



Центральный банк  
Республики Узбекистана

II квартал  
2024 года

**ОБЗОР  
ДЕНЕЖНО-  
КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКИ**

## Центральный банк Республики Узбекистан

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

# 5%



## СОДЕРЖАНИЕ

<b>РЕЗЮМЕ .....</b>	<b>3</b>
<b>I. СРЕДНЕСРОЧНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ .....</b>	<b>5</b>
1.1. Макроэкономические прогнозы.....	5
1.2. Перспективы формирования внешнеэкономических условий .....	9
1.3. Денежно-кредитные условия и перспективы денежно-кредитной политики .....	14
1.4. Прогноз инфляции и инфляционные ожидания.....	16
1.5. Риски и неопределенности макроэкономического развития.....	19
Врезка 1. Динамика доходности суверенных облигаций и ее факторы .....	21
Вставка 2. Различия в мерах денежно-кредитной политики ведущих центральных банков и их влияние на мировую экономику.....	23
Врезка 3. Анализ связи между инфляционными ожиданиями, ощущаемой и фактической инфляцией.....	26
<b>II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ .....</b>	<b>28</b>
2.1. Внутренняя экономическая активность и факторы совокупного спроса .....	28
2.2. Динамика инфляции .....	31
2.3. Денежно-кредитные условия .....	34
Врезка 4. Оценка влияния основной ставки на ставки депозитов и кредитов .....	39
Врезка 5. Фискал шоклар динамик таъсирининг эмпирик таҳлили.....	42
Врезка 6. Тенденции в инфляции услуг .....	45
Врезка 7. Влияние роста цен на энергоресурсы на инфляционные ожидания населения.....	47
Приложение.....	49

## РЕЗЮМЕ

*25 июля 2024 года правление Центрального банка снизило основную ставку на 0,5 процентного пункта до 13,5% годовых.*

Снижение базовой инфляции и динамика инфляционных ожиданий показывают, что вторичное влияние повышения тарифов на энергоносители на инфляцию оказалось меньше ожидаемого, что повышает уверенность в формировании инфляции близко к нижней границе прогнозного коридора по итогам года.

Относительно жесткие денежно-кредитные условия способствуют сокращению положительного разрыва выпуска и снижению проинфляционного давления со стороны спроса.

В июне общая инфляция сложилась на годовом уровне 10,6%, при этом наблюдалось значительное снижение устойчивых составляющих инфляции и цен на плодоовощную продукцию. Динамика цен на внешних рынках также продолжает оказывать сдерживающее воздействие на импортируемую инфляцию.

Снижение инфляции продовольственных товаров и стабильность обменного курса оказали положительное влияние на инфляционные ожидания населения, что привело к их значительному снижению в июне. Это создает условия для понижательного давления на инфляцию со стороны ожиданий.

Базовая инфляция продолжая нисходящую динамику, составила 5,9% в июне, снизившись на 2,6% с начала года. Это указывает на сохранение снижающего тренда инфляции и в дальнейшем.

Прогноз инфляции пересмотрен в сторону понижения в связи с замедлением динамики базовой инфляции в текущем году, и меньшим, чем предполагалось влиянием проинфляционных факторов. Ожидается, что в конце года общая инфляция составит около 9% и приблизится к 5% таргету в конце 2025 года.

Во втором квартале 2024 года экономический рост продолжил ускоряться, и за первое полугодие экономика выросла на 6,4% в реальном выражении. Высокая активность в промышленности, строительстве и сфере услуг поддерживает экономический рост.

Высокая инвестиционная активность, особенно прямые иностранные и частные инвестиции, является одним из важных факторов повышения общего инвестиционного спроса.

Несмотря на относительное снижение индексов экономической активности в последние два месяца, сохраняются их положительные значения.

На фоне сохранения высокой инвестиционной и производственной активности во втором полугодии, прогноз роста реального ВВП в 2024 году повышен до 5,7-6,2%.

Под влиянием структурных изменений в расходах населения и субъектов предпринимательства прогнозируется относительно умеренный уровень совокупного потребительского спроса.

Сохранение относительно жестких денежно-кредитных условий в экономике служит обеспечению баланса между совокупным спросом и предложением. В результате ожидается, что сложившийся на сегодняшний день положительный разрыв выпуска в 0,5-0,6% закроется к концу года и его влияние на инфляцию снизится.

В условиях высоких темпов экономического роста в основных торговых партнерах и благоприятных мировых цен предполагается, что объем экспортных поступлений и денежных переводов будет расти более высокими темпами по сравнению с первоначальными прогнозами.

Во втором квартале текущего года по различным каналам наблюдалось значительное увеличение притока валюты в экономику, что положительно сказалось на стабилизации курса сума.

Общая ликвидность банковской системы, динамика объема сбережений и кредитов показывает, что сохраняются относительно жесткие денежно-кредитные условия. Это, в свою очередь, повышает привлекательность сумовых сбережений и обеспечивает высокие темпы роста вкладов населения.

Вместе с тем, сохраняются определенные неопределенности относительно продолжения текущей динамики инфляционных ожиданий до конца года, а также проинфляционные риски, связанные с высокой базовой инфляцией услуг.

Центральный банк продолжит проводить относительно жесткую денежно-кредитную политику, направленную на достижение 5% таргета инфляции.

# I. СРЕДНЕСРОЧНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ

## 1.1. Макроэкономические прогнозы

По итогам первого полугодия 2024 года Центральный банк пересмотрел среднесрочные прогнозы экономического роста в сторону повышения с учетом совокупного спроса и предложения в экономике, обновленных внутренних и внешних макроэкономических показателей и ожиданий.

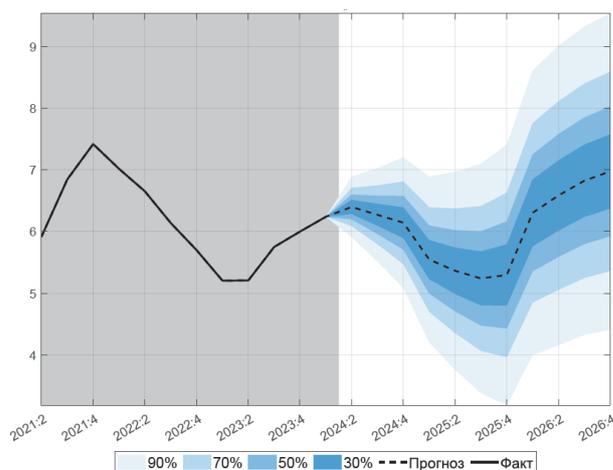
Согласно обновленным прогнозам, экономический рост в 2024 году ожидается на уровне 5,7-6,2% (на 0,5 процентных пункта выше апрельских прогнозов) (рис. 1.1.1).

Основными факторами повышения прогноза экономического роста стали сложившаяся в первом полугодии высокая внутренняя и внешняя экономическая активность, увеличение потока инвестиций и рост реальных доходов населения на фоне продолжение тенденции к снижению устойчивых компонентов инфляции.

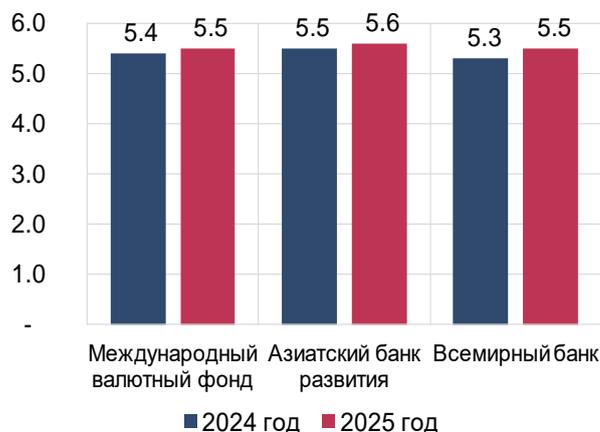
При этом, прогнозируется, что рост расходов на конечное потребление домохозяйств за счет потребительского спроса сохранится и составит около 5-6% 2024 году.

Министерство экономики и финансов прогнозируют, что исходя из фискальных целей, дефицит консолидированного бюджета к ВВП в текущем году не превысит 4%, а в 2025 году – 3%.

**Рис. 1.1.1. Прогноз роста ВВП, %**



**Рис. 1.1.2. Прогноз Международных финансов институтов по росту ВВП Узбекистана, %**



Источник: расчеты Центрального банка.

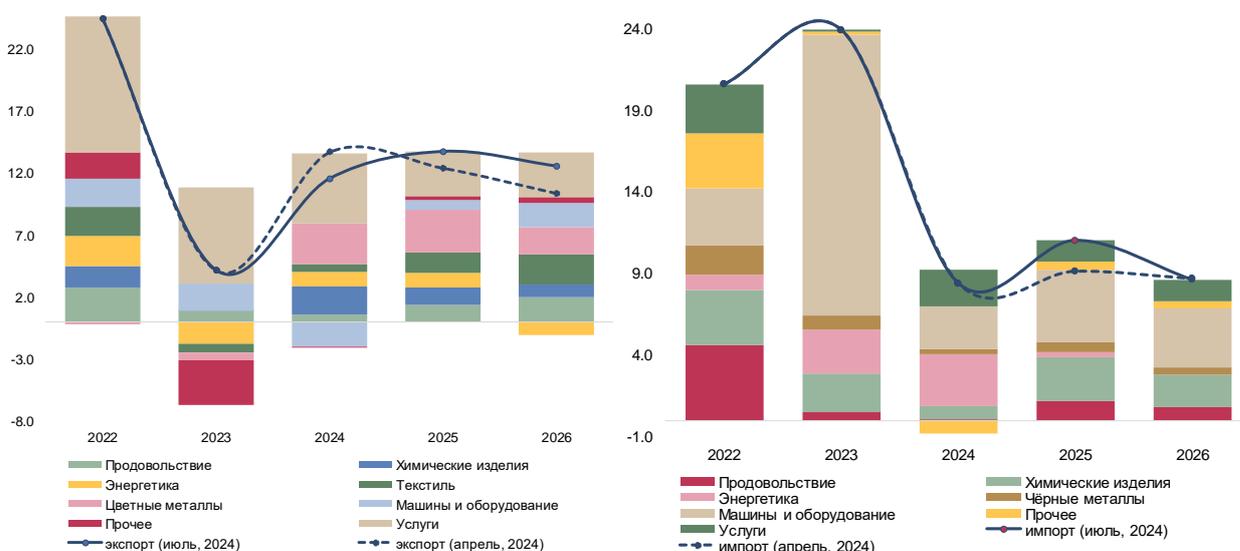
На фоне оптимизации бюджетных расходов ожидается, что реальный рост расходов на государственное потребление останется в пределах показателей предыдущего года.

Высокие темпы роста частных инвестиций в основной капитал сохранятся и во второй половине текущего года.

Увеличение ожиданий по экономическому росту в 2024 году было отражено и в обновленных оценках международных финансовых институтов. В частности, согласно последним прогнозам Международного валютного фонда (МВФ) и Всемирного банка, в 2024 году ожидается рост экономики Узбекистана на уровне 5,4% и 5,3% соответственно<sup>1</sup> (рис. 1.1.2). При этом, МВФ повысил показатель экономического роста страны на 0,2 процентных пункта по сравнению со своими апрельскими прогнозами, а Всемирный банк оставил его без изменений.

В результате сохранения неопределенности в геополитической ситуации и ожидаемого смягчения денежно-кредитных условий ведущими центральными банками во второй половине текущего года спрос на золото останется высоким и послужит соответствующему формированию цен на высоком уровне. Это, в свою очередь, увеличивает вероятность сохранения стабильного роста объемов экспорта и во втором полугодии.

**Рис. 1.1.3. Темпы роста экспорта, %**    **Рис. 1.1.4. Темпы роста импорта, %**



Источник: Агентство статистики, расчеты Центрального банка.

Значительно более высокое формирование мировых цен на уран и медь по сравнению с прошлым годом, поддерживает рост экспорта этих товаров. Кроме того, ожидания относительно высокого мирового урожая хлопка могут привести к снижению цен и отрицательно повлиять на поступления от экспорта текстиля.

Вместе с тем, повышение прогнозов экономического роста в странах-партнерах увеличивает внешний спроса на экспортные товары страны.

<sup>1</sup> Заявление миссии персонала МВФ в соответствии со Статьей IV в мае 2024 года и июньский доклад Всемирного банка «Перспективы развития мировой экономики».

За счет вышеперечисленных факторов общий рост экспорта прогнозируется на уровне 9-12% и около 11-13% без учета золота (рис. 1.1.3).

Снижение мировой инфляции, некоторая нормализация внешней ситуации, дефляция цен производителей в Китае и относительно стабильное формирование обменного курса повышают вероятность отсутствия дополнительного давления на импортные цены.

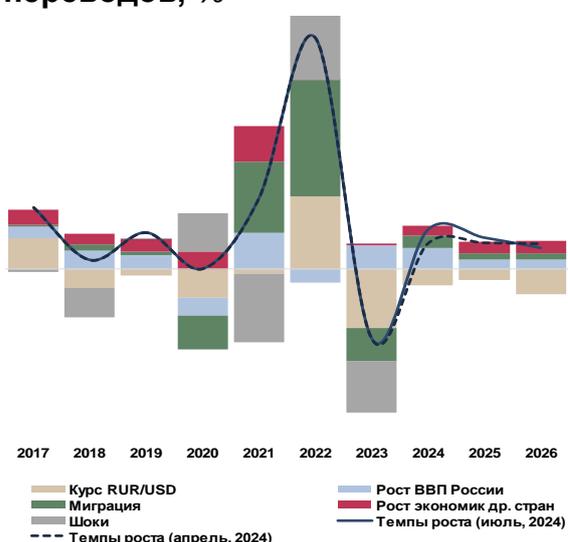
С учетом текущих тенденций, к концу года ожидается рост импорта на уровне предыдущих прогнозов, около 10-12% (рис. 1.1.4).

В условиях бюджетной консолидации и нормализации роста кредитов возможно снижение давление на импорт.

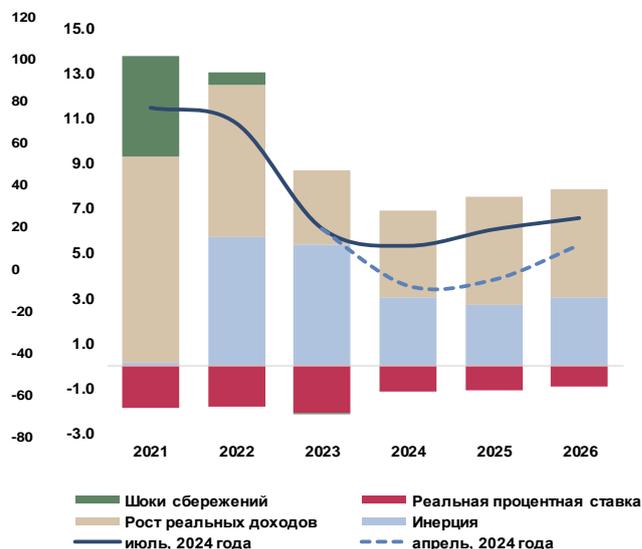
Ожидается, что темпы роста импорта энергоносителей, нефти и услуг сохранятся, а импорт машин и оборудования относительно стабилизируется из-за эффекта высокой базы.

Денежные переводы, являющиеся важным фактором роста доходов населения, выросли в первом полугодии на 25,2% по сравнению с предыдущим годом, что существенно превышает апрельские прогнозы. С учетом этих тенденций предыдущие прогнозы были пересмотрены в сторону повышения.

**Рис. 1.1.5. Прогноз роста трансграничных денежных переводов, %**



**Рис. 1.1.6. Темпы роста реального личного потребления, %**



Источник: Агентство статистики, расчеты Центрального банка.

При этом, по итогам 2024 года прогнозируется рост денежных переводов на 20-25% в результате стабильного формирования валютных курсов, высокой экономической активности, увеличения спроса на трудовые ресурсы и ожиданий роста заработной платы в странах принимающих мигрантов во втором полугодии (рис. 1.1.5).

В то же время, с учетом ожидаемой динамики инфляции и прогнозируемого роста доходов населения, рост реальных доходов населения ожидается несколько выше апрельских прогнозов и, соответственно, возможно определенное увеличение расходов на личное потребление (рис. 1.1.6).

**Таблица 1.1.1. Основные макроэкономические показатели**

(в скобках апрельские прогнозы), %

Показатели	Факт		Прогноз		
	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Инфляция (годовая, на конец года)</b>	<b>12,3</b>	<b>8,8</b>	<b>9</b> (9-11)	<b>5-6</b> (5-6)	<b>5</b> (5)
Инфляция (среднегодовая)	11,4	10	9-9,5 (9-11)	7-9 (7-9)	5-6 (5-6)
Базовая инфляция (годовая, на конец года)	13,8	8,5	6-7 (7-8)	5-6 (4,5-5,5)	4,5-5,5 (4,5-5,5)
<b>Реальный рост ВВП</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7-6,2</b> (5,2-5,7)	<b>5-6</b> (5-6)	<b>5,5-6,5</b> (5,5-6,5)
Реальный рост расходов на конечное потребление	9,2	5,1	5-6 (4-5)	4,5-5,5 (4,5-5,5)	5-6 (5-6)
- домашние хозяйства	11,4	6,1	5-6 (4-5)	5-6 (5-6)	5,5-6,5 (5-6)
- государство	1,3	1,4	1,5-2 (1,5-2)	1-2 (1-2)	2-3 (2-3)
Фискальный дефицит (к ВВП)	4,1	5,5	4 (4)	3 (3)	3 (3)
Рост экспорта	18,4	23,8	9-12 (9-12)	8-10 (8-10)	8-10 (8-10)
Рост экспорта (без золота)	21,6	4,2	11-13 (12-14)	10-12 (10-12)	12-14 (12-14)
Рост импорта	20,3	24,0	10-12 (10-12)	9-10 (9-10)	8-10 (8-10)
Рост объемов денежных пере	2,1 б.	-32,9	20-25 (8-10)	10-12 (11-13)	10-12 (10-12)
Рост остатка кредитных вложений	21,4	23,3	15-17 (15-17)	14-17 (14-17)	12-15 (12-15)

Источник: расчеты Центрального банка

## 1.2. Перспективы формирования внешнеэкономических условий

*В результате жесткой денежно-кредитной политики, проводимой ведущими центральными банками, глобальная инфляция продолжает постепенно снижаться, а показатели экономического роста остаются стабильными.*

*Вместе с тем, устойчиво высокая глобальная инфляция в сфере услуг и сохраняющаяся геополитическая напряженность задерживают смягчение процентных ставок.*

Июльский прогноз Международного валютного фонда (МВФ) по росту мировой экономики остался практически неизменным: 3,2% в 2024 году и 3,3% в 2025 году (рис. 1.2.1). Прогнозы для развивающихся стран повышены на 0,1 процентного пункта, и в 2024-2025 годах прогнозируется рост на уровне 4,3%. Прогнозы улучшились главным образом за счет увеличения объема экспорта Китая в первом квартале текущего года.

В мире, особенно в развивающихся странах, объем торговли товарами и услугами продолжает увеличиваться и, как ожидается, вырастет на 4,2% в 2024 году (в 2 раза выше прошлогоднего роста).

В частности, в начале года благодаря значительному увеличению объемов торговли Китая с другими странами и геоэкономической ситуации мировой индекс контейнерных перевозок увеличился в 2,2 раза по сравнению с началом года.

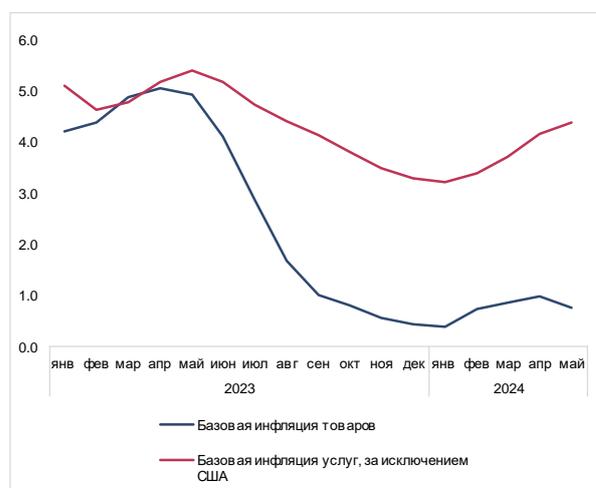
Повышение процентных ставок в последние два года создает достаточную жесткость для мировой экономики.

Вместе с тем, сохраняется высокая неопределенность относительно формирования инфляционных процессов в будущем. Это, в свою очередь, вынуждает ведущие центральные банки проявлять осторожный подход к смягчению денежно-кредитной политики. Данные неопределенности объясняются, прежде всего, инфляцией услуг, которая остается высокой.

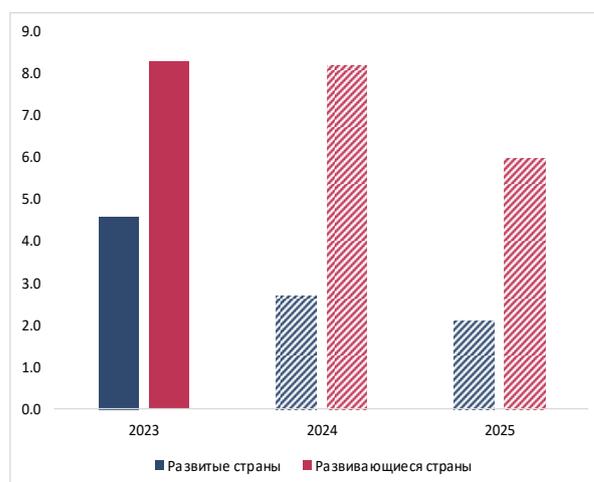
По прогнозам МВФ, мировая инфляция продолжит замедляться (рис. 1.2.2). В частности, ожидается значительное замедление темпов роста в развитых странах, до 2,7% в 2024 году и 2,1% в 2025 году. В развивающихся странах темпы снижения инфляции будут более медленными.

Риски, которые могут оказать давление на цены в будущем, включают сильный рынок труда и продолжающийся высокий рост заработной платы, рост глобальных торговых барьеров и ослабление торговых потоков между странами. В результате затраты на импорт в международных цепочках поставок могут увеличиться.

**Рис. 1.2.1. Мировая инфляция, годовые темпы<sup>2</sup>, %**



**Рис. 1.2.2. Прогноз мировой инфляции, годовые темпы, %**



Источник: Перспективы мировой экономики, МВФ, Июль, 2024

Мировые финансовые условия начали смягчаться во втором квартале на фоне снижения инфляции. В частности, средневзвешенная процентная ставка крупнейших развитых экономик<sup>3</sup> снизилась на 6 базисных пунктов и составила 4,7% годовых. Ожидается, что снижение процентных ставок ведущими центральными банками продолжится во второй половине 2024 года по мере снижения инфляции.

Следующее возможное снижение процентной ставки в США перенесено с лета на осень текущего года. В июне Европейский центральный банк снизил процентные ставки с 4% до 3,75% годовых.

3-месячные форвардные ставки SOFR и EURIBOR, которые показывают стоимость финансирования на внешних рынках, начали снижаться на фоне сигнала ФРС о смягчении и снижения процентной ставки ЕЦБ.

С июля наблюдалось снижение доходности по 10-летним суверенным облигациям ведущих стран. Это, в свою очередь, указывает на то, что глобальные финансовые условия начинают смягчаться.

**В Китае** замедление роста импорта наряду с восстановлением объемов промышленного производства и экспорта указывает на слабый внутренний спрос. Центральный банк Китая смягчил денежно-кредитную политику, снизив процентные ставки на 10 базисных пунктов в июле, чтобы поддержать внутренний спрос<sup>4</sup>. Ожидается, что это, в свою очередь, будет способствовать достижению 5% экономического роста к концу года.

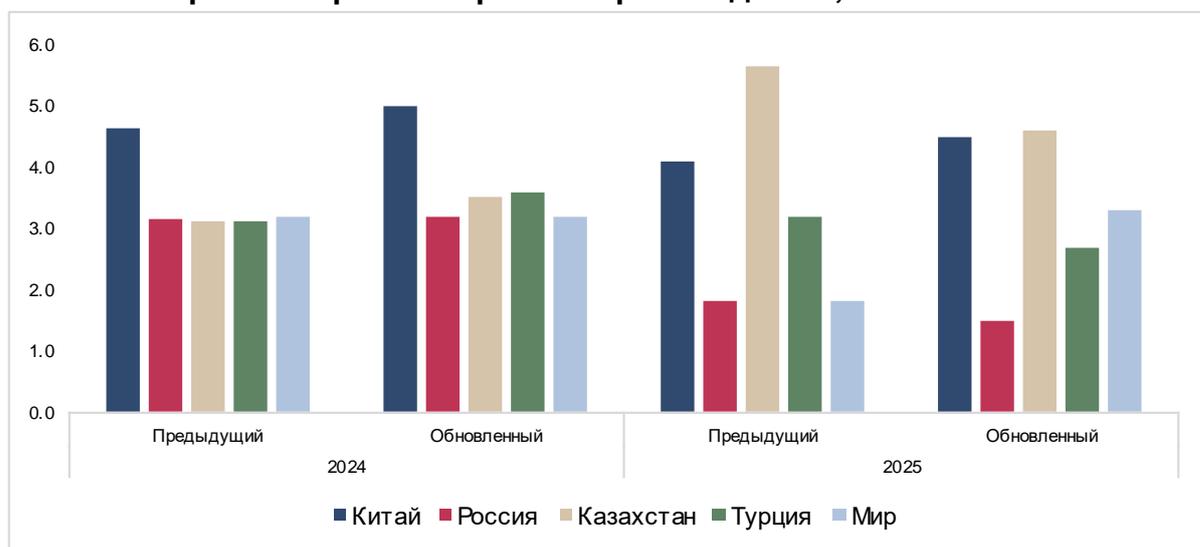
<sup>2</sup> с учетом средней инфляции за 3 мес.

<sup>3</sup> Классификация государств большой семерки со стороны МВФ.

<sup>4</sup> Ставка по кредиту на срок 1 год была снижена с 3,45% до 3,35%, а ставка по 5-летнему кредиту, влияющая на стоимость ипотечных кредитов, снижена с 3,85% до 3,75%.

**В России** продолжается высокий рост деловой активности. Производственные отрасли промышленности, а также строительство, объемы оптовой и розничной торговли быстро растут.

**Рис. 1.2.3. Прогнозы роста мирового производства\*, %**



\*Предыдущий – апрельский прогноз 2024 г., обновленный – июльский прогноз 2024 года.

Источник: Перспективы мировой экономики, МВФ, июль 2024 г.

При этом в июне наблюдалось снижение импорта на фоне усложнения процесса расчетов по внешнеторговым операциям и усиления торговых ограничений. Прогноз роста реального ВВП в России в текущем году остался на уровне 3,2% и снижен до 1,5% на 2025 год.

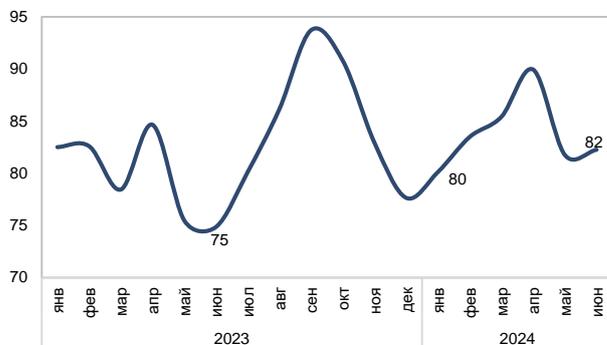
По итогам первого полугодия текущего года годовой рост экономики **Казахстана** ускорился до 3,3%. МВФ повысил прогнозы экономического роста на 2024 год до 3,5% в год, принимая во внимание влияние смягчения денежно-кредитных условий и фискального стимулирования на потребительский спрос. В то же время во внешней торговле Казахстана отмечено снижение импорта, что объясняется слабым внутренним спросом.

В этом году прогноз экономического роста **Турции** повышен по сравнению с предыдущим (рис. 1.2.3). Основным фактором стал рост промышленного производства и сферы услуг. Несмотря на ужесточение денежно-кредитных условий, деятельность в этих сферах происходит на фоне чрезвычайно высокой инфляции. В дальнейшем ожидается умеренное снижение темпов экономического роста из-за проявления эффектов жесткой денежно-кредитной политики.

По прогнозам Управления энергетической информации США, цены на нефть вырастут до \$89 за баррель во второй половине года из-за решения ОПЕК о частичном сокращении добычи в июне и сокращения предложения нефти на мировом рынке (рис. 1.2.4).

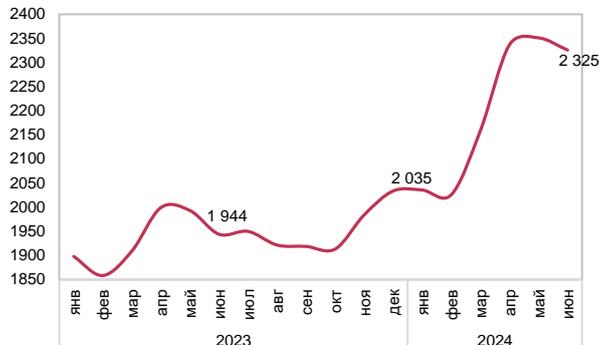
Цены на золото продолжают расти из-за множества факторов, в том числе возросших геополитических рисков, ожиданий снижения ставок ФРС и увеличения спроса со стороны центральных банков.

**Рис. 1.2.6. Цена на нефть марки Brent, долл. / баррель**



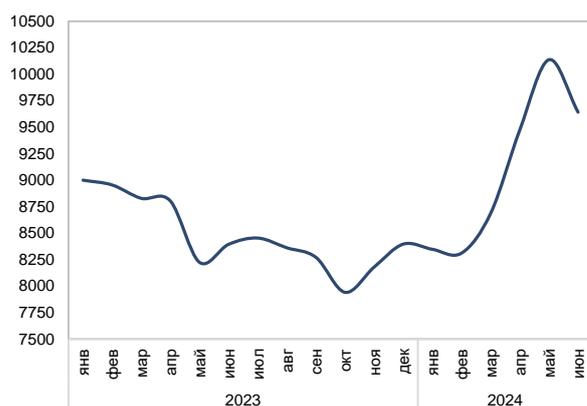
Источник: [statista.com](https://www.statista.com)

**Рис. 1.2.7. Цены на золото, долл./ тр. унция**



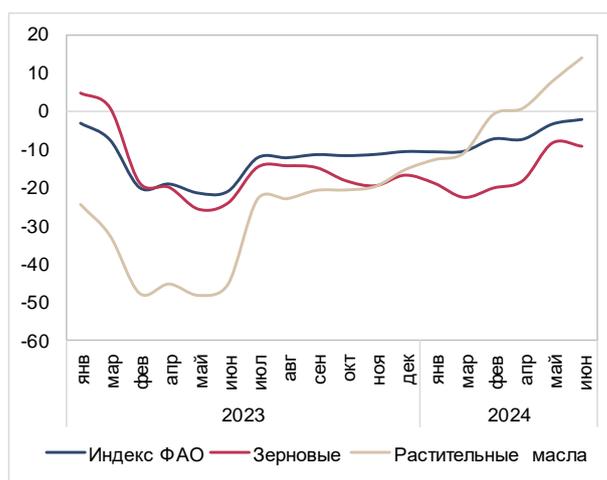
Источник: [www.lbma.org](https://www.lbma.org)

**Рис. 1.2.8. Цена меди, долл. / тонна**



Источник: [markets.businessinsider.com](https://markets.businessinsider.com).

**Рис. 1.2.9. Динамика индекса ФАО, %**



Источник: ФАО ([fao.org](https://www.fao.org))

Цена на медь во многом зависит от факторов спроса и предложения. Китай, который в настоящее время потребляет около 30% всей меди в мировом секторе недвижимости и строительства, оказывает значительное влияние на эти факторы. Таким образом, темпы восстановления строительной отрасли Китая и рынка недвижимости будут определяющим фактором для стоимости меди в ближайшие кварталы.

Согласно динамике индекса ФАО, мировые цены на продовольствие возобновят годовой рост в 2024 году после значительного снижения в 2023 году (рис. 1.2.7). При этом рост цен на зерно и растительные масла остается одним из основных повышающих факторов.

Согласно июльскому отчету Министерства сельского хозяйства США<sup>5</sup>, в сезоне 2024-2025 годов мировой урожай масличных культур, несколько

<sup>5</sup> Отчет о мировых показателях спроса и предложения сельскохозяйственной продукции, Министерство сельского хозяйства США, июль 2024 г.

снижается, в частности, из-за снижения урожая подсолнечника. Это снижение было вызвано плохими ожиданиями урожайности в результате жаркой и засушливой погоды, наблюдавшейся в начале сезона в России и Украине.

### 1.3. Денежно-кредитные условия и перспективы денежно-кредитной политики

**Центральный банк будет поддерживать относительно жесткие денежно-кредитные условия в экономике до тех пор, пока уровень инфляции не снизится до 5% таргета и не будут устранены риски резкого роста.**

В частности, будут приняты меры по обеспечению формирования достаточного для снижения инфляции значения индекса реальных денежно-кредитных условий, путем обеспечения положительных реальных процентных ставок в экономике (рис. 1.3.1).

**Рис. 1.3.1. Индекс реальных денежно-кредитных условий**



**Рис. 1.3.2. Реальные процентные ставки, % годовых**



Источник: расчеты Центрального банка.

\*Расчитаны на основе рациональных инфляционных ожиданий на следующие 6 мес.

В последние кварталы основная ставка сохранялась неизменной на уровне 14%, несмотря на снижение общего уровня инфляции до 8% годовых. Основной причиной этого стало ожидание либерализации регулируемых цен.

Благодаря обеспечению жестких денежно-кредитных условий при повышении тарифов рост общей инфляции оказался ниже ожидаемого, что отразилось на несколько сбалансированном формировании инфляционных ожиданий субъектов экономики.

Снижение основной ставки на 0,5 процентного пункта в июле расценивается как уверенность в снижении инфляции и нормализация уровня основной ставки, сохранявшегося высоким в предыдущие месяцы, и не оказывает существенного влияния на жесткость денежно-кредитных условий.

Обновленный прогноз среднесрочного макроэкономического развития показывает необходимость сохранить денежно-кредитные условия на относительно жестком уровне до второй половины 2025 года, чтобы обеспечить стабильность цен в экономике и снизить инфляцию до 5% (рис. 1.3.2).

При этом будет сохранен осторожный подход снижения основной ставки в соответствии с замедлением инфляции, основой для принятия решения о снижении основной ставки станет возрастающая уверенность в устойчивом снижении инфляции. Сложность внешнеэкономических процессов затрудняет достижение консенсуса относительно будущей динамики основной ставки и требует глубокого изучения внутренних и внешних факторов, способных усилить инфляцию.

Центральный банк не исключает возможности не только сохранить основную ставку неизменной, но и рассмотреть возможность ее повышения в условиях фундаментального поворота в экономике, связанного с инфляционными процессами и ростом рисков.

В целом обеспечение относительно жестких денежно-кредитных условий в экономике в среднесрочной перспективе позволит сдерживать потребительский спрос, повысить привлекательность вкладов в национальной валюте, создав необходимые условия для формирования инфляции в рамках прогнозов и ее приведения к таргету.

Текущее снижение основной ставки оказывает понижающее воздействие на другие процентные ставки в экономике с определенным лагом (*обычно 2-4 квартала*). При этом, дальнейшее снижение номинальных процентных ставок без существенного влияния на реальные процентные ставки при снижении уровня инфляции приведет к формированию устойчивой динамики снижения процентных ставок по кредитам и депозитам в ближайшие годы.

В ближайшие кварталы ожидается, что общая ликвидность банковской системы сохранит структурный профицит, повысится активность денежного рынка и увеличится доля рынка РЕПО, сохранятся высокие темпы роста депозитов, процессы кредитования станут сбалансированными.

Данные ожидания являются результатом относительно жестких денежно-кредитных условий и служат снижению влияния монетарных факторов на инфляцию за счет обеспечения сбалансированного формирования валового потребительского спроса в экономике.

### 1.4. Прогноз инфляции и инфляционные ожидания

Согласно обновленным макроэкономическим прогнозам на 2024 год, при стабилизации факторов спроса в экономике и продолжающемся снижении инфляционного давления, по итогам года ожидается приближение уровня инфляции к нижней границе предварительных прогнозов.

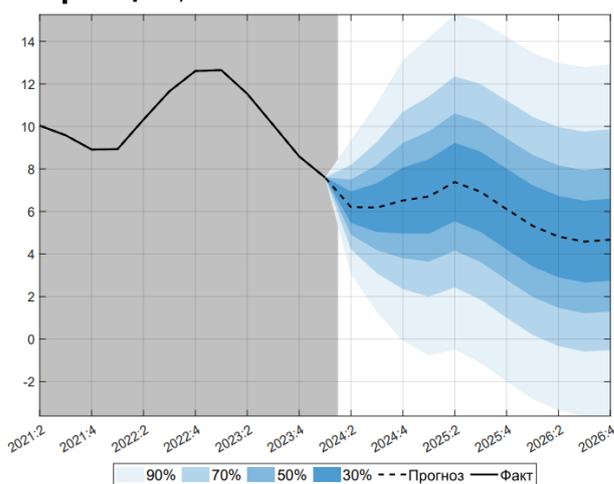
К концу текущего года базовая инфляция ожидается на уровне 6-7%, а общая инфляция составит около 9%. Снижению прогноза способствовали более низкая, чем в предыдущем прогнозе, оценка базовой инфляции и ожидания снижения цен на плодоовощную продукцию.

Пересмотр прогнозов инфляции в сторону понижения объясняется тем, что инфляционное давление спроса снизится за счет стабилизации потребительской активности в ближайшие кварталы, а также ожидается снижение рисков предложения на фоне улучшения внутренних и внешних факторов предложения.

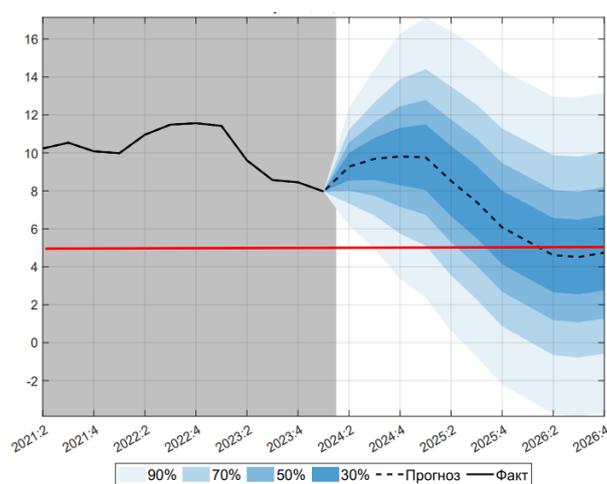
В частности, ожидается, замедление базовой инфляции к концу года за счет снижения импортируемой инфляции на фоне относительного улучшения внешних условий, а также стабилизации цен на продовольственные товары.

При этом, существенных изменений в прогнозе базовой инфляции на 2025-2026 годы не произошло. Реальные предельные издержки, хотя и оказывают сдерживающее воздействие на базовую инфляцию, но немного превышают апрельский прогноз.

**Рис. 1.4.1. Прогноз базовой инфляции, %**

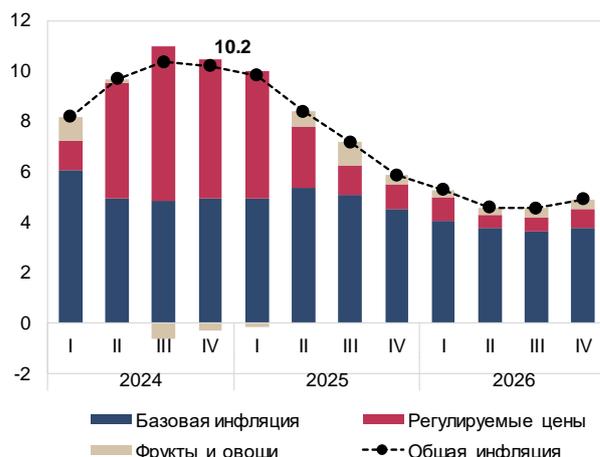


**Рис. 1.4.2. Прогноз общей инфляции, %**

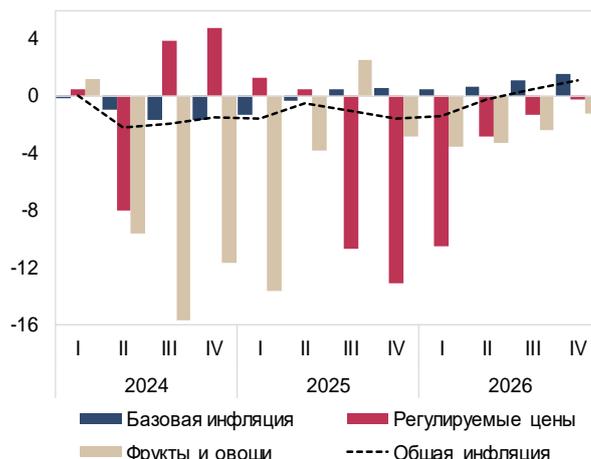


Источник: расчеты Центрального банка

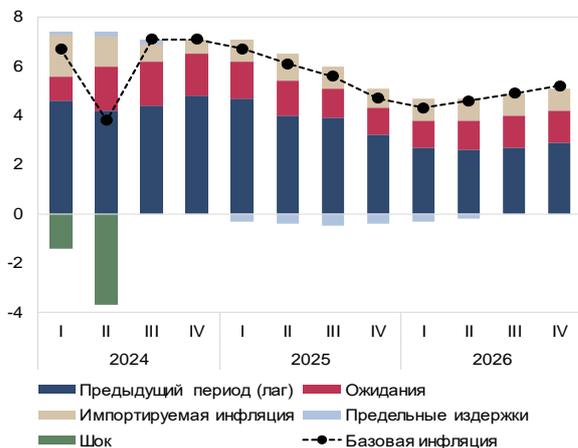
**Рис. 1.4.3. Декомпозиция медианы общего прогноза инфляции, %**



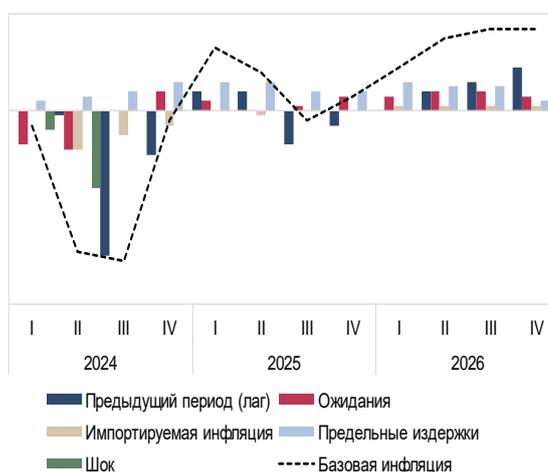
**Рис. 1.4.4. Разница с апрельскими прогнозами, %**



**Рис. 1.4.5. Декомпозиция медианы прогноза базовой инфляции, %**



**Рис. 1.4.6. Разница с апрельскими прогнозами, %**



Источник: расчеты Центрального банка

По прогнозам, в ближайшие кварталы сохранится нисходящая динамика положительного разрыва выпуска и, на фоне возвращения к нейтральному уровню к концу года, ожидается стабилизация потребительской активности и снижение давления на внутренние цены со стороны совокупного спроса.

Стабилизация реальных темпов роста заработной платы, наблюдаемая во втором квартале текущего года, создает условия для будущего баланса валовой потребительской активности в соответствии с факторами предложения, что создаст условия для снижения давления на цены (рис. 1.4.7).

Ожидается, что в связи с либерализацией тарифов на энергию произойдут структурные изменения в потребление расходов домохозяйств. При этом оптимизация валовых затрат на потребление населения по некоторым направлениям расходов служит в определенной степени нивелированию вторичных эффектов от роста цен на энергоносители.

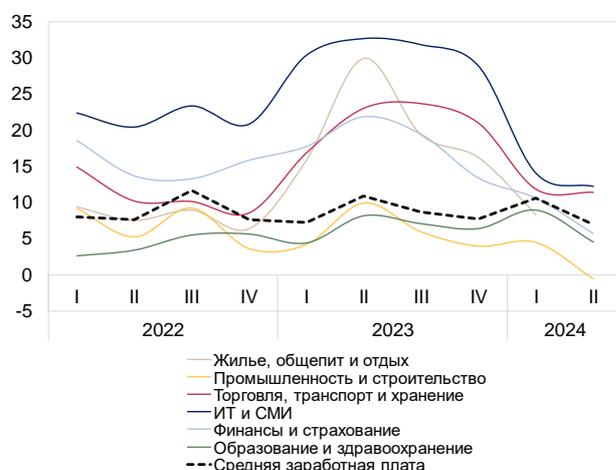
На фоне стабилизации внутренних и внешних условий улучшаются факторы предложения. Снижение цен на импорт продовольствия, зафиксированное в первом полугодии, послужит стабилизации цен на продовольствие в ближайшие кварталы (рис. 1.4.8).

Также было отмечено, что зимне-весенний сезон 2024 года был более благоприятным, чем в предыдущем году, и цены на плодоовощную продукцию в мае-июне значительно снизились. К концу года, без учета сезонных колебаний, цены этой группы также окажут снижающее влияние на общую инфляцию.

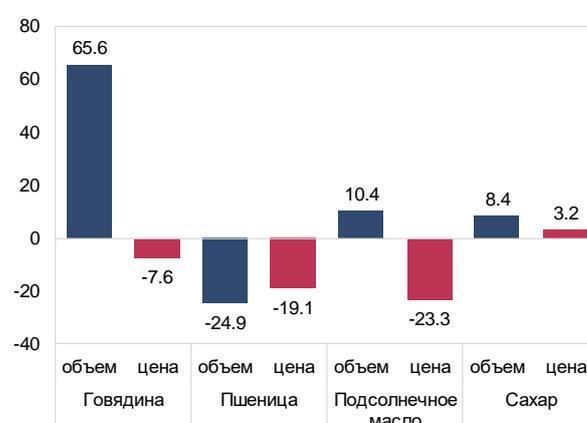
Некоторые риски, связанные с внешними факторами предложения, сохраняются. В частности, цены на растительные масла и мясо на мировом рынке растут, и ожидается, что эти тенденции сохранятся в ближайшие кварталы.

Вместе с тем, сохраняется вероятность того, что растущая динамика базовой инфляции услуг и вторичные эффекты регулируемых цен проявятся с запозданием.

**Рис. 1.4.7. Динамика реального роста заработных плат, %**



**Рис. 1.4.8. Изменение цен и объемов импорта основных видов продовольственных товаров**



Источник: расчеты Центрального банка

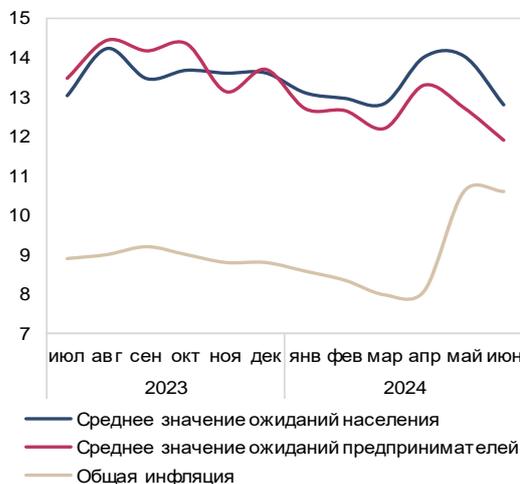
### Динамика инфляционных ожиданий

Во втором квартале 2024 года наблюдались изменения тенденций в инфляционных ожиданиях населения и предпринимателей.

Инфляционные ожидания населения на ближайшие 12 месяцев в июне упали до 12,8% после роста до 14% в апреле с объявлением новых тарифов на энергоносители. Инфляционные ожидания субъектов предпринимательства снизились с 13,3% в апреле до 11,9% в июне (рис. 1.4.9).

Основное влияние на снижение ожиданий населения относительно будущих цен оказали цены на продовольственные товары, фрукты и овощи, а также стабилизация курса сума (рис. 1.4.10).

**Рис. 1.4.9. Инфляционные ожидания на следующие 12 месяцев, %**



**Рис. 1.4.10. Факторы инфляционных ожиданий**  
доля респондентов, %

	2023						2024					
	июль	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июнь
Подорожание коммунальных услуг	32	27	34	36	38	37	39	39	42	55	57	54
Подорожание топлива и энергии	36	43	45	49	43	47	49	54	50	47	49	47
Изменение валютного курса	59	70	65	59	58	60	55	56	61	55	49	41
Монополия и искусственное повышение цен	31	33	32	31	31	31	32	30	35	29	30	28
Рост транспортных расходов	21	22	23	29	26	29	33	29	28	28	28	28
Рост зарплат и пенсий	32	36	30	24	38	33	32	28	29	23	24	26
Подорожание основных продовольственных товаров	24	23	26	25	24	24	22	26	25	22	21	21

Источник: расчеты Центрального банка

## 1.5. Риски и неопределенности макроэкономического развития

### Внешние риски и неопределенности

Поскольку инфляция услуг в мировой экономике остается относительно высокой, существуют риски для замедления глобальной инфляции, что может привести к тому, что ведущие центральные банки будут удерживать процентные ставки на высоком уровне более длительный период. Это, в свою очередь, может создать бюджетные и финансовые риски, через затруднения в привлечении внешнего долга и увеличивая стоимость его обслуживания.

Продолжающаяся геополитическая напряженность также сохраняет риски сбоев в глобальной торговле и цепочках поставок. В частности, рост цен на контейнерные перевозки<sup>6</sup> свидетельствует о том, что давление на цены импорта сохранится и в дальнейшем.

Ввиду высокой неопределенности уровень цен на мировых сырьевых рынках формируется в быстро меняющейся динамике и возможное замедление экономической активности у основных торговых партнеров могут оказать негативное влияние на экспортные поступления страны.

<sup>6</sup> Композитный индекс мировых контейнерных перевозок Drewry (Drewry World Container Index) в мае-июне текущего года увеличился в 2 раза, повысившись с 2,7 тыс. долл. до 5,8 тыс. долл. за один контейнер.

### ***Внутренние риски и неопределенности***

Сохранение высокой инвестиционной активности и темпов роста бюджетных расходов в экономике могут создать дополнительное давление на цены за счет увеличения инвестиционного спроса и доходов населения.

Вместе с тем, растущие тенденции в динамике денежных переводов также повышают ожидания стабильного роста реальных доходов населения. Хотя рост доходов является одним из основных факторов экономического роста, данная активность может усилить инфляционное давление за счет увеличения дополнительного потребительского спроса.

Более высокая на сегодняшний день базовая инфляция услуг, по сравнению с группой товаров, показывает, что наряду с факторами предложения, повышающими инфляцию в экономике, не полностью сдерживаются факторы спроса. Это, в совокупности с вышеперечисленными факторами, требует усиления мер, направленных на обеспечение нисходящей динамики общей инфляции в будущем.

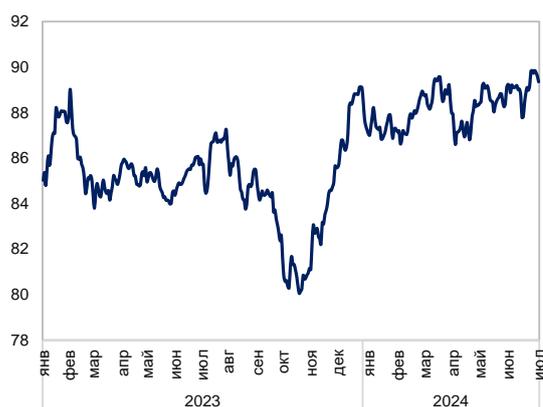
С 1 августа 2024 года ожидается истечение срока действия верхнего предела цены (3750 сумов), установленного для розничной цены метана на автозаправочных станциях для автомобилей. Дальнейшее повышение цены в условиях более высокого спроса, при повторном установлении с повышением или либерализации данного предела, может оказать повышательный эффект на цены транспортных услуг, оказав существенное давление на затраты транспортировки и доставки в будущем.

Для снижения влияния этих факторов и рисков на инфляцию важно обеспечить жесткую денежно-кредитную и фискальную политику, одновременно провести либерализацию и диверсификацию внешней торговли и создать резервы на зимне-весенний период.

### Динамика доходности суверенных облигаций и ее факторы

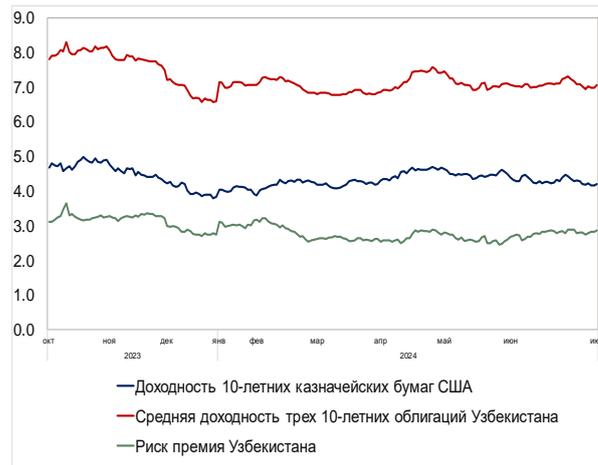
На фоне высоких процентных ставок в мире на высоком уровне формируется доходность страновых облигаций. Это указывает на то, что глобальные финансовые условия продолжают ужесточаться.

**Рис.1. Показатель волатильности облигаций развивающихся рынков (EMBIV), %**



Источник: Bloomberg.com

**Рис. 2. Доходность по казначейским ценным бумагам США и суверенным облигациям Узбекистана, %**



Источник: investing.com, Bloomberg.com

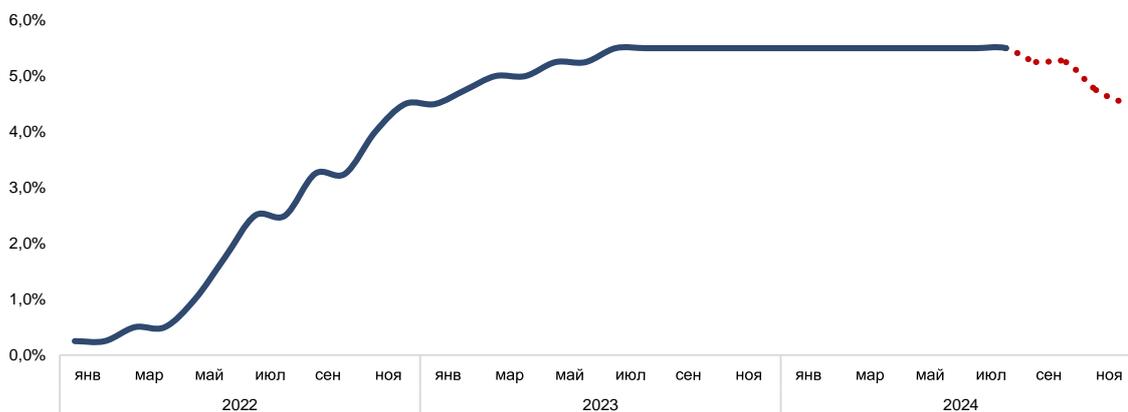
Согласно индексу EMBIV<sup>7</sup> JP Morgan (рис. 1), волатильность доходности облигаций развивающихся рынков значительно возросла с октября прошлого года из-за усиления геополитической напряженности в регионе Ближнего Востока, а также того, что ФРС сохраняет процентные ставки неизменными в течение длительного времени. Динамика этого индекса показывает, что уровень неопределенности в развивающихся странах оценивается как высокий со стороны инвесторов.

Высокие процентные ставки наряду с высокими премиями за возникающие риски затрудняют для развивающихся стран привлечение внешнего долга.

С начала года доходность 10-летних суверенных еврооблигаций Узбекистана<sup>8</sup> (7%) и премия за риск страны<sup>9</sup> (2,9%) формируются без изменений (рис. 2). Это свидетельствует об уверенности инвесторов в макроэкономической стабильности страны благодаря относительно стабильному обменному курсу и достаточным золотовалютным резервам.

В связи с замедлением инфляции в США в последние месяцы (2,6%)<sup>10</sup> рынки с оптимизмом смотрят на то, что Федеральная резервная система начнет смягчать денежно-кредитную политику (рис.3). В результате происходит рост цены облигаций в обращении и снижение доходности.

**Рис. 3. Ставка ФРС и ее ожидаемые уровни, %**



Источник: ожидания участников финансового рынка

<sup>7</sup> EMBIV (Emerging Market Bond Volatility) – EMBI представляет собой индекс волатильности облигаций развивающихся рынков (Узбекистан не включен), который измеряет степень изменения доходности облигаций и информирует инвесторов о рисках, связанных с облигациями этих стран.

<sup>8</sup> Суверенные еврооблигации – это облигации, выпущенные правительством страны и номинированные для эмитента в иностранной валюте и размещаемые среди иностранных инвесторов с помощью международного синдиката андеррайтеров. Такие облигации являются источником внешнего финансирования.

<sup>9</sup> Премия за риск измеряется как разница между доходностью 10-летних суверенных еврооблигаций Узбекистана и доходностью 10-летних казначейских облигаций США. Факторы, определяющие премию за риск страны, включают: макроэкономические показатели, систему политического управления страной, уровень коррупции в экономике, правовую систему и геополитические риски.

<sup>10</sup> Дефлятор расходов на личное потребление (PCE) США, данные за май 2024 г. Источник: [www.bea.gov](http://www.bea.gov)

Вставка 2.

### Различия в мерах денежно-кредитной политики ведущих центральных банков и их влияние на мировую экономику

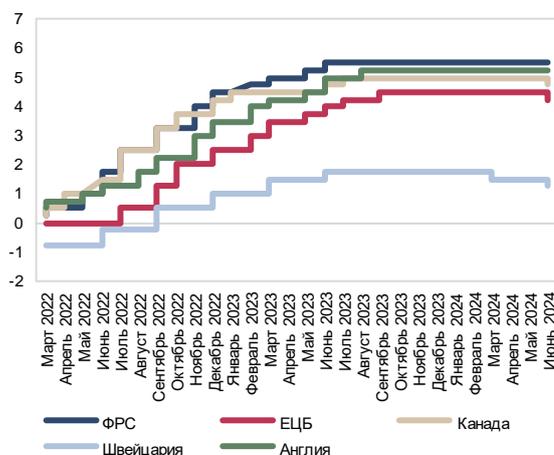
На формирование денежно-кредитных условий в мировом масштабе главным образом влияют денежно-кредитные условия развитых стран (США, Евросоюз и др.). В свою очередь, глобальные денежно-кредитные условия прямо и косвенно влияют на другие экономики. Уровень этого влияния будет зависеть от степени интеграции страны в мировую экономику.

В 2022 году в ответ на значительное ускорение мировых инфляционных процессов ведущими зарубежными центральными банками проводилась политика ужесточения денежно-кредитных условий, и этот процесс продолжался до второй половины 2023 года.

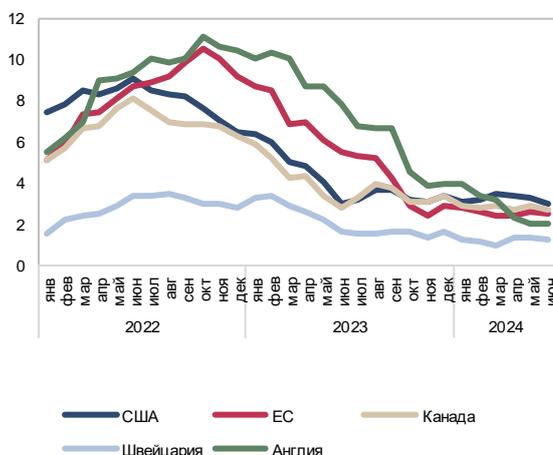
К настоящему времени снижение инфляции и выравнивание внутриэкономических условий во многих развитых странах позволяют перейти к циклу смягчения денежно-кредитных условий.

В частности, если в первом квартале 2024 года ведущие зарубежные центральные банки сохраняли жесткие денежно-кредитные условия, то к концу второго квартала они начали пересматривать денежно-кредитные условия в сторону смягчения.

**Рис. 1. Динамика основных ставок ФРС и развитых стран, %**



**Рис. 2. Динамика инфляции в развитых странах, %**



Источник: [tradingeconomics.com](https://tradingeconomics.com)

В июне Европейский центральный банк и Канадский центральный банк приняли решение снизить свои ключевые ставки на 0,25 процентного пункта. Ранее в марте центральный банк Швейцарии снизил ключевую ставку на 0,25 процентного пункта, а в июне еще на 0,25 процентного пункта до 1,25% (рис. 1).

Вместе с тем, Федеральная резервная система не спешит смягчать денежно-кредитные условия. ФРС объясняет это высоким экономическим ростом, происходящим за счет активного совокупного спроса в экономике и необходимости обеспечить уверенность перехода инфляционных процессов в нисходящий тренд.

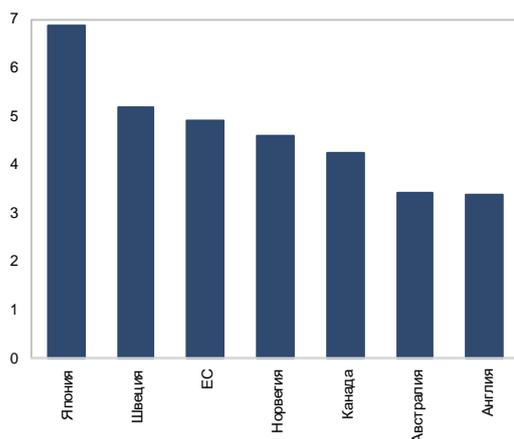
Поскольку инфляция сдерживается и снижается, темпы экономического роста в Европейском Союзе и других развитых странах намного ниже, чем в Соединенных Штатах. Это, в свою очередь, создает для них возможность смягчить денежно-кредитные условия и тем самым поддержать экономику.

Различия в решениях по процентным ставкам в США и европейских странах зависят также от характера инфляционных процессов в них. В США основным фактором была инфляция спроса, тогда как в Европе давление на инфляцию оказывали цены на энергоносители и факторы предложения. Это, в свою очередь, отражается на показателях экономической активности: в США наблюдаются существенно более высокие темпы экономического роста по сравнению с Еврозоной.

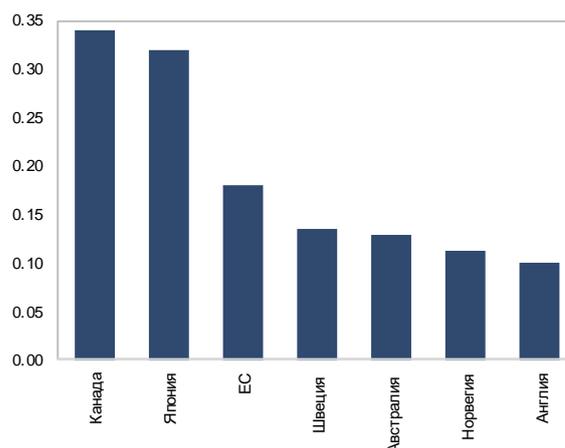
В ситуации, когда ФРС сохраняет жесткие денежно-кредитные условия, может увеличиваться и сохраняться в течение длительного времени разница между основными ставками в результате смягчения денежно-кредитных условий других развитых стран, что может негативно повлиять на стабильность мировой финансовой системы.

Разрывы процентных ставок влияют на экономику прежде всего через валютный канал, приводя к укреплению доллара США по отношению к другим валютам (*снижению курса национальных валют*). Вместе с тем, снижение обменного курса в других странах может, в свою очередь, оказать давление на инфляцию в этих странах за счет повышения импортных цен (*рис. 3-4*).

**Рис. 3. Влияние разницы между ставками ФРС и развивающихся стран на валютный курс, %**



**Рис. 4. Влияние снижения основных ставок на базовую инфляцию, %**



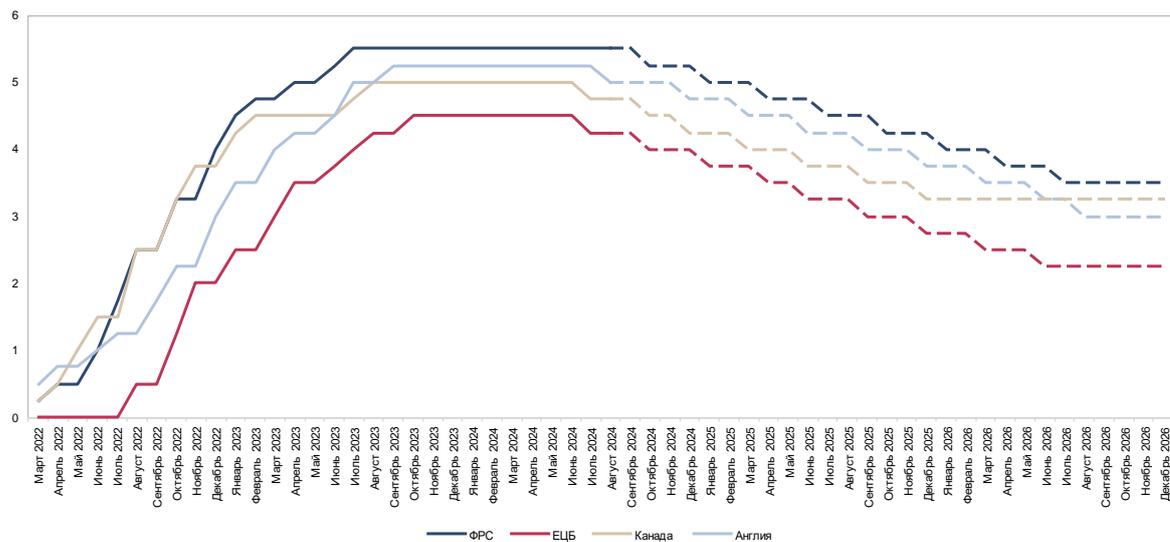
Источник: расчеты Goldman Sachs

Кроме того, формирование значительной разницы процентных ставок побуждает иностранных инвесторов выводить свой капитал на рынки с высокими процентными ставками (*например, США*). В условиях повышения курса доллара во многих развивающихся странах мира могут возникнуть проблемы в связи с обслуживанием привлеченных внешних долговых обязательств.

Участники рынка ожидают, что до конца текущего года ФРС снизит процентные ставки 2 раза (*сентябрь, декабрь*), ЕЦБ также 2 раза (*сентябрь, декабрь*) (*рис. 5*).

Следует отметить, что на фоне геополитической напряженности в мире, широкого использования возможностей искусственного интеллекта на практике и увеличения бюджетных расходов государств (*особенно на оборону и развитие зеленой экономики*) ведущие центральные банки считают неприемлемым снизить ключевые ставки до допандемического уровня и подчеркивают, что уровень нейтральных процентных ставок в экономиках повысился.

Рис. 5. Прогноз изменения основных ставок ФРС и развитых стран, %



Источник: расчеты Goldman Sachs

Снижение процентных ставок ведущими центральными банками ускорит мировой экономический рост и облегчит условия для привлечения долговых средств.

Врезка 3.

### Анализ связи между инфляционными ожиданиями, ощущаемой и фактической инфляцией

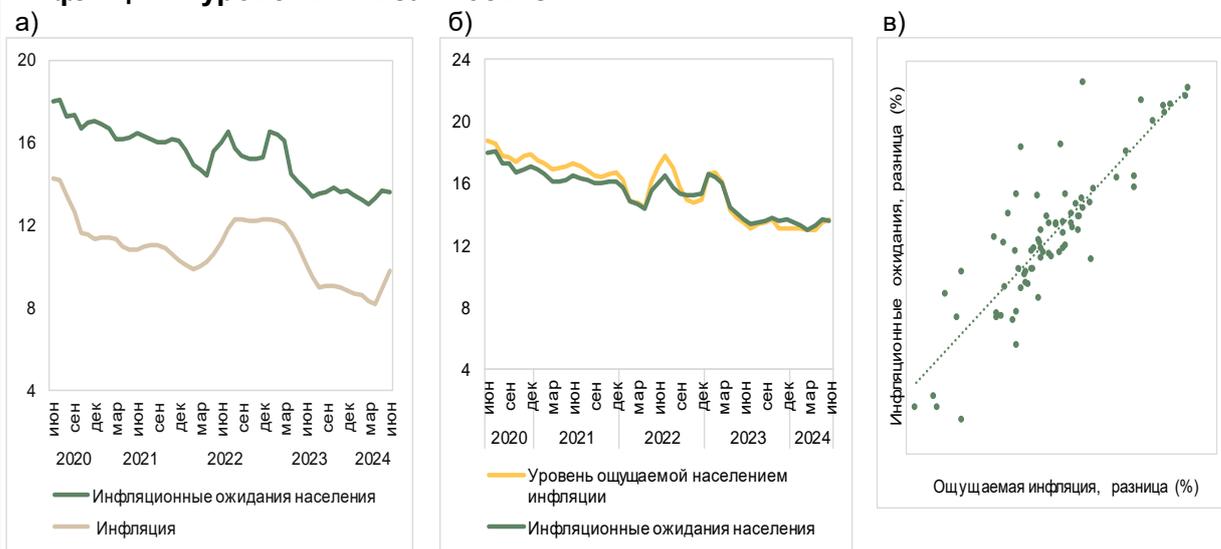
Инфляционные ожидания субъектов экономики считаются одним из основных факторов формирования уровня инфляции и важны для принятия решений домохозяйствами о потреблении и сбережениях, предпринимателями – о ценовой политике, инвестициях и заработной плате.

Инфляционные ожидания бывают двух типов: **рациональные** (*forward-looking*) и **адаптивные** (*backward-looking*). Ожидания считаются рациональными, если субъекты экономики формируют свои ценовые ожидания с использованием всей доступной информации. Напротив, ожидания называются адаптивными, если они формируются преимущественно на основе изменения цен в прошлом периоде.

Согласно международному опыту, эмпирический анализ связи между уровнем инфляции, инфляционными ожиданиями и уровнем инфляции, ощущаемой экономическими субъектами, показал, что между этими показателями существует положительная связь, а также то, что тесная связь инфляционных ожиданий с уровнем фактической и ощущаемой инфляции является основанием для вывода об их адаптивности.

Результаты статистического анализа показывают, что и в Узбекистане существует положительная связь между ожиданиями населения и субъектов предпринимательства относительно изменения цен и общим индексом инфляции (рис. 1).

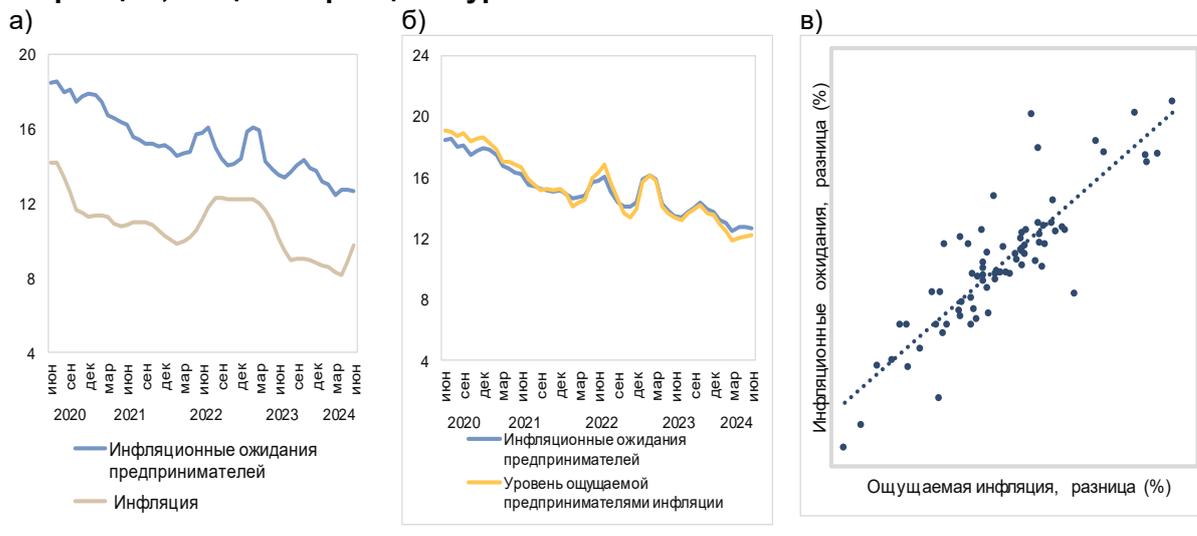
**Рис. 1. Инфляционные ожидания населения, уровень ощущаемой инфляции, общая инфляция и уровень их взаимосвязи**



Источник: расчеты Центрального банка

Согласно расчетам, коэффициенты корреляции между инфляционными ожиданиями населения и предпринимателей на ближайшие 12 месяцев и ощущаемым уровнем инфляции за последние 12 месяцев составили 0,86 и 0,87 соответственно. Такая высокая корреляция означает, что ожидания домохозяйств и предприятий в Узбекистане являются адаптивными. То есть это показывает, что жители и субъекты предпринимательства основывают свои ожидания относительно будущих изменений цен на текущем уровне цен.

**Рис. 2. Инфляционные ожидания предпринимателей, уровень ощущаемой инфляции, общая инфляция и уровень их зависимости**



Источник: расчеты Центрального банка

В частности, адаптивностью ожиданий можно объяснить то, что инфляционные ожидания в нашей стране существенно превышают общий уровень инфляции или ее целевые показатели.

Следует отметить, что важное значение в достижении цели (таргета) инфляции имеет сдерживание центральными банками инфляционных ожиданий субъектов экономики. При этом, сдерживание ожиданий означает, что центральные банки влияют на формирование ожиданий, предоставляя подробную информацию о прогнозах инфляции, ожидаемых будущих инфляционных рисках и мерах денежно-кредитной политики по устранению их последствий. Для того чтобы данное влияние было эффективным, ожидания должны формироваться рационально с учетом указанной выше информации.

В целях сдерживания инфляционных ожиданий Центральный банк и правительство должны последовательно реализовывать меры по обеспечению стабильности цен в экономике, делать их прозрачными, ориентироваться на среднесрочную перспективу решений, а также своевременно предоставлять актуальную информацию участникам рынка, что поспособствует формированию рациональных ожиданий у населения и предпринимателей.

## II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

### 2.1. Внутренняя экономическая активность и факторы совокупного спроса

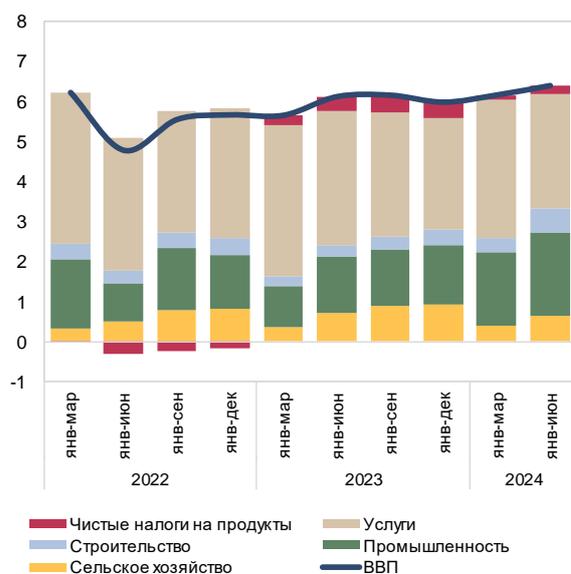
По итогам первого полугодия 2024 года темпы экономического роста ускорились и поддерживались преимущественно производственной и инвестиционной активностью. Значительное увеличение объемов денежных переводов послужило увеличению доходов населения и формированию стабильного потребительского спроса.

Вместе с тем, в данный период произошло ускорение темпов роста доходов бюджета и замедление роста государственных расходов. Сохраняющаяся сбалансированная динамика внешней торговли оказала положительное влияние на обменный курс.

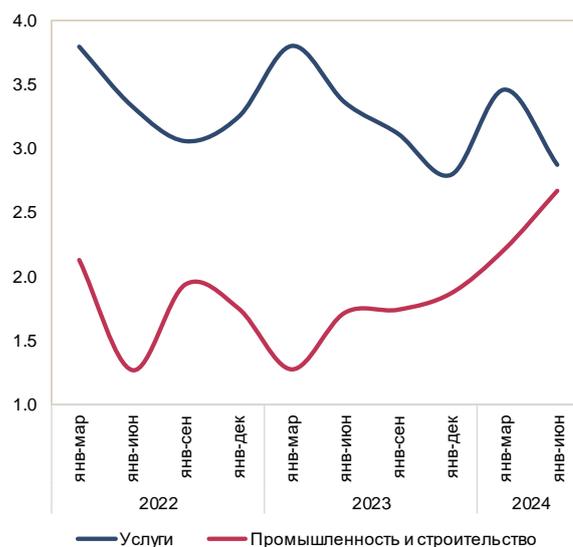
**Экономический рост.** Во втором квартале 2024 года ускорение экономики продолжилось, и в первом полугодии реальный рост валового внутреннего продукта составил 6,4% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года (рис. 2.1.1).

Промышленность, строительство и сфера услуг были основными драйверами роста предложения. В связи с этим значительный вклад сферы услуг, наблюдаемый в последние годы, начал постепенно снижаться на фоне высоких темпов роста промышленности и строительства (рис. 2.1.2).

**Рис. 2.1.1. Декомпозиция роста ВВП производственным методом, п.п.**



**Рис. 2.1.2. Вклад отдельных компонентов в рост ВВП, п.п.**



Источник: Агентство статистики

К концу первого полугодия темпы роста промышленного и строительного секторов ускорились по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года и существенно превысили рост валового внутреннего продукта. В частности, реальный темп роста в строительстве

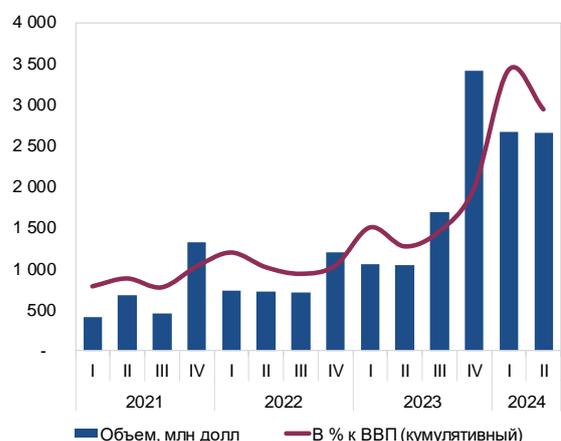
составил 10,1% и 7,8% в промышленности. Большой вклад в данное ускорение внесли автомобильная, текстильная и металлургическая промышленность.

Инвестиционная деятельность, поддерживающая совокупный спрос, продолжается преимущественно за счет прямых иностранных инвестиций и необеспеченных внешних кредитов (*реальный рост – 66,3%*). Большая часть инвестиций направлена в обрабатывающую промышленность. При этом инвестиции в горнодобывающую отрасль также значительно выросли в текущем периоде (*рис. 2.1.3*).

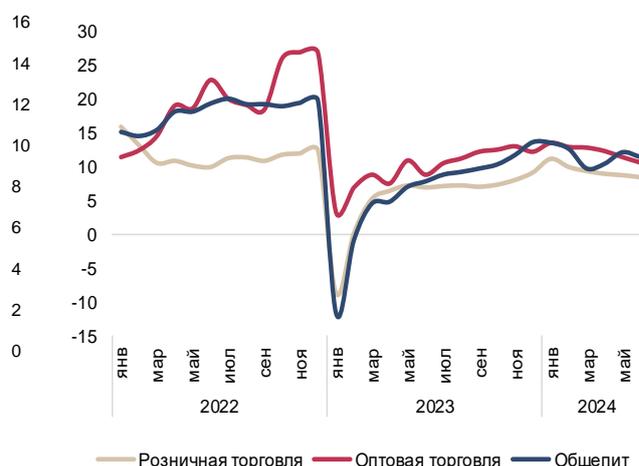
Несмотря на высокие темпы роста строительства, доля инвестиций в этот сектор, в том числе в жилищное строительство, несколько снизилась. Кроме того, рост заработной платы в этом секторе замедлился, сформировавшись ниже среднего темпа роста заработной платы по стране.

Потребительская активность остается стабильно высокой. Высокими темпами продолжают расти оборот розничной торговли (8,4%), общественное питание (11,4%) и импорт туристических услуг (61,9%) (*рис. 2.1.4*). Динамика денежных переводов и фискальные стимулы могут стать одними из факторов, поддерживающих потребительскую активность в будущем.

**Рис. 2.1.3. Динамика прямых иностранных инвестиций**



**Рис. 2.1.4. Оборот предприятий общественного питания и торговли, реальный рост, %**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

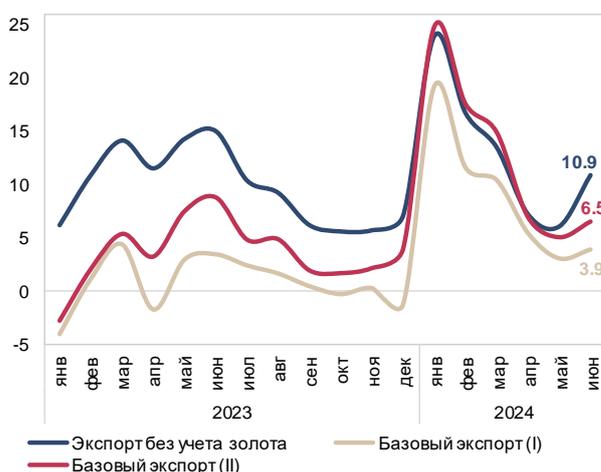
В первом полугодии темп роста общего экспорта составил 5,5%, без учета экспорта золота - 10,9%. Базовый экспорт поддерживается высокими темпами роста в ключевых торговых партнерах, благоприятной конъюнктурой мировых цен (*уран и медь*) и спросом на услуги (*туризм и информационные технологии*). В некоторых категориях товаров, в

частности текстиле, цветных металлах (*цинк*), черных металлах, компонентах машин и оборудования наблюдается спад (*рис. 2.1.5*).

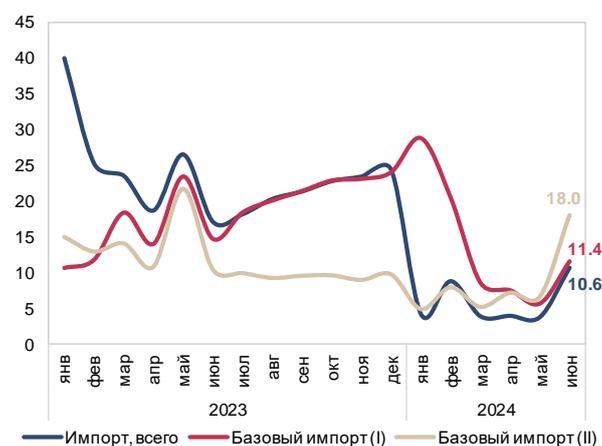
В июне динамика роста объемов импорта ускорилась и достигла 10,6% в первом полугодии. Импорт энергоресурсов и услуг внес существенный вклад в общий темп роста (*рис. 2.1.6*).

За январь-июнь текущего года общий поток денежных переводов составил 6,5 млрд долл. и увеличился на 25% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Значительный рост денежных переводов можно объяснить относительной стабильностью валют стран, традиционных направлений трудовой миграции, ростом заработной платы, высокой экономической активностью в большинстве принимающих стран и стабильным спросом на рабочую силу.

**Рис. 2.1.5. Темпы роста экспорта, %**



**Рис. 2.1.6. Темпы роста импорта, %**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

Примечание: Базовый экспорт (I) – без золота и услуг

Базовый экспорт (II) – без золота и поездок

Базовый импорт (I) – без товаров розового импорта (самолёты ва автобусы)

Базовый импорт (II) – импорт машин и оборудования

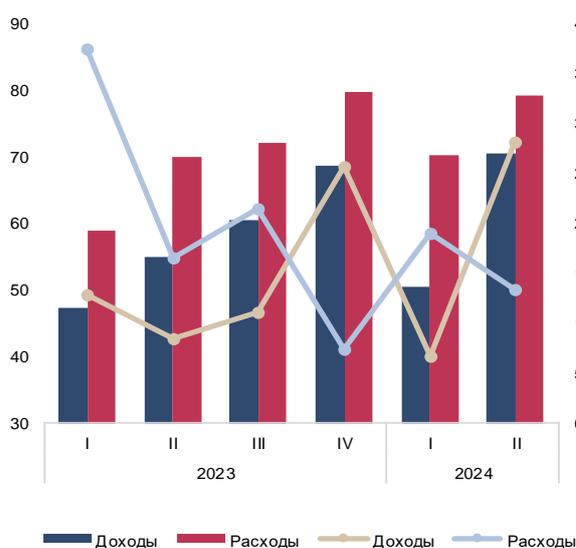
По предварительным данным, дефицит государственного бюджета в первом полугодии был равен 29 трлн сумов. В первом полугодии доходы выросли на 18,3% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года и достигли 121 трлн сумов, расходы составили 150 трлн сумов (*рост на 16,0%*). При этом динамика расходов остается выше показателя, необходимого для поддержания дефицита бюджета на умеренном уровне (*рис. 2.1.7*).

На фоне ожиданий участниками рынка смягчения финансовых условий во втором квартале наблюдалось частичное перераспределение финансирования бюджета из внутренних источников во внешние. В мае были размещены Еврооблигации на сумму 1,55 млрд долл.

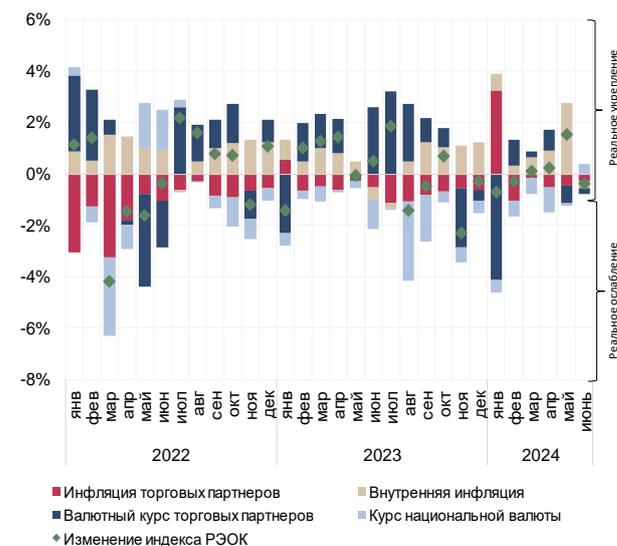
Благодаря текущей динамике внешней торговли, притоку инвестиций, а также влиянию привлеченных долговых инструментов, обменный курс укрепился на 0,5% во втором квартале, и обесценился на 1,8% с начала года.

С начала года индекс реального эффективного обменного курса (РЭОК) укрепился на 0,5%. В целом РЭОК в текущем квартале был относительно стабильным, а более высокий рост внутренних цен по сравнению с торговыми партнерами на фоне роста цен на энергоносители был частично компенсирован динамикой номинальных курсов (рис. 2.1.8).

**Рис. 2.1.7. Параметры государственного бюджета к ВВП, %**



**Рис. 2.1.8. Декомпозиция реального эффективного обменного курса, п.п.**



Источник: Министерство экономики и финансов, расчеты Центрального банка

## 2.2. Динамика инфляции

Если общая инфляция продолжала снижаться в первом квартале 2024 года, то во втором квартале она ускорилась из-за введения налога на добавленную стоимость на некоторые товары и услуги и одновременного повышения регулируемых цен.

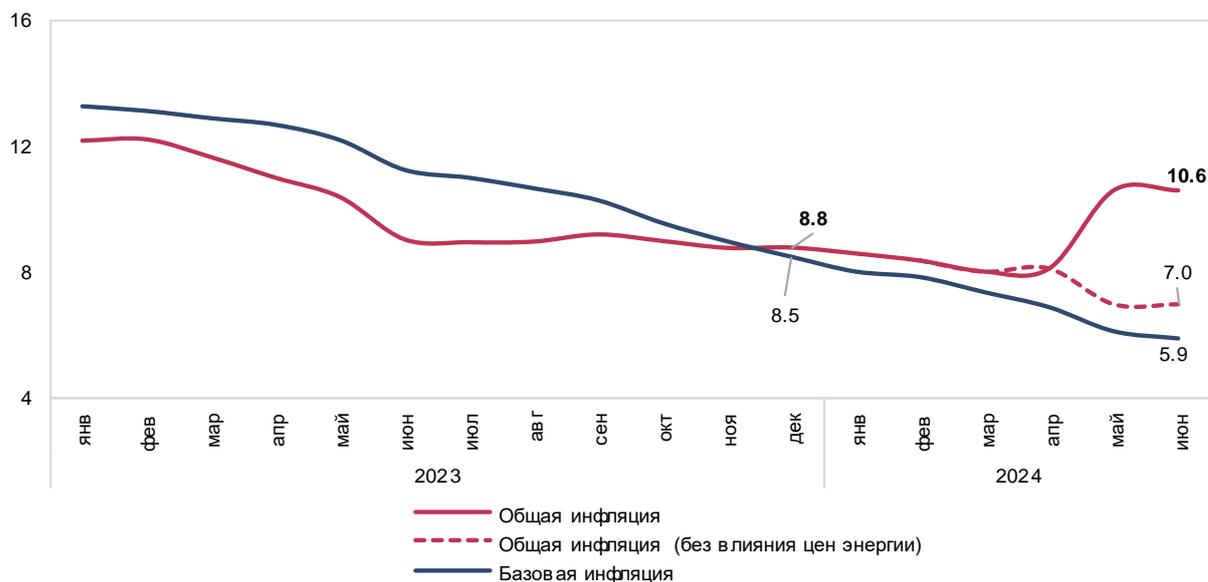
В то же время в этот период сохранялись относительно жесткие денежно-кредитные условия, что способствовало продолжению тенденции к снижению базовой инфляции с начала года.

Во втором квартале 2024 года общий уровень инфляции перешел в восходящий тренд и увеличился за квартал на 2,6 процентных пункта, достигнув в июне 10,6% (рис. 2.2.1).

Данное увеличение произошло в основном за счет роста цен на энергоносители для населения. Без учета этих ценовых эффектов общая инфляция сложилась в пределах 7% годовых.

Высокая урожайность, наблюдаемая в сельском хозяйстве, резко увеличила предложение на потребительском рынке и вызвала снижение цен на фрукты и овощи. В результате инфляция фруктов и овощей замедлилась до 1,1% в годовом исчислении на конец квартала (рис. 2.2.2).

**Рис. 2.2.1. Динамика изменения годовой общей и базовой инфляции, %**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

Уровень базовой инфляции во втором квартале сформировался в нисходящей тенденции, и снизившись на 1,5 процентных пункта, составил 5,9% годовых. Снижение базовой инфляции наблюдалось за счет цен продовольственных товаров, при этом отмечен небольшой рост инфляции непродовольственных товаров и услуг.

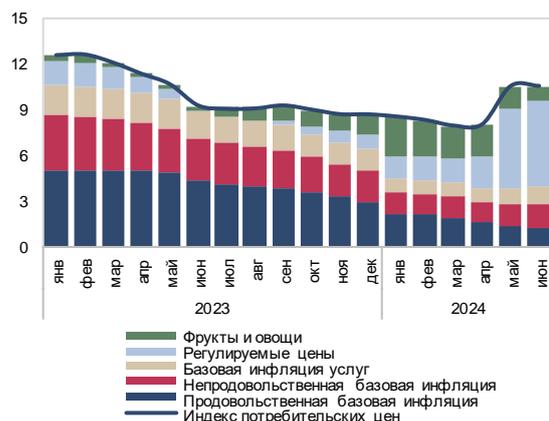
На данный момент замедление базовой инфляции товаров и услуг можно объяснить уменьшением влияния монетарных факторов. Кроме того, стабилизация мирового рынка и внешней инфляции указывает на то, что влияние импортируемой инфляции на внутренние цены смягчается.

Базовая инфляция продовольственных товаров существенно снизилась с начала года и составила 4,2% годовых (рис. 2.2.3). Этому способствовало значительное удешевление зерновой продукции и яиц. Также наблюдалось замедление роста цен на мясо, молоко и сахарную продукцию.

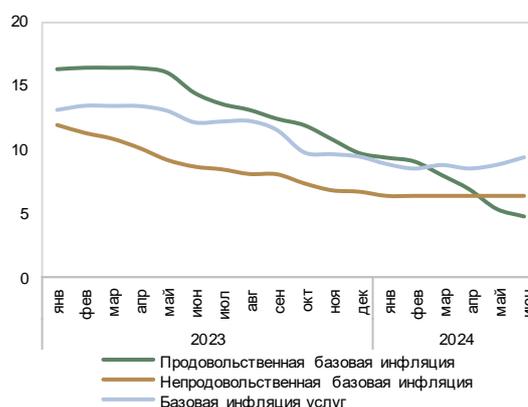
Базовая инфляция непродовольственных товаров зарегистрировала незначительный рост во втором квартале и составила 6,3% в годовом исчислении. Повышение цен на топливо и введение с апреля налога на добавленную стоимость на лекарственные средства оказали повышательное воздействие на инфляцию этой группы, тогда как изменение цен на одежду, строительные товары и бытовые товары оказало понижающее воздействие.

Увеличение наблюдалось также в динамике базовой инфляции услуг, которая в июне составила 9,3% годовых. На это повлиял рост цен на медицинские и образовательные услуги. Высокий спрос, формируемый населением на данные виды услуг, создает повышательное давление на цены.

**Рис. 2.2.2. Декомпозиция общей инфляции, п.п.**

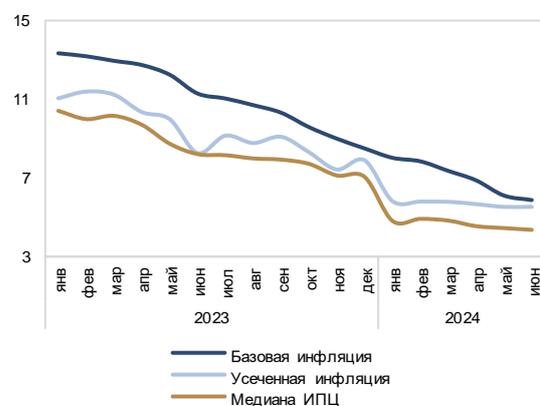


**Рис. 2.2.3. Изменение инфляции в группах базовой инфляции, %**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

**Рис. 2.2.4. Динамика альтернативных показателей базовой инфляции, %**



**Рис. 2.2.5. Динамика изменений альтернативных показателей продовольственной инфляции, %**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

Тенденция к снижению базовой инфляции наблюдается и в ее альтернативных показателях. В частности, показатели снижения инфляции и медианы ИПЦ с начала года находятся на понижательной траектории (рис. 2.2.4).

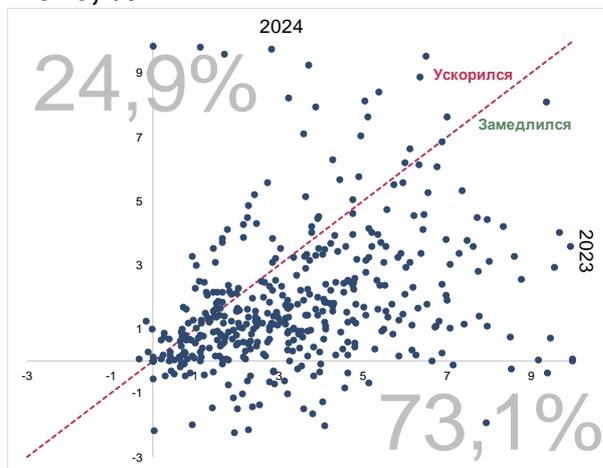
Дефлятор ВВП снизился на 0,7 процентного пункта с уровня 13,3% в первом квартале и составил 12,6% (рис. 2.2.5), инфляция цен производителей напротив увеличилась на 6,4 процентных пункта по сравнению с мартом и ускорилась до 20,5% в июне (14,1% в первом квартале) в основном за счет роста цен в металлургии, производстве энергоресурсов и коммунальном хозяйстве.

В первом полугодии 2024 года доля товаров и услуг с меньшим общим изменением цен по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составила 73,1% потребительской корзины (рис. 2.2.6).

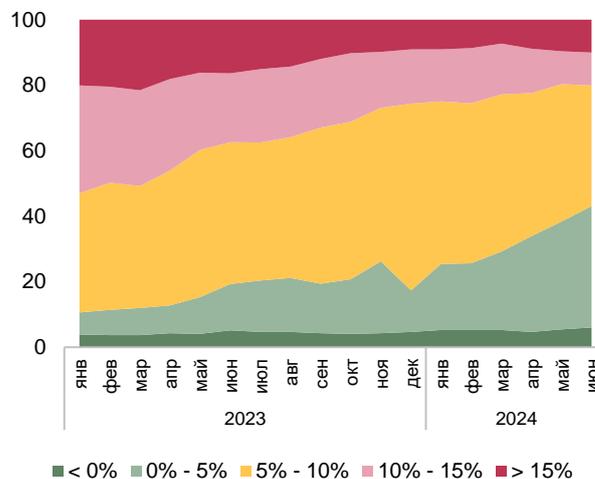
В потребительской корзине увеличивается доля товаров и услуг, годовое изменение цен которых составляет менее 5%. В частности, в июне доля таких товаров и услуг составила 43,1% от общего объема. (рис. 2.2.7).

Учитывая инфляционные процессы, происходившие в экономике в последние месяцы, без учета временного воздействия регулируемых цен, можно отметить, что общий инфляционный тренд продолжает снижаться.

**Рис. 2.2.6. Сравнительное изменение инфляции товаров и услуг потребительской корзины в январе-июне, %**



**Рис. 2.2.7. Распределение годовой инфляции товаров и услуг корзины ИПЦ в процентных интервалах, %**



Источник: на основе данных Агентства статистики

При этом для сохранения данной положительной тенденции инфляции и снижения ее до 5% таргета важно, чтобы денежно-кредитные условия в экономике в основной части прогнозного периода поддерживались на относительно жестком уровне.

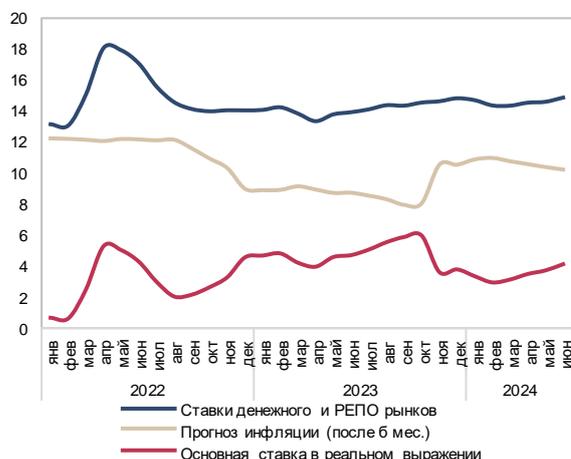
### 2.3. Денежно-кредитные условия

На фоне прогноза инфляции до конца года в июне основная ставка Центрального банка находилась на уровне 3,4% в реальном выражении (рассчитана исходя из инфляции на ближайшие 6 месяцев), а средняя реальная процентная ставка межбанковских денежных рынков составила 4,2%. Увеличение реальных процентных ставок денежного рынка было обусловлено небольшим ростом номинальных процентных ставок и снижением прогноза инфляции (рис. 2.3.1).

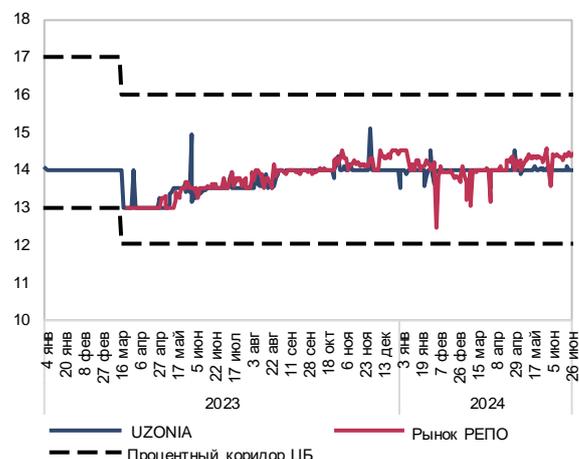
В этот период бэнчмарк ставка UZONIA, рассчитываемая на основе депозитных операций на денежном рынке, формировалась на уровне, близком к основной ставке с небольшими колебаниями. Средние процентные

ставки по операциям РЕПО овернайт между банками также были близки к основной ставке, и в последние 2 месяца были несколько выше, чем у UZONIA (рис. 2.3.2).

**Рис. 2.3.1. Процентные ставки денежного и РЕПО рынков, %**



**Рис. 2.3.2. Процентные ставки UZONIA и овернайт РЕПО, %**



Источник: расчеты Центрального банка

Процентные ставки, формируемые на денежных рынках, достаточны для обеспечения относительно жестких денежно-кредитных условий. При этом еще одним фактором, указывающим на уровень жесткости, является состояние общей ликвидности банковской системы, после повышения в начале года во втором квартале наблюдалась нормализация структурного профицита ликвидности (рис. 2.3.3). Объем ликвидности, существенно сократившийся в апреле, увеличился за счет увеличения государственных расходов в мае-июне.

В течение квартала наблюдалось снижение доходности государственных ценных бумаг, что объясняется снижением объемов эмиссии при наличии спроса со стороны банков.

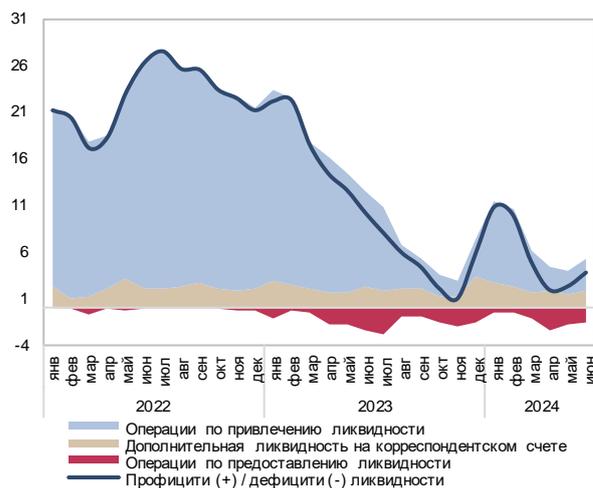
При этом наблюдались некоторые изменения в срочной структуре, в обращение вводилось больше краткосрочных государственных ценных бумаг (рис. 2.3.4).

Динамика процентных ставок по депозитам и кредитам принимала различные формы. Ставки по депозитам населения в национальной валюте незначительно повысились, а процентные ставки по депозитам юридических лиц, существенно снизившиеся в апреле-мае, в июне восстановились на уровне предыдущего квартала (рис. 2.3.5).

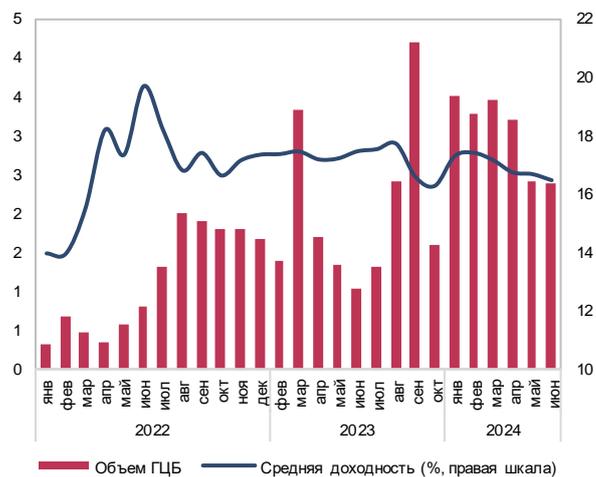
Привлекательность сумовых вкладов возрастает в условиях снижения инфляционных ожиданий и стабильности курса национальной валюты (рис. 2.3.6).

Сегодня около 80% депозитов населения сберегаются в национальной валюте, и по ним наблюдаются высокие темпы роста. С начала года депозиты населения в суммах увеличились на 14,7%, из них срочные депозиты увеличились на 26,4%.

**Рис. 2.3.3. Состояние общей ликвидности банковской системы, трлн сумов**



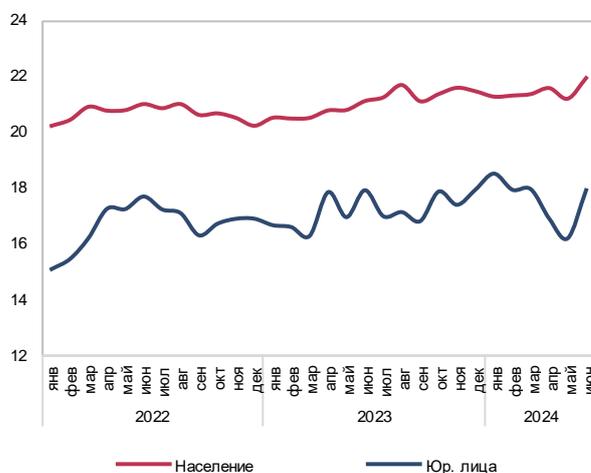
**Рис. 2.3.4. Государственные ценные бумаги, трлн сумов**



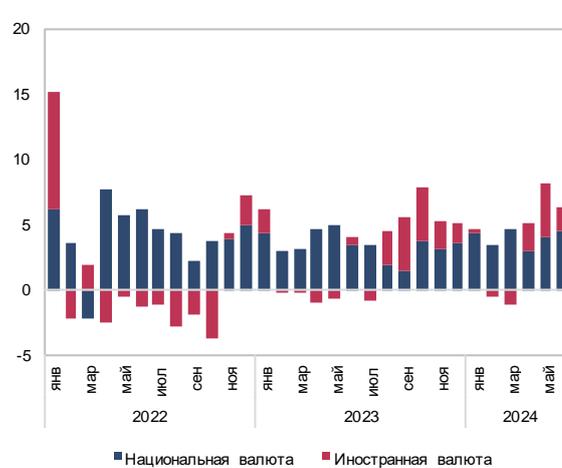
Источник: расчеты Центрального банка

Рост доли срочных депозитов в структуре депозитов (на 1 июля – 58%) свидетельствует о том, что у банков формируется устойчивая внутренняя ресурсная база. За последние 4 года срочные депозиты населения в суммах увеличились в 5,2 раза, и ожидается сохранение этой тенденции в среднесрочной перспективе в условиях высоких темпов роста доходов населения и снижения инфляции.

**Рис. 2.3.5. Процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте, %**



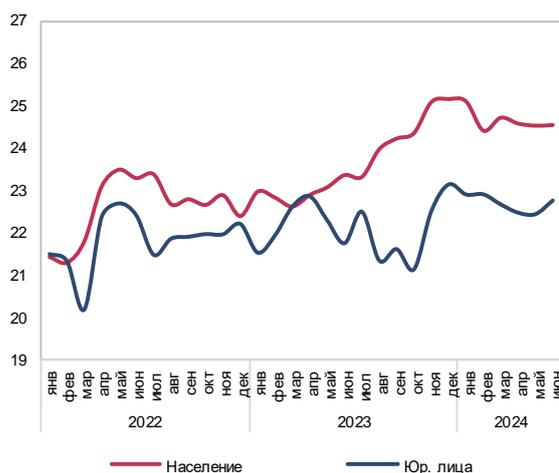
**Рис. 2.3.6. Изменение остатка срочных депозитов населения, годовые, %**



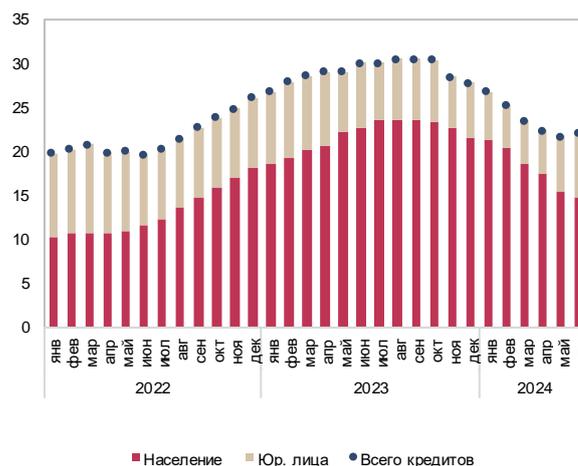
Источник: расчеты Центрального банка

Наблюдалось небольшое снижение средних процентных ставок по кредитам по сравнению с началом года, что представляет собой в определенном смысле балансировку спроса на кредиты со стороны субъектов экономики. Средневзвешенные процентные ставки в июне составили 24,6% для кредитов населению и 22,7% для юридических лиц (рис. 2.3.7).

**Рис. 2.3.7. Процентные ставки по кредитам в национальной валюте, %**



**Рис. 2.3.8. Декомпозиция роста остатка кредитов в национальной валюте, годовые, %**



Источник: расчеты Центрального банка

С начала года банками выдано кредитов на сумму около 127 трлн сумов, что на 9,5% больше по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. Объем кредитов населению находится на уровне прошлого года, а высокий рост погашенных кредитов балансирует темпы роста остатка розничных кредитов.

В частности, если годовой прирост остатка кредитов населению во втором квартале прошлого года составил 55%, то к концу июня текущего года снизился до 30% (рис. 2.3.8). Такое балансирование объясняется эффектом высокой базы предыдущего года, введением и некоторым ужесточением макропруденциальных норм, а также нормализацией спроса на кредиты со стороны населения.

Динамика количественных показателей, таких как высокие темпы роста депозитов населения в банках (в среднем в 1,5 раза за год), сбалансированность спроса на кредиты и темпы роста денежной массы, показывает, что в экономике формируются относительно жесткие денежно-кредитные условия (рис. 2.3.9).

Несмотря на значительное снижение уровня инфляции со второй половины 2023 года, основная ставка Центрального банка сохранялась неизменной на уровне в 14% из-за ожиданий изменения тарифов на энергоносители. Под ее влиянием на денежном рынке и рынке РЕПО сформировались жесткие денежно-кредитные условия.

В мае рост инфляции под воздействием временных факторов привел к сбалансированию реальных положительных процентных ставок и переходу денежно-кредитных условий в относительно жесткую фазу.

**Рис. 2.3.9. Показатели денежно-кредитных условий**

Показатели (уровень жесткости)	2023												2024					
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн
Основная ставка (реальный уровень)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	
Ставка денежного рынка (реальное выражение)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	
Ставки рынка РЕПО (реальное выражение)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	
Изменение позиции ликвидности (годовых, %)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	
Средняя доходность ГЦБ (реал даражада)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	
Рост срочных депозитов населения (годовых, %)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	
Рост кредиторской задолженности населения (годовых, %)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	
Инфляционные ожидания населения	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	
Инфляционные ожидания предпринимателей	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	
Рост денежной массы (годовых, %)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	
Реальный эффективный обменный курс	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	

Источник: расчеты Центрального банка

Центральный банк рассматривает снижение основной ставки до 13,5% на июльском заседании правления как корректировку номинальных процентных ставок, не оказывающую существенного влияния на реальные процентные ставки на фоне более низких, чем ожидалось, вторичных эффектов от повышения тарифов на энергоносители.

Центральный банк продолжит умеренно жесткую денежно-кредитную политику для снижения инфляции до обновленного прогноза (9%) по итогам года и достижения 5% таргета в среднесрочном периоде. Будущие решения по процентным ставкам будут приниматься на основе обновленных данных о динамике и прогнозах инфляции, инфляционных ожиданиях и макроэкономических показателях.

Врезка 4.

**Оценка влияния основной ставки на ставки депозитов и кредитов**

Эффективное функционирование процентного канала играет важную роль в влиянии решений денежно-кредитной политики на совокупный спрос и, через него, на уровень инфляции. Изменение основной ставки в результате переноса процентных ставок по депозитам и кредитам, влияя на потребительские и сберегательные решения экономических агентов, отражается на совокупном спросе и, как следствие, на уровне цен.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики начинается с решения Центрального банка об изменении основной ставки. Оценка влияния изменений основной ставки непосредственно на процентные ставки денежного рынка и косвенно на ставки по кредитам и депозитам, устанавливаемые коммерческими банками, имеет важное значение при принятии решений об изменении основной ставки.

Для изучения эффективности процентного канала были выбраны и проанализированы факторы, участвующие в формировании розничных процентных ставок, с использованием модели динамических панельных данных.

В качестве основных факторов при определении розничных процентных ставок выбраны следующие факторы, определяющие макроэкономическую среду и влияющие на деятельность коммерческих банков: процентная ставка межбанковского рынка ( $i_M$ ), постоянная ( $Y_P$ ) и циклическая ( $Y_T$ ) компоненты ВВП, годовой уровень инфляции ( $\pi$ ), коэффициент стандартного отклонения процентных ставок ( $\sigma$ ), уровень концентрации банковской системы - индекс Херфиндала-Хиршмана ( $HHI$ ), общий объем активов ( $x_{assets}$ ), отношение высоколиквидных активов к общим активам ( $x_{liquidity}$ ), коэффициент достаточности капитала ( $x_{capital}$ ), отношение депозитов к остатку депозитов и облигаций ( $x_{deposit}$ ), долгосрочные кредиты по отношению к общему объему кредитов ( $x_{credit}$ ), проблемные кредиты по отношению к общему остатку кредитов ( $cr_k$ ), отношение операционных расходов к общим активам ( $e_k$ ).

Уравнения модели для процентных ставок по кредитам и депозитам ( $i=\{L,D\}$ ) каждого коммерческого банка выражаются в следующем виде:

$$\Delta i_{ik,t} = \mu_{Lk} + \sum_{j=1}^2 \kappa_{ij} \Delta i_{ik,t-j} + \sum_{j=0}^2 \beta_{ij} \Delta i_{Mt-j} + \alpha_i i_{ik,t-1} + \gamma_L i_{Mt-1} + \sum_{j=0}^2 \phi_{ij} \bar{Z}_{t-j} + \varepsilon_{ik,t} \quad (1)$$

где:  $k = 1, \dots, N = 23$ , ( $k$  – банки),  $t = 1, \dots, T = 60$  ( $t$  – период).

$\bar{Z}$  вектор включает стационарные переменные, влияющие на розничные процентные ставки в краткосрочной и среднесрочной перспективе.:  $\bar{Z} = (x_k, HHI, \Delta \ln y^P, \Delta \ln y^T, \pi, \sigma, cr_k, e_k)$ .

где:  $x_k = [x_{assets}, x_{liquidity}, x_{capital}, x_{deposit}, x_{credit}]$ .

В данной спецификации модели  $\beta_{i0}$  и  $(\beta_{i0}(1 + \alpha_{i1} + \kappa_{i1}) + \beta_{i1} + \gamma_i)$  представляют начальный и последующий через один период коэффициенты трансмиссии между основной ставкой и розничными процентными ставками соответственно,  $(-\gamma_i/\alpha_i)$  долгосрочный коэффициент трансмиссии. Уравнение (1) расширяется следующим образом с учетом эффекта взаимодействия:

$$\Delta i_{ik,t} = \mu_{Lk} + \sum_{j=1}^2 \kappa_{ij} \Delta i_{Lk,t-j} + \Delta i_{itk} + \sum_{j=0}^2 \left( \beta_{ij} + \sum_{m=1}^5 \beta_{imj}^* X_{m,k,t-1} \right) \Delta i_{Mt-j} + \sum_{m=1}^5 \lambda_{im} X_{m,k,t-1} + \left( \alpha_i + \sum_{m=1}^5 \alpha_{im}^* X_{m,k,t-1} \right) i_{ik,t-1} + \left( \gamma_i + \sum_{m=1}^5 \gamma_{im}^* X_{m,k,t-1} \right) i_{Mt-1} + \sum_{j=0}^2 \phi_{ij} \bar{Z}_{t-j} + \varepsilon_{ik,t} \quad (2)$$

При этом показатели, характерные для всех банков,  $x_{m,k,t-1}$ , изменены следующим образом:

$$X_{m,k,t-1} = x_{m,k,t} - \left( \sum_{t=1}^T \frac{\sum_{k=1}^N x_{m,k,t}}{N} \right) / T$$

**Влияние на ставки по депозитам.** По результатам анализа текущий коэффициент перехода по отношению к процентной ставке по депозитам оценивался в пределах от 0,13 до 0,16, а двухмесячный совокупный коэффициент перехода оценивался в пределах от 0,27 до 0,31 в выбранных моделях. То есть после изменения Центральным банком основной ставки на 1 процентный пункт, процентная ставка по депозитам изменится на (0,13-0,16) и (0,27-0,31) процентных пункта в течение одного и двух месяцев соответственно.

Изменение основной ставки на один процентный пункт приводит к общему изменению ставок по депозитам на 0,51 процентного пункта в долгосрочной перспективе в соответствии с моделью 2, которое в других спецификациях модели варьировалось от 0,42 до 0,56. То есть изменение основной ставки на 1 процентный пункт потенциально может повлиять на ставки по депозитам на 0,56 процентных пункта.

Общее влияние изменения основной ставки на ставки по депозитам происходит в основном (85% от общего воздействия) в первом квартале. Согласно модели Эндрюса-Лу и критериям выбора момента, результаты модели 2 оказались статистически превосходящими другие модели.

**Таблица 2. Средний коэффициент трансмиссии изменений основной ставки на ставки по депозитам**

Процентный канал	Модель 1	Модель 2	Модель 3
Месячное влияние	0,14	0,16	0,13
Двухмесячное влияние	0,31	0,27	0,28
Квартальное влияние	0,36	0,46	0,45
Долгосрочное влияние	0,42	0,51	0,56

*Источник: расчеты Центрального банка*

**Влияние на ставки кредитования.** Для анализа того, как основная ставка влияет на ставки по кредитам, использовались четыре различные спецификации модели. Текущий коэффициент трансмиссии составляет от 0,07 до 0,09 и показывает диапазон месячного изменения процентной ставки по кредитам в результате изменения основной ставки на 1 процентный пункт. Данное изменение приведет к изменению ставок в первые два месяца на 0,12 – 0,21 процентного пункта.

Таким образом, изменение основной ставки начинает оказывать существенное влияние на ставки по кредитам со второго месяца. Согласно модели 4, изменение основной ставки на 1 процентный пункт приводит к изменению ставок по кредитам на 0,2 процентного пункта в долгосрочной перспективе. Более 73% суммарного эффекта изменения основной ставки на ставку по кредиту приходится на первый квартал. Используя модель Эндрюса-Лу и критерии выбора моментов, удалось выявить, что модель 4 оказалась лучше других моделей.

**Таблица 3. Средний коэффициент трансмиссии основной ставки в ставки кредитов**

Процентный канал	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
Месячное влияние	0,09	0,07	0,08	0,08
Двухмесячное влияние	0,21	0,17	0,19	0,12
Квартальное влияние	0,18	0,15	0,16	0,14
Долгосрочное влияние	0,15	0,13	0,11	0,20

*Источник: расчеты Центрального банка*

Влияние решений по основной ставке на процентные ставки по кредитам изучалось на основе данных 2019-2023 годов, в течение которых чувствительность к изменению процентных ставок была низкой из-за высокой доли льготных и директивных кредитов и спроса на розничные кредиты.

В дальнейшем ожидается, что влияние изменения основной ставки на кредитные ставки будет возрастать за счет приватизации банков, сокращения льготных кредитов, а также увеличения объемов кредитов, выдаваемых на основе рыночных процентных ставок.

**Фискал шоклар динамик таъсирининг эмпирик таҳлили**

Фискальные корректировки в экономике требуют от развивающихся стран сделать трудный выбор. Например, сокращение государственных расходов и/или повышение налогов для обеспечения макроэкономической стабильности в условиях высокого бюджетного дефицита может, в свою очередь, замедлить экономический рост.

Кроме того, в краткосрочной перспективе увеличение государственных расходов стимулирует экономическую активность за счет увеличения совокупного спроса. Однако более высокий рост расходов в среднесрочной перспективе может привести к увеличению государственного долга для их финансирования, привлечению дополнительных источников или повышению процентных ставок, что сделает заимствования и привлечение инвестиций для бизнеса и потребителей более дорогими, также результатом станет сокращение частного сектора и замедление экономического роста.

Вместе с тем, увеличение государственных расходов создает повышательное давление на цены за счет увеличения спроса, вызывая снижение реальной покупательной способности населения.

Стимулирующая фискальная политика, наблюдаемая в Узбекистане в последнее время, привела к постоянному и значительному увеличению дефицита бюджета. Этот высокий дефицит представляет собой значительную дисбаланс между государственными расходами и доходами, создавая потенциальное давление на финансовое состояние экономики. Это, в свою очередь, повышает актуальность изучения влияния фискальных шоков на макроэкономические показатели и оценки мультипликаторов в условиях высокого бюджетного дефицита.

Фискальный мультипликатор измеряет краткосрочное влияние дискреционной бюджетной политики на ВВП и показывает, как изменения объема бюджетных расходов или доходов в течение определенного периода влияют на объем ВВП. То есть увеличение бюджетных расходов (*или налоговых поступлений*) на 1 сум представляет собой то, на сколько сум увеличивается (*или уменьшается*) ВВП.

В исследованиях, в зависимости от охвата изучаемого периода, используются два различных показателя мультипликатора: мультипликатор краткосрочного эффекта и мультипликатор общего эффекта.

Модель структурной векторной авторегрессии (SVAR) и метод ведра (*The Bucket Approach*) использовались для оценки направления, интенсивности и продолжительности воздействия бюджетных шоков на экономическую активность и инфляцию в Узбекистане, а также фискальных мультипликаторов.

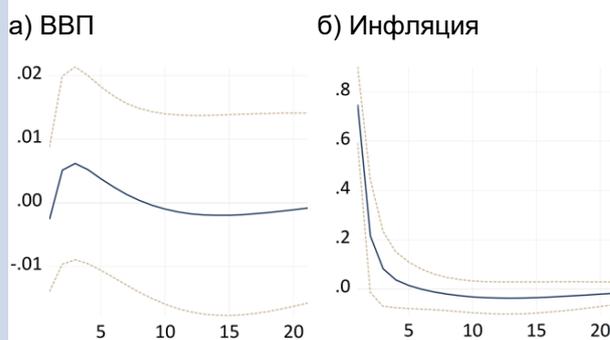
**Шок государственных расходов.** Согласно результатам анализа, бюджетные расходы оказывают существенное положительное влияние на рост ВВП в краткосрочной перспективе. При этом положительный эффект шоков бюджетных расходов на экономический рост достигает максимума в третьем квартале и сохраняется до конца второго года, а затем этот эффект со временем исчезает в среднесрочной перспективе (*рис. 1-а*).

Увеличение бюджетных расходов вызывает значительный рост инфляции в краткосрочной перспективе (*рис. 1-б*). Инфляционный эффект государственных расходов наиболее проявляется в первом квартале и сохраняется в течение полутора лет.

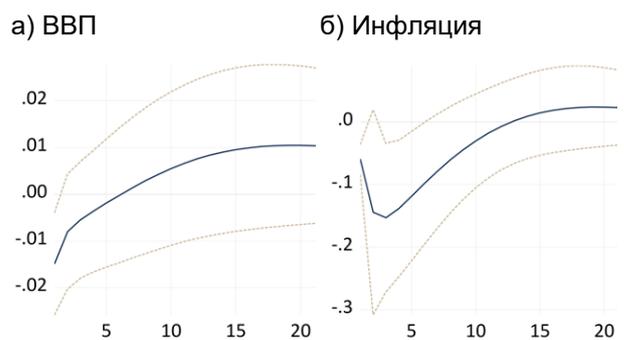
**Шок налоговых доходов.** В первых кварталах шок налоговых поступлений оказывает негативное влияние на экономический рост. Это можно объяснить снижением экономической активности и потребления на фоне увеличения

налоговых сборов. Негативное влияние шока налоговых поступлений сохраняется до двух лет (рис. 2-а). Увеличение налогов может ограничить развитие частного сектора и сократить потребление за счет перевода средств, доступных для бизнес-инвестиций и потребления, из частного сектора в государственный, а это, в свою очередь, может негативно повлиять на экономический рост в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Особенно эта ситуация ярко проявляется в странах с высокой долей государства в экономике.

**Рис. 1. Импульсный отклик на шок государственных расходов**



**Рис. 2. Импульсный отклик на шок налоговых доходов**



Источник: расчеты Центрального банка

В первые годы шок налоговых доходов будет иметь инфляционный эффект. Этот эффект сохраняется в среднесрочной перспективе, а уровень эффекта исчезает в долгосрочной перспективе (рис. 2-б).

**Таблица 1. Значение фискальных мультипликаторов в Узбекистане**

Сводный мультипликатор	Результаты оценки				
	SVAR			Метод ведра	
	1 год	2 года	3 года	Мин.	Макс.
Государственные расходы	0,64	0,29	0,14	0,44	0,66
Налоговые доходы	-0,42	-0,32	-0,06		

Источник: расчеты Центрального банка

По результатам, полученным на основе модели SVAR, мультипликатор расходов на первый год был равен 0,64 (табл. 1). Мультипликаторы второго и третьего года составляют 0,29 и 0,14 соответственно. Это означает, что увеличение государственных расходов на 1 сум дает 0,64 сума в приросте ВВП в первый год, 0,29 и 0,14 сума во второй и третий годы соответственно.

В первый год совокупный мультипликатор налоговых поступлений составляет -0,42. Эффект мультипликатора налоговых поступлений со временем уменьшается, и мультипликатор второго года составляет -0,32. Это означает, что увеличение налоговых поступлений в бюджет на один сум приведет к уменьшению ВВП на 0,42 сума в первый год и на 0,32 сума во второй год.

Кроме того, диапазоны значений фискального мультипликатора первого года были рассчитаны с использованием подхода ведра. Результаты показывают, что фискальные мультипликаторы в Узбекистане формируются в диапазоне 0,44 – 0,66.

На основании выводов эмпирических исследований, связанных с расчетом мультипликаторов, мультипликаторы можно разделить на три группы. Это низкая (0,1-0,3), средняя (0,4-0,6) и высокая (0,7-1,0) категории. Исходя из этого вывода, Узбекистан входит в число стран со средним мультипликатором.

Более высокие мультипликаторы означают большую эффективность фискальных стимулов для страны. Поэтому при проведении бюджетной политики важно учитывать факторы, увеличивающие или уменьшающие мультипликаторы.

В таких как Узбекистан развивающихся странах:

- ограничение положительного разрыва выпуска со стороны предложения<sup>11</sup>, а также большая разница между процентными ставками<sup>12</sup> приводит к уменьшению мультипликаторов;

- ограниченный доступ потребителей и бизнеса к финансовым услугам<sup>13</sup>, относительно низкий уровень эффективности денежно-кредитной политики, слабость встроенных стабилизаторов и низкий уровень государственного долга приводят к формированию высоких мультипликаторов.

---

<sup>11</sup> Это объясняется тем, что предоставление дополнительных бюджетных стимулов не приводит к дальнейшему увеличению объемов производства в условиях, когда положительный разрыв выпуска достиг максимума.

<sup>12</sup> Значительный спред между процентными ставками по кредитам и депозитам, часто отражает высокий уровень воспринимаемого риска в экономике и высокую стоимость кредитования. Это ограничивает инвестиции и потребление. В результате, когда правительство пытается повысить экономическую активность посредством фискального стимулирования, предприятия или потребители могут не отреагировать на бюджетный стимул из-за высоких процентных спредов.

<sup>13</sup> В странах со слаборазвитыми финансовыми рынками частные лица и предприятия имеют ограниченный доступ к кредитам. В условиях повышенной потребности в дополнительных финансовых ресурсах ограниченность возможностей заимствования приводит к прямому потреблению дополнительных доходов, получаемых за счет фискальных стимулов, а не к их сбережению.

### Тенденции в инфляции услуг

Со второго квартала 2023 года по конец первого квартала текущего года наблюдалась устойчивая тенденция снижения базовой инфляции услуг (без учета услуг, цены на которые регулируются). В частности, годовой показатель снизился на 4 процентных пункта с апреля 2023 года и в апреле текущего года составил 8,6%. Однако со второго квартала началась тенденция к росту в динамике базовой инфляции услуг, которая в июне выросла до 9,3% (рис. 1).

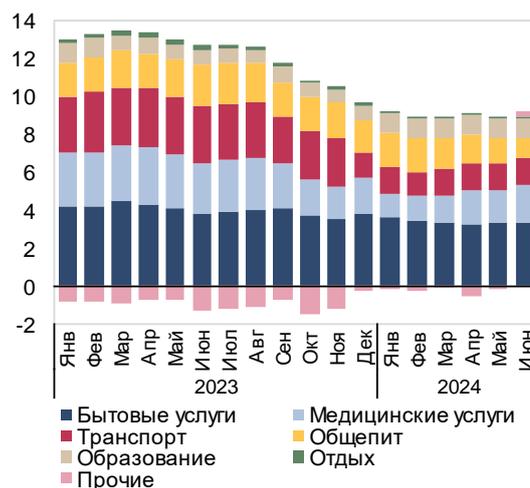
Предыдущая динамика снижения базовой инфляции услуг в основном формировалась за счет замедления роста цен в группах транспорта, общественного питания и бытовых услуг, которые отражают потребительскую активность населения, начиная со второй половины прошлого года. Особенно это было заметно по инфляции услуг общественного питания.

Изменение тенденции роста цен на медицинские услуги в этом году объясняется, главным образом, введением в апреле налога на добавленную стоимость на медицинские услуги (рис. 2).

**Рис. 1. Инфляция товаров и услуг, с исключением сезонности, годовая, %**



**Рис. 2. Декомпозиция групп базовой инфляции услуг, вклад в п.п.**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

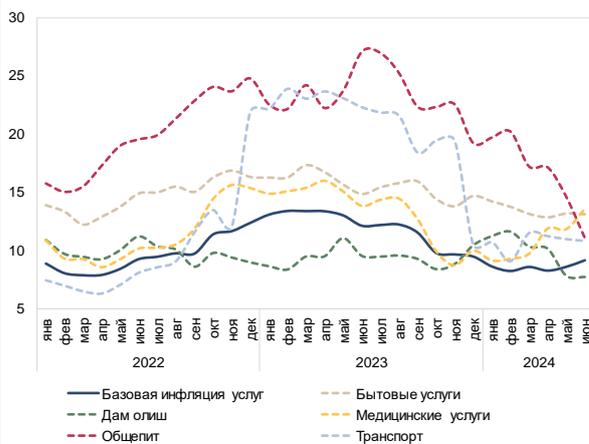
В целом стабилизации роста цен в сфере услуг способствует то, что ранее высокий рост потребительского спроса замедлился из-за замедления реальных темпов роста средней заработной платы в экономике.

Следует отметить, что замедление роста средней заработной платы в реальном выражении, начиная со второй половины 2023 года, продолжается разнонаправленно во всех отраслях. При этом темпы снижения быстрее в секторах жилья, общественного питания и отдыха и медленнее в сфере торговли, транспорта и логистики.

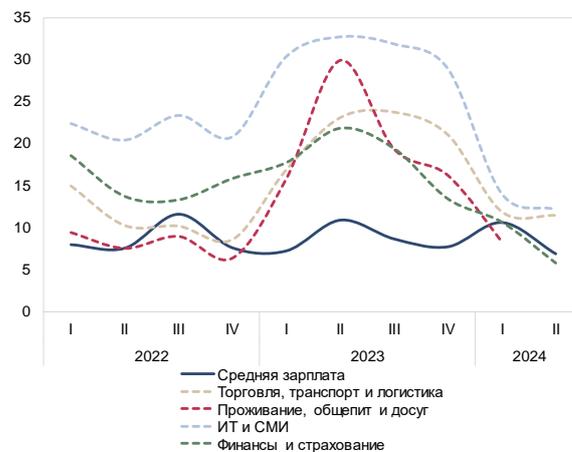
Именно замедление роста реальной средней заработной платы в сфере жилья, общественного питания и отдыха, а также в торговле, транспорте и логистике может послужить охлаждению рынка труда в этом секторе и снижению факторов инфляции со стороны предложения.

Также замедление реальных темпов роста заработной платы во всех отраслях служит балансировке совокупного спроса по отношению к факторам предложения.

**Рис. 2. Динамика инфляции некоторых услуг, годовая, %**



**Рис. 3. Реальный рост доходов населения в разрезе отраслей, %**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

В первом полугодии снижение инфляции транспортных и бытовых услуг происходит медленнее, а цены на медицинские услуги продолжают расти, что объясняется тем, что совокупный потребительский спрос на эти услуги высок.

В последние годы по мере роста реальных доходов населения увеличилось число представителей населения со средним доходом. В результате в потреблении населения происходят некоторые структурные изменения, увеличивается общий спрос на качественные услуги.

В этой связи, можно наблюдать более быструю адаптацию сформировавшегося текущего высокого спроса на некоторые услуги к будущему увеличению доходов (за счет увеличения спроса) и, наоборот, более медленную адаптацию к снижению доходов.

Осуществленные в первом полугодии на высоком уровне бюджетные расходы, а также значительное увеличение объемов трансграничных денежных переводов во втором полугодии могут повысить реальные доходы населения и потребительскую активность.

Следует отметить, что важное значение имеет усиление конкурентной среды, повышение предложения и качества для обеспечения стабильности цен на услуги.

### Влияние роста цен на энергоресурсы на инфляционные ожидания населения

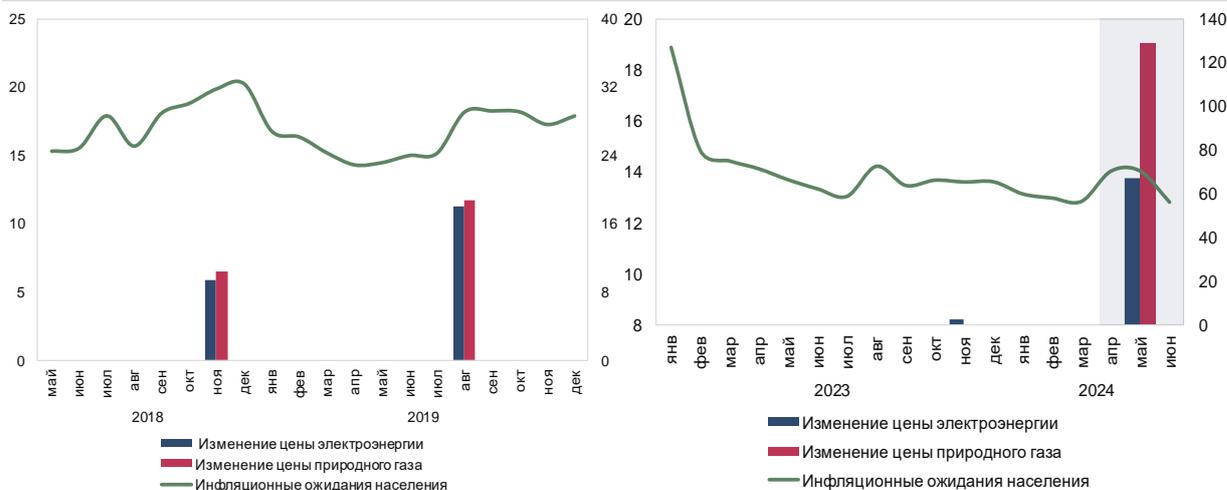
Согласно мировому опыту, изменение цен на энергоресурсы является одним из важных факторов, влияющих на формирование инфляционных ожиданий хозяйствующих субъектов. В этом направлении был проведен ряд исследований, в которых было отмечено наличие статистически значимой положительной связи между ценами на энергоресурсы и инфляционными ожиданиями.

В частности, Патзельт и Рейс (2024)<sup>14</sup> проанализировали влияние изменений цен на электроэнергию на инфляционные ожидания в странах ЕС. По итогам определено, что повышение цен на электроэнергию на 100 базисных пунктов увеличивает ожидания хозяйствующих субъектов на 1,6 базисных пункта.

Кроме того, Верхёфер (2024)<sup>15</sup> выявил на примере Германии что, если цена на электроэнергию для населения увеличится на 100 базисных пунктов, ожидания домохозяйств относительно будущего роста цен увеличатся на 1,4 базисных пункта.

Тесная связь между ценами на энергоносители и инфляционными ожиданиями субъектов экономики наблюдается и в Узбекистане (рис. 1). В частности, в период повышения цен на электроэнергию и природный газ наблюдался рост инфляционных ожиданий населения.

**Рис. 1. Динамика инфляционных ожиданий, изменение цен на электроэнергию и природный газ**



Источник: данные Центрального банка и Агентства статистики

Отмечается, что чувствительность инфляционных ожиданий населения к изменению цен на энергоносители снизилась по сравнению с предыдущими годами.

В частности, в 2018 году рост цен на электроэнергию для населения на 10% вызвал повышение инфляционных ожиданий на 4,2 п.п. То есть повышение цены на электроэнергию на 100 базисных пунктов показало, что ожидания населения вырастут на 42 базисных пункта. В 2019 году рост цен на электроэнергию и природный газ на 18% увеличил ожидания населения на 3,2 п.п., то есть рост цен на 100 базисных пунктов увеличил ожидания на 18 базисных пунктов.

При этом в результате повышения тарифов на электроэнергию и природный газ в текущем году инфляционные ожидания населения возросли на 1,2 п.п. В данном случае (среднее) повышение цен на 100 базисных пунктов вызвало рост ожиданий на 1,3 базисных пункта.

Тесное общение с населением относительно повышений тарифов, а также отсрочка выплаты повышенной цены на срок до двух месяцев, по сравнению с предыдущими годами, возможно, способствовали снижению реакции инфляционных ожиданий. При этом восходящий тренд инфляционных ожиданий может возникнуть из-за сохраняющихся рисков вторичных эффектов на внутренние цены, сохраняющихся до конца года.

---

<sup>14</sup> Patzelt and Reis (2024) "Estimating the rise in expected inflation from higher energy prices", Centre for Macroeconomics and Economic and Research Council.

<sup>15</sup> Nils Wehrhöfer (2024) "The effect of energy prices on households' and firms' inflation expectations", Discussion Paper, Deutsche Bundesbank

### Анализ влияния внешнего спроса на экспорт Узбекистана

Внешняя экономическая среда является одним из основных факторов, определяющих динамику внешней торговли и внешнего спроса на товары и услуги страны.

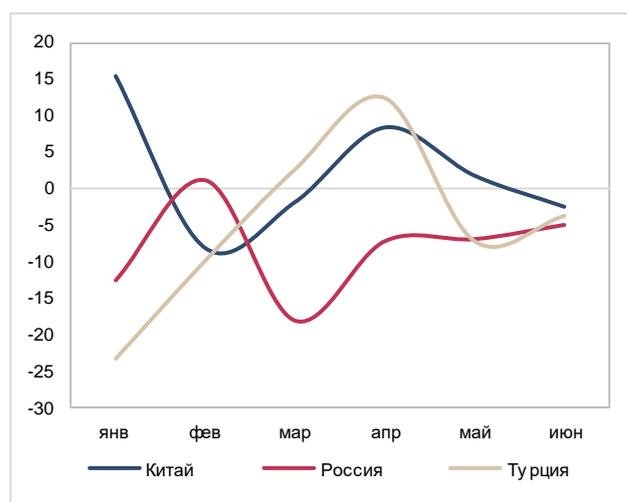
Увеличение деловой активности в странах-торговых партнерах, в свою очередь, означает увеличение объемов экспорта в результате увеличения внешнего спроса для страны.

Мониторинг таких процессов, получение своевременных сигналов о наблюдаемых изменениях объема экспорта под влиянием формирования внешнего спроса, также позволяет вовремя принять необходимые меры, исходя из ожиданий увеличения или уменьшения экспорта.

Анализ внешней торговли основных торговых партнёров Узбекистана – России, Китая, Казахстана и Турции (на долю которых приходится около 80% экспорта без учета золота) показывает, что общий объём<sup>16</sup> импорта товаров и услуг в эти страны значительно снизился во втором квартале 2024 года (рис. 1-2).

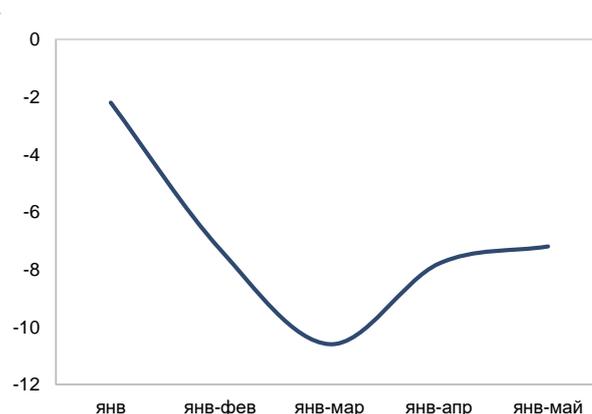
При этом значительное снижение импорта из Узбекистана наблюдалось в Китае (рис. 3), этот показатель включал в себя все компоненты, кроме природного газа, и в основном состоит из цветных промышленных металлов и текстильной продукции (около 44 и 34% от общего объема экспорта в Китай). При этом динамика цен на эти товары (кроме хлопка) во втором квартале была положительной, однако снижение номинальной стоимости импорта свидетельствует о снижении физического объема поставок в Китай (рис. 4).

**Рис. 1. Динамика импорта торговых партнеров, %**



Источник: Банк России, Центральный банк Турции, tradingeconomics.com

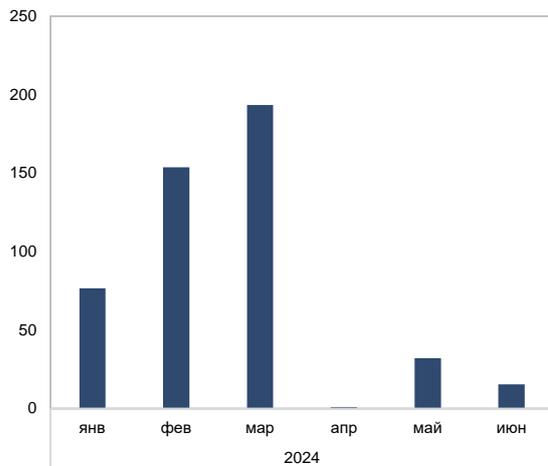
**Рис. 2. Динамика импорта Казахстана, кумулятивная, %**



Источник: Агентство статистики Казахстана

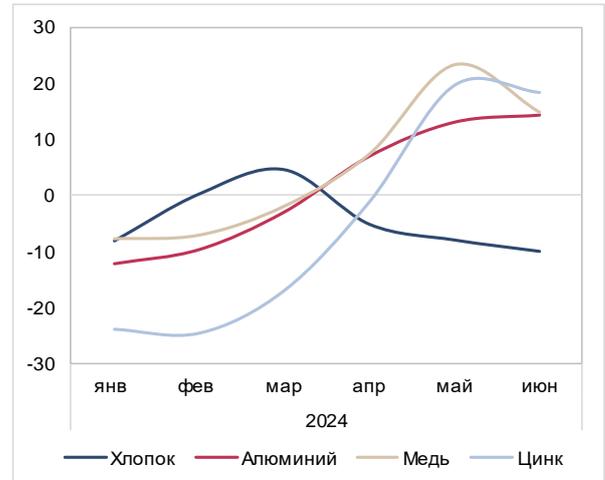
<sup>16</sup> В этом анализе импорт страны (сколько каждая страна импортировала из Узбекистана) был бы более полезным, но из-за ограниченности данных по другим странам, кроме Китая, использовался общий показатель импорта.

**Рис. 3. Динамика импорта Китая (без природного газа), %**



Источник: расчеты Центрального банка на основе статистик КНР

**Рис. 4. Динамика мировых цен на основные товары, экспортируемые Узбекистаном в Китай, %**



Источник: Мировые сырьевые рынки

Также общий импорт Казахстана снизился почти на 7% с начала года (рис. 2), а экспорт Узбекистана в эту страну снизился на 12%. При этом существенно снизился реальный объем машин и оборудования (в частности, кузовов и двигателей почти в 2 раза), составляющих треть экспорта.

В России годовая динамика импорта была отрицательной, в июне импорт снизился на 4,9%. Это объясняется сложностью процесса расчетов по внешнеторговым операциям и, главным образом, торговыми ограничениями.

Большую часть продукции, поставляемой на российский рынок из Узбекистана, в первые шесть месяцев составляли текстильные изделия (более 50%) и их экспорт снизился на 6%. Экспорт фруктов и овощей напротив увеличился на 11%. Можно считать, что снижение экспорта текстильной продукции наблюдалось за счет ценового эффекта, учитывая значительное снижение цен на хлопок во втором квартале.

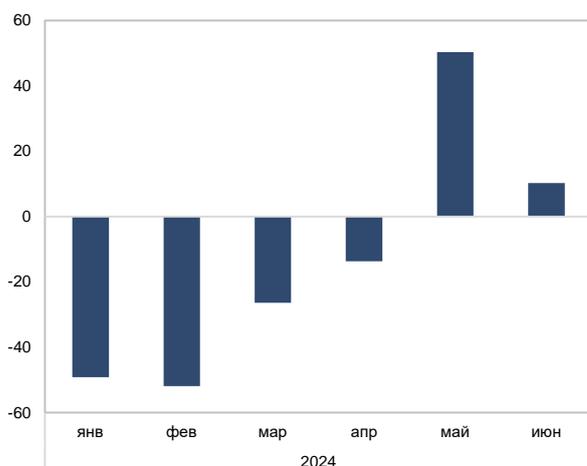
Тем не менее экспорт товаров и услуг в Россию в первом полугодии текущего года увеличился на 32,3%.

На фоне спада деловой активности в Турции также сокращаются импорт и экспорт страны. Импорт существенно снизился в апреле и мае текущего года. Частично это может быть связано со снижением стоимости импорта текстиля, на который приходится около 40% общего экспорта в Турцию.

Объем цветных металлов, составляющих значительную часть импорта Турции из Узбекистана, в последние месяцы продолжает расти, однако темпы роста замедляются (рис. 5). Примечательно, что этому росту экспорта способствовали более высокие мировые цены на цветные металлы (рис. 6).

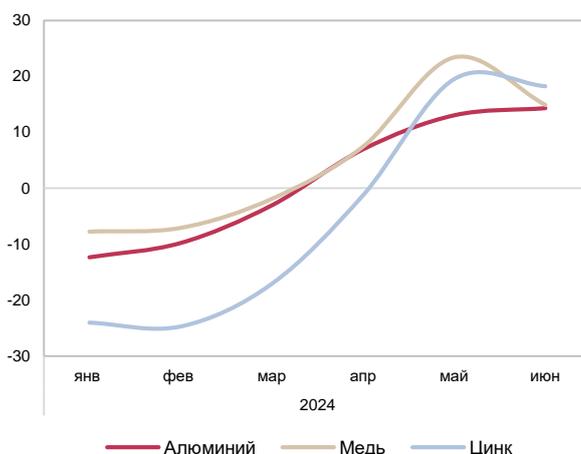
Анализ ежемесячной деловой активности в ключевых торговых партнерах и экспорта Узбекистана без учета золота показывает корреляцию между этими показателями, особенно для Казахстана и Турции и в некоторой степени Китая и России (рис. 7).

**Рис. 5. Годовая динамика экспорта в Турцию, %**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

**Рис. 6. Годовая динамика мировых цен на металлы, экспортируемые в Турцию, %**



Источник: Всемирный банк, Мировые сырьевые рынки

Коэффициенты корреляции между экспортом из Узбекистана и деловой активностью торговых партнеров были положительными и составили 0,6 для Казахстана, 0,6 для Турции, 0,3 для России и 0,3 для Китая.

**Рис. 7. Динамика деловой активности в основных торговых партнерах и динамика экспорта из Узбекистана в них, 2 мес. скользящее среднее, млн долл.**



Источник: расчеты на основе данных Агентства статистики, PMI, Purchasing Managers' Index – Manufacturing, Services (spglobal.com).

Исходя из вышеизложенного, ожидается, что темпы экспорта из Узбекистана в эти страны будут стабильными во втором полугодии, поскольку высокий уровень экономической активности в торговых партнерах повлияет на импорт этих стран, особенно Казахстана, Китая и Турции.

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2024 год

---

*Подготовлено департаментом денежно-кредитной политики.*

*Предложения и замечания можно направить по адресу:*

*E-mail: [zakirov@cbu.uz](mailto:zakirov@cbu.uz)*

*Тел.: (+998) 71 212-60-22*