снижение общего спроса послужит снижению цен на сырье и энергоресурсы, и с третьего квартала 2023 года прогнозируется формирование снижающейся динамики инфляции стран – торговых партнеров (Рис.2.2).

В результате повышающее влияние **импортной инфляции** на базовую инфляцию снизится до **0,5-1** процентного пункта. Кроме того, снижение **реальных предельных издержек** в экономике окажет снижающее влияние на базовую инфляцию, оцениваемое в 1,5-2 п.п.

Согласно прогнозам, с 2024 года денежно-кредитные условия в мире будут смягчаться, и это послужит оживлению общего спроса. В условиях повышенного потребительского спроса удорожание сырья и энергоресурсов может оказать давление на внутренние цены.

В 2024 году прогнозируется незначительное ускорение годового роста базовой инфляции до **6-7%** (на 0,5-1 процентный пункт выше основного сценария).

Рис.2.2. Прогнозы базовой инфляции по альтернативному сценарию (годовых, %)



Источник: Расчеты Центрального банка

⁵ **Реальные предельные издержки** – изменение общих затрат при производстве дополнительной единицы продукции.

Врезка 3

Изменения внешней экономической ситуации, глобальной инфляции и их влияние на финансовые рынки и внутреннюю экономику

В результате замедления экономической активности в мире, **геополитические шоки** являются одним из основных факторов роста внутренних производственных и потребительских цен в большинстве стран. Текущее состояние внешних экономических условий характеризуется высоким уровнем неопределенности и рисков, а ситуация в мировой экономике остается напряженной. Международные финансовые институты **значительно понизили** прогнозы роста мировой экономики на 2022-2024 годы. (Рис.3.1).

Замедление роста в текущем году связано с уменьшением **экономической активности** в крупных странах, в частности **снижением покупательной способности домохозяйств в США, ограничениями, связанными с карантином и продолжением кризиса недвижимости в Китае**, а также с ростом **неопределенности** в энергетическом секторе Европы, и оказывает негативное влияние на экономическую ситуацию и темпы роста других развивающихся стран.

Кроме того, прогноз глобальной инфляции был пересмотрен в сторону повышения в связи с ростом цен на продовольствие и энергоресурсы, усилением дисбаланса между спросом и предложением в результате ухудшения ситуации в некоторых регионах мира. Эти факторы создают дополнительное давление на формирование ценовой конъюнктуры в мире. (Рис.3.2).

В текущем году ожидается что уровень **потребительской инфляции** в среднем достигнет **6,6%** в развитых странах и **9,5%** в развивающихся странах.

В этом году для сдерживания инфляции **центральные банки** начали цикл повышения процентных ставок (Рис.3.3). Активная рестрикционная денежно-кредитная политика развитых стран приводит к ужесточению финансовых условий. Это, с одной стороны, затрудняет привлечение развивающимися странами внешнего долга, а с другой стороны, приводит к увеличению притока капитала в развитые страны.

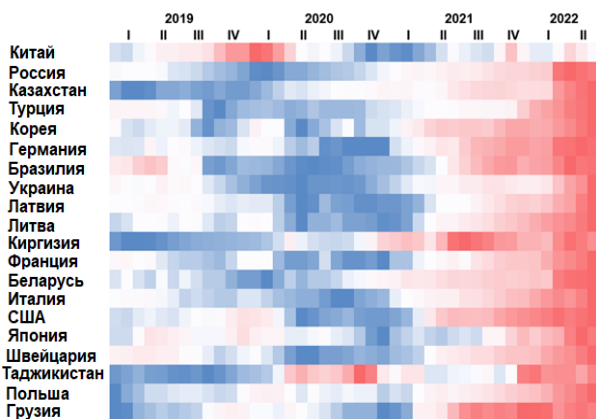
Решения Федеральной резервной системы США и Европейского центрального банка о **сохранении жестких денежно-кредитных условий** с целью доведения инфляции до долгосрочных целевых показателей **могут вызвать стремительный отток капитала с финансовых рынков развивающихся стран** (Рис.3.4).

Рис. 3.1. Прогнозы глобального экономического роста, (%)



Источник: Перспективы мировой экономики, МВФ июль 2022 года.

Рис.3.2. Уровень инфляции в основных торговых партнерах*



Источник: МВФ

*Примечание: градация от синего к красному указывает на переход от более низких к более высоким темпам инфляции.

Рис.3.3. Количество центральных банков изменивших денежно-кредитные условия



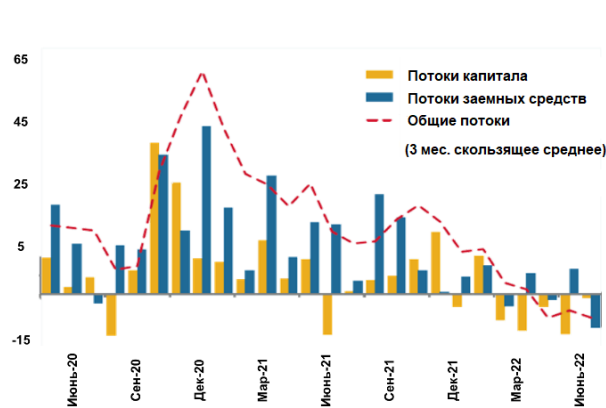
Кроме того, ужесточение денежно-кредитных условий в мире затруднит привлечение долговых финансовых средств развивающимися странами (Рис.3.5).

Действия, предпринятые для уменьшения последствий пандемии коронавируса, дали возможность предотвратить экономический кризис и обеспечить социальную защиту. Но эти меры привели к увеличению долговой нагрузки в большинстве стран. Сегодня ограниченные фискальные возможности **затрудняют обслуживание долга.**

Также в странах с высокой долей импортных товаров в производстве, импортная инфляция оказывает негативное влияние на внутренние цены, особенно на продовольственную безопасность.

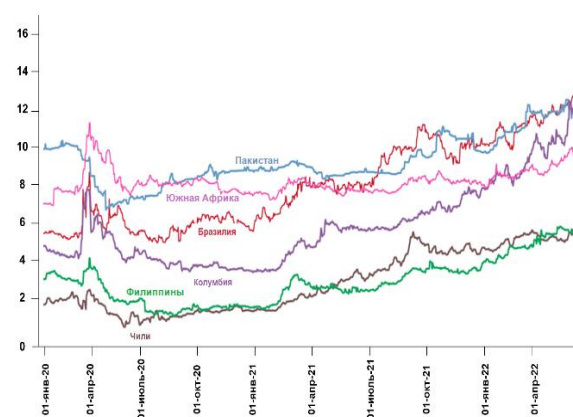
В результате центральные банки развивающихся стран вынуждены повышать процентные ставки в ответ на относительно более быстрый рост цен.

Рис. 3.4. Потоки капитала в страны с развивающимися рынками



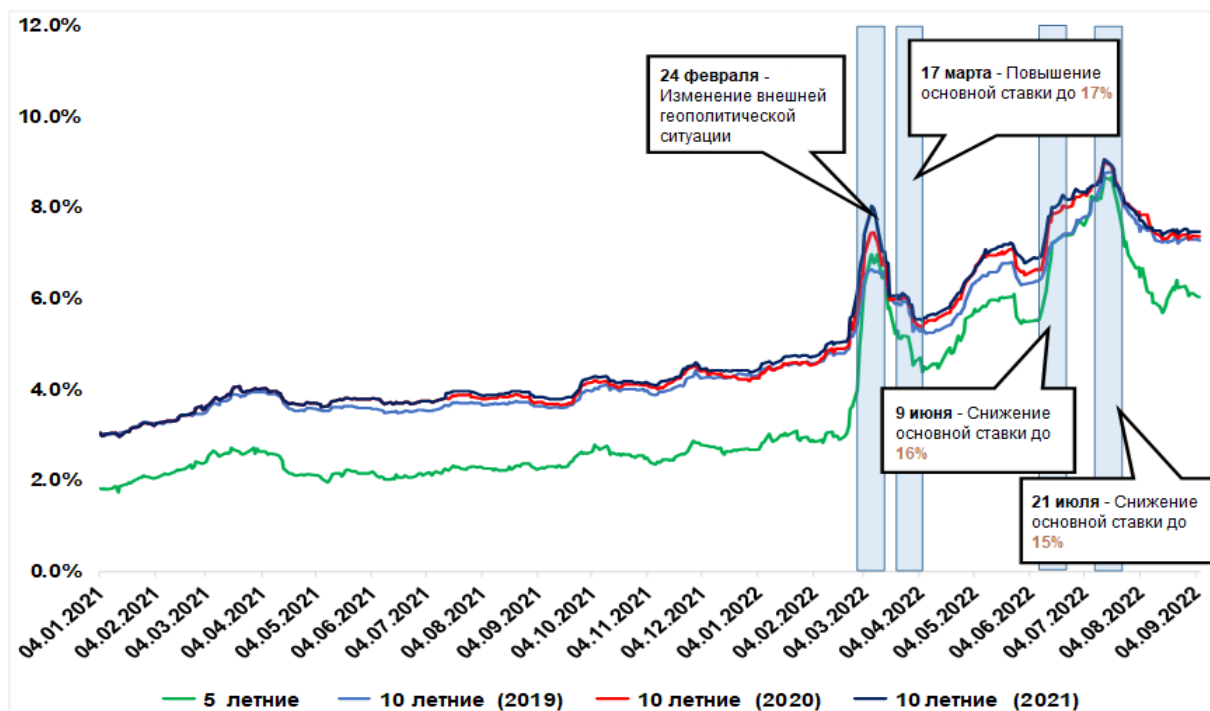
Источник: UN DESA

Рис. 3.5. Доходность 10 летних облигаций развивающихся стран



Источник: UN DESA (данные "Trading economics")

Рис. 3.6. Доходность суверенных облигаций Узбекистана



Источник: данные "Bloomberg Terminal"

С обострением внешнеэкономической ситуации наблюдались высокие колебания процентных ставок по суверенным облигациям Узбекистана (Рис.3.6). В июне-июле 2022 года **доходность облигаций** значительно выросла. Кроме того, увеличение страновой риск премии, приводит к повышению стоимости внешних ресурсов.

Индекс внешних условий⁶

Внешнеэкономическая неопределенность влияет и на экономику нашей страны. **Индекс внешних условий**, отражающий влияние внешних каналов на внутреннюю экономику, имел тенденцию к снижению в связи с ускорением мировой инфляции, высокой волатильностью валютных курсов, замедлением экономической активности в середине текущего года и ужесточение мировых финансовых условий (Рис. 3.7).

Последствия **замедления активности** и ускорения инфляционных процессов в крупнейших экономиках отражаются и на экономическом росте наших основных торговых партнеров. Ожидается, что экономика Китая вырастет на 2,8% к концу 2022 года на фоне замедления инвестиций и продаж в секторе недвижимости. В Казахстане ужесточение денежно-кредитных условий замедляет активность, и прогнозируется, что экономический рост составит около 3%. Также ожидается, сокращение экономики России на **4,5%** из-за санкций и ограничений.

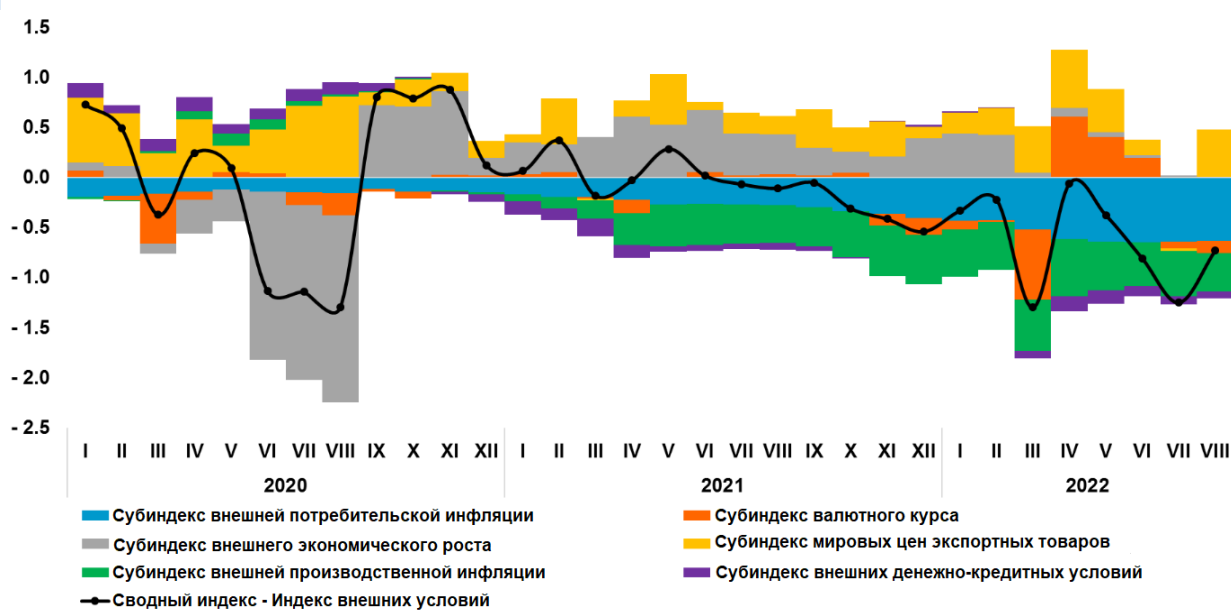
⁶ **Индекс внешних условий** – средневзвешенный по долям стран - основных торговых партнеров (Казахстан, Китай, Россия и Турция) во внешнеторговом обороте и нормированный методом max-min индикатор, состоящий из набора субиндексов (иностранная потребительская инфляция, внешний экономический рост, зарубежная производственная инфляция, обменный курс, мировые цены на экспортные товары, внешние денежно-кредитные условия). Значение выше нуля указывает на благоприятные внешнеэкономические условия и наоборот.

Инфляция почти у всех торговых партнеров страны достигла исторически высокого уровня в 2022 году (в сентябре годовой уровень инфляции составил 2,7% в Китае, 17,7% в Казахстане, 13,7% в России, 83,5% в Турции). Влияние внешней инфляции, в свою очередь, отражается на цене импортных товаров. Однако сформировавшийся в первом полугодии 2022 года стабильный курс национальной валюты позволил частично снизить негативное влияние импортной инфляции.

Вместе с тем, в первом полугодии текущего года мировые цены на основные экспортные товары Узбекистана (золото, медь, продовольственные товары, удобрения и текстильная продукция) оставались высокими, что позволило увеличить экспортную выручку и доходы бюджета. Это, в свою очередь, послужило фактором поддержки экономики.

Субиндекс **внешних денежно-кредитных условий**, отражающий изменение ключевых ставок торговых партнеров и США, свидетельствует об ужесточении денежно-кредитных условий на международных рынках для нашей страны. Жесткая денежно-кредитная политика, проводимая большинством центральных банков для предотвращения инфляции, приводит к снижению совокупного спроса и покупательной способности населения, что может сказаться на экспорте товаров и услуг Узбекистана.

Рис.3.7. Индекс внешних условий Узбекистана



Источник: Расчеты Центрального банка

II. АНАЛИЗ ЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2022 ГОДУ

2.1. Тенденции экономического развития в 2022 году

В 2022 году экономическое развитие нашей страны проходит в условиях высокой неопределенности и напряженности в мировой экономике, глобальных инфляционных рисков, ужесточения денежно-кредитной политики в мире, и формируется в большей степени в соответствии с условиями альтернативного сценария, а не основного сценария, представленного в «Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023-2024 годов».

В частности, геополитический конфликт между Россией и Украиной, начавшийся в конце февраля этого года, привел к резкому росту цен на продукты питания и энергоносители в мире.

В результате инфляция во многих развитых странах поднялась до своего максимального уровня за последние несколько десятилетий, превысив в несколько раз инфляционный таргет центральных банков. А центральные банки, исходя из цели обеспечения

стабильности цен, резко ужесточили свою денежно-кредитную политику (*подробнее в Вставке 2*).

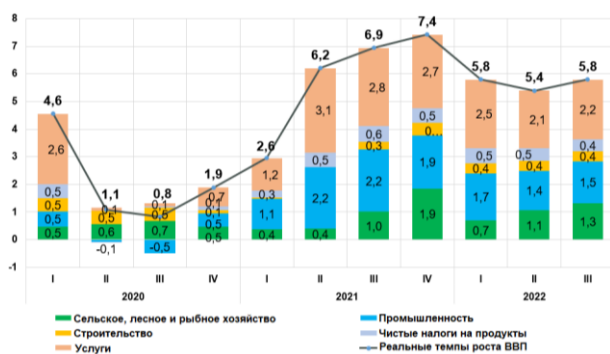
При значительной стабилизации ситуации, связанной с пандемией, в нашей стране с начала 2022 года, отмена с марта практически всех карантинных ограничений, привела к дальнейшему оживлению экономической активности.

На фоне относительной стабилизации влияния внешних условий на экономику страны, с апреля формируется высокий уровень совокупного спроса.

В частности, за 9 месяцев 2022 года реальный рост **валового внутреннего продукта** к соответствующему периоду предыдущего года составил **5,8%**.

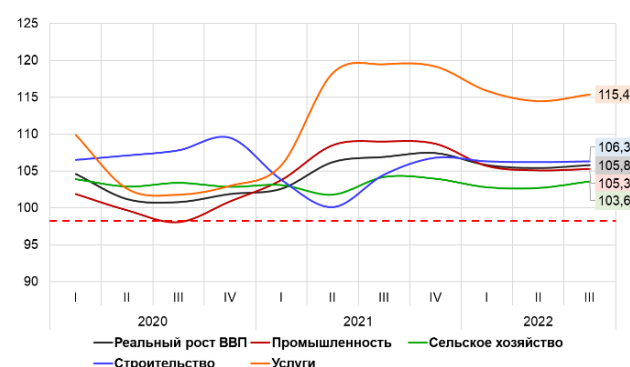
При этом объем производства **промышленной** продукции вырос на 5,3% (*вклад в прирост ВВП – 1,5 п.п.*), объем оказанных **услуг** - на 15,4% (*2,2 п.п.*), **сельского хозяйства** – на 3,6% (*1,3 п.п.*), **строительной** отрасли на 6,3% (*0,4 п.п.*).

Рис.2.1.1. Реальный рост ВВП (%)



Источник: Государственный комитет по статистике

Рис.2.1.2. Рост ВВП и его компонентов (кумулятивный)



Источник: Государственный комитет по статистике

Изменение уровня **совокупного спроса**, в январе-сентябре отразилось в увеличении выручки от торговли и платных услуг, объема розничного товарооборота, денежных переводов и экспортных поступлений. В частности, за 9 месяцев 2022 года объем выручки от торговли и платных услуг увеличился в 1,3 раза (поступления наличных денег на 27,5%) по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года (Рис. 2.1.3).

Объем денежных переводов, поступивших в нашу страну, в январе-сентябре 2022 года увеличился в **2,2 раза** по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года и составил **12,6 млрд** долларов (Рис. 2.1.4).

Резкий рост международных денежных переводов обусловлен значительным укреплением курса российского рубля по отношению к доллару, а также объясняется переходом трудовых мигрантов из неофициальных на официальные каналы отправки денежных переводов в результате валютных ограничений в России, увеличением числа субъектов малого и среднего бизнеса, осуществляющих экспорт в наличной

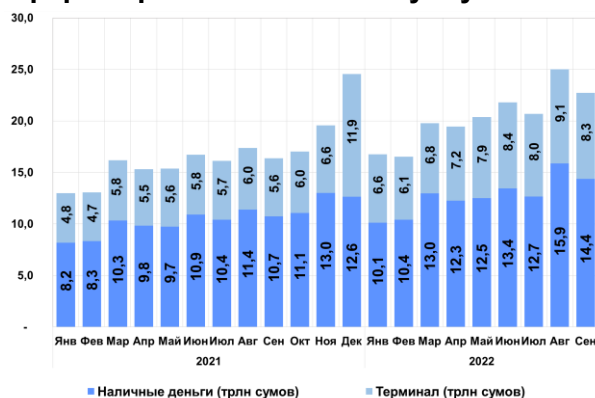
форме, и отправляющих экспортную выручку через системы денежных переводов.

За 9 месяцев 2022 года объем оборота **розничной торговли** увеличился на **10,8%** в номинальном выражении по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и достиг 214,1 трлн сумов.

За этот период реальный рост **инвестиций в основной капитал составил 5,0%**. При этом объем централизованных инвестиций (доля в общем объеме инвестиций составляет 13,7%) уменьшился на 28,1% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, а объем нецентрализованных инвестиций увеличился на 13,2%, поддерживая инвестиционную активность. (Рис.2.1.6).

При этом объем инвестиций, осуществленных за счет средств предприятий, увеличился на **31,4%**, инвестиции за счет банковских кредитов - на **30,2%** по сравнению с соответствующим периодом 2022 года, а объем прямых иностранных инвестиций уменьшился на 1,8%.

Рис.2.1.3. Денежные поступления в сфере торговли и платных услуг



Источник: Центральный банк

Рис.2.1.4. Международные денежные переводы



Источник: Центральный банк

Рис.2.1.5. Объем розничного товарооборота



Рис.2.1.6. Рост инвестиций в основной капитал (%)

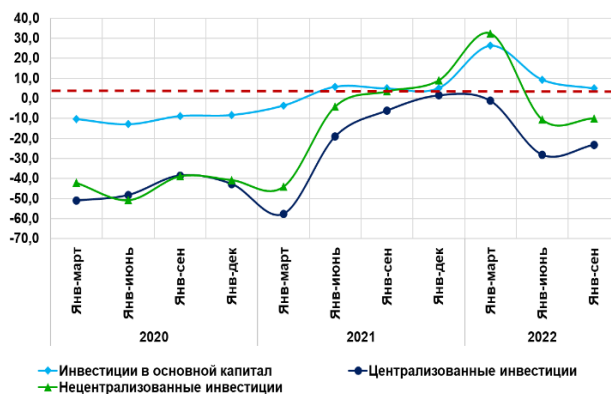


Рис.2.1.7. Динамика средней заработной платы и уровня безработицы



Источник: Государственный комитет по статистике

В прошедшем периоде текущего года в связи с повышением заработной платы и пособий наблюдался значительный рост среднемесячной заработной платы в экономике по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Среднемесячная заработная плата в республике увеличилась на **24,9%** по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года и составила 3,7 млн сумов (Рис.2.1.7).

За данный период **доходы населения** выросли на **10,7% в реальном выражении** по сравнению с соответствующим периодом 2021 года. Это, в свою очередь, играет важную роль в росте совокупного спроса.

Рис.2.1.8. Производство потребительских товаров (кумулятивный)



Источник: Государственный комитет по статистике

В этот период производство **потребительских товаров** увеличилось на **27,0%**, производство **продовольственных товаров** - на **21,4%** и производство **непродовольственных товаров** - на **30,3%** (Рис.2.1.8).

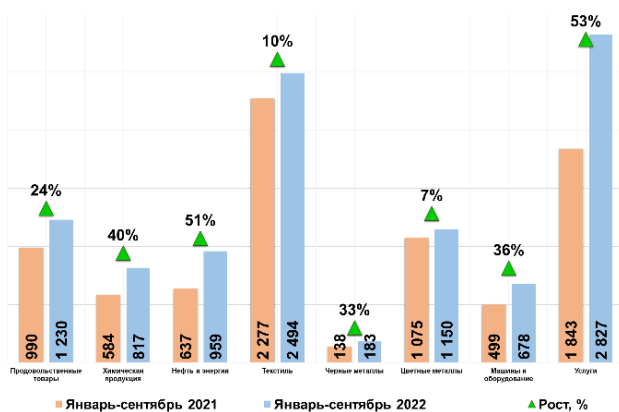
За 9 месяцев 2022 года объем **экспорта** составил **14,1 млрд долларов** (11,1 млрд долларов без учета экспорта золота) и увеличился на **35,7%** (23,9%) по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом увеличение экспорта **текстильной** продукции на 10% (217 млн долларов), экспорта **услуг** – на 53% (984 млн долларов), и экспорта **продовольственных товаров** – на 24% (240 млн долларов) послужило тому,

чтобы общий объем экспорта превысил показатели соответствующего периода предыдущего года даже без учета экспорта золота.

В то же время, **объем импорта составил 21,9 млрд долларов** и увеличился на **22,3%** по сравнению с

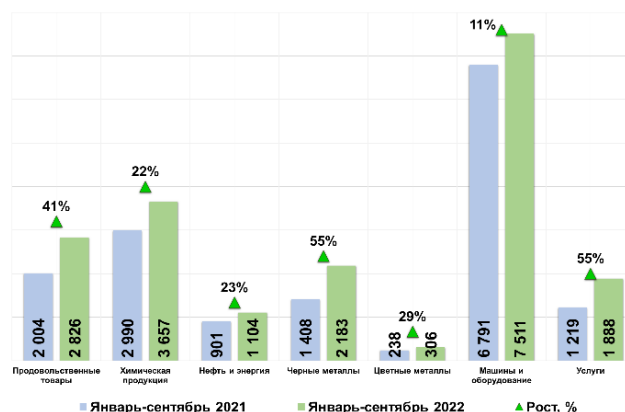
соответствующим периодом прошлого года. При этом, наблюдался рост импорта **машин и оборудования** на 11% (719 млн долларов), **продовольственных товаров** – на 41% (823 млн долларов), **услуг** – на 55% (669 млн долларов).

Рис.2.1.9. Объемы экспорта (млн долл.)



Источник: Государственный комитет по статистике

Рис.2.1.10. Объемы импорта (млн долл.)



Источник: Государственный комитет по статистике

Тренд долгосрочного экономического роста и прогнозы разрыва выпуска

Анализ долгосрочного экономического роста и разрыва ВВП играет важную роль при принятии решений по макроэкономической политике.

Долгосрочный тренд экономического роста является показателем среднего роста производственного потенциала страны за определенный многолетний период, и называется экономистами **потенциальным экономическим ростом** (потенциальным ростом).

Под потенциальным ростом экономики понимается темп валового производства страны, формирующийся в условиях полной занятости и долгосрочного максимального уровня прибыли предприятий. Это относится к реальному экономическому росту, на который не оказывают влияние изменения цен. Развитие технологий, используемых в производстве, увеличение капитала и рабочей силы являются основными факторами роста потенциала экономики.

Разница между текущим экономическим ростом и потенциальными темпами роста называется разрывом выпуска или **разрывом ВВП**.

Если текущий экономический рост выше потенциального роста, разрыв ВВП положительный, что свидетельствует о том, что экономика развивается выше своего потенциала и цены формируются выше **оптимального уровня**, что создает инфляционное давление в экономике. Точно так же, если текущий экономический рост ниже потенциального роста, возникнет отрицательный разрыв ВВП, что указывает на то, что экономика не использует весь свой потенциал и будет наблюдаться дефляционный эффект.

Поэтому важно правильно оценивать потенциальный рост ВВП и разрыв ВВП при принятии экономических решений. Однако невозможно точно рассчитать потенциал роста.

Рис.4.1. Рост производительности труда и рабочей силы

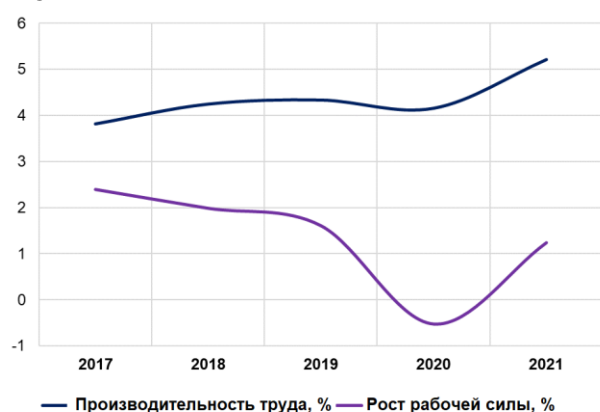
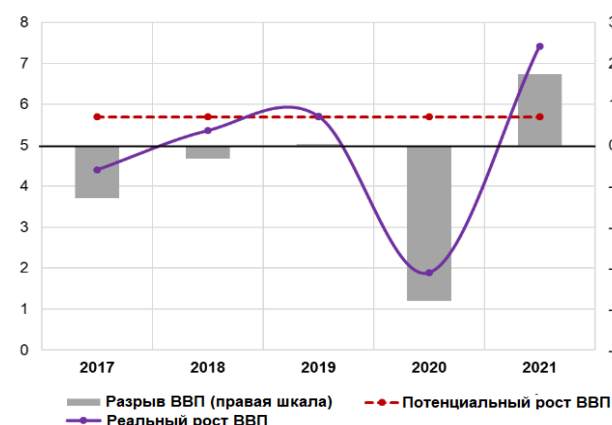


Рис.4.2. Реальный рост ВВП, потенциальный ВВП и разрыв ВВП



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике

На практике применяются разные методы оценки потенциального роста ВВП. Среди экономистов широко используются производственная функция **Кобба-Дугласа**, функция производительности труда, методы оценки потенциального роста с помощью различных фильтров (Ходрика-Прескотта, Кальмана и др.).

Долгосрочные потенциальные темпы роста нашей экономики рассчитанные на основе **производительности труда** с использованием статистических данных за 2017–2022 годы составляют **5,7%** в год.

При этом, можно заметить, что разрыв ВВП был положительным в 2018-2019 годах (повышающим инфляцию), отрицательным в 2020 году (снижающим инфляционное давление) и вновь положительным в 2021 году (Рис.4.2).

Долгосрочный тренд потенциального роста ВВП, рассчитанный с использованием **фильтра Ходрика-Прескотта (фильтр НР)**, составил **5,0%** (Рис.4.3).

Центральный банк в процессе среднесрочного макроэкономического прогнозирования, рассчитывает разрыв ВВП и потенциальный рост ВВП в квартальной модели прогнозирования (QPM) с помощью **фильтра Кальмана**, а также получает среднесрочный прогноз через данную полуструктурную модель.

По результатам анализа на основе **фильтра Кальмана**, в 2018-2019 годах в нашей экономике наблюдался положительный разрыв выпуска, а в 2020-2021 годах он был отрицательным из-за негативного влияния пандемии на экономический рост (Рис.4.4).

Рис.4.3. Тренд НР фильтра и реальный рост ВВП

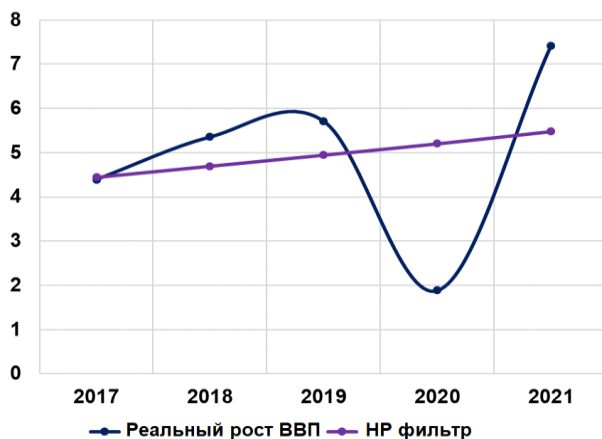
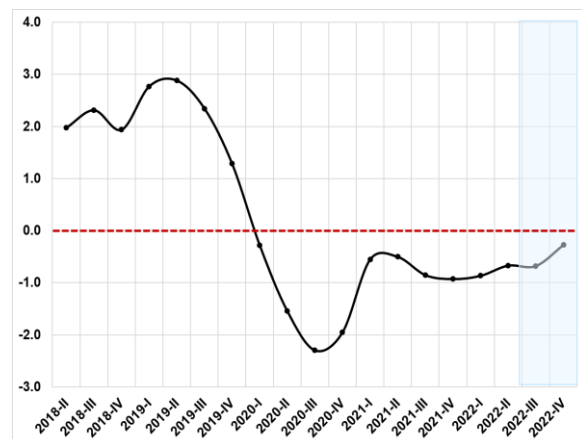


Рис.4.4. Разрыв ВВП рассчитанный через фильтр Кальмана



Источник: Расчеты Центрального банка

2.2. Анализ инфляционных процессов и их факторов в текущем году

В январе-сентябре 2022 года на уровень инфляции в стране оказали повышательное влияние **внешние шоки** - резкие колебания цен на товары и сырье в мире, перебои в логистике и поставках (за счет сокращения совокупного предложения), а также **внутренние факторы** со стороны потребительского спроса - увеличение ежемесячных доходов, конкурентные условия на рынках, перебои в поставках и рост объема денежных переводов.

Воздействие различного масштаба внешних и внутренних факторов, обусловило ускорение накопленной в январе-сентябре инфляции до **8,1%** текущего года (на *1,8-2,2 процентных пункта выше, чем за соответствующий период предыдущих лет*), а годовой инфляции до **12,2%**.

Также, наряду с общей инфляцией, с апреля начали демонстрировать растущую динамику показатели **базовой**⁷ и **усеченной**⁸ инфляции.

Инфляционные процессы, наблюдавшиеся в нашей стране в апреле-сентябре текущего года, приобрели **обширный** (*broad-based*) характер.

В частности, вес товаров и услуг, цены на которые выросли **более чем на 10%**, в январе-апреле составлял **30-40%** корзины индекса потребительских цен (ИПЦ), а в сентябре увеличился до **55%**. Такая ситуация проявилась и по группам товаров и услуг, цены на которые выросли более чем на 15% и 20%.

При этом, начиная с августа, показатель базовой инфляции стал формироваться выше общей инфляции, и в сентябре ускорился до **12,7%** годовых.

Рис.2.2.1. Уровень инфляции в январе-сентябре 2020-2022 годов (%)

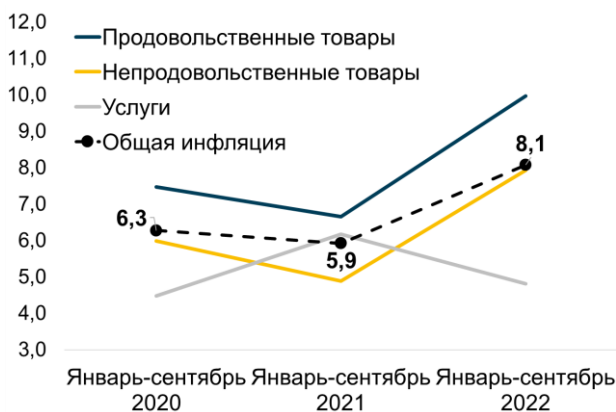
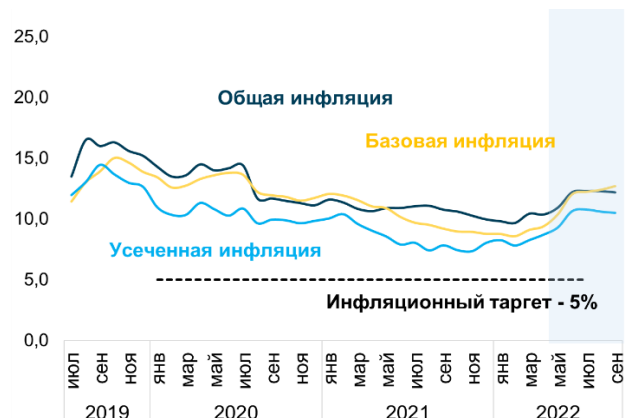


Рис.2.2.2. Показатели общей, базовой и усеченной инфляции (годовых, %)



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике

⁷ **Базовая инфляция** – инфляция рассчитываемая без учета изменения цен на отдельные товары и услуги подверженные влиянию сезонного и административного характера (фрукты и овощи, топливо, отдельные услуги пассажирского транспорта, услуги связи, жилищно-коммунальные услуги и др.).

⁸ **Усеченная инфляция** – инфляция, рассчитываемая путем исключения 10 групп товаров (услуг) с наибольшим и наименьшим ростом цен соответственно.

Согласно расчетам, сохраняется значительное повышающее влияние **инфляционных ожиданий** на базовую инфляцию. Также со второго квартала расширился диапазон влияния **импортной инфляции** (Рис.2.2.4).

Внешние факторы, оказавшие повышающее влияние на инфляцию

Ускорение импортной инфляции в первой половине текущего года.

В структуре потребляемых в нашей страны товаров растет доля импортных товаров. По итогам первого и второго квартала 2022 года, под влиянием нескольких факторов увеличилась импортная инфляция.

В качестве основного фактора импортной инфляции в первом полугодии 2022 года, необходимо выделить повышенный инфляционный фон, наблюдаемый в странах-партнерах. Эти эффекты вызвали рост внутренних цен на **3,5-3,7 процентных пункта** за счет импортных товаров во втором квартале, но степень воздействия (0,7-0,8 процентных пункта) стала уменьшаться с третьего квартала.

Согласно оценкам, общее повышающее влияние импортной

инфляции на базовую инфляцию было максимальным во втором квартале и составило **4,3 п.п.** Ожидается, что в **ближайшие периоды** с уменьшением проблем с поставками и логистикой, балансировкой спроса на мировом рынке и смягчением других внешних шоков, повышательное влияния импортной инфляции на внутренние цены постепенно снизится.

Ожидания предпринимателей относительно влияния обменного курса на внутренние цены в первом полугодии также были высокими.

Текущие высокие темпы роста трансграничных денежных переводов, а также улучшение ожиданий населения и предпринимателей в отношении обменного курса, служат взаимному уравновешиванию факторов спроса и предложения, и вместе с тем, относительно стабильному формированию курса национальной валюты.

Это, в свою очередь, укрепляет уверенность в том, что до конца года обменный курс не окажет давление на внутренние цены, через импортную инфляцию.

Рис.2.2.3. Веса товаров и услуг в корзине ИПЦ, подорожавших более 10%, 15% и 20% в 2020-2022 годы (%)

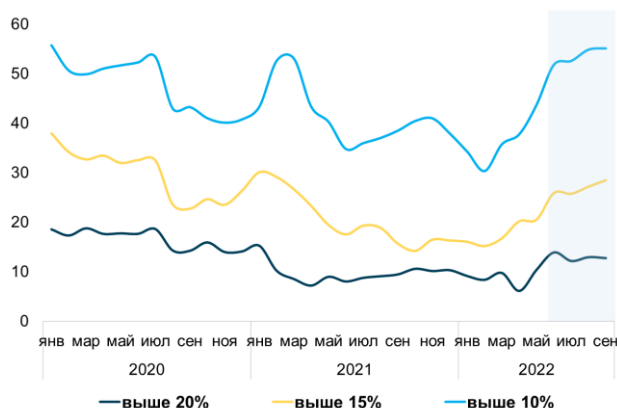
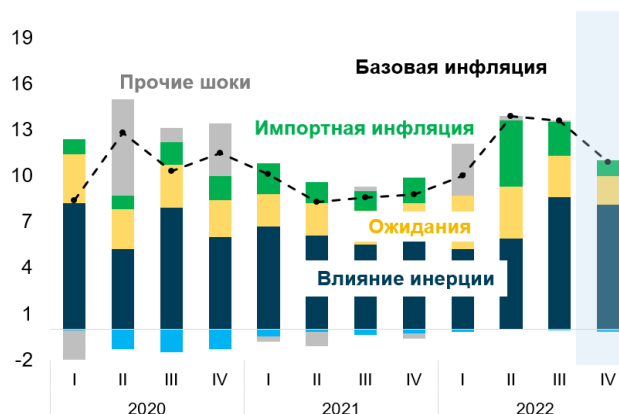


Рис.2.2.4. Компоненты базовой инфляции и влияющие на нее факторы (очищенные от сезонности, годовые, %)



Источник: Расчеты Центрального банка

Перебои в логистике и поставках

В марте из-за обострения геополитической ситуации в регионе, а также локдауна в Китае поставки продовольственных и непродовольственных товаров и сырья из портов были относительно ограничены.

Ограничения на российскую нефть и газ привели к снижению предложения топливной продукции, и как следствие, значительному росту цен на топливо на мировом рынке. Это, в свою очередь, отражается на увеличении производственных и транспортных издержек предпринимателей.

Большинство представителей бизнеса, участвовавших в опросах Центрального банка, в качестве факторов, негативно влияющих на их деятельность, указывали нехватку сырья и рост цен на топливо. В свою очередь, высокий потребительский спрос и недостаточное предложение на внутреннем рынке позволяют

предпринимателям перевести возросшие затраты в конечные цены.

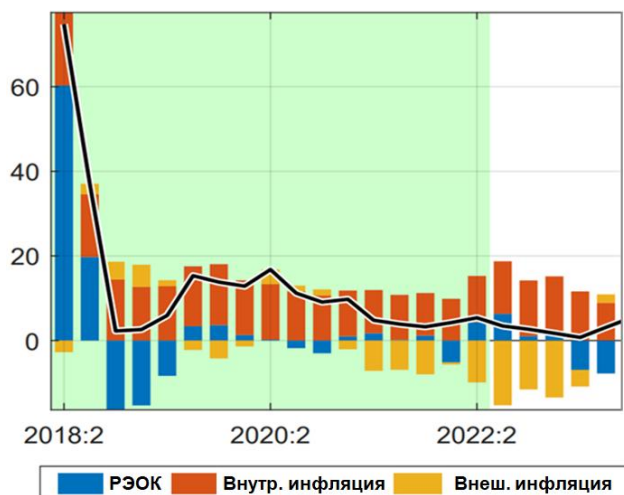
Изменения цен на внешних рынках

Одной из основных причин резкого роста цен продовольственных товаров на мировом рынке являются количественные ограничения экспорта основных видов продовольственных товаров (зерновых, растительного масла, сахара и мясных продуктов) многими странами-экспортерами.

В частности, в марте Россия ввела количественные ограничения на экспорт зерновых, в мае Индия ограничила экспорт пшеницы. В результате цена пшеницы на мировом рынке в марте-мае выросла до **522 долларов** за тонну (в январе-феврале торговалась по 370-390 долларов).

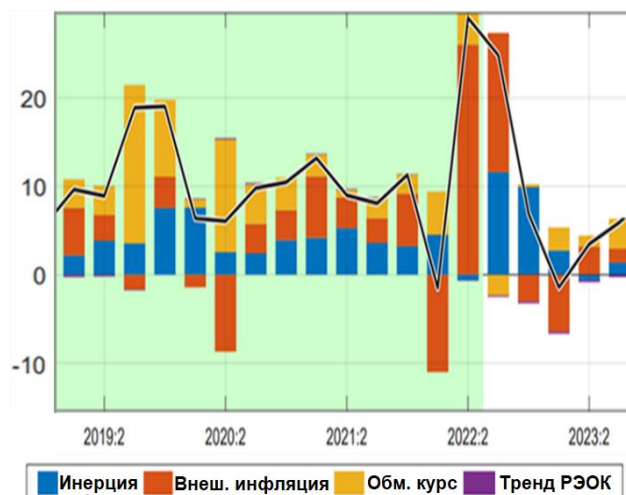
Также запрет экспорта сахара-сырца со стороны Индии и запрет Индонезией экспорта пальмового масла, оказали давление на цены сахара и масложировых продуктов на мировом рынке.

Рис.2.2.5. Динамика номинального обменного курса (годовая, %)



Источник: Расчеты Центрального банка

Рис.2.2.6. Компоненты импортной инфляции (квартальные, %)



Тенденции роста цен на **пшеницу, сахар и масложировые продукты** на мировом рынке, в **условиях неразвитости конкурентной среды** на внутреннем рынке и отсутствия установления новых маршрутов импорта, через импортную инфляцию начали передаваться во внутренние цены.

По данным Государственного комитета по статистике, рост **цен на пшеничную муку и сахар** (на 40,7% и 53,8% соответственно) в январе-сентябре в три раза превышал общий уровень инфляции.

Внутренние факторы, влияющие на инфляцию

Сохранение положительного роста реальных доходов населения послужило основным поддерживающим фактором потребительского спроса.

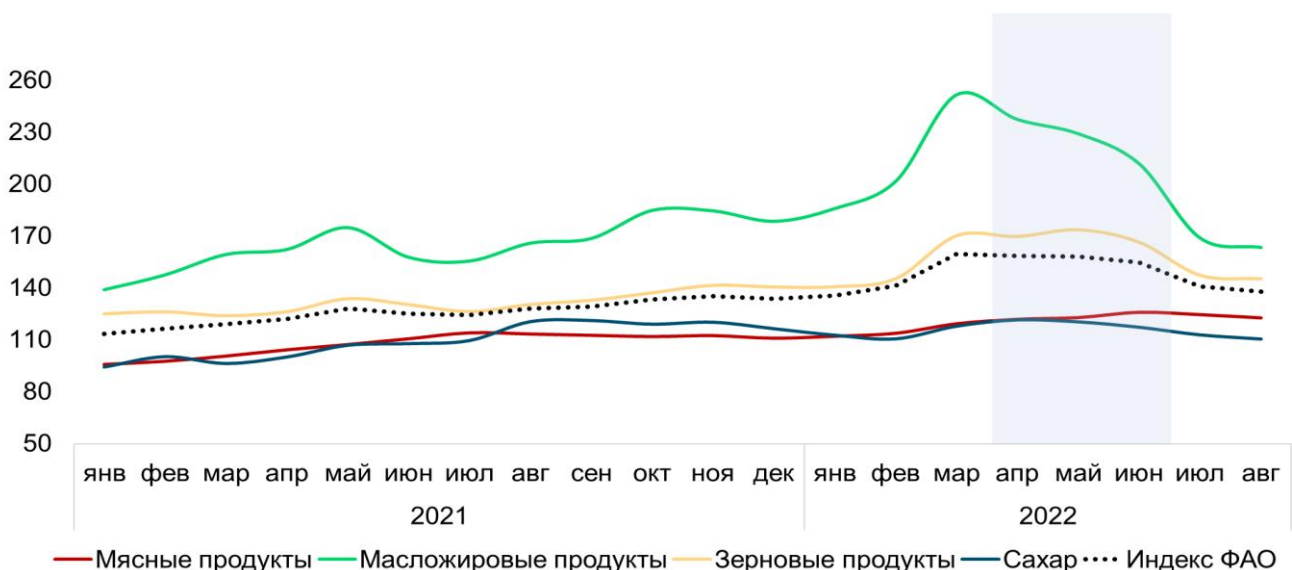
Рост доходов в основном начал наблюдаться со второго квартала. В этот период сезонное оживление экономической активности, повышение

заработной платы в июне, а также значительное увеличение денежных переводов по сравнению с предыдущим периодом стали основными источниками формирования потребительского спроса населения.

Постепенное восстановление экономической активности после пандемии и финансовые стимулы, выделяемые из бюджета, создали основу для увеличения реальных доходов населения, а также депозитов и **ликвидных средств (средств на банковских картах)**.

Драйвером, стимулирующим потребительский спрос, служат **накопленные ликвидные средства** домашних хозяйств. Согласно результатам анализа, за последние девять месяцев 2021 и 2022 годов количество банковских транзакций, наличных денег и объем поступлений через терминалы растут более высокими темпами, чем в предыдущие годы.

Рис.2.2.7. Динамика цен основных продовольственных товаров на мировых рынках (2014-2016=100, %)



Источник: данные ФАО

Следует отметить, что вышеуказанные обстоятельства (высокий потребительский спрос) отмечались и при опросах, проведенных среди населения. Согласно исследованию, большинство опрошенных заявили, что за прошедший период увеличили свои расходы на крупные покупки, в частности жилье, мебель, бытовую технику и автомобили, а также семейные мероприятия и путешествия.

Высокий уровень инфляционных ожиданий населения и

предпринимателей оказывает повышательное давление на внутренние цены.

Снижение уровня инфляции во втором полугодии 2020 года и в течение всего 2021 года положительно сказалось на повышении уверенности населения и предпринимателей в стабильности цен.

Однако с апреля внешние инфляционные шоки стали с некоторым запаздыванием переходить на внутренние цены, что отразилось и на инфляционных ожиданиях.

Рис.2.2.8. Сберегательные и срочные депозиты, средства на банковских картах (млрд сумов)

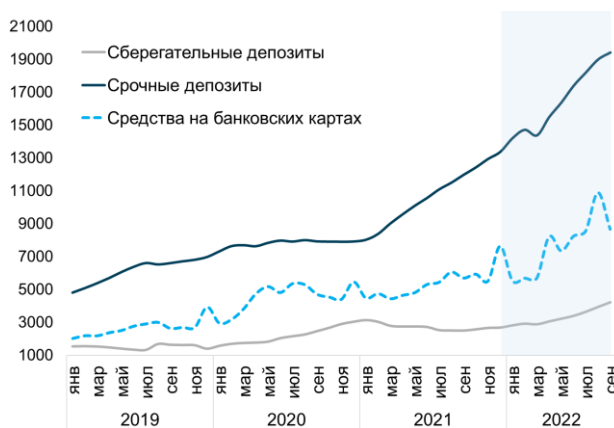
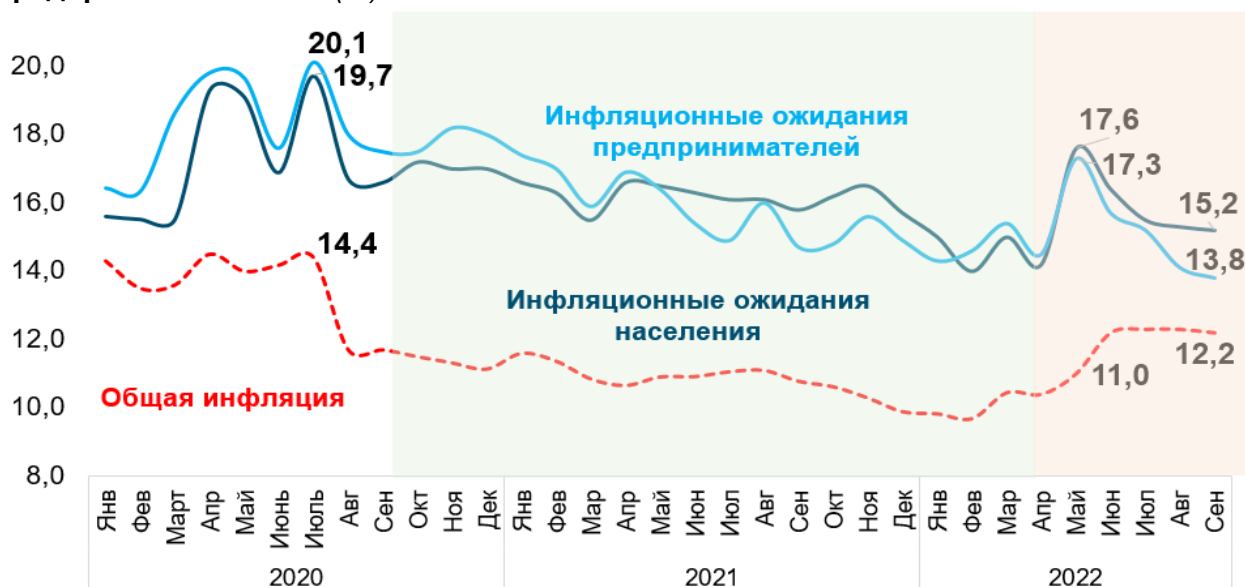


Рис.2.2.9. Объемы денежных поступлений и количество банковских транзакций (млрд сумов)



Рис.2.2.10. Динамика инфляционных ожиданий населения и субъектов предпринимательства (%)



Источник: Расчеты Центрального банка

В июне инфляционные ожидания населения и предпринимателей выросли до **17-18%**, а их разница с общим уровнем инфляции достигла **5-6 п.п.** (Рис. 2.2.10).

Рост инфляционных ожиданий создавал повышательное давление на внутренние цены, и его вклад в базовую инфляцию в первом полугодии составил **3,4-3,5 п.п.**

В ближайшие периоды ожидается смягчение влияния внешнего повышательного давления на внутренние цены. Это, в среднесрочной перспективе, послужит стабилизации инфляционных ожиданий и снижению факторов, повышающих инфляцию.

Более значительный, чем ожидалось, фискальный дефицит создает дополнительные факторы спроса.

Ранее прогнозировалось, что **фискальный дефицит** в текущем году уменьшится и к концу года составит около **3%**. Рост государственных социальных и инвестиционных расходов в течение года показывает, что фискальный дефицит составит **4-4,5%** к ВВП.

В условиях неполного исчерпания стимулирующих эффектов фискального дефицита предыдущих лет, увеличение государственных расходов также и в текущем году будет служить дополнительным стимулирующим фактором потребительского спроса (Приложение 2).

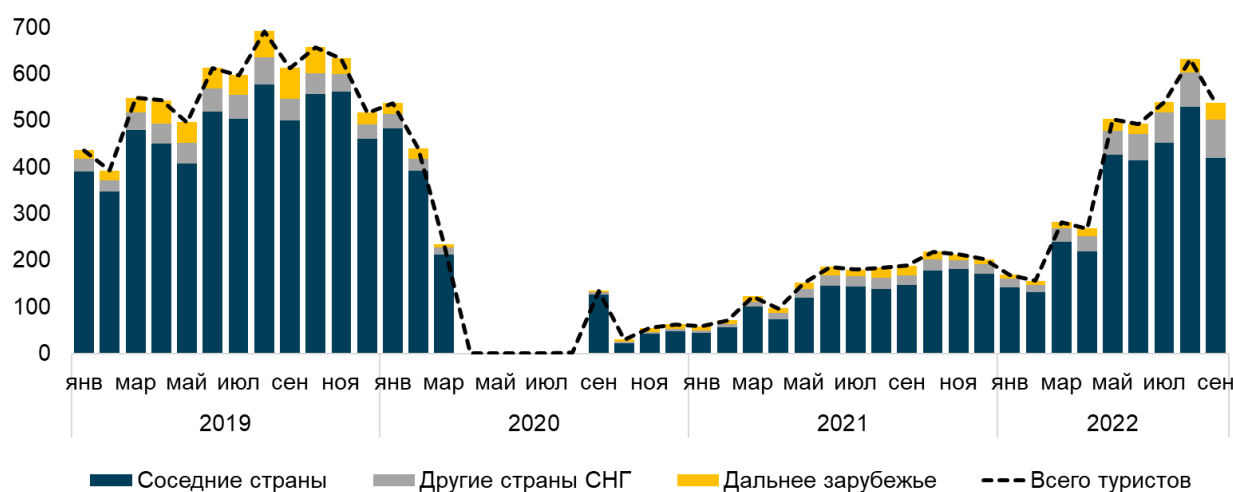
Увеличение потока туристов с марта, послужило росту потребительского спроса в некоторых отраслях.

В период после пандемии, высокими темпами восстанавливается туристический поток в нашу страну.

По официальным данным, в январе-сентябре нашу страну посетили около **3,6 млн** туристов, и поток туристов увеличился в **2,9 раза** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (около 1,2 млн в январе-сентябре 2021 года).

В свою очередь, восстановление турпотока в краткие сроки после пандемии, послужит фактором поддержки внутреннего потребительского спроса.

Рис.2.2.11. Количество туристов посетивших Узбекистан (тыс. чел.)



Источник: Данные Министерства туризма и культурного наследия

Врезка 5

Изменение климата и его влияние на экономики стран мира

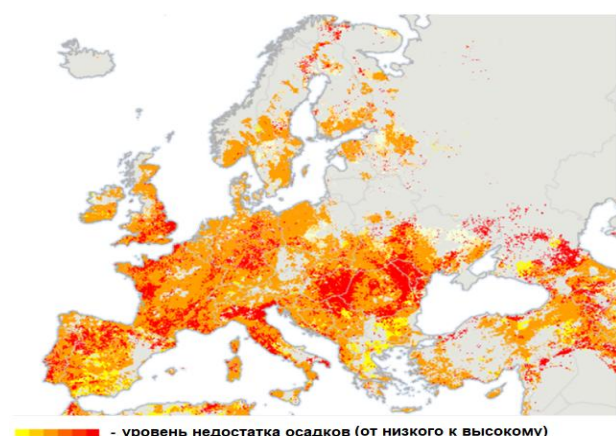
Экстремальные погодные условия, вызванные изменением климата, сдерживают экономическую активность во всем мире и подпитывают инфляционные процессы.

Неблагоприятные погодные условия привели к гибели посевов и снижению урожайности, отключениям в энергоснабжении и нарушению работы транспортной инфраструктуры. В свою очередь, сокращение производства и совокупного предложения в результате ухудшения погодных условий способствует росту цен.

В текущем году, в ряде регионов крупнейших экономик мира (США, Евросоюза, Китая) наблюдаются процессы сильной засухи.

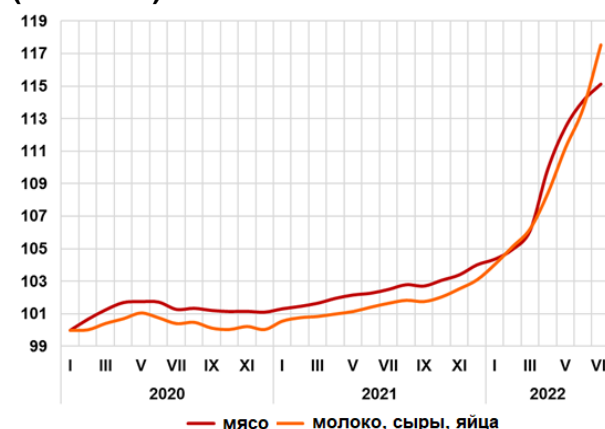
Евросоюз. Уменьшение количества осадков и высокая температура воздуха в Европе (Рис.5.1) нанесли серьезный вред сельскому хозяйству. В частности, снижение урожайности зерновых и кормовых культур для животноводства привело к сокращению поголовья скота и росту цен на мясную и молочную продукцию (Рис.5.2). В частности, за семь месяцев текущего года мясная продукция подорожала на 10,7%, молоко, сыр и яйца – на 14% (в 2021 году цены на данную продукцию увеличились на 2,9% и 3,1% соответственно). Начало роста цен в основном совпадает с маем месяцем, - периодом, когда в регионе начиналась засуха.

Рис.5.1. Уровень засухи в Европе (конец июля 2022 года)



Источник: European Drought Observatory

Рис.5.2. Изменение цен мясных и молочных продуктов в Европе (2020=100)



Источник: Евростат

Кроме того, обмеление рек Европы и значительное сокращение выработки электроэнергии, необходимой для промышленного производства, оказали негативное влияние на экономическую активность, в том числе в энергетическом секторе, придав вторичный импульс росту цен.

Китай. В августе текущего года многие крупные заводы в китайской провинции Сычуань (регион является крупнейшим в мире поставщиком полупроводников, лития, и аккумуляторов для электромобилей) были закрыты из-за сильной жары. В августе производство электроэнергии на гидроэлектростанциях сократилось более чем вдвое, с 900 млн кВт*ч в сутки до 440 млн кВт*ч.

Экстремальные погодные условия оказали большое давление на энергосистему страны, а частичные отключения помогли снизить пиковые нагрузки.

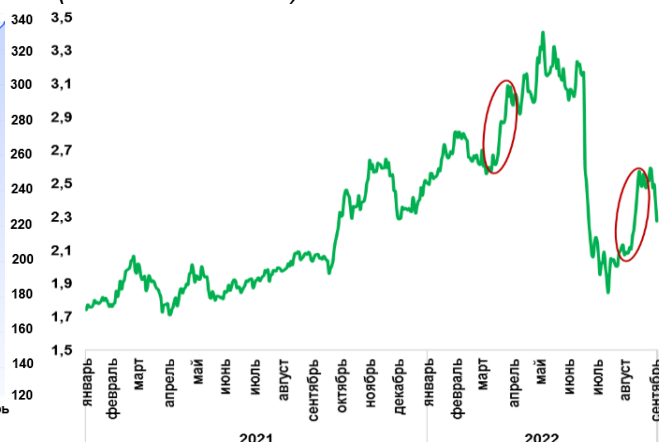
Вместе с тем, нехватка гидроэнергетических мощностей вынуждает страну сжигать больше угля⁹ для удовлетворения спроса на электроэнергию. Эта ситуация становится одной из основных причин роста спроса и цен на уголь (вместе с увеличением использования угля в Европе) (Рис.5.3).

Рис.5.3. Цена угля
(долл. США за тонну)



Источник: tradingview.com

Рис.5.4. Цена хлопка
(долл. США за кг)



Источник: Всемирный банк

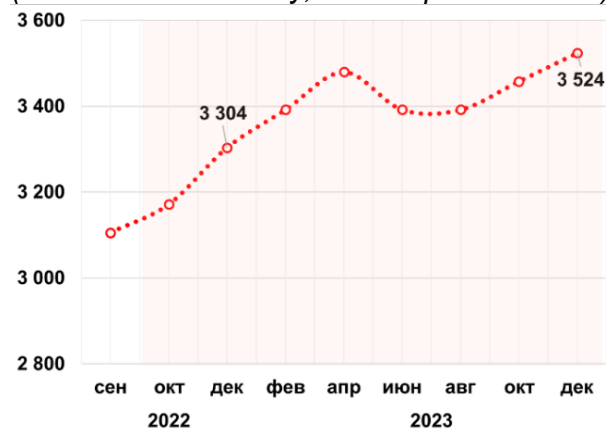
США. По данным Американской федерации фермерских бюро, 60% обширной территории США, на которой находится большинство хлопковых полей, 80% производства пшеницы и 75% мясных ферм, в этом году испытывают сильную засуху. В течение 2022 года на фоне сообщений о высоких температурах дважды (в марте и августе) наблюдался значительный рост цен на хлопок (Рис.5.4). Кроме того, также выросли фьючерсы на пшеницу и говядину (Рис.5.5, 5.6).

Рис.5.5. Фьючерсы на пшеницу
(долл. США за тонну, сентябрь 2022 года)



Источник: investing.com

Рис.5.6. Фьючерсы на говядину
(долл. США за тонну, сентябрь 2022 года)



Изменение климата существенно влияет на все отрасли экономики, особенно на сельское хозяйство. В последнее время цены на продовольственные товары из-за частых изменений погоды становятся все более волатильными, что затрудняет прогнозирование инфляции.

⁹ Выбросы парниковых газов при сжигании угля вносят наибольший вклад в изменение климата, и отказ от угля в мире имеет решающее значение для достижения глобальных целей в области климата и дальнейшего поддержания глобальной макроэкономической стабильности.

2.3. Анализ денежно-кредитных условий и инструментов

В 2022 году в экономике под влиянием внешней экономической ситуации формировался разный уровень жесткости денежно-кредитных условий. В целях снижения влияния внешних рисков на экономику страны в условиях сложившейся в феврале внешней геополитической ситуации, в марте основная ставка ЦБ была повышена до **17%** годовых и были обеспечены «жесткие» денежно-кредитные условия.

Такие денежно-кредитные условия позволили устранить **резкие колебания** курса национальной валюты на фоне временного сокращения потоков иностранной валюты (в виде денежных переводов, экспортная выручки) и резкого роста девальвационных ожиданий населения в марте, а также снизить долларизацию сбережений за счет повышения привлекательности активов в национальной валюте.

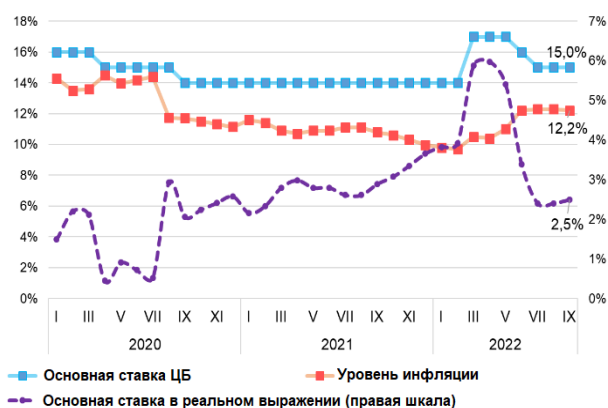
Макроэкономические показатели, сформировавшиеся во втором квартале текущего года, характеризуются более низким, чем ожидалось влиянием внешних рисков, а также резким увеличением объема денежных переводов и экспортной выручки.

Исходя из этого, в связи с невозникновением некоторых возможных инфляционных факторов в июне-июле, основная ставка Центрального банка была снижена до **15%**. При этом обеспечивается формирование **положительной** реальной процентной ставки в размере **2-3%**, что служит поддержанию «умеренно жестких» денежно-кредитных условий в экономике. (Рис.2.3.1).

Решения об изменении основной ставки, в свою очередь, влияют на соответствующее изменение процентных ставок на межбанковском денежном рынке через инструменты операционного механизма.

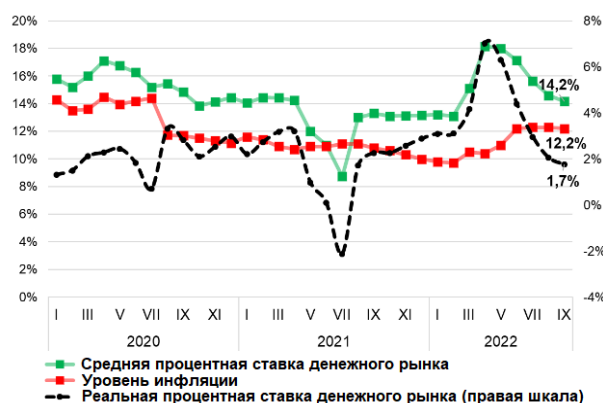
В частности, в связи с повышением основной ставки в марте и временным снижением общей ликвидности, средние процентные ставки на денежном рынке в апреле выросли до **18,2%**, на фоне увеличения ликвидности банковской системы и двух снижений основной ставки в последующие месяцы, в сентябре процентные ставки снизились до **14,2%** (Рис.2.3.2).

Рис.2.3.1. Динамика основной ставки Центрального банка



Источник: Расчеты Центрального банка

Рис.2.3.2. Процентные ставки межбанковского денежного рынка



В свою очередь, процентные ставки на денежном рынке переходят в процентные ставки по депозитам и кредитам в экономике и отражаются в решениях экономических субъектов. В частности, процентные ставки по срочным депозитам населения в национальной валюте выросли с **20,2%** в начале года до **21,8%** в августе. В связи с несколько ускорившимися инфляционными процессами в экономике реальные процентные ставки по данным депозитам снизились с **9,5%** в начале года до **7,8%** в августе (Рис.2.3.3).

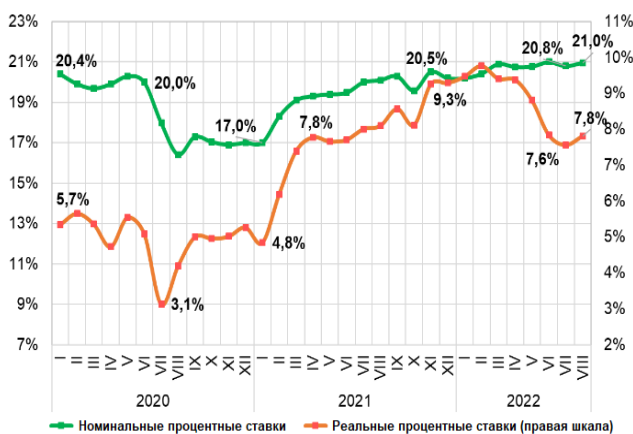
Следует отметить, что реальные процентные ставки по **срочным депозитам в национальной валюте** формируются на положительном уровне 4-5% по сравнению с **инфляционными ожиданиями (15-16%)** населения на ближайшие 12 месяцев. На сегодняшний день такая ситуация способствует значительному увеличению объема депозитов населения в национальной валюте.

В частности, срочные депозиты населения в национальной валюте в 2021 году увеличились в **1,7 раза**, а за 9 месяцев 2022 года – на **36%**.

В первом полугодии 2022 года процентные ставки по **кредитам в национальной валюте** также показали тенденцию незначительного роста в связи с повышением основной ставки Центрального банка. В августе процентные ставки по кредитам физических лиц в национальной валюте были равны **22,7%**, а по кредитам юридических лиц в национальной валюте **21,9%** (Рис.2.3.4).

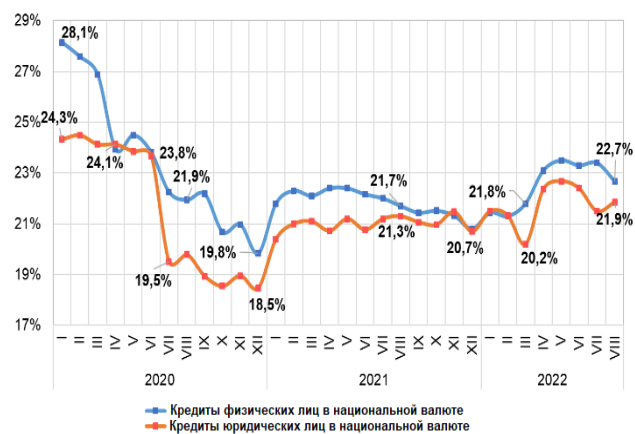
Решения по основной ставке влияют на процентные ставки по депозитам и кредитам в экономике с **определенной задержкой** (в международной практике эта задержка составляет 2-6 кварталов). По этой причине можно также ожидать, что влияние снижения основной ставки в июне-июле на процентные ставки по кредитам проявится в ближайшие кварталы и процентные ставки по кредитам в национальной валюте снизятся.

Рис.2.3.3. Процентные ставки по срочным депозитам населения в национальной валюте



Источник: Расчеты Центрального банка

Рис.2.3.4. Процентные ставки по кредитам в национальной валюте



Наряду с принятием решений по основной ставке, Центральный банк осуществляет приведение механизмов денежно-кредитной политики в соответствие стандартам режима инфляционного таргетирования, внося соответствующие изменения в **денежно-кредитные операции** в условиях повышения общей ликвидности банковской системы.

Предел максимальной доходности по облигациям Центрального банка с марта текущего года был повышен до **верхней границы процентного коридора**. Данное решение объясняется тем, что Центральный банк в основном контролирует цену краткосрочной ликвидности, а более долгосрочные процентные ставки формируются исходя из **макроэкономических ожиданий** участников рынка на следующий период, и Центральный банк должен быть **«ценополучателем»** (“price taker”) по долгосрочным процентным ставкам. По облигациям Центрального банка, выпущенным в обращение после этого решения, наблюдалось повышение доходности.

Также, начиная с марта депозитные аукционы, используемые для привлечения ликвидности, проводились в форме операций **«полного размещения с фиксированной процентной ставкой»** (“fixed-rate full-allotment”). То есть депозитные аукционы проводятся в неограниченном объеме, на основе спроса банков и по основной ставке Центрального банка.

В результате повышается эффективность депозитных аукционов, по передаче решений по основной ставке в банковскую систему и в последующем на процентные ставки в

экономике, как основного инструмента управления ликвидностью.

Для создания удобств коммерческим банкам в управлении ликвидностью в течение периода хранения обязательных резервов, начиная с июля текущего года, данные аукционы были преобразованы в **еженедельные аукционы**, проводимые **один раз в неделю**, по четвергам.

Среднемесячный лимит по облигациям Центрального банка также увеличен с **15 трлн** сумов в начале года до **25 трлн** сумов на сегодняшний день, и в условиях текущей растущей динамики общей ликвидности банковской системы принимаются меры по эффективному привлечению ликвидности **более долгосрочными инструментами** и минимизации таким образом влияния монетарных факторов на инфляцию.

В целях привлечения образовавшейся дополнительной ликвидности на более длительный срок за 9 месяцев 2022 года были выпущены в обращение облигации Центрального банка на общую сумму **69,2 трлн** сумов. По состоянию на 1 октября текущего года остаток облигаций Центрального банка в обращении достиг **16,5 трлн** сумов.

В целом в 2022 году Центральный банк активно использует краткосрочные инструменты денежно-кредитной политики для регулирования общего уровня ликвидности. Объемы этих операций были связаны с состоянием ликвидности банковской системы и уровнем выполнения коммерческих банков установленных нормативов.

Спрос на инструменты управления ликвидностью Центрального банка был

связан с динамикой общей ликвидности в банковской системе.

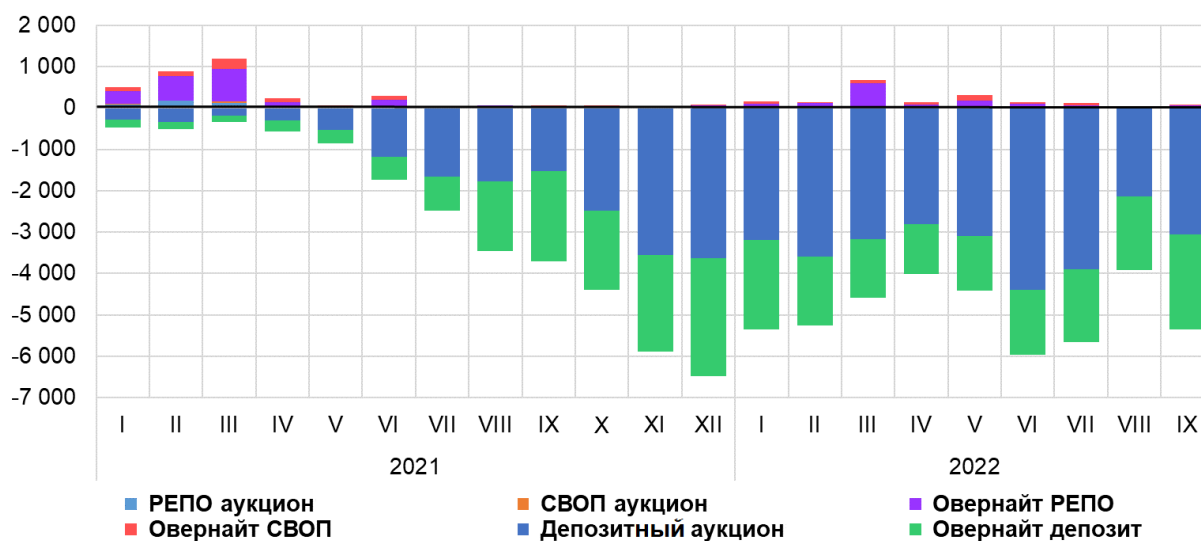
В первом квартале текущего года в связи с сезонным сокращением государственных расходов и внешними рисками, имевшими место в марте, спрос на операции по привлечению ликвидности несколько снизился, а в марте возникал спрос на операции овернайт РЕПО и СВОП по предоставлению ликвидности.

Начиная с апреля, в условиях уравнивания общего объема ликвидности и возрастания влияния повышающих ликвидность факторов, спрос на операции овернайт РЕПО и СВОП сформировался на минимальном уровне, а спрос на

деPOSITНЫЕ операции увеличился (Рис.2.3.5).

Следует отметить, что в связи с активным продолжением структурных реформ в экономике и улучшением инвестиционной среды ожидается увеличение притока иностранной валюты в страну, а на фоне сохранения общего фискального дефицита прогнозируется увеличение объема дополнительной ликвидности в банковской системе в ближайшие годы. Это, в свою очередь, будет причиной увеличения объемов операций Центрального банка по привлечению ликвидности.

Рис.2.3.5. Динамика остатка краткосрочных денежно-кредитных операций Центрального банка (среднедневной остаток в течении месяца, млрд сумов)



Источник: Расчеты Центрального банка

2.4. Изменения на внутреннем валютном рынке

В январе-сентябре 2022 года ситуация на внутреннем валютном рынке формировалась на фоне внешних рисков и **девальвационных ожиданий** экономических субъектов, а также значительного увеличения **валютных потоков** в страну (в виде денежных переводов, экспортных поступлений и банковских депозитов).

В частности, в первые два месяца года **спрос на внутреннем валютном рынке превышал предложение**. В основном это объясняется значительным увеличением бюджетных расходов на инвестиционные проекты со стороны Министерства финансов в последний месяц 2021 года и направлением большей части этих средств на валютный рынок.

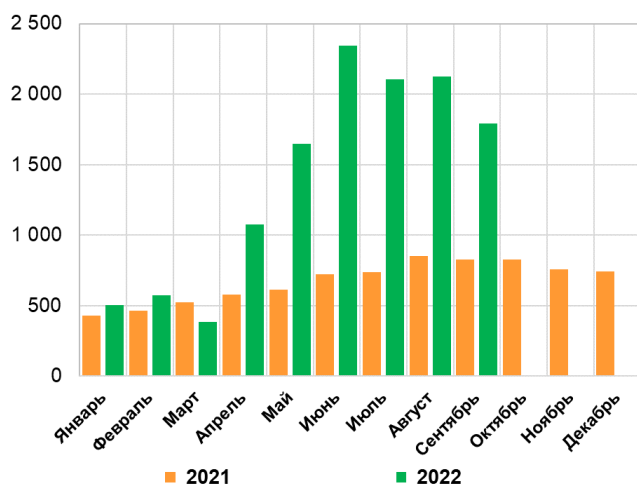
В условиях внешней **геополитической напряженности** и высокого уровня неопределенности в отношении внешних рисков, возникнувших в конце февраля, как у населения, так и у субъектов предпринимательства наблюдалось усиление девальвационных ожиданий,

резко возрос спрос на иностранную валюту. При этом население переводило часть своих сбережений из национальной в иностранную валюту.

В этой ситуации объем **интервенций** Центрального банка на внутреннем валютном рынке был существенно расширен, а основная ставка увеличена на **3 процентных пункта**. Интервенции способствовали снижению **девальвационных ожиданий** за счет полного удовлетворения спроса, а повышение процентных ставок способствовало замедлению процесса перевода депозитов в иностранную валюту за счет повышения привлекательности активов в национальной валюте.

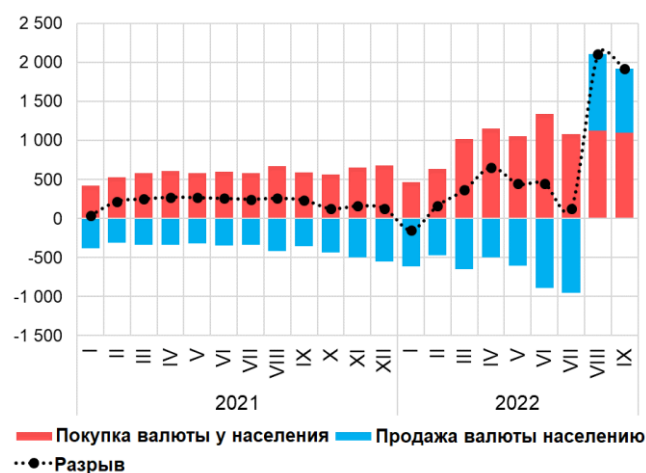
С апреля, в связи со значительным увеличением поступления иностранной валюты на внутренний рынок, не проявлялись ожидаемые негативные последствия рисков и отмечены высокие тенденции роста валютных потоков в страну.

Рис.2.4.1. Динамика международных денежных переводов
(млн долл. США)



Источник: Расчеты Центрального банка

Рис.2.4.2. Валютные операции с населением
(млн долл. США)



В частности, после снижения в марте, с апреля наблюдался значительный рост объема **международных денежных переводов**. За 9 месяцев 2022 года общий объем трансграничных переводов достигнув **12,6 млрд** долларов, увеличился в **2,2 раза** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, что стало фактором поддержки предложения на валютном рынке (Рис.2.4.1.).

Также положительные тенденции стали отмечаться в **валютных операциях** коммерческих банков с населением. С апреля на фоне уравнивания курса сума наблюдается увеличение объема продаж иностранной валюты населением банкам.

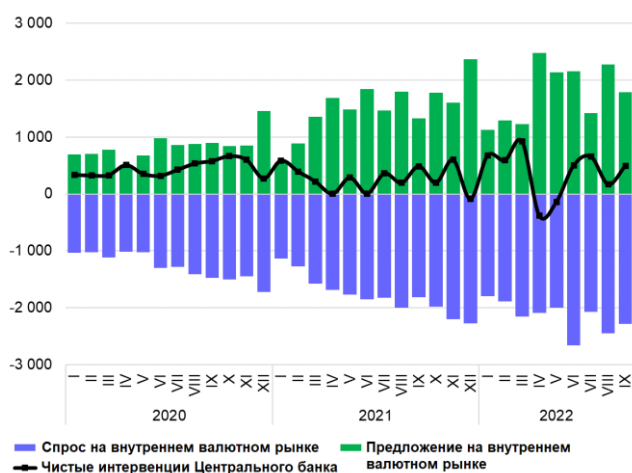
За последние 9 месяцев 2022 года положительная разница между продажей и покупкой иностранной валюты населением составила **2,5 млрд** долларов, что стало одним из основных факторов, поддерживающих предложение на внутреннем валютном рынке и обеспечивающих баланс обменного курса (Рис.2.4.2).

Динамика спроса и предложения на внутреннем валютном рынке также формировалась под влиянием вышеперечисленных факторов, и в марте наблюдалось временное увеличение разрыва спроса и предложения.

С апреля с укреплением сума резко увеличился и объем предложения. С учетом валютных операций Правительства, Центральный банк участвовал на внутреннем валютном рынке в качестве **«чистого покупателя»** (“net purchaser”) в апреле-мае и осуществлял интервенции по покупке избыточного предложения (Рис.2.4.3).

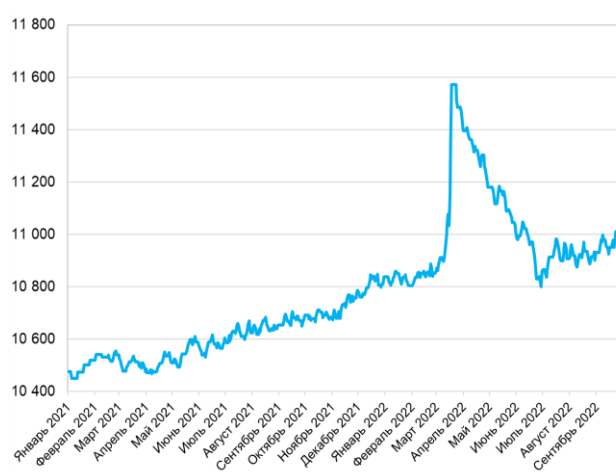
Курс сума к доллару США по состоянию на 18 марта с начала года на фоне внешних рисков ослабился на **6,8%**, а затем в последующие месяцы сум **укрепился** за счет принятых мер и увеличения предложения иностранной валюты, и по состоянию на 1 октября уровень ослабления курса по сравнению с началом года составляет **1,6%** (Рис.2.4.4).

Рис.2.4.3. Динамика спроса и предложения на внутреннем валютном рынке (млн долл. США)



Источник: Расчеты Центрального банка

Рис.2.4.4. Динамика обменного курса национальной валюты к доллару США



В среднесрочной перспективе можно ожидать снижение волатильности курса национальной валюты на фоне активного осуществления структурных изменений, за счет увеличения валютных потоков в страну.

Центральный банк продолжит политику **«свободно плавающего» валютного курса** в рамках режима инфляционного таргетирования и будет осуществлять интервенции на внутреннем валютном рынке исходя из принципа **«нейтральности золотовалютных резервов»**, который действует с 2018 года.

Также, Центральный банк активно продолжает принимать системные меры по дальнейшему совершенствованию внутреннего валютного рынка, повышению роли коммерческих банков в определении валютного курса, расширению набора валютных инструментов.

В частности, в последнем квартале 2021 года в целях постоянного обеспечения ликвидности на внутреннем валютном рынке был введен институт **маркет-мейкеров**, а также повышена активность банков в качестве «маркет-мейкеров» и их роль в определении валютного курса.

При этом, четко определены **преимущества и обязательства** коммерческих банков, получивших статус маркет-мейкера. Сегодня в качестве маркет-мейкеров на внутреннем валютном рынке действуют **2 коммерческих банка**.

В целях дальнейшего совершенствования осуществления

операций с иностранной валютой на внутреннем валютном рынке, в том числе организации рыночной деятельности на основе **высоких стандартов** со стороны участников рынка, Центральным банком Республики Узбекистан совместно с коммерческими банками разработан **«Кодекс этики на внутреннем валютном рынке»** и все коммерческие банки внедрили его на практике.

Данный кодекс является основой стабильной работы участников внутреннего валютного рынка и представляет собой совокупность универсальных норм, сформированных для честной и беспристрастной работы с учетом законных прав и интересов всех заинтересованных сторон.

На сегодняшний день, в целях дальнейшего развития внутреннего валютного рынка и смягчения влияния внешних шоков, которые могут негативно сказаться на финансовом положении предпринимателей, и **хеджирования валютных рисков**, завершается работа по созданию онлайн платформы, позволяющей осуществлять торговлю **деривативными инструментами** (валютные фьючерсные контракты) между банками.

Развитие **межбанковского рынка валютных фьючерсов**, в свою очередь, создает возможность предоставления коммерческими банками хозяйствующим субъектам новых видов **деривативных продуктов** (валютных форвардных и своп контрактов).

Врезка 6

Уровень долларизации в банках и меры по его снижению

Уровень долларизации кредитов и депозитов остаётся высоким и на конец сентября текущего года составил **46%** и **38%** соответственно. Высокий уровень долларизации экономики снижает **эффективность денежно-кредитной политики** в достижении конечной цели стабилизации цен.

Уровень долларизации кредитов

Причинами сохранения высокого уровня долларизации кредитов являются **относительно большой спрос на кредиты в иностранной валюте** со стороны частных и государственных предприятий, **преобладание доли внешних источников финансирования** в кредитовании экономики, **отсутствие инструментов хеджирования** (Рис.6.1).

В последние полтора года снижается уровень долларизации кредитов (с **43%** в апреле 2021 года до **39%** в сентябре текущего года) без учета изменений валютного курса. В основном это связано с **определёнными трудностями в привлечении банками внешних ресурсов** в результате повышения процентных ставок на мировых финансовых рынках в ответ на глобальный рост цен и усиление инфляционных рисков.

Вместе с тем, возрастает значение внутренних депозитов как источника финансирования кредитов. В частности, в последние 2 года, темпы роста депозитов формируются на более высоком уровне, чем темпы роста кредитов. Это, в свою очередь, снижает **уязвимость банков к внешним рискам**, повышает диверсификацию источников финансирования и обеспечивает наличие у банков относительно стабильной внутренней ресурсной базы.

Уровень долларизации депозитов

Ограничения валютной политики в предыдущие периоды, **определённое недоверие населения к национальной валюте**, **относительно высокий уровень инфляции**, а также отсутствие альтернативных сберегательных инструментов обусловили высокую степень долларизации депозитов в банках (Рис.6.2).

Рис.6.1. Уровень долларизации кредитов

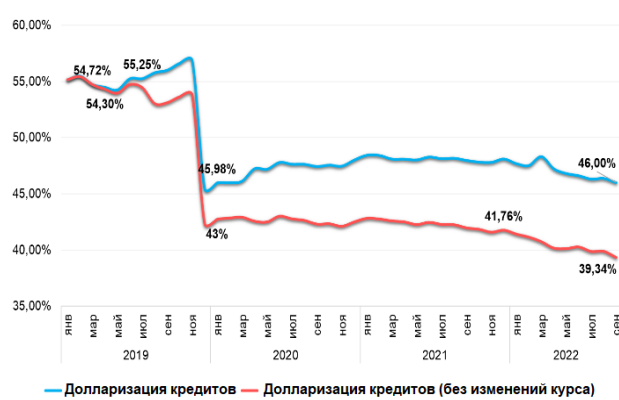
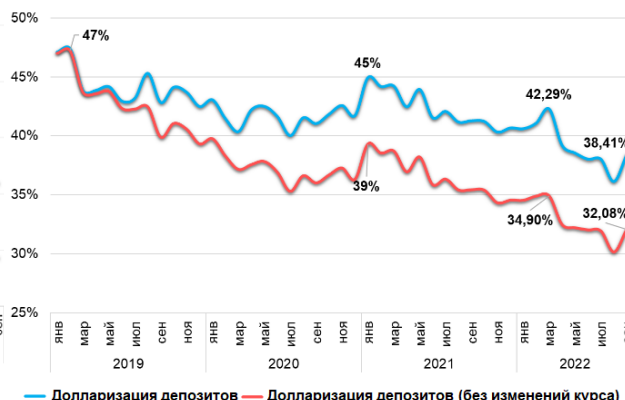


Рис.6.2. Уровень долларизации депозитов



Источник: Расчеты Центрального банка

Обеспечение относительно **высоких реальных процентных ставок** в экономике в последние годы (Рис.6.3), стабильность курса национальной валюты и высокие процентные ставки, предлагаемые банками по депозитам в национальной валюте, служат увеличению депозитов в национальной валюте (Рис.6.4).

При этом **относительно высокие обязательные резервные требования по депозитам в иностранной валюте** (18% по депозитам в иностранной валюте) и другие меры привели к снижению долларизации депозитов в банковской системе с 45% в январе 2021 года до **38,4%** на конец сентября текущего года.

Следует отметить **относительно высокую чувствительность** валютных депозитов физических лиц к краткосрочным колебаниям обменного курса. В частности, обесценение сума по отношению к доллару США на **5,2%** в первом квартале текущего года увеличило долларизацию депозитов физических лиц с 34% до **37%**. Однако в марте 2022 года на фоне повышения основной ставки Центрального банка до 17% и, как следствие, укрепления курса национальной валюты, в сентябре долларизация депозитов населения снизилась до **32,1%**.

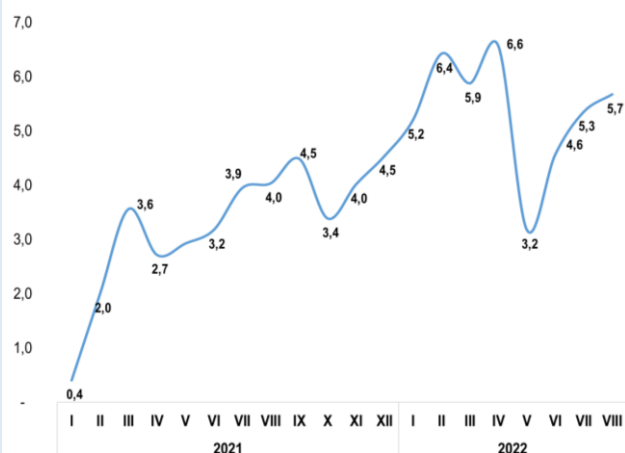
В среднесрочной перспективе ожидается снижение долларизации депозитов и увеличение объема сбережений, поступающих в банковскую систему в национальной валюте, за счет сохранения положительных реальных процентных ставок по депозитам в национальной валюте, стабильности валютного курса и мер реализуемых для повышения **уровня финансовой грамотности**.

Валютное несоответствие (currency mismatch)

Рост финансового оборота за счет увеличения внешнего долга финансового и корпоративного секторов, а также несбалансированность структуры валютных активов и обязательств приводит к увеличению концентрации валютных рисков в банковской системе.

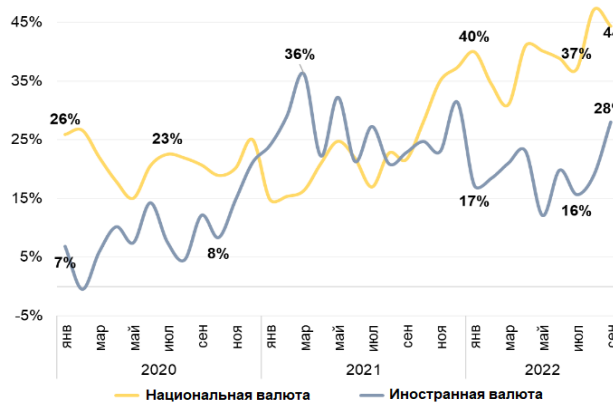
По итогам второго квартала текущего года уровень долларизации активов и обязательств коммерческих банков составлял **49%** и **51%** соответственно.

Рис.6.3. Реальные процентные ставки¹⁰ по срочным депозитам населения в национальной валюте



Источник: Расчеты Центрального банка

Рис.6.4. Изменение депозитов населения (годовое, %)



¹⁰Рассчитывается на основе инфляционных ожиданий населения на ближайшие 12 месяцев. Растущая динамика показателя, повышает привлекательность срочных депозитов в национальной валюте.

В течении последних 4 лет установленные лимиты по **открытой валютной позиции**¹¹ сыграли важную роль в сбалансировании соотношения валютных требований и обязательств коммерческих банков. В то же время основную часть валютных требований банков составляют требования к корпоративному сектору (около 40% от общего объема активов в иностранной валюте). Неполная защита данного сектора от возможных курсовых колебаний может привести к увеличению рисков платежеспособности и ликвидности в банковской системе в будущем.

Кроме того, снижение притока иностранных кредитных линий вкупе с политикой фискальной консолидации может вызвать дефицит финансовых ресурсов в экономике, что **требует усиления мер по расширению депозитной базы и сокращению участия государства в банковской системе.**

Меры по снижению уровня долларизации

Указом Президента Республики Узбекистан № УП-5992 от 12 мая 2020 года «О стратегии реформирования банковской системы Республики Узбекистан на 2020-2025 годы» установлено создание макроэкономических условий для снижения иностранной валюты в активах и обязательствах банков, а также внедрение ограничений на виды кредитов, выдаваемых в иностранной валюте.

Банкам законодательно запрещено выдавать кредиты в иностранной валюте физическим лицам. Основой данного решения является то, что расчеты по любым видам торговли и услуг внутри страны производятся в национальной валюте. Кроме того, кредиты в иностранной валюте не предоставляются населению в связи с его высокой **чувствительностью** к изменениям валютного курса.

Также для снижения уровня долларизации активно используется инструмент **обязательного резервирования**. При этом был установлен **18%** норматив обязательных резервов, формируемых банками по валютным депозитам. В то же время в связи с тем, что иностранные кредитные линии и прочая кредиторская задолженность банков не включаются в базу обязательных резервов, влияние этого инструмента на снижение долларизации кредитов и обязательств банков остается относительно низким.

В среднесрочной перспективе по **мере снижения уровня инфляции** под влиянием принимаемых в рамках режима инфляционного таргетирования мер, будет соответственно снижена основная ставка Центрального банка. В результате ожидается **снижение процентных ставок по кредитам** в экономике и, как следствие, снижение долларизации кредитов.

Кроме того, создается межбанковский **рынок валютных фьючерсов**, который позволяет банкам выдавать кредиты в национальной валюте за счет ресурсов, привлеченных в иностранной валюте, через управление валютными рисками.

Практика последовательного использования инструментов денежно-кредитной и макропруденциальной политики для снижения уровня долларизации банковской системы создаст условия для постепенного снижения уровня долларизации в среднесрочной перспективе и, как следствие, повышения эффективности денежно-кредитной политики.

¹¹**Открытая валютная позиция** – валютная позиция в ситуации несовпадения требований банка в иностранной валюте его обязательствам в иностранной валюте.

III. НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2023-2025 ГОДЫ

Меры реализуемые в области развития денежно-кредитной политики	
Совершенствование инструментов операционного механизма	Полная отмена существующих ограничений по доходности при выпуске облигаций Центрального банка и достижение того, чтобы Центральный банк стал «ценополучателем» (price taker) при формировании цен более долгосрочной ликвидности
	Внедрение «внутридневных кредитных операций» Центрального банка (intraday credit facility) и предоставление беспроцентных кредитов банкам под залог в течение дня
	Использование при необходимости операций «тонкой настройки» (в частности, в последний день периода хранения обязательных резервов) исходя из общей ситуации с ликвидностью и возможностей банков по управлению ликвидностью
Повышение потенциала прогнозирования ликвидности банковской системы	Совершенствование системы дневного прогнозирования ликвидности и активное использование ее результатов при планировании параметров денежно-кредитных операций
	Прогнозирование влияния на ликвидность операций через Единый казначейский счет (ЕКС) и налично-денежных операций с использованием эконометрических моделей при совершенствовании системы дневного прогнозирования ликвидности
	Разработка «долгосрочной стратегии управления ликвидностью» с участием экспертов Европейского банка реконструкции и развития и консалтинговой компании «OG Research» (Чехия)
Расширение возможностей использования показателей бенчмарка денежного рынка	Внедрение бенчмарк ставок при предоставлении банковских услуг с переменной процентной ставкой в сотрудничестве с Европейским банком реконструкции и развития
	Формирование кривой доходности государственных ценных бумаг и развитие вторичного рынка государственных ценных бумаг
Направления совершенствования коммуникаций денежно-кредитной политики	Увеличение количества и качества коммуникационных инструментов денежно-кредитной политики
	Расширение каналов передачи информации, обеспечение непрерывности потока информации и оценка влияния принимаемых решений на получателей информации
	Изучение передового зарубежного опыта повышения эффективности коммуникаций денежно-кредитной политики, участие в международных рейтингах в области коммуникационной политики
	Анализ эффективности коммуникаций денежно-кредитной политики, изучение общественного мнения и сдерживание инфляционных ожиданий
Направления развития прогнозно-аналитического потенциала	Краткосрочное прогнозирование инфляции в разрезе различных групп и совершенствование многофакторной модели BVAR
	Прогнозирование онлайн-инфляции на основе системы онлайн мониторинга цен - разработка проекта e-CPI
	Реализация очередного этапа проекта разработки Динамической стохастической модели общего равновесия (DSGE) при содействии Центрального банка Швейцарии. Улучшение процессов принятия решений на основе прогнозов
	Анализ равновесной (нейтральной) реальной процентной ставки и реального обменного курса в экономике Узбекистана для оценки реальных денежно-кредитных условий в процессе принятия решений
	Изучение перспектив использования алгоритмов искусственного интеллекта и машинного обучения на основе больших данных (Big Data) в прогнозировании макроэкономических показателей

3.1. Меры по дальнейшему развитию операционного механизма денежно-кредитной политики

В ближайшие годы Центральный банк продолжит активную работу по приведению операционного механизма и инструментов денежно-кредитной политики в соответствие стандартам **режима инфляционного таргетирования**.

В этом направлении в 2023-2025 годах планируется реализовать ряд системных мер, таких как дальнейшее совершенствование операционного механизма, повышение потенциала прогнозирования ликвидности банковской системы, развитие инфраструктуры рынка межбанковского РЕПО, повышение роли банков в управлении ликвидностью и ценообразовании.

Реализация этих мер, в свою очередь, послужит повышению эффективности перехода принимаемых решений в области денежно-кредитной политики на межбанковский денежный рынок и через него на процентные ставки в экономике, а также **повышению действенности процентного канала трансмиссионного механизма**.

1. Совершенствование инструментов операционного механизма. Доходность облигаций Центрального банка формируется вблизи верхней границы процентного коридора Центрального банка. Это может привести к недопониманию сигналов о решениях денежно-кредитной политики. Поэтому планируется **поэтапно увеличивать** долю депозитных аукционов в управлении общей ликвидностью в среднесрочной перспективе.

В свою очередь, одной из основных задач является **полная отмена существующих ограничений** по доходности при выпуске облигаций Центрального банка и достижение того, чтобы Центральный банк стал **«ценополучателем»** (“price taker”) при формировании цены более долгосрочной ликвидности.

В марте текущего года в качестве первого шага в этом направлении был повышен до верхней границы процентного коридора предел доходности по облигациям Центрального банка, а в дальнейшем предполагается полностью отказаться от этого предела и добиться ценообразования на основе **макроэкономических ожиданий** участников рынка.

Сохранение данного лимита на сегодняшний день направлено на **предотвращение арбитражной ситуации**, и планируется отмена данных лимитов по мере повышения эффективности управления ликвидностью банков.

Вместе с тем, планируется внести изменения в **овернайт операции** Центрального банка, которые осуществляются по границам процентного коридора. Сегодня эти операции проводятся с 10:00 до 16:00. Принимая во внимание, что банковский платежный день, как правило, до 17:00 (*в некоторые дни платежный день может быть продлен*), в среднесрочной перспективе предусмотрено обеспечить, чтобы окно операций овернайт оставалось **открытым еще в течение 30 минут**

после окончания банковского платежного дня.

В настоящее время операции на межбанковском денежном рынке открыты до конца банковского расчетного дня. Также планируется обеспечение продолжения работы этого рынка в течении **15 минут после окончания банковского расчетного дня.**

Для коммерческих банков после окончания платежного дня появится возможность перераспределить общую ликвидность на денежном рынке, а затем обратиться к овернайт операциям Центрального банка, что значительно повысит эффективность управления ликвидностью.

На данный момент также важно обеспечить, чтобы операции банков овернайт на денежном рынке проходили в форме **«реального овернайт»** и возвращались в начале следующего банковского рабочего дня.

На сегодняшний день операции «овернайт» на денежном рынке осуществляются на основе взаимного соглашения банков, и в большинстве случаев они возвращаются в любое время в течение 24 часов. Это приводит к тому, что эти операции отличаются от операций с ликвидностью Центрального банка.

В свою очередь, Центральный банк может рассмотреть возможность введения «внутридневных кредитных операций» (“intraday credit facility”) и выдачи **беспроцентных кредитов под залог** в течение дня. Это послужит предотвращению перебоев с ликвидностью в банках и обеспечению непрерывности работы платежной системы.

С введением внутридневных кредитных операций банки смогут возвращать депозиты овернайт на денежном рынке в начале следующего банковского дня.

Кроме того, операционный механизм Центрального банка также предусматривает операции **«тонкой настройки»**, которые пока не применялись. Увеличение общей ликвидности банковской системы и неполное использование банками механизма усреднения обязательных резервов, не создали необходимости в проведении этих операций.

В среднесрочной перспективе предусматривается применение операций «тонкой настройки» в случаях, когда это необходимо, исходя из общей ситуации с ликвидностью и возможностей банков по управлению ликвидностью (в частности, в последний день периода расчета по обязательным резервам).

2. Повышение потенциала прогнозирования ликвидности банковской системы. В Центральном банке налажена система **дневного анализа и прогнозирования** ликвидности банковской системы в разрезе автономных факторов, и планируется реализация ряда мер по дальнейшему совершенствованию этих процессов.

Во-первых, поставлена цель по совершенствованию системы **дневного прогнозирования** ликвидности и активное использование ее результатов при планировании **параметров денежно-кредитных операций.**

В данный момент, для определения параметров денежно-кредитных операций в основном используются **месячные прогнозные** показатели, а

отсутствие **дневных прогнозов операций правительства** и других факторов ограничивает возможности **дневного прогнозирования**.

Совершенствование **дневного прогноза** предусматривает **прогнозирование влияния операций** через единый казначейский счет (ЕКС) и **налично-денежных операций** на **ликвидность** с использованием **современных эконометрических моделей** (модель ARIMA). Также будет налажен **постоянный обмен информацией** с Министерством финансов, и особое внимание будет уделено **повышению уровня точности прогнозов ликвидности** в будущем за счет **улучшения качества информации**.

Вместе с тем, Центральный банк работает над **«Долгосрочной стратегией управления ликвидностью»** с участием экспертов Европейского банка реконструкции и развития и консалтинговой компании «OG Research» (Чехия), в которой будет представлена практика **долгосрочного прогнозирования общей ликвидности**.

3. Расширение возможностей использования бенчмарк показателей денежного рынка. За счет совершенствования **бенчмарк**

индикаторов денежного рынка и расширения сферы их практического использования планируется внедрение в банках услуг с **переменной процентной ставки** и расширение возможностей **управления процентным риском**. В июле 2022 года по решению правления Центрального банка были внесены соответствующие изменения в **бенчмарк показатели денежного рынка**. Обновлены ставка и индексы UZONIA.

Планируется **организовать семинары** по практическому применению данных **бенчмарк ставок** при предоставлении **банковских услуг с переменной процентной ставкой** через Рабочую группу по денежному рынку, созданную в сотрудничестве с Европейским банком реконструкции и развития.

Кроме того, в этом направлении поставлена цель формирования в среднесрочной перспективе **кривой доходности** государственных ценных бумаг. При этом облигации Центрального банка будут служить для развития краткосрочной части кривой доходности (до 6 месяцев), а облигации Министерства финансов – для развития более долгосрочной части.

3.2. Направления дальнейшего развития межбанковского рынка РЕПО и рынка государственных ценных бумаг

Совершенствование **денежных рынков**, необходимое для управления **ликвидностью** коммерческих банков, важно для **эффективной работы процентного канала трансмиссионного механизма** денежно-кредитной политики.

На сегодняшний день активно работает **необеспеченный (“unsecured”) межбанковский денежный рынок**. Банки проводят **взаимные депозитные операции** с целью **перераспределения общей ликвидности**.

В связи с отсутствием обеспечения сохраняется кредитный риск в операциях на данном рынке, несмотря на то, что в основном осуществляются операции овернайт.

В целях повышения доверия к межбанковским операциям и снижения **кредитного риска** с марта 2022 года запущена **деятельность рынка межбанковского РЕПО через онлайн платформу**, внедренную Центральным банком на Республиканской валютной бирже.

В настоящее время реализуется ряд мер по совершенствованию рынка межбанковского РЕПО, в частности, по созданию **более удобной инфраструктуры** и запуску **операций в полностью автоматизированном режиме**. В этом направлении планируется наладить сотрудничество с Европейским банком реконструкции и развития и зарубежными центральными банками, использовать передовой зарубежный опыт.

С марта на рынке межбанковского РЕПО было проведено **небольшое количество** операций, но эти операции дают возможность изучить и исправить недостатки в инфраструктурных и операционных процессах.

Ожидается, что создание рынка межбанковского РЕПО повысит эффективность перераспределения общей ликвидности между банками и **усилит действенность процентного канала**.

Следует отметить, что развитие данного рынка будет зависеть от активности рынка государственных ценных бумаг, являющихся залогом, и размера портфеля государственных ценных бумаг, принадлежащего коммерческим банкам.

Для покрытия дефицита государственного бюджета Министерство финансов выпускает государственные облигации различной срочности, а Центральный банк выпускает облигации Центрального банка для управления ликвидностью. Оба вида ценных бумаг служат для банков **залоговым обеспечением** операций РЕПО как с Центральным банком, так и между собой.

Сформировалась высокая доля облигаций Центрального банка в общем объеме государственных ценных бумаг, и это один из основных инструментов управления ликвидностью в условиях текущей избыточной ликвидности.

Постепенное увеличивающийся объем облигаций Министерства финансов в будущем может повысить роль ГЦБ в национальной валюте в покрытии общего фискального дефицита.

В связи с этим в текущем году будут приняты меры по введению операций покупки облигаций Министерства финансов, выпущенных на внутреннем рынке, со стороны **нерезидентов и физических лиц** в национальной валюте.

Также, в настоящий момент действует **первичный рынок** государственных ценных бумаг, а ГЦБ, приобретенные коммерческими банками, удерживаются до погашения без вывода на вторичный рынок.

В ближайшие годы одной из важных задач является **развитие вторичного рынка ГЦБ** и тем самым формирование эффективной **кривой доходности**, отражающей макроэкономические ожидания участников рынка.

3.3. Направления совершенствования коммуникации в области денежно-кредитной политики

Центральный банк принимает соответствующие меры для обеспечения стабильности цен в экономике и снижения уровня инфляции до **показателя таргета**.

Полное донесение сути этих мер до участников рынка через коммуникации денежно-кредитной политики, **повышение их доверия** к проводимой денежно-кредитной политике, положительно отразится на эффективности предпринимаемых практических действий и создаст возможность более быстрого достижения целевых показателей инфляции.

Совершенствование коммуникаций денежно-кредитной политики осуществляется по следующим направлениям.

I. Увеличение количества и повышение качества коммуникационных инструментов денежно-кредитной политики

На сегодняшний день в рамках коммуникаций денежно-кредитной политики Центрального банка в среднем осуществляется **130** публикаций в год. За последние 2 года добавлены **6** новых видов публикаций и их набор был **расширен до 19** видов.

Годовая, полугодовая, квартальная, месячная и ежедневная информация регулярно публикуется на официальной веб-странице Центрального банка и официальных страницах в социальных сетях.

В ближайшие годы особое внимание будет уделяться **обогащению содержания этих публикаций, приближению их к потребностям**

читателей, усилению анализа, максимальному упрощению **«языка изложения»**, используемого в публикациях, чтобы сделать их понятными широкой публике.

В целях **повышения информированности** участников рынка в области денежно-кредитной политики на официальных страницах Центрального банка регулярно размещаются видеоролики, инфографика и аналитические материалы.

Планируется организация лекций, семинаров и открытых диалогов о политике Центрального банка в рамках режима инфляционного таргетирования в высших и других учебных заведениях. Подобные мероприятия послужат повышению знаний молодых специалистов о текущих реформах в области денежно-кредитной политики.

II. Расширение каналов и обеспечение регулярности потоков информации

Открытость и прозрачность денежно-кредитной политики проявляется в степени развития коммуникационной политики. Эффективность коммуникационной политики определяется **реакцией участников рынка** на меры, предпринимаемые Центральным банком.

В этой связи, планируется уделить особое внимание обеспечению **двусторонней связи** с общественностью. Учитывая большую роль информационных посредников (*журналистов, блогеров, независимых экспертов и др.*) в распространении

среди широкой общественности информации, размещенной на официальном сайте Центрального банка и страницах в социальных сетях, активизация канала связи с **представителями средств массовой информации** в ближайшие годы будет обеспечивать доведение в точной и достоверной форме публикаций о денежно-кредитной политике Центрального банка и другой соответствующей информации до широкой общественности.

Одновременное регулярное размещение одинаковой информации во всех каналах коммуникации и превращение официального сайта Центрального банка в основной источник информации повысит дисциплину коммуникаций денежно-кредитной политики.

В эпоху большого потока информации одной из главных задач является налаживание в будущем **адресной коммуникации**, чтобы сфокусировать внимание читателя на актуальном контенте.

III. Изучение передового зарубежного опыта повышения эффективности коммуникаций в области денежно-кредитной политики

Предполагается наладить взаимное сотрудничество с зарубежными центральными банками и международными финансовыми институтами в совершенствовании коммуникаций денежно-кредитной сферы и в целом коммуникационной политики Центрального банка.

В частности, в 2022 году совместно с экспертами Международного валютного фонда (МВФ) было организовано несколько семинаров по

совершенствованию коммуникационной политики, где подробно обсуждались перспективы использования коммуникационных возможностей в качестве самостоятельного и эффективного инструмента денежно-кредитной политики.

На сегодняшний день предпринимаются шаги по привлечению **технического содействия** МВФ по коммуникационной политике, планируется проанализировать возможности активного использования коммуникаций денежно-кредитной политики в целях корректировки инфляционных и макроэкономических ожиданий субъектов экономики.

Наряду с этим, важной задачей является налаживание взаимного сотрудничества с высокоразвитыми в области коммуникаций зарубежными центральными банками и обмен опытом в этой сфере.

IV. Оценка эффективности и анализ коммуникационной политики

Одним из важных направлений улучшения коммуникации денежно-кредитной политики является анализ и оценка эффективности реализуемой коммуникационной политики. При этом процесс оценки осуществляется по следующим двум направлениям:

а. Оценка количества и качества материалов по денежно-кредитной политике. В этой части будет продолжен контент-анализ пресс-релизов и анализ коэффициентов читаемости, усовершенствован индекс коммуникации, а также проведена работа по разработке **общего индекса эффективности коммуникации;**

б. Восприятие опубликованной информации со стороны общественности. Будут проводиться

изучения восприятия со стороны широкой общественности денежно-кредитной политики Центрального банка, в том числе решений по основной

ставке, анализироваться их влияние на экономические решения и другие макроэкономические индикаторы.

3.4. Меры по повышению эффективности трансмиссионного механизма

Воздействие решений центрального банка в области денежно-кредитной политики на экономические процессы, принятых с целью снижения уровня инфляции в экономике, осуществляется по **различным каналам**.

На сегодняшний день, основным каналом трансмиссионного механизма в рамках режима инфляционного таргетирования является **процентный канал**. Центральный банк использует **основную ставку** в качестве основного денежно-кредитного инструмента.

При этом, через **изменение основной ставки**, Центральный банк влияет на процентные ставки по депозитам и кредитам в экономике, цены финансовых активов и макроэкономические ожидания.

В результате этого воздействия формируются **инфляционные ожидания населения** и субъектов предпринимательства, и на их основе принимаются **экономические решения** (о потреблении, сбережении или инвестировании). Таким образом денежно-кредитная политика влияет на уровень инфляции через формирование **совокупного спроса** в экономике.

Процентный канал. Процентный канал считается **основным каналом** трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, и Центральный банк проводит планомерную работу по повышению эффективности этого

канала. В частности, в текущем году были внесены существенные изменения в **операционный механизм**, в результате чего повышается эффективность передачи принимаемых решений на денежный рынок.

За прошедший период 2022 года основная ставка Центрального банка менялась **3 раза**, и эти изменения начинали отражаться в процентных ставках денежного рынка на следующий рабочий день. Наблюдается **положительная тенденция** в переходе процентных ставок денежного рынка в процентные ставки по депозитам и кредитам, и на следующем этапе реформ запланированы меры по развитию именно этой части процентного канала.

В частности, привлечено **техническое содействие** Европейского банка реконструкции и развития по программе «Совершенствование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики», в которой основное внимание направлено на повышение эффективности процентного канала.

Требуется некоторое время, чтобы изменения процентных ставок, формирующихся на денежном рынке, **отразились на цене депозитов**. На данный момент депозитная база банков относительно невелика (*доля депозитов в совокупных*

обязательствах составляет около 40%), и в первую очередь ставится цель по эффективному привлечению небанковских сбережений в банковскую систему и увеличению тем самым депозитной базы.

В условиях текущего уровня инфляции и относительно стабильного обменного курса текущие процентные ставки, предлагаемые банками, в том числе процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте, считаются привлекательными и служат увеличению объема сбережений.

В ближайшие годы за счет обеспечения реальных положительных процентных ставок по депозитам в национальной валюте ожидается продолжение возврата сбережений в банковскую систему и снижение долларизации депозитов. Это, в свою очередь, свидетельствует о повышении **уровня эффективности процентного канала** денежно-кредитной политики.

По мере роста депозитной базы процентные ставки по ним приблизятся к процентным ставкам денежного рынка и будут иметь схожую динамику. Как результат, при сохранении неизменной процентной маржи процентные ставки по кредитам, как правило, будут иметь схожую с процентные ставки по депозитам тенденцию.

Накопленный за многие годы высокий спрос на кредиты проявился в последние 4-5 лет и отразился в резком увеличении объема кредитных вложений в экономику. В последний год рост **розничного кредитования** несмотря на некоторое замедление, остается высоким. Это, в свою очередь, обуславливает формирование относительно высоких процентных ставок по кредитам населению.

В среднесрочной перспективе, по мере **увеличения долговой нагрузки населения** и снижения высокого спроса на кредиты, ожидается снижение процентных ставок по розничным кредитам и их изменение аналогично с процентными ставками по другим банковским услугам.

В 2022 году завершена работа по совершенствованию бенчмарк процентной ставки денежного рынка, а также объявлена методология расчета процентной ставки UZONIA. В ближайшие годы планируется расширить сферу применения данной процентной ставки в банковской практике и ввести **«переменную» процентную ставку** по депозитным и кредитным услугам.

При этом, изменение основной ставки будет отражаться на бенчмарк ставки денежного рынка, и соответственно изменятся процентные ставки по депозитам и кредитам. В результате ожидается, что банковские услуги с «переменной» процентной ставкой будут в значительной степени способствовать **повышению эффективности процентного канала**.

Канал валютного курса. В странах с либерализованным движением капитала и относительно высоким уровнем развития финансовых рынков высоки значение валютного канала и его роль в денежно-кредитной трансмиссии.

В такой ситуации, в условиях свободного движения потоков капитала высока зависимость процентных и курсовых каналов, а повышение процентной ставки может вызвать укрепление курса национальной валюты за счет увеличения различных валютных потоков в стране.

В условиях Узбекистана трансмиссионный эффект валютного канала низок. С одной стороны, это объясняется наличием ограничений, связанных с движением капитала, а с другой - недостаточным развитием финансовых рынков и рынков капитала. В этом направлении со стороны Министерства финанса в текущем году нерезидентам разрешено покупать государственные облигации, а в качестве важной задачи на ближайшие годы определено создание соответствующей инфраструктуры для покупки ГЦБ.

В то же время наблюдается прямое влияние изменений обменного курса на инфляцию. В связи с высокой ролью **девальвационных ожиданий** в инфляционных ожиданиях населения и **значительной долей импортных товаров в потребительской корзине**, изменения обменного курса отражаются на инфляции. На сегодняшний день коэффициент **«эффекта переноса»** обменного курса оценивается в диапазоне **0,3-0,4**.

Формирование валютного канала в среднесрочной перспективе будет зависеть от таких факторов, как принимаемые меры по либерализации движения капитала, **выход нерезидентов** на рынок государственных ценных бумаг, динамика валютных потоков в страну.

Кредитный канал. Начиная с 2021 года наблюдалось **сбалансирование** роста кредитных вложений в экономику и формирование в пределах номинального темпа роста ВВП. Это, в свою очередь, служит снижению влияния монетарных факторов на инфляцию.

Сбалансирование роста кредитных вложений во многом связано с такими факторами, как сформировавшиеся в экономике жесткие денежно-кредитные условия, применяемые **пруденциальные нормативы**, рост **долговой нагрузки**, повышение **уровня кредитной насыщенности** и снижение возможностей банков по привлечению внешнего долга в текущей ситуации.

Кредитный канал тесно связан с процентным каналом, и для их эффективной работы важными мерами определены снижение уровня долларизации кредитов и **постепенный отказ от практики льготных кредитов**.

Создание **рынка валютных фьючерсов** для коммерческих банков и его дальнейшее активное функционирование, даст возможность банкам **эффективно управлять валютными рисками**, а также выдавать кредиты в национальной валюте за счет привлеченных источников в иностранной валюте. С учетом этого, ожидается, что развитие рынка валютных деривативов послужит снижению долларизации кредитов.

Также за счет **согласованного применения** денежно-кредитной политики и макропруденциальных нормативов поставлена цель достижения роста кредитных вложений в экономику соответственно росту номинального ВВП и в среднесрочной перспективе. Это, в свою очередь, послужит снижению влияния монетарных факторов на инфляцию.

3.5. Направления развития прогнозно-аналитического потенциала

Дальнейшее совершенствование прогнозно-аналитического потенциала имеет важное значение при принятии всесторонне обоснованных решений в области денежно-кредитной политики Центрального банка и повышении эффективности воздействия этих решений на другие отрасли и показатели экономики.

В настоящее время в процессах макроэкономического анализа и прогнозирования используется ряд моделей. В частности, модели **скользящего среднего** (Moving Average), **модели байесовской векторной авторегрессии** (BVAR) для краткосрочного прогнозирования инфляции, **модель квартального прогнозирования** (QPM) для среднесрочного прогнозирования, **модели многофакторной регрессии** (DFM, VAR и ARDL) для краткосрочного прогнозирования роста реального ВВП.

В следующем году планируется провести ряд работ по повышению качества эконометрических моделей при прогнозировании макроэкономических показателей, в частности уровня инфляции, расширению возможностей прогнозирования и увеличению потенциала в этом направлении.

Для эффективного внедрения **краткосрочных прогнозов** (NTF – Near Term Forecasting), в модель **ARIMA disaggregate** будут добавлены дополнительные переменные для прогнозирования инфляции. Кроме того, будет налажена практика прогнозирования **инфляции в разрезе отдельных групп** (продовольственные

товары, непродовольственные товары, услуги, фрукты и овощи, усеченная инфляция).

При краткосрочном прогнозировании уровня инфляции предусматривается модификация существующей модели **BVAR (Байесовская векторная авторегрессия)** в сотрудничестве с зарубежными центральными банками. В частности, планируется расширение набора переменных, усовершенствование уравнений, связывающих инфляцию, процентные ставки, производство, обменный курс, а также широкое использование результатов модели в прогнозных раундах.

На основе системы **онлайн мониторинга цен** (ОМЦ) будет разработан проект прогнозирования показателя онлайн инфляции – **e-CPI**. Совместно с зарубежными центральными банками планируется наладить краткосрочное прогнозирование инфляции на основе данных системы онлайн мониторинга цен и проверить согласованность прогнозов **e-CPI** с другими моделями.

В части улучшения модели QPM в этом году будут полностью введены в действие **блоки прямых инвестиций и прогнозирования внешнего сектора**, добавленные к данной модели. Будет проводиться дальнейшая доработка и расширение возможностей модели и новых добавленных блоков, по охвату и оценке национальной экономики. Вместе с тем, будет продолжена работа по минимизации системных ошибок.

Наряду с этим, будут изучены перспективы применения в анализе и прогнозировании макроэкономических показателей моделей основанных на алгоритмах искусственного интеллекта - **Artificial Intelligence**¹² (AI) и машинного обучения - **Machine learning**¹³ (ML) на базе технологии Big Data (большие данные).

В сотрудничестве с центральным банком Швейцарии и международными консалтинговыми компаниями разрабатывается **динамическая стохастическая модель общего**

равновесия (DSGE), которая позволяет оценивать макроэкономические решения и изучать влияние структурных изменений и реформ на экономическое развитие. Эта модель в целостности показывает зависимости макроэкономических, отраслевых и показателей микроуровня экономической деятельности. Будет продолжен следующий этап развития данной модели и модель будет дополняться с учетом особенностей экономики нашей страны (*подробнее в врезке 7*).

¹²Artificial Intelligence (AI, искусственный интеллект) – симуляция процессов мышления с помощью машин, главным образом современных и мощных компьютерных систем.

¹³Machine learning (ML, машинное обучение) – это алгоритм обучения компьютерных программ для самостоятельного решения поставленной задачи с использованием имеющейся информации. Преимущество метода ML заключается в том, что он может дать относительно более точные прогнозы, используя большую базу данных.

Возможности использования динамической стохастической модели общего равновесия (DSGE) при оценке влияния денежно-кредитной политики на экономику

Макроэкономические модели играют важную роль в разработке параметров денежно-кредитной политики. Несмотря на то, что частичное представление о происходящих экономических процессах, их анализ и прогнозирование могут быть реализованы и с помощью более простых теоретических моделей, **комплексные макроэкономические модели** позволяют использовать подход общего равновесия, что важно для разработки экономических прогнозов, альтернативных сценариев и оценки макроэкономических рисков, анализа стратегии денежно-кредитной политики.

Одной из таких моделей является **динамическая стохастическая модель общего равновесия** (dynamic stochastic general equilibrium - DSGE).

В последнее десятилетие было разработано новое поколение моделей DSGE, которые в настоящее время широко используются многими центральными банками, в том числе Федеральной резервной системой США, Европейским центральным банком, Национальным банком Швейцарии, Банком Англии и другими. В Центральном банке Республики Узбекистан процессы поэтапного создания модели DSGE начались в 2022 году в сотрудничестве с Национальным банком Швейцарии.

Модели DSGE построены на **микроэкономических основах** и делают акцент на **межпериодном выборе** экономических агентов. Одной из основных особенностей таких моделей является **динамическое взаимодействие** между блоками, где ожидания относительно будущего являются решающим фактором в сегодняшних решениях. Таким образом, зависимость текущего выбора от **неопределенных будущих результатов** обеспечивает **динамичность** (dynamic) модели.

Кроме того, свойство **общего равновесия** моделей (general equilibrium) охватывает взаимодействие между решениями по экономической политике и поведением агентов. Подробное описание **стохастических** (stochastic) шоков, вызывающих экономические колебания, позволяет **более точно наблюдать за их трансмиссией** в экономику.

Динамические стохастические модели общего равновесия, используемые для анализа макроэкономической политики, обычно строятся **вокруг трех взаимосвязанных блоков**, имеющих относительно простую структуру: **блока спроса, блока предложения** и правила **денежно-кредитной политики**.

Уравнения, определяющие эти блоки, как указывалось выше, выводятся из **микроэкономических основ**, то есть в них используются базовые предположения о поведении основных субъектов экономики — **домохозяйств, предприятий и правительства**. Под влиянием взаимодействия этих агентов рынки достигают равновесия в каждом периоде, что приводит к характерному для этих моделей состоянию **«общего равновесия»**.

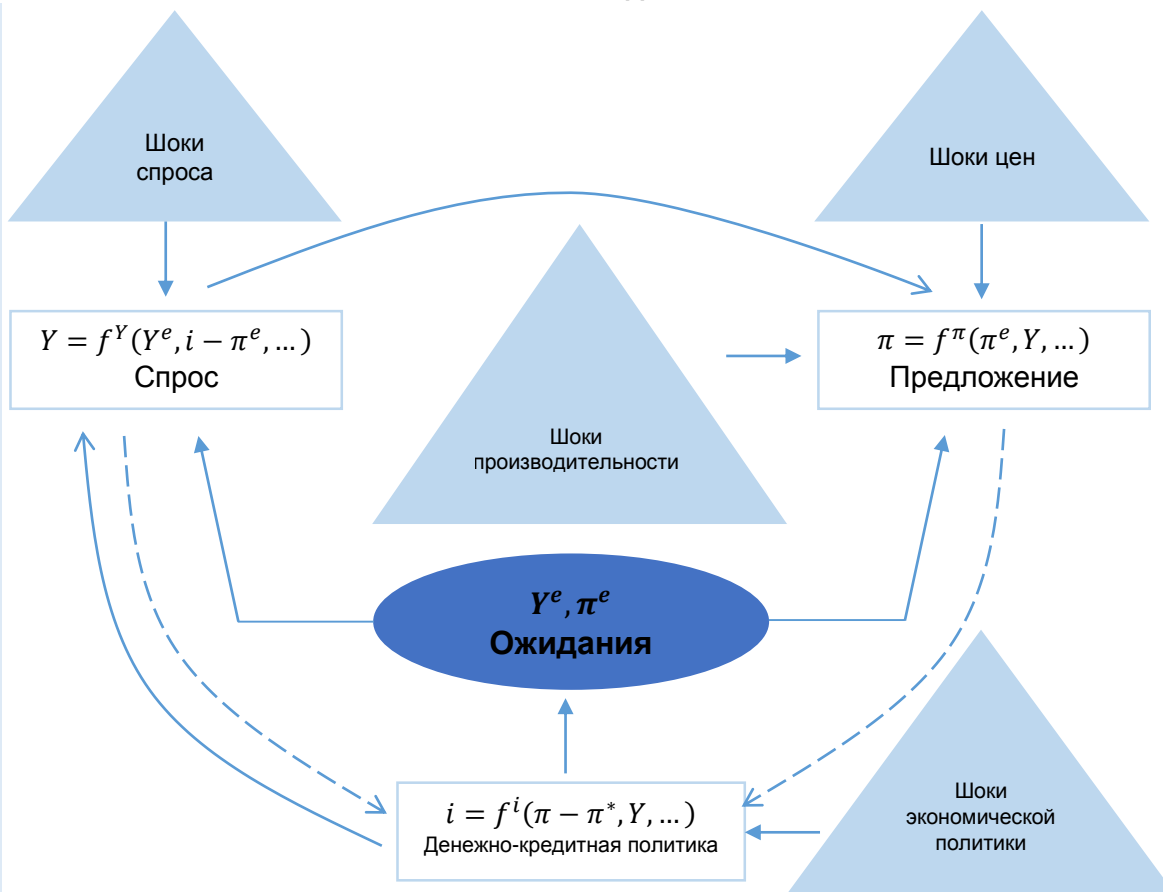
В общем виде модель DSGE включает взаимосвязанные блоки спроса, предложения и денежно-кредитной политики в качестве ее основных компонентов (Рис.7.1).

Блок спроса определяет реальную активность (Y) как функцию прошлой реальной процентной ставки, которая представляет собой номинальную ставку за вычетом ожидаемой инфляции ($i - \pi^e$) и ожидания будущей реальной активности (Y^e). Этот блок отражает идею о том, что домашние хозяйства и фирмы предпочитают сберегать, а не потреблять, когда реальные процентные ставки временно высоки. В то же время потребители готовы тратить больше, когда ожидания относительно будущего положительны (высокий Y^e), независимо от уровня процентных ставок.

Линия, соединяющая **блок спроса** с блоком предложения, показывает, что уровень активности (Y), вытекающий из блока спроса, является ключевым фактором, определяющим инфляцию (π), наряду с будущими инфляционными ожиданиями (π^e).

В периоды высокой экономической активности фирмам может потребоваться повысить заработную плату, чтобы побудить сотрудников работать дольше. Более высокая заработная плата увеличивает **предельные (marginal)** издержки, тем самым оказывая давление на цены и вызывая инфляцию. Кроме того, чем более высокая инфляция ожидается в будущем, тем выше рост цен, что приводит к более высокой инфляции сегодня.

Рис.7.1. Основные компоненты DSGE модели



Объемы выпуска (Y) и инфляция, определенные в блоках спроса и предложения, входят как **факторы** в блок **денежно-кредитной политики**, как показано пунктирными линиями. Уравнение в этом блоке показывает, как центральный банк обычно устанавливает номинальную процентную ставку (i) в качестве функции уровня инфляции и реальной активности. Это правило подразумевает, что центральные банки повышают краткосрочные процентные ставки, когда экономика чрезмерно **«перегрета»** и инфляция высока, и снижают ставки, когда наблюдается экономический застой.

Через такое управление номинальной процентной ставкой денежно-кредитная политика, в свою очередь, влияет на реальную активность и тем самым на инфляцию. На схеме этот процесс представлен линией, идущей от блока денежно-кредитной политики к блоку спроса, а затем к блоку предложения. Таким образом, правило денежно-кредитной политики логически завершает цикл в модели и дает нам полную модель связи между тремя основными **эндогенными переменными**: выпуском (Y), инфляцией (π) и номинальной процентной ставкой (i).

Хотя это краткое описание может показаться **статичным**, одной из ключевых особенностей моделей DSGE является динамическое взаимодействие между этими блоками, а это означает, что **ожидания относительно будущего** являются определяющим фактором в сегодняшних решениях. Следовательно, будущий объем производства и инфляция, а значит, и сегодняшние ожидания относительно них зависят от будущей денежно-кредитной политики, разумеется, при этом принимается во внимание то, что произойдет в теоретически бесконечном будущем.

Схема ясно показывает роль ожиданий в модели и динамические связи между блоками, которые они создают. Воздействие ожиданий на экономику представлено стрелками, идущими от денежно-кредитной политики к спросу, а затем к блоку предложения, где определяются производство и инфляция. Причина этого заключается в том, чтобы подчеркнуть, что проведение денежно-кредитной политики оказывает большое влияние на формирование ожиданий. Фактически, в **моделях DSGE ожидания являются основным каналом, через который денежно-кредитная политика влияет на экономику**, что согласуется с тем фактом, что финансовые рынки и общественность уделяют большое внимание заявлениям центрального банка о вероятном направлении действий.

Последним компонентом моделей DSGE, описанных на схеме, является их **стохастический характер**. В каждый период **случайные экзогенные события** нарушают условия равновесия в каждом блоке, вызывая неопределенность в развитии экономики, являясь тем самым причиной экономических колебаний. Без этих шоков экономика развивалась бы по **заранее предсказуемому** пути и **не существовало бы бизнес-циклов**.

Эти шоки представлены на схеме в виде треугольников, а направляющие линии указывают на условия равновесия, на которые они непосредственно влияют. Например, **шоки цен и производительности** влияют на цены и производственные решения фирм, образующих блок предложения, в то время как шоки спроса охватывают изменения в готовности домохозяйств покупать товары, произведенные этими фирмами.

Модель DSGE, разрабатываемая для Узбекистана также основана на вышеуказанном общем экономическом подходе и отражает традиционные части нового кейнсианского направления.

Модель охватывает процесс внутреннего производства и операции с внешним миром, то есть производство валового внутреннего продукта и потребление агентов, а также платежный баланс.

В модели производственный процесс **условно разделен на три части:**

– предприятия производят **промежуточные товары**, используя капитал и труд, которые являются основными факторами производства;

– этот промежуточный продукт поставляется монопольно-конкурентными поставщиками - **дистрибьюторами** - производителям конечного продукта - агрегаторам;

– агрегаторы производят **конечный продукт**, используя различные промежуточные продукты.

В данную модель также в качестве основной цели Центрального банка вносится **обеспечение инфляции в пределах таргета**, при этом используется процентная ставка по **правилу Тейлора**.

В модели домохозяйства являются владельцами капитала и источником рабочей силы. Они создают спрос на конечный продукт, обеспечивают предложение рабочей силы и пытаются максимизировать полезность в пределах **своего бюджетного ограничения** на протяжении жизни.

Правительство тратит средства на выполнение своих основных функций, создает спрос на конечную продукцию и получает доход за счет налогов, взимаемых с домашних хозяйств. Если расходы превышают доходы, возникает бюджетный дефицит, и в модели правительство старается обеспечить, чтобы этот дефицит находился в пределах заданной нормы.

В модели также присутствует **блок внешнего мира**, где предприятия импортируют для производства товаров и экспортируют часть готовой продукции. Кроме того, домохозяйства могут размещать депозиты и занимать в иностранной валюте, а правительство может привлекать внешний долг для финансирования дефицита бюджета, важную роль при этом, играют обменные курсы и иностранные процентные ставки.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

График заседаний Правления Центрального банка Республики Узбекистан по рассмотрению основной ставки в 2023 году

В 2023 году заседания Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки будут проводиться на основе следующего графика:

26 января;

16 марта;

27 апреля;

15 июня;

27 июля;

14 сентября;

26 октября;

14 декабря.

По итогам каждого заседания на официальной веб-странице Центрального банка будет опубликован пресс-релиз.

Также, по итогам опорных заседаний 26 января, 27 апреля, 27 июля и 26 октября состоится пресс-конференция с участием руководства Центрального банка и будет опубликован «Обзор денежно-кредитной политики».

Приложение 2

Стимулирующая фискальная политика, ее влияние на уровень инфляции и возможности применения фискальных правил

Фискальная политика играет важную роль в **достижении стабильности цен**, а также в повышении экономической активности. Инструменты налогово-бюджетной политики — государственные расходы, уровень налогов, фискальный баланс и государственный долг — влияют на совокупный спрос и, в свою очередь, приводят к изменению общего уровня цен.

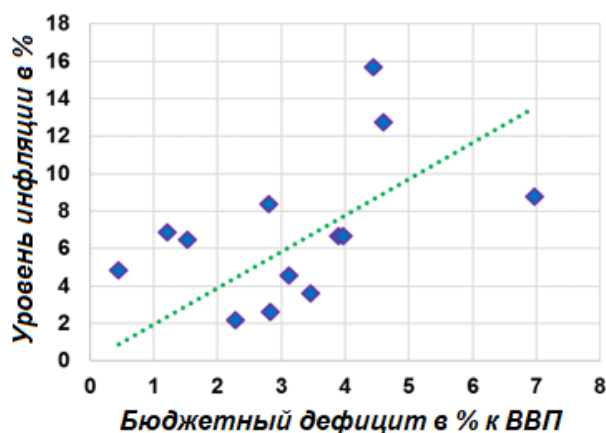
В условиях высокой неопределенности и возрастающих рисков замедления экономической активности во внешнеэкономической среде, необходимость развития экономики и сохранения макроэкономической стабильности побуждают правительства к проведению **стимулирующей налогово-бюджетной политики**, что создает дополнительную нагрузку на бюджет и увеличивает дефицит бюджета.

В результате реформ, проводимых в последние годы, дефицит бюджета Узбекистана по итогам 2021 года составил **5,6%** к ВВП (в международной практике умеренным показателем считается дефицит менее 3% к ВВП).

Влияние дефицита бюджета на инфляцию зависит от **способов и источников его финансирования**. На сегодняшний день бюджетный дефицит многих стран, в том числе и Узбекистана, финансируется за счет **привлечения внешнего долга**.

В последние годы среди экономистов широко обсуждается влияние дефицита бюджета, покрываемого за счет внешнего долга, на инфляцию. Результаты эмпирического анализа показывают, что характер макроэкономических показателей в разных странах существенно отличается друг от друга, а взаимозависимость показателей **изменяется во времени** (например, в период кризиса). Поэтому оценка этой зависимости с помощью линейных моделей (без учета изменений во времени) может привести к неточным выводам.

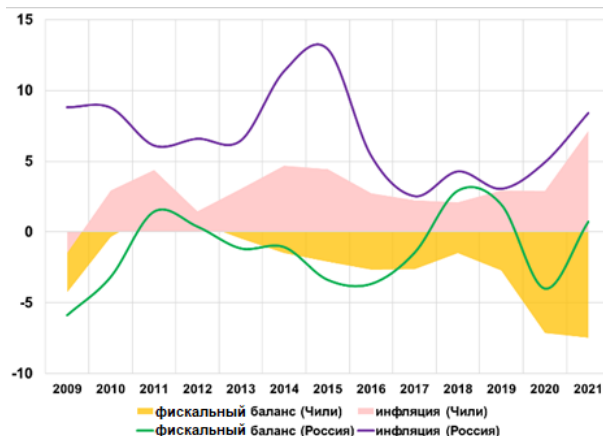
Рис.2.1. Взаимосвязь бюджетного дефицита и инфляции в развивающихся странах *



Источник: данные МВФ

*Группа развивающихся стран: Беларусь, Болгария, Казахстан, Киргизия, Молдова, Польша, Россия, Таджикистан, Турция, Украина, Узбекистан, Вьетнам, Пакистан. Приведены средние годовые показатели за 2019-2021 годы.

Рис.2.2. Баланс бюджета и инфляция стран с высокой долей сырья в экспорте (%)



Следует отметить, что исследование МВФ¹⁴, включающее **107 стран**, выявило **положительную связь** между бюджетным дефицитом и инфляцией в группе развивающихся стран (*в группе развитых стран значимой связи выявлено не было*).

Также установлено, что дефицит бюджета оказывает существенное влияние на общий уровень цен в период относительно высокой инфляции. Согласно результатам анализа последних данных, связь между этими показателями сохраняется в развивающихся странах с относительно высокими темпами инфляции (*Рис.2.1*)¹⁵.

Анализ показывает, что **существует определенная связь и влияние между дефицитом бюджета и уровнем инфляции** в Узбекистане.

С помощью эконометрической модели нелинейной авторегрессии с распределенными лагами (NARDL) (1) было определено, что отрицательный импульс баланса государственного бюджета, т.е. уменьшение баланса бюджета на **1 процентный пункт** (расширение дефицита), приводит к росту уровня инфляции на **0,7-0,8 п.п.** в краткосрочном периоде, а общий долгосрочный эффект составляет **0,9-1 п.п.**

В процессе перехода к режиму инфляционного таргетирования очень важно повышение бюджетной дисциплины, в том числе бюджетная консолидация и соблюдение **«бюджетных правил»**, которые позволяют существенно снизить негативное влияние волатильности государственных расходов на уровень инфляции.

Уравнение эконометрической модели, используемое для анализа:

$$\Delta CPI_t = \alpha_t + \beta \Delta CPI_{t-1} + \theta^+ \Delta FFB_{t-1}^+ + \theta^- \Delta FFB_{t-1}^- + \sum_{i=1}^p \gamma_1 \Delta CPI_{t-i} + \sum_{i=0}^q \gamma_2 \Delta FFB_{t-i}^+ + \sum_{i=0}^q \gamma_3 \Delta FFB_{t-i}^- + \mu_t$$

где: ΔCPI_t – изменение уровня цен; ΔFFB_t – фискальный баланс («+» – положительный фискальный импульс, «-» – отрицательный фискальный импульс); $\alpha, \beta, \gamma, \theta$ – коэффициенты, μ_t – остатки (*residuals*).

Бюджетные правила стран с высокой долей сырья в экспорте

К концу 2021 года 105 стран **используют фискальные правила** для обеспечения ясности и стабильности макроэкономической политики. В странах со значительным сырьевым экспортом широко используются **ограничения фискального баланса** преимущественно на основе определения базовой цены сырья. Это позволяет снизить высокую волатильность курса национальной валюты и **страновую премию за риск**, что повышает инвестиционную привлекательность.

Наши основные торговые партнеры, экспортирующие нефть, также приняли бюджетное правило, основанное на использовании предельной цены при **экспорте нефти**.

В частности, в России до 2022 года применялось бюджетное правило установления **базовой цены** на нефть и накопления всех доходов от экспорта нефти сверх этой цены в специальный фонд. Если цена реализации ниже базовой цены, **«непокрытая»** часть дефицита бюджета финансируется из средств этого фонда.

¹⁴ Fiscal deficits and inflation / Luis Catão and Marco E. Terrones. IMF. Research Department

¹⁵ Lin H.Y., Chu H.P. (2013). Are fiscal deficits inflationary? Journal of International Money and Finance. 214-233.

В качестве базовой цены на нефть была принята среднегодовая цена на нефть (40 долларов за баррель в ценах 2017 года, с ежегодной индексацией на 2% с 2018 года.), а в 2022 г. в связи с геополитическим кризисом это правило было отменено.

С 2022 года в **Казахстане** введено в действие контрциклическое фискальное правило, и его планируется использовать при формировании бюджета на 2023-2025 годы. По этому правилу определяется предельная цена нефти на следующий год, и она используется для определения суммы гарантированного трансферта при формировании бюджета. Если в году, в котором действует бюджетное правило, объем добычи нефти составит более **90,5 млн тонн** (самый высокий показатель в период до пандемии), ее предельная цена будет пропорционально пересмотрена в сторону уменьшения.

В число стран, использующих фискальные правила, основанные на цене нефти, входят Мексика, Норвегия и другие.

Кроме того, при расчете параметров структурного баланса¹⁶ в **Чили** учитываются долгосрочная цена на медь (один из основных экспортных товаров Чили) и потенциальный выпуск экономики. При этом, в долгосрочном прогнозировании цен на медь участвуют независимые организации, что позволяет правительству эффективно обеспечивать соблюдение правила. В то же время высокий уровень цен строго не учитывается в бюджетном процессе и служит лишь ориентиром для правительства.

¹⁶ Структурный баланс – бюджетный баланс в условиях потенциального выпуска.

Приложение 3

Взаимосвязь между индексом потребительских цен, дефлятором ВВП и индексом цен производителей

Постоянный и всесторонний анализ уровня инфляции имеет большое значение для проведения центральными банками эффективной денежно-кредитной политики.

Инфляция является показателем, отражающим уровень роста цен в экономике, и для ее расчета на практике используется несколько методов. Наблюдение изменения цен и расчет инфляции осуществляется органами государственной статистики. Уровень инфляции рассчитывается через такие общепринятые основные показатели, такие как **индекс потребительских цен (ИПЦ)**, **дефлятор валового внутреннего продукта (ВВП)** и **индекс цен производителей промышленной продукции**.

Индекс потребительских цен (ИПЦ) - является одним из важнейших показателей инфляции, который измеряет общее изменение цены фиксированного набора товаров и услуг, приобретаемых средним потребителем. Индекс потребительских цен показывает среднее изменение цен на все виды товаров и услуг по стране.

Индекс цен производителей промышленной продукции (ИЦПП) - является одним из основных показателей инфляционных процессов в производственной сфере и характеризует изменение цен во времени без изменения состава продукции. Этот индекс рассчитывается на основе информации об учетных ценах товаров промышленных предприятий и их весов по отраслевому составу. Индексы цен производителей, рассчитанные по товарам, последовательно агрегируются в общий индекс цен производителей по соответствующим отраслям (подотраслям) и по отрасли в целом.

Дефлятор ВВП – показывает изменение общего уровня цен на товары и услуги, производимые и потребляемые в стране за определенный период, и равен отношению номинального и реального валового внутреннего продукта

В плане структуры значительную часть ИПЦ составляют **импортные товары и услуги**, и их неучет в индексе ИЦПП создает существенную разницу между этими индексами. Кроме того, эти два индекса классифицируют товары и услуги по различным группам (например, товар или услуга).

В частности, **цены на энергоресурсы** в индексе ИЦПП классифицируются как товары, а в индексе ИПЦ, наоборот, входят в сегмент услуг. ИЦПП учитывает затраты на транспортировку, розничную и оптовую продажу товаров **отдельно** от себестоимости товаров, тогда как в ИПЦ обычно учитывается цена продажи товаров потребителю. Кроме того, ИПЦ включает в себя **налоги с продаж и акцизные налоги**, а в ИЦПП эти налоги не отражаются.

По данным Государственного комитета по статистике, эти индексы цен в последние годы имели различную динамику в нашей стране. Однако, в 2017-2019 годы наблюдался **существенный рост по всем трем показателям**.

В основном это было связано с либерализацией валютного рынка в 2017 году, резким ослаблением официального валютного курса в результате перехода к определению валютного курса на основе принципов свободного рынка с учетом

спроса и предложения, корректировкой цен на местную продукцию к ценам соседних стран в связи с либерализацией внешней торговли.

В этот период динамика дефлятора ВВП и индекса цен промышленных производителей стала более резкой, что означает, что цены, входящие в эти индексы цен, устанавливались местными производителями, но включали экспортные цены, рассчитанные через **официальный обменный курс**, и, как следствие, был значительным эффект резкого ослабления официального обменного курса.

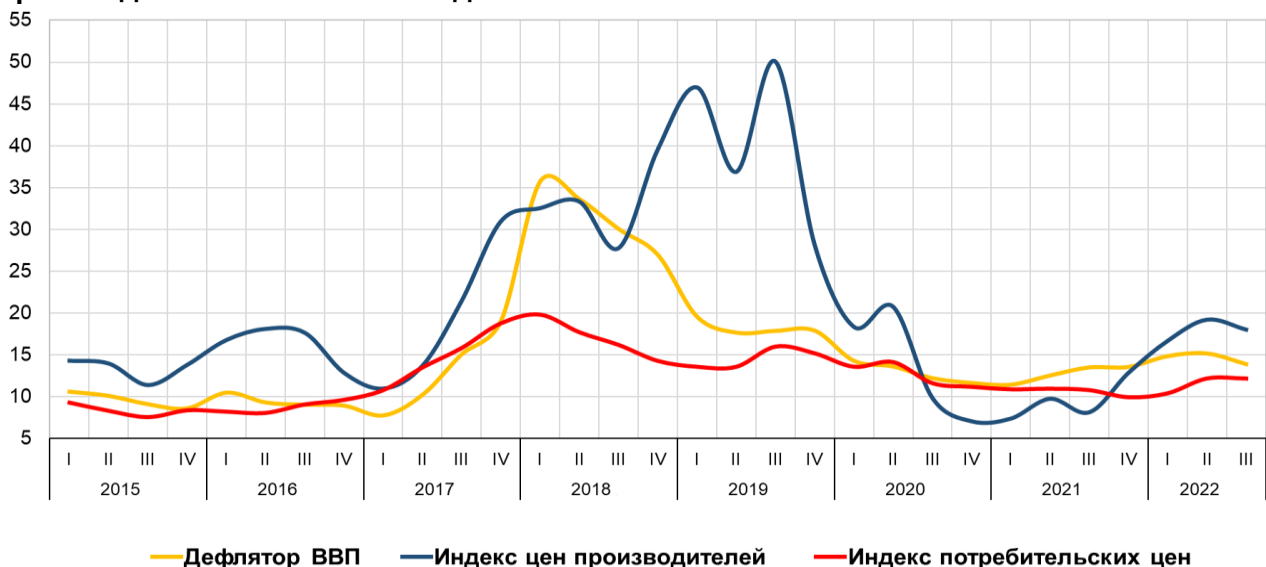
Напротив, в связи с тем, что в структуре ИПЦ не учитываются экспортные цены, а вместо них присутствуют импортные, а цены импортных товаров на потребительских рынках формировались на основе **неформального обменного курса**, изменение официального обменного курса оказало меньшее влияние на индекс потребительских цен (Рис.3.1).

В 2018-2019 годах наблюдался резкий рост объемов импорта продовольственных и непродовольственных товаров в результате **значительных изменений в части либерализации** процесса импорта. Этот процесс формировался непосредственно в связи с либерализацией валютного рынка и торговли, быстрой активизацией кредитования, а также сильным ростом спроса на внутреннем рынке.

Из-за высокой доли импорта в структуре продовольственных и непродовольственных товаров индекс ИПЦ сформировался ниже дефлятора ВВП в 2019 году. В 2019 году показатели ИПЦ и дефлятора ВВП также были высокими, из-за формирования цен на импортные комплектующие производителей **крупной промышленной продукции** исходя из новых курсов валют, а это, в свою очередь, увеличило себестоимость готовой продукции.

Кроме того, рост цен на энергоресурсы в четвертом квартале 2018 года, изменения в налоговой сфере в первом месяце 2019 года (*расширение охвата НДС*) и рост цен в **химической и металлургической промышленности** вызвали формирование цен производителей промышленной продукции на более высоком уровне в этот период.

Рис. 3.1. Динамика дефлятора ВВП, индекса потребительских цен и индекса цен производителей в 2015-2022 годы



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике

Если более высокий рост дефлятора ВВП в первом полугодии 2022 года по сравнению с предыдущим годом объясняется ростом цен на производимые основные потребительские товары и экспортных цен **на мировом уровне**, то формирование уровня ИПЦ ниже дефлятора ВВП и индекса цен производителей промышленной продукции, объясняются высокой долей импортных товаров среди продовольственных и непродовольственных товаров (Рис.3.2).

Рис.3.2. Изменение структуры дефлятора ВВП (вклад п.п.)

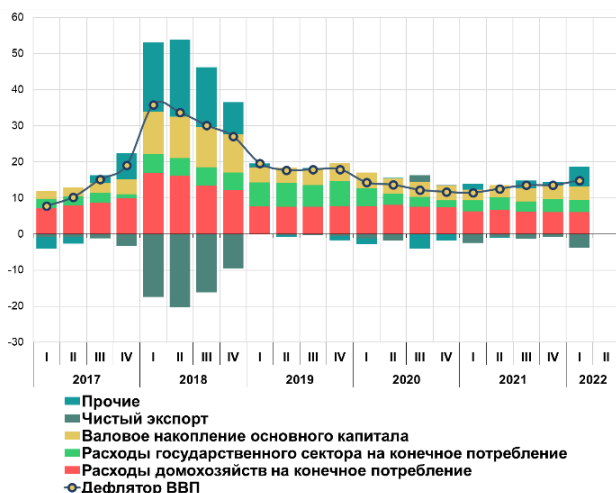
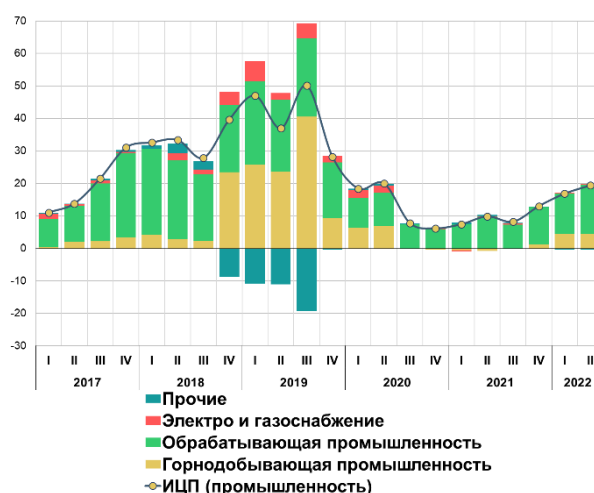


Рис.3.3. Изменение структуры индекса цен производителей (вклад п.п.)



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике

В связи с положительным эффектом реформ, проводимых в экономике в рамках перехода к режиму инфляционного таргетирования, с последних месяцев 2019 года показатели ИПЦ, ИЦПП и дефлятора ВВП показали снижающуюся динамику, а со второй половины 2020 года снижение потребительского спроса в условиях пандемии послужило снижению всех трех показателей.

В свою очередь, в период после пандемии, в результате постепенного восстановления экономики наблюдался рост **потребительского спроса** и, как следствие, растущая динамика ИПЦ, ИЦПП и дефлятора ВВП.

В частности, показатели дефлятора ВВП и индекса цен производителей выросли из-за роста мировых цен на золото, медь и природный газ, которые являются основными экспортными продуктами, во время пандемии и после нее.

В первом полугодии 2022 года важную роль в более высоком формировании индекса цен производителей сыграл рост цен на **цветные металлы** (золото и медь) и **продукцию обрабатывающей промышленности** (Рис.3.3).

Также высокие темпы роста цен производителей показали добыча нефти и металлических руд, продовольственные товары, химическая продукция, производство транспортных средств и водоснабжение.

Кроме того, повышение производственных цен продовольственной продукции в летние месяцы текущего года было связано с **либерализацией цен на закупаемую у фермеров пшеницу**.

Приложение 4

Система онлайн мониторинга цен

С августа 2021 года Центральный банк запустил процесс оперативного мониторинга изменений цен на основные потребительские товары и услуги из **альтернативных источников (без участия человеческого фактора)** - систему онлайн мониторинга цен (ОМЦ) и проводит постоянный мониторинг цен.

Через данную систему Центрального банка **отслеживаются программным обеспечением** и собираются в **единую базу данных** цены на товары и услуги, публикуемые для **общего пользования** на сайтах хозяйствующих субъектов, осуществляющих производственную и торговую деятельность, а также доставку.

Это вносит существенный вклад в оперативный анализ динамики цен на потребительские товары и услуги и подготовку актуальных предложений в условиях ускорения экономических процессов.

На сегодняшний день через систему онлайн мониторинга цен еженедельно отслеживается **около 1000 цен** с более 50 сайтов, по отобранным 262 различным видам продовольственных и непродовольственных товаров и услуг, **наиболее потребляемых населением** и имеющим **наибольший вес** в общем ИПЦ¹⁷. На основе изменения цен на эти продукты рассчитывается еженедельный, месячный и годовой **АИПЦ** (альтернативный индекс потребительских цен).

В частности, в наблюдения включены **114** видов продовольственных товаров, **108** видов непродовольственных товаров и **39** видов услуг. В дальнейшем список источников наблюдения будет расширяться по мере увеличения количества интернет магазинов.

Этапы расчета альтернативного индекса потребительских цен



¹⁷ ИПЦ — индекс потребительских цен, публикуемый Государственным комитетом по статистике на основе мониторинга 510 товаров и услуг каждый месяц. Индекс АИПЦ (альтернативный индекс потребительских цен) охватывает 73% корзины товаров и услуг данного индекса по весу.

Результаты онлайн наблюдения цен

Согласно онлайн наблюдениям, альтернативный индекс цен на отобранные товары и услуги в сентябре текущего года вырос на **1,5%**. В частности, цены на продовольственные товары выросли на **2,3%**, непродовольственные товары - на **0,4%** и цены на услуги - на **1,2%** (Рис. 4.1).

Рис.4.1. Месячное изменение групп товаров и услуг АИПЦ (%)

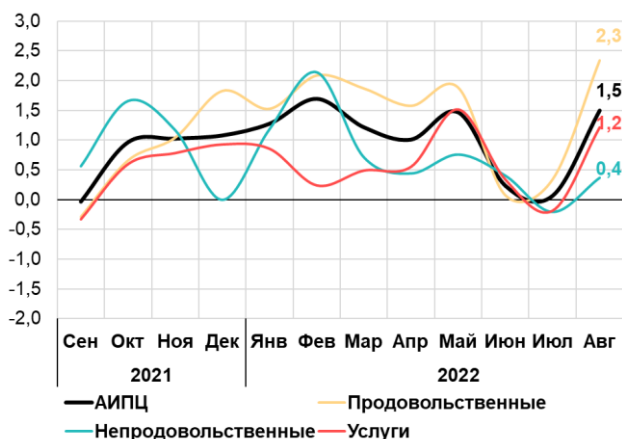
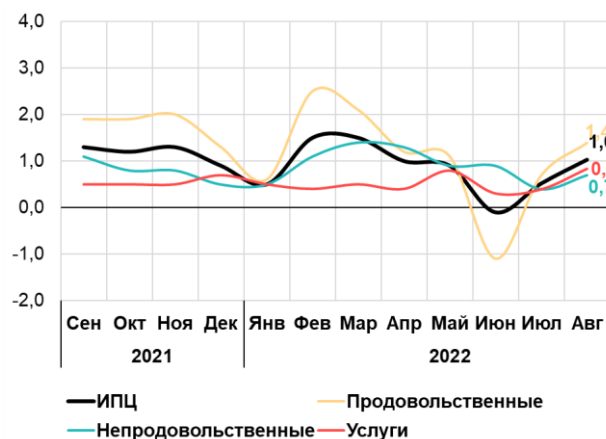


Рис.4.2. Месячное изменение групп товаров и услуг ИПЦ (%)



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике

В сентябре повышение цен на продовольственные товары способствовало росту АИПЦ на **1,1 процентный пункт**, в то время как непродовольственные товары – на **0,1 процентного пункта**, а услуги – на **0,3 процентного пункта** (Рис. 4.3).

Результаты АИПЦ, рассчитанные на основе данных, полученных через систему онлайн мониторинга цен, сравниваются с результатами наблюдений, проводимых региональными управлениями Центрального банка на дехканских рынках, и с индексом потребительских цен Государственного комитета по статистике.

Индексы потребительских цен, рассчитываемые тремя разными способами, в сентябре-октябре прошлого года показали различную динамику, но с марта текущего года все три показателя **демонстрируют схожие тенденции** (Рис. 4.5).

Рис.4.3. Месячное изменение АИПЦ и вклад его компонентов (% и п.п., по состоянию на август 2022 года)

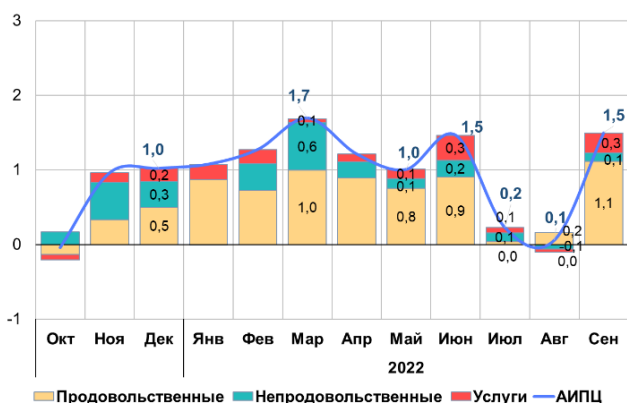
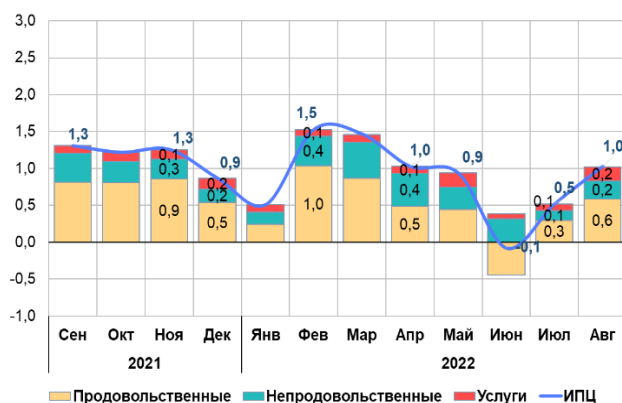


Рис.4.4. Месячное изменение ИПЦ и вклад его компонентов (% и п.п., по состоянию на август 2022 года)



Источник: Расчеты Центрального банка

Динамика снижения цен в марте быстрее отразилась в АИПЦ и после небольшого запаздывания в ИПЦ, а в последующие месяцы сформировались одинаковые тенденции.

Благодаря тому, что цены в системе онлайн мониторинга цен собираются ежедневно, есть возможность быстро реагировать на изменения цен. В связи с этим на сегодняшний день большое значение имеет оперативность системы онлайн мониторинга цен.

Увеличение в будущие периоды количества и охвата супермаркетов, служб доставки и различных торговых марок в густонаселенных городах послужит улучшению конкурентной среды в данном сегменте, и как следствие, стабильному формированию цен на потребительские товары.

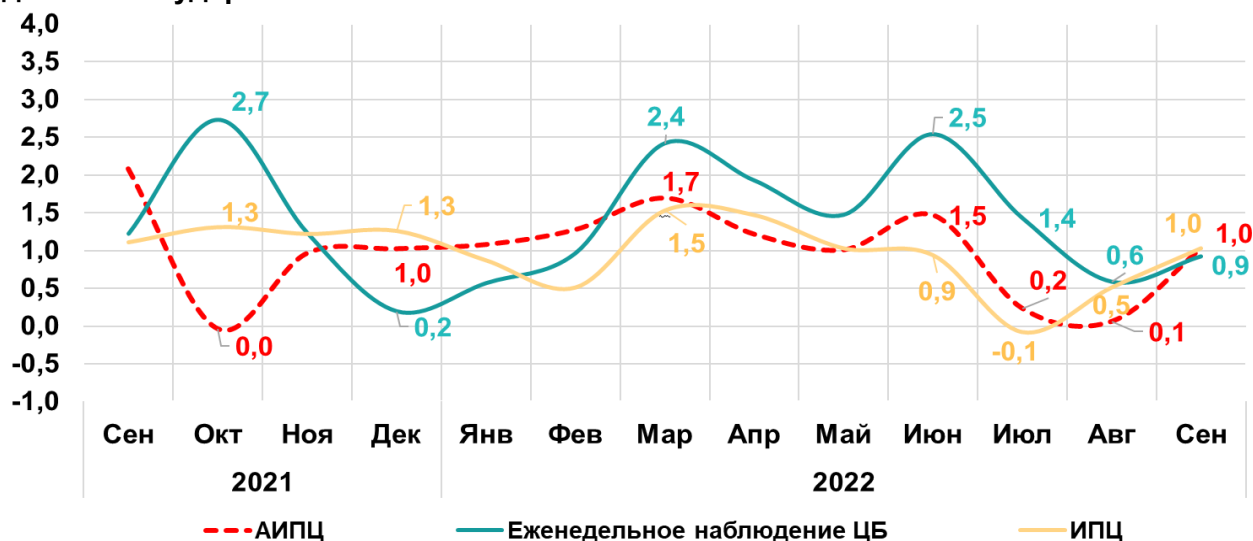
Различие тренда альтернативного индекса в сентябре-октябре прошлого года обуславливается тем, что влияние **повышения месячной заработной платы** в сентябре **быстрее ощущалось в ценах дехканских рынков**, чем в ценах крупных супермаркетов.

Кроме того, в октябре 2021 года влияние введения льгот по НДС на мясную продукцию, картофель и растительное масло и освобождение от таможенных пошлин на импорт цитрусовых и других фруктов проявилось раньше в супермаркетах, чем на рынках.

С учетом вышеизложенного можно сделать вывод что, результаты трех показателей согласуются, но наблюдается разный период **чувствительности к инфляционным факторам**. Совершенствование альтернативных индикаторов инфляции показывает эффективность для быстрого мониторинга и анализа изменений потребительских цен.

Годовая инфляция, рассчитанная по АИПЦ в сентябре, составила **12,1%**. В основном это объясняется повышением цен на продовольственные товары. В частности, продовольственные товары стали дороже на **15,9%**, а вклад этой группы в общий АИПЦ составил **7,6 процентных пункта**.

Рис.4.5. Индексы цен рассчитанные на основе ОМЦ, недельных наблюдений цен и данных Государственного комитета по статистике



Источник: Расчеты Центрального банка

В данный период цены на непродовольственные товары в интернет-магазинах выросли на **9,6%**, способствуя росту общей альтернативной инфляции на 2,9 процентных пункта. Цены на все предлагаемые услуги также выросли на **7,1%**, способствуя росту общего АИПЦ на 1,6 процентных пункта.

Планы по развитию системы онлайн мониторинга цен

На следующих этапах с целью расширения и развития возможностей системы онлайн мониторинга цен, а также дальнейшего повышения прозрачности получаемых данных планируется:

увеличение количества наблюдаемых в системе объектов торговли и основных видов товаров и услуг;

еще больше расширить возможности программного обеспечения и наладить **ежедневное изучение** цен в интернет магазинах и торговых сетях;

дальнейшее развитие системы онлайн мониторинга цен, прогнозирование онлайн-инфляции и обмен опытом в этом направлении с зарубежными центральными банками в рамках **проекта e-CPI**;

разработка моделей краткосрочного прогнозирования с использованием динамики обобщенных альтернативных индексов, разработанных на основе ежедневных и недельных онлайн цен;

ежеквартальная публикация **инфографики и видеороликов** на официальных страницах Центрального по результатам наблюдений в системе онлайн мониторинга цен;

отслеживание разницы между ценами на центральных дехканских рынках и крупных торговых комплексах в регионах и ценами интернет-магазинов.

Приложение 5

Мировой опыт повышения доступности финансовых ресурсов

Анализ построения финансовых систем стран мира позволяет разделить их на **две большие группы**, это системы, основанные на банках и системы, основанные на рынках. В системе, основанной на банках основными доминирующими субъектами являются банки, а в рыночной – **рынки облигаций и других ценных бумаг**.

Преобладание одной либо другой системы в основном определяется структурой экономики и исторически сложившимися особенностями, и каждая из них имеет свои относительные **преимущества и недостатки**. Вместе с тем, можно выделить определенную последовательность условий и соответствующих этапов формирования финансовых систем.

Так на начальном этапе формируется банковская система. Затем начинают формироваться рынки государственных облигаций, далее по мере их развития зарождаются рынки корпоративных долговых бумаг и только на последнем этапе возникает рынок долевых ценных бумаг.

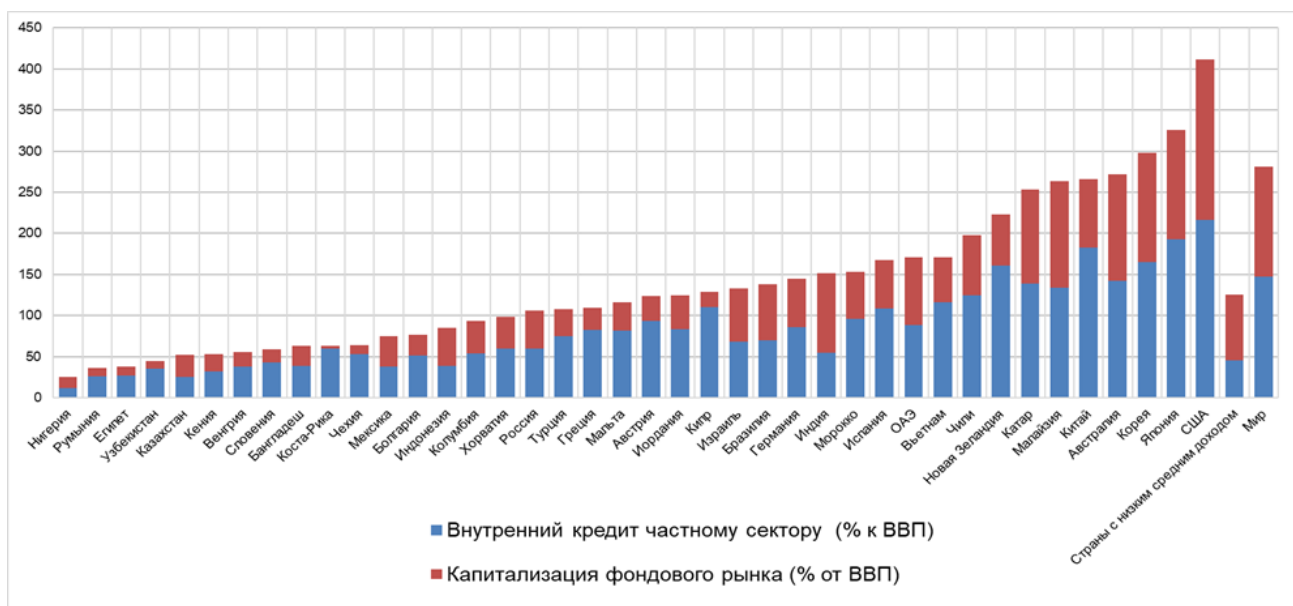
В последующем происходит усложнение системы с внедрением производных инструментов и других комплексных финансовых продуктов.

К основным аргументам фокусирования на **развитии банковской системы** можно отнести следующие.

Во-первых, банки в основном принимают решения о кредитовании с использованием **имеющейся информации** о своих клиентах, что повышает доступность кредита и потенциально снижает требования к залогу. В какой-то степени это также способствует повышению финансовой дисциплины предприятий и внедрению высоких стандартов корпоративного управления.

Во-вторых, банки более **эффективно распределяют и оценивают риски во времени**, в то время как рынки в большей степени ориентированы на краткосрочный период.

Рис. 5.1. Объемы общего финансирования в разрезе стран (в % к ВВП)



Источник: World development indicators database

Рынки также имеют ряд преимуществ. В том, числе можно выделить их большую способность **в поддержке инновационных и высокодоходных проектов** с относительно высоким риском, в то время как банки ограничены в принятии риска.

Рынки также могут способствовать повышению **качества менеджмента**, оказывать давление на **смену неэффективных систем управления** компаний.

Рынки **более гибки в сборе информации** в условиях неопределенности и быстро изменяющейся ситуации, а также при внедрении инновационных продуктов и технологий. Кроме того, рынки способствуют **снижению концентрации собственности** в отличие от системы, основанной на преобладании банков.

На рынках осуществляется проведение **IPO**, в том числе инновационных фирм. Соответственно после IPO, значительно упрощается процесс финансирования предприятий, так как фирмы обладают достаточным уровнем прозрачности и соответствует установленным на рынке критериям.

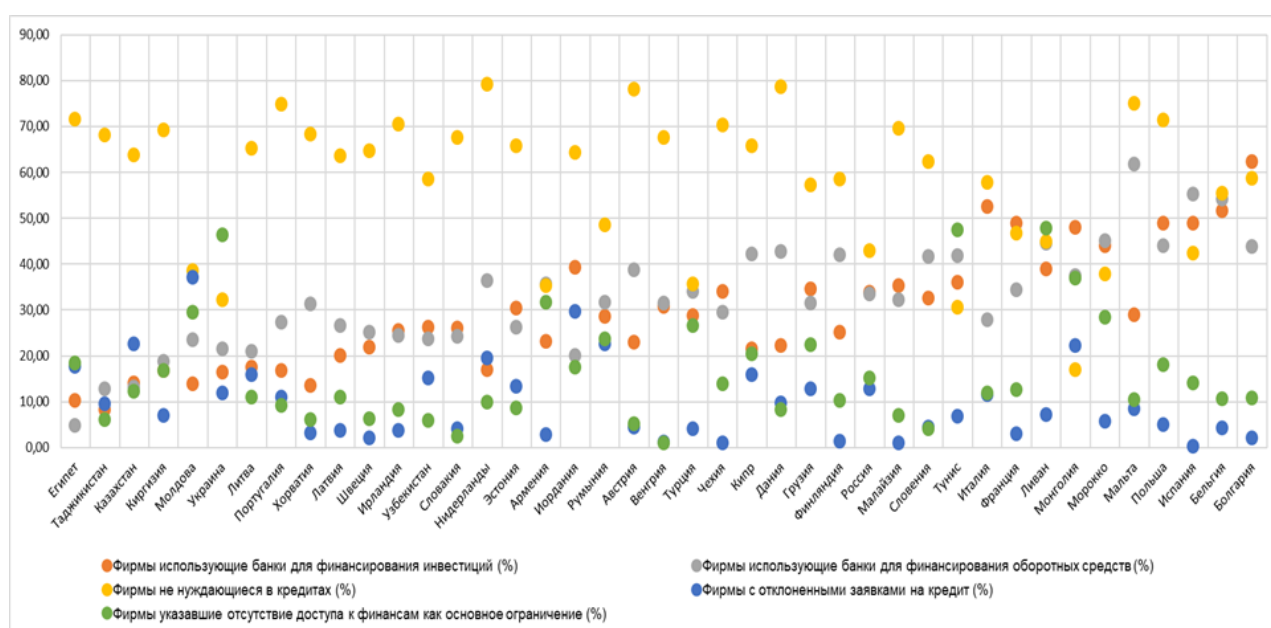
Большинство исследований показывают, что для развивающихся рынков более важно развитие банковской системы, а важность рынков увеличивается по мере **роста доходов**.

Многие развивающиеся страны реализовывали **комплексные программы и стратегии**, направленные на создание финансового сектора, соответствующего запросам и способного обеспечить сбалансированное развитие экономики.

Финансовое развитие **Чили** началось с быстрого процесса финансовой либерализации. Правительство Чили отменило большинство административного регулирования банковского сектора, включая контроль над процентными ставками и кредитом, и приватизировало государственные банки.

Финансовая либерализация продолжилась реформами фондового рынка, за которыми последовала **либерализация страхового рынка**, создание полностью накопительной пенсионной системы и мерами по облегчению выпуска облигаций.

Рис.5.2. Использование фирмами банковского финансирования (доля респондентов, %)



Источник: Global Financial Development Database

Пенсионные фонды, страховые компании и управляющие активами (инвестиционные фонды) составляют почти половину активов финансового сектора. Присутствие этих инвесторов способствовало сильному развитию местного рынка капитала. Наличие стабильных инвесторов, таких как пенсионные фонды и страховые компании, также снизило влияние на внутреннюю финансовую систему от глобальных финансовых шоков.

Совокупные объемы внутреннего кредита частному сектору и фондового рынка в 2020 году составляли 197,6 % ВВП. При этом на кредитование банками частного сектора приходилось 88,7% ВВП.

Развитие и глубина финансового сектора Малайзии (кредит частному сектору – 134% к ВВП, капитализация фондового рынка – 129,5% к ВВП) поддерживает макроэкономическую стабильность и повышает устойчивость, помогая амортизировать внешние шоки.

Финансовая глубина также снижает стоимость финансовых ресурсов, тем самым стимулируя государственные и частные инвестиции, в том числе в инфраструктуру, и поддерживая экономический рост.

Финансовый сектор **Малайзии** включает традиционные и исламские банки и небанковские финансовые учреждения. Банки по-прежнему доминируют (кредиты банков частному сектору около 134% к ВВП), но существенно растет небанковский сектор.

Развитие глубоких и ликвидных рынков **акций и облигаций** в национальной валюте стало отличительной чертой финансового развития в Малайзии и помогает защитить экономику от внешней нестабильности.

В то время как пенсионные фонды и страховые компании инвестируют большую часть своих портфелей на внутреннем рынке облигаций, доля активов, инвестируемых за рубежом, выросла, отражая постепенную либерализацию портфельных ограничений для резидентов. Глубокие финансовые рынки также позволили Малайзии брать кредиты в собственной валюте для инвестиций в инфраструктуру.

Существенный прогресс был достигнут в охвате малообеспеченных слоев населения, в том числе благодаря развитию **микрофинансирования**, а также **системы повышения финансовой грамотности и защиты потребителей**. Развитие исламских финансов также способствует расширению доступа к финансовым услугам.

С 2001 по 2020 год было принято два генеральных плана развития финансовой системы Малайзии. **Первый генеральный план** предусматривал повышение **институционального потенциала финансовой системы** и развитие финансовой инфраструктуры страны. В результате завершения этого плана финансовый сектор был основан на рыночных механизмах и на финансовом рынке была создана конкурентная среда.

Второй генеральный план был нацелен на развитие **эффективного посредничества**, глубоких и динамичных финансовых рынков для экономики с высокой добавленной стоимостью и уровнем доходов, увеличение финансовой доступности, усиление международной финансовой интеграции, глобализацию

исламских финансов, обеспечение стабильности финансовой системы, достижение высокой экономической эффективности за счет электронных платежей, клиентоориентированность и развитие талантов для финансового сектора.

В рамках реализации данного плана основное внимание уделялось **совершенствованию системы регулирования в финансовой сфере и развитию экосистемы** финансирования малого бизнеса.

ГЛОССАРИЙ

Административно регулируемые цены	– цены, которые формируются не на основе рыночных механизмов (спроса и предложения), а административно устанавливаются для определенных видов продукции (товаров, услуг) через государственные органы, организации и предприятия.
Базовая инфляция	– инфляция рассчитывается без учета изменения цен на отдельные товары и услуги (фрукты и овощи, топливо, отдельные виды пассажирского транспорта, услуги связи, жилищно-коммунальные услуги и др.), цены на которые колеблются под влиянием сезонных и административных факторов..
Валютные интервенции Центрального банка	– участие Центрального банка на валютном рынке посредством покупки и продажи иностранной валюты с целью стерилизации дополнительной ликвидности, создаваемой покупкой Центральным банком монетарного золота, а также для предотвращения резких колебаний курса национальной валюты.
Временной лаг	– индикатор влияния одного экономического события на другое экономическое событие с определенной временной задержкой; интервал между возникновением двух связанных событий или событий.
Денежно-кредитная политика	– часть макроэкономической политики, проводимой для обеспечения стабильности цен на внутреннем рынке. Денежно-кредитная политика реализуется посредством использования денежно-кредитных инструментов для поддержания необходимого уровня ликвидности, процентных ставок и других показателей в банковской системе.
Депозитные аукционы	– операции Центрального банка по привлечению средств на корреспондентский счет коммерческих банков по аукционным процентным ставкам (обычно одна или две недели) с целью управления общей ликвидностью банковской системы и временного изъятия избыточной ликвидности из банковской системы в контексте структурного профицита ликвидности.
Дефлятор валового внутреннего продукта	– изменение общего уровня цен на товары и услуги, производимые и потребляемые в стране за определенный период.
Заякоренность инфляционных ожиданий	– соотношение прогнозируемых темпов инфляции населения и хозяйствующих субъектов на ближайшую среднесрочную перспективу к определенному количественному показателю (таргету инфляции).
Инвестиционный спрос	– спрос на объекты физического капитала (машины, оборудование) и услуги, используемые хозяйствующими субъектами для ведения и расширения своей деятельности. Инвестиционный спрос является частью совокупного спроса в экономике.

Индекс потребительских цен (ИПЦ)	– индикатор изменения общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления, рассчитывается как отношение суммы цен на товары и услуги в текущем периоде к ценам в предыдущем (базовом) периоде..
Инерционная инфляция	– тенденция к медленному возвращению от долгосрочной инфляции к долгосрочному равновесию после шоков.
Инфляционное таргетирование	– представляет собой режим денежно-кредитной политики, при котором Центральный банк устанавливает и объявляет среднесрочный количественный уровень инфляции. В то же время он направляет денежно-кредитные инструменты на достижение количественного показателя текущей инфляции.
Инфляционные ожидания	– прогнозы населения и хозяйствующих субъектов об уровне инфляции (изменении цен) на ближайший период. На основании инфляционных ожиданий производители и потребители, продавцы и покупатели определяют свою будущую инвестиционную, кредитную, финансовую и ценовую политику, а также оценивают доходы, расходы и предполагаемую прибыль.
Инфляционный таргет	– заранее объявленный целевой показатель инфляции, который закладывает основу для долгосрочного экономического развития и стабильности цен.
Ликвидность банковской системы	– остатки средств коммерческих банков в национальной валюте на корреспондентских счетах, открытых в Центральном банке Республики Узбекистан.
Макропруденциальные меры	– комплекс активных мер, направленных на минимизацию системного риска в банковской системе, финансовом рынке или отдельных его сферах.
Межбанковский денежный рынок	– система организации и проведения краткосрочных (обычно до одного года) биржевых операций по размещению и привлечению средств в национальной и иностранной валютах.
Международные денежные переводы	– перевод средств в страну или из страны через международные системы денежных переводов.
Монетарные факторы инфляции	– факторы инфляции, на которые могут оказать прямое влияние инструменты денежно-кредитной политики Центрального банка в среднесрочной перспективе.
Обязательные резервы коммерческих банков	– средства, депонированные коммерческими банками в Центральном банке для выполнения обязательных резервных требований Центрального банка. Минимальный размер обязательных резервов в Центральном банке определяется нормативными актами Центрального банка с учетом целей денежно-кредитной политики в отношении объема, вида, сроков и других обязательств банков. Размер обязательных резервов по каждой категории привлекаемых средств одинаков для всех банков.
Операции РЕПО	– операции продажи государственных ценных бумаг Центральному банку на основании договора репо коммерческих банков для краткосрочного заимствования или операции продажи ценных бумаг коммерческим банкам с целью управления денежной массой и банковскими резервами

	Центрального банка (в этом случае государственные ценные бумаги выступают в качестве обеспечения).
Основная ставка	– процентная ставка, определяющая процентную ставку по займам для коммерческих банков и стоимость займов для заемщиков; изменение основной процентной ставки влияет на процентные ставки на межбанковском денежном рынке.
Открытая валютная позиция	– валютная позиция в ситуации несовпадения требований банка в иностранной валюте его обязательствам в иностранной валюте.
Платежный баланс	– статистический отчет, отражающий все экономические операции между резидентами и нерезидентами страны за определенный период времени.
Потребительский спрос	– часть общего спроса на потребительские товары и услуги в экономике.
Процентный коридор	– система приближения краткосрочных процентных ставок на денежном рынке к основной процентной ставке (процентной цели) Центрального банка; Верхний предел коридора процентных ставок - это ставка Центрального банка по кредитованию коммерческих банков (обычно ставка овернайт), а нижний предел - это ставка Центрального банка по привлечению депозитов коммерческих банков..
Разрыв выпуска (англ. Output gap)	– разница между текущим и потенциальным ВВП. Положительная разница называется инфляционным разрывом. Это означает, что темпы роста совокупного спроса будут превышать темпы роста совокупного предложения, и это может создать инфляционное давление. И наоборот, отрицательная разница приводит к дефляции.
Рецессия	– резкое снижение производства в экономике или существенное замедление темпов экономического роста.
Системные риски	– риски функционирования всей финансовой системы или финансового рынка, в отличие от рисков, связанных с отдельным участником или группой участников финансового рынка.
Стагфляция	– высокая инфляция в сочетании с низким экономическим ростом.
Счет текущих операций	– является частью платежного баланса страны, отражает поток товаров, услуг, первичных и вторичных доходов (заработная плата рабочих, доход от инвестиций и т. д.) между резидентами и нерезидентами.
Трансмиссионные каналы денежно-кредитной политики	– каналы воздействия решений денежно-кредитной политики на ценовую динамику и экономику. Процесс, посредством которого изменение или сохранение неизменной процентной ставки центрального банка, и сигнал о его будущей траектории постепенно передается от сегментов финансового рынка реальному сектору экономики и, в результате, уровню инфляции. Изменения процентных ставок передаются в экономику по следующим основным каналам: процентный, кредитный, валютный, цен на активы и канал ожиданий.

Тренд	– основная тенденция изменения индикатора. Тренды могут быть представлены различными уравнениями - линейными, логарифмическими, степенными и т. д. Текущий тип тренда определяется путем обработки ее функциональной модели статистическими методами или путем обработки временных рядов.
Усеченная инфляция	– инфляция рассчитанная путем исключения 10 групп товаров (услуг) с наибольшим и наименьшим ростом цен соответственно.
Финансовая система	– совокупность финансовых институтов и финансовых рынков, обеспечивающих формирование и использование средств государства, организаций и населения посредством различных финансовых инструментов. В то же время финансовые учреждения (рынки и финансовые учреждения) перераспределяют ограниченные финансовые ресурсы от одного хозяйствующего субъекта к другому.
Финансовая стабильность	– эффективное функционирование финансовой системы за счет обеспечения перераспределения ресурсов и управления финансовыми рисками, умеренная волатильность финансового рынка (его сегментов), непрерывность расчетов, а также способность преодолевать последствия негативных шоков и восстанавливаться после шока в чрезвычайных ситуациях, состояние финансовой системы, в котором она может эффективно работать.
Финансовый рынок	– система экономических отношений, возникающая в процессе обмена экономическими богатствами.
Экономический цикл	– естественный процесс экономического развития, в котором рост производства, занятости и ВВП сменяется периодами спада (рецессии).