



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

# ОБЗОР ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

**I полугодие 2018 года**

Ташкент 2018 г.

## Содержание

<b>I. Макроэкономические условия проведения денежно-кредитной политики .....</b>	<b>3</b>
Внешние экономические условия .....	3
Внутренние экономические условия .....	3
<b>II. Инфляция и инфляционные ожидания.....</b>	<b>5</b>
Обзор инфляции в I полугодии 2018 года .....	5
Базовая инфляция .....	8
Инфляционные ожидания .....	10
Анализ монетарных факторов инфляции.....	11
Инфляционные риски .....	13
<b>III. Денежно-кредитные условия .....</b>	<b>14</b>
Процентная политика и каналы её воздействия .....	14
Кредитный канал.....	16
Канал воздействия на уровень сбережений в экономике .....	17
Канал воздействия на обменный курс и уровень спроса и предложения на внутреннем валютном рынке .....	17
Инструменты денежно-кредитной политики.....	18
Ожидаемые тенденции в денежно-кредитной сфере .....	19
<b>Глоссарий .....</b>	<b>21</b>

## **I. Макроэкономические условия проведения денежно-кредитной политики**

### ***Внешние экономические условия***

Сохранение внешней благоприятной конъюнктуры и улучшение условий внешнеэкономической деятельности для предприятий, в том числе экспортёров, в целом способствовали внешней сбалансированности экономики Узбекистана.

Согласно данным Государственного комитета по статистике экспорт товаров и услуг в январе-июне 2018 года вырос на 31,1% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года и составил около 7,8 млрд. долл. При этом объём импорта рос несколько более быстрыми темпами (62,2%) и составил 9,9 млрд. долл.

Опережающие темпы роста импорта, в свою очередь, отражают переход неофициального импорта в формальный сектор на фоне продолжающегося влияния либерализации валютного рынка. При этом в целях тщательного анализа характера и факторов роста импорта, его динамики, а также эффективной оценки его влияния на динамику обменного курса сума потребует отдельное изучение.

Увеличение поступлений трансграничных денежных переводов физических лиц в январе-июне текущего года на 14% и достижение их объёма 2,3 млрд. долл., а также оперативные данные по экспорту-импорту позволяют сделать предварительный вывод о сохранении положительного сальдо счета текущих операций платёжного баланса в первом полугодии 2018 года.

Вместе с тем, относительное улучшение внешних условий и в результате этого увеличение объёмов валютных поступлений через каналы экспорта и международных денежных переводов физических лиц, а также иностранных кредитных линий будут поддерживать рост совокупного объёма предложения иностранной валюты на внутреннем валютном рынке.

### ***Внутренние экономические условия***

Статистические данные по итогам первого полугодия 2018 года свидетельствуют о сохранении положительной динамики роста экономики. Тем не менее, после реального роста экономики на 5,1%

в январе-марте 2018 года данный показатель по итогам первого полугодия составил 4,9%, что, в свою очередь, свидетельствует о некотором замедлении темпов роста экономики во II квартале 2018 года.

Высокими темпами также характеризовался рост количества действующих предприятий и организаций, число которых за январь-июнь 2018 года увеличилось на 7,3% или 20,7 тыс. ед.

В результате инвестиционной политики, направленной на модернизацию отраслей экономики и развитие инфраструктуры, за рассматриваемый период объём капитальных вложений с начала года вырос на 13,4%. При этом основной рост пришёлся на I квартал текущего года.

Вместе с тем, возможное расширение во втором полугодии текущего года государственных программ развития предпринимательства, отдельных секторов экономики и регионов может придать дополнительный импульс ускорению темпов экономического роста.

При этом, от эффективности и качества осуществления целевых программ развития зависит рост производительности и обеспечение ценовой стабильности в средне- и долгосрочной перспективе.

В краткосрочной перспективе определенное повышение инфляционного давления может быть сопряжено с увеличением инвестиционного и потребительского спроса в экономике вследствие расширения объёмов кредитования в рамках целевых программ, корректировки заработных плат и процессом либерализации регулируемых цен.

## II. Инфляция и инфляционные ожидания

### Обзор инфляции в I полугодии 2018 года

По данным Государственного комитета по статистике, инфляция в январе-июне 2018 года составила 6,2% (7,2% в январе-июне 2017 года). При этом в течение данного периода показатели инфляции имели тенденцию снижения. Так, если в январе 2018 года месячная инфляция составляла 2,7%, то в марте и апреле она снизилась до 1,1% и 0,9% соответственно, а в июне достигла своего минимального значения на отметке -0,4%.

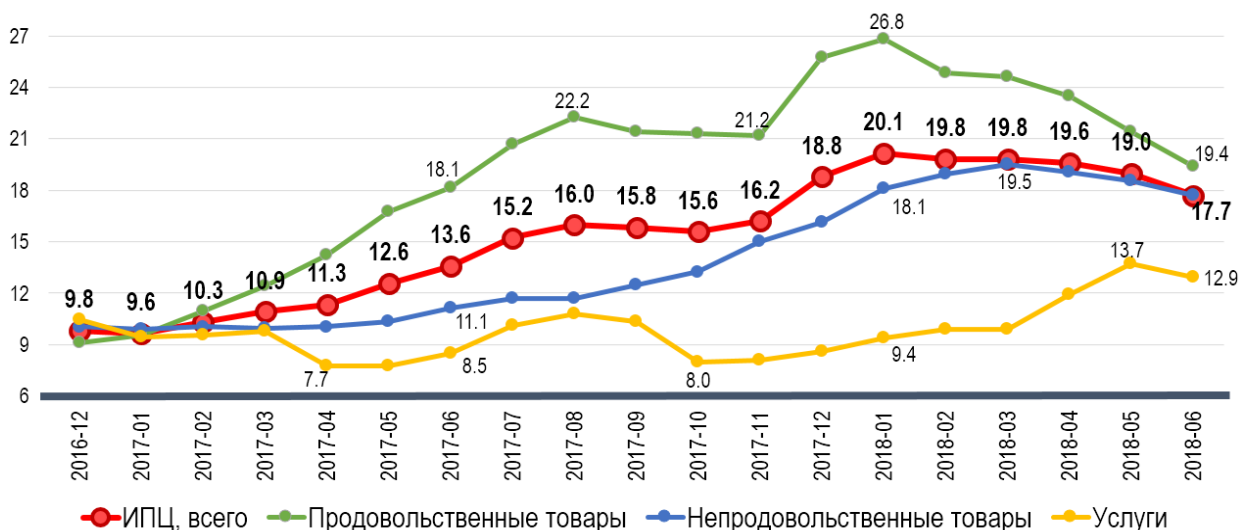
В первом полугодии 2018 года инфляционный тренд в потребительском секторе экономики формировался под влиянием, с одной стороны, повышения административно регулируемых цен и роста цен на отдельные продукты питания, связанного с погодными условиями, а с другой, укрепления обменного курса сума, улучшения конкурентной среды на внутреннем рынке и активизацией приграничной торговли.

Годовая инфляция, рассчитанная по фиксированным весам, достигнув своего пикового значения в январе 2018 года на отметке 20,1%, с марта начала постепенно снижаться и в июне составила 17,7% (рис. 1).

Рис. 1

#### Динамика изменения годового ИПЦ, продовольственных, непродовольственных цен и тарифов на услуги

(к соответствующему месяцу предыдущего года, по методике фиксированных весов)



Источник: рассчитано на основе данных Госкомстата



Сравнительно высокие показатели годовой инфляции в первом полугодии текущего года отчасти связаны с эффектом низкой базы в соответствующем периоде предыдущего года. При этом в условиях отсутствия негативных шоков данный эффект будет способствовать постепенному снижению годовых темпов роста ИПЦ во втором полугодии 2018 года.

В целом, годовые темпы роста цен на продовольственные и непродовольственные товары замедляются, тогда как тарифы услуг, напротив, характеризуются ускорением темпов роста.

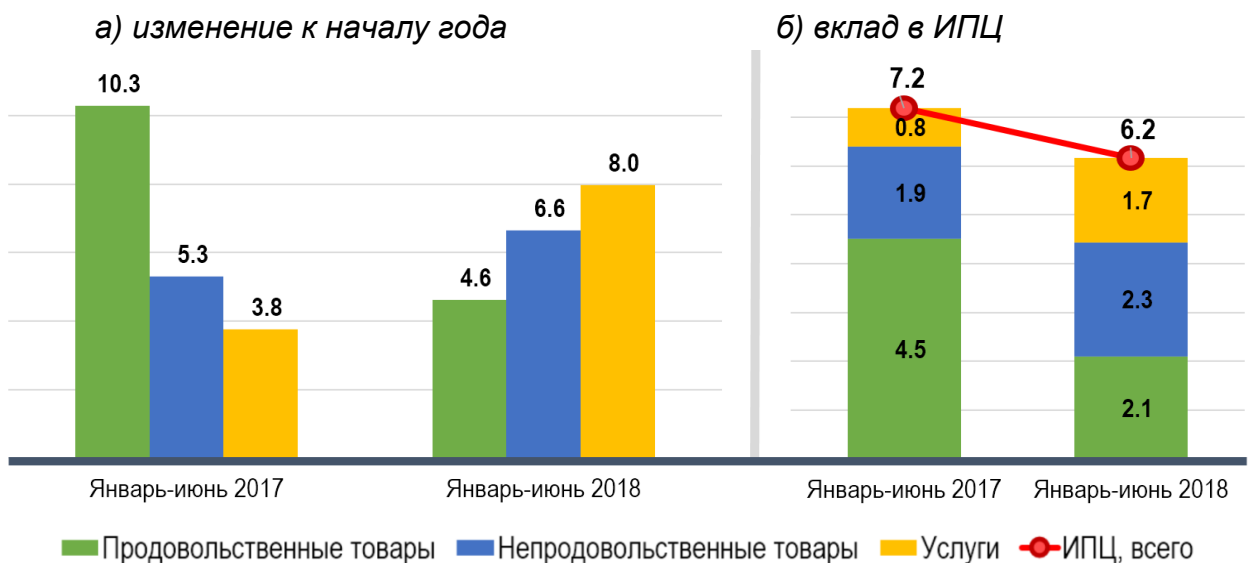
Следует отметить, что по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года в структуре инфляции произошли существенные изменения. Так, если в первом полугодии 2017 года инфляционное давление в основном создавалось со стороны продовольственных цен, то в первом полугодии текущего года рост продовольственных цен замедлился в два раза и составил 4,6%, тогда как рост тарифов услуг удвоился и составил 8%.

Соответственно, в первом полугодии 2018 года «драйверами» инфляции в большей степени стали цены на непродовольственные товары и тарифы на услуги (рис. 2).

Таким образом, наблюдается процесс корректировки тарифов услуг до уровня, сопоставимого с ценами на товары, который будет продолжаться до достижения равновесных относительных цен.

Рис. 2

**Изменение ИПЦ в первых полугодиях 2017 и 2018 годов**  
(по методике фиксированных весов)



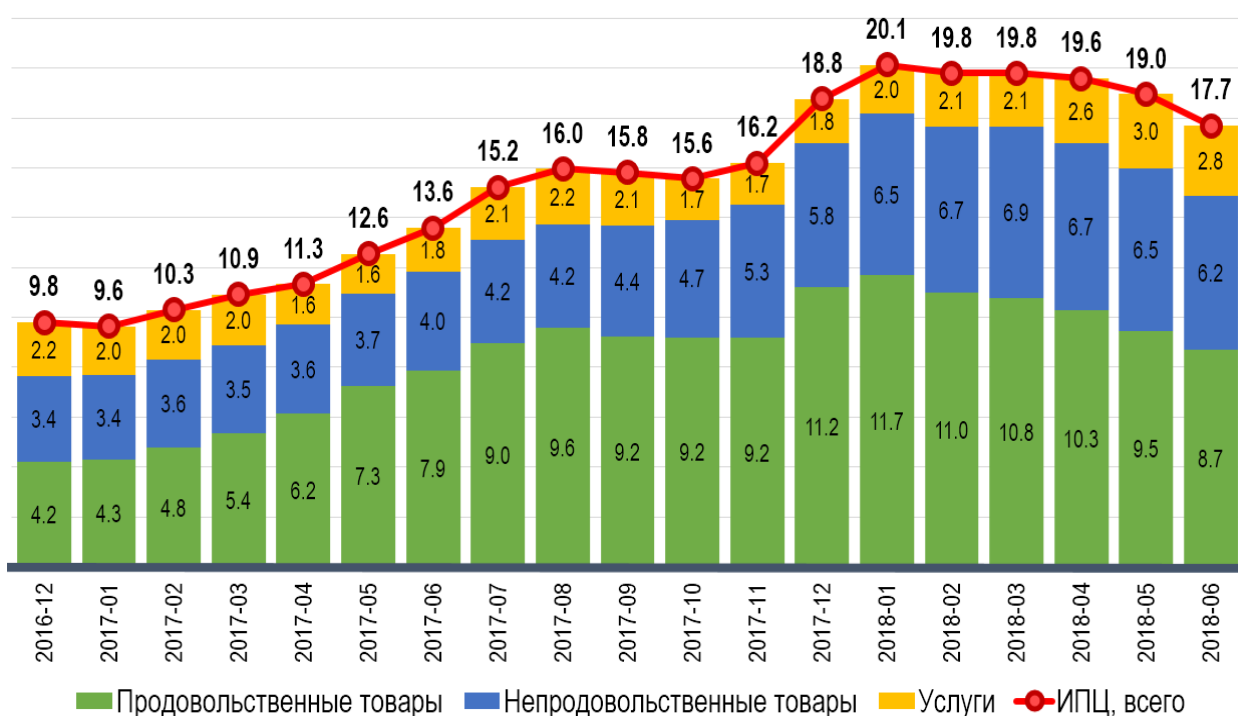
Источник: рассчитано на основе данных Госкомстата

В январе годовые темпы роста продовольственных цен достигли своего пика на отметке 26,8%, после чего постепенно начали снижаться и составили в июне 19,4%. Снижение цен на продовольственные товары было обеспечено высоким предложением сельскохозяйственной продукции на внутреннем рынке. При этом созревание нового урожая плодоовощной продукции внесло основной вклад в снижение продовольственных цен во II квартале (рис. 3).

Рис. 3

### Динамика годового изменения ИПЦ и его структуры

(к соответствующему месяцу предыдущего года, по методике фиксированных весов)



Источник: рассчитано на основе данных Госкомстата

Вместе с тем, из-за неблагоприятных погодно-климатических условий в начале весны и удорожания розничных цен на животноводческие корма, цены на мясо и мясную продукцию, а также на рис сохраняют положительную динамику роста.

Годовые темпы роста непродовольственных цен с апреля 2018 года начали снижаться, достигнув в июне 17,7%, после ускорения до 19,5% в I квартале. При этом, основным фактором повышения непродовольственных цен стало значительное подорожание строительных материалов.

Улучшение условий внешней торговли, в большей степени с приграничными государствами, и укрепление курса национальной валюты способствовали сдерживанию роста непродовольственных цен в части импортируемых товаров.

За рассматриваемый период годовая инфляция услуг характеризовалась ростом с 9,5% в январе до 13% в июне. Если в I квартале основной вклад в инфляционный тренд в сфере услуг внесли корректировки тарифов на платные услуги, то во II квартале удорожание коммунальных услуг, в частности, повышение тарифов на электричество, природный газ и водоснабжение, усилили давление данной группы цен на инфляцию. В частности, вклад коммунальных услуг в годовую инфляцию в июне увеличился в 3 раза по сравнению с январем 2018 года.

Вместе с тем, в результате роста цен на энергоносители, а также повышения платы за проезд на общественном транспорте и тарифов на жилищно-коммунальные услуги в течение I полугодия 2018 года, годовые темпы роста административно регулируемых цен увеличились с 12,1% в январе до 16% в июне. При этом вклад данной группы в годовую инфляцию увеличился с 2,3 п.п. в январе до 3,0 п.п. в июне.

### ***Базовая инфляция***

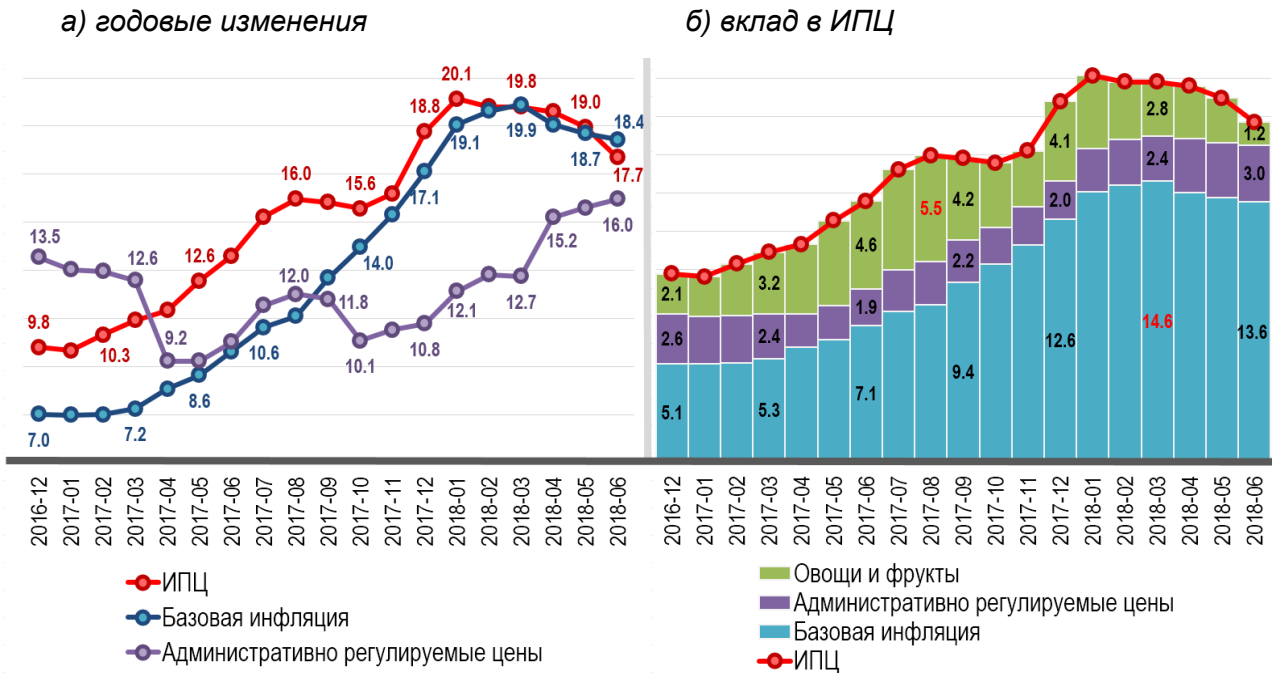
Наиболее подходящим показателем долгосрочного инфляционного тренда в экономике, исключая влияние временных или одноразовых ценовых шоков, является базовая инфляция. Годовая базовая инфляция, рассчитываемая как инфляция без учёта цен на плодоовощную продукцию и регулируемых цен, достигнув своего пика в марте 2018 года на уровне 19,9% и в последующие месяцы начала поэтапно снижаться и составила 18,4% в июне (рис. 4).

Сохранение базовой инфляции на высоком уровне и её более медленное снижение по сравнению с ИПЦ указывает на инерционность инфляционных процессов в экономике, замедление которых, скорее всего, займет продолжительное время.



Рис. 4

### Динамика годового ИПЦ, базовой инфляции и административно регулируемых цен



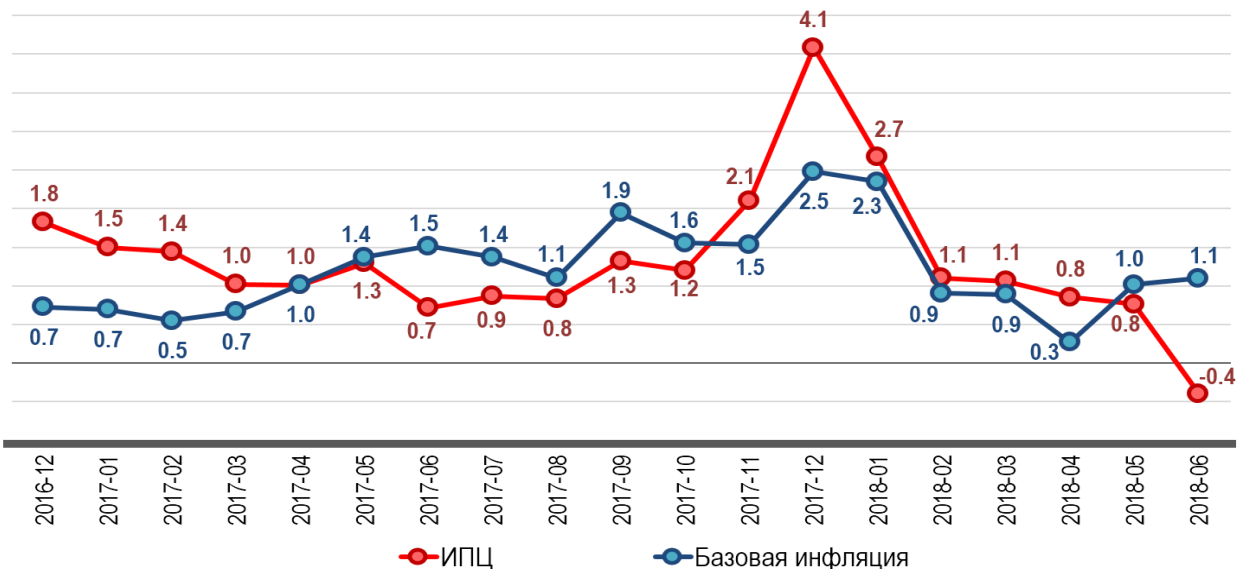
Источник: рассчитано на основе данных Госкомстата

Анализ динамики цен в месячном выражении показывает, что несмотря на обеспечение отрицательного значения инфляции в июне текущего года за счет сезонных факторов, в течение II квартала базовая инфляция имела тенденцию роста, составив 1,1% в конце первого полугодия, что, в свою очередь, показывает возрастание инфляционного давления со стороны несезонных цен (рис. 5).

Рис. 5

### Динамика месячного ИПЦ и базовой инфляции

(к предыдущему месяцу, по методике фиксированных весов)



Источник: рассчитано на основе данных Госкомстата

Тем не менее, следует отметить, что, хотя при расчете базовой инфляции не учитываются административно регулируемые цены, их рост может вызвать повышение других рыночных цен в виде вторичных эффектов. Так, например, рост тарифов на электроэнергию и газ, не оказывает прямого эффекта на динамику базовой инфляции, но опосредованно влияет на стоимость товаров и услуг вследствие увеличения издержек производителей.

### ***Инфляционные ожидания***

Согласно результатам опросов по оценке инфляционных ожиданий в экономике в первом полугодии 2018 года наблюдается тенденция снижения уровня ощущаемой и ожидаемой инфляции. Повышение некоторых регулируемых цен в начале II квартала, незначительное подорожание повседневных продуктов питания, таких как мясо и рис, а также сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию отразились на динамике уровня инфляции, ощущаемой населением.

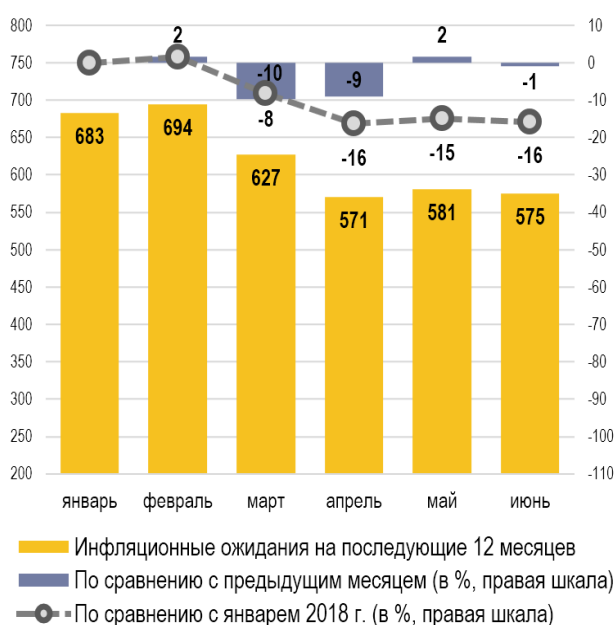
В свою очередь, ощущаемый населением и субъектами предпринимательства уровень инфляции оказал влияние на формирование инфляционных ожиданий. При этом, динамика изменения краткосрочных ожиданий (на 1 месяц вперед) имела тенденцию снижения в течение всего первого полугодия, тогда как долгосрочные ожидания (на 12 месяцев) остаются почти неизменными во II квартале (рис. 6).

Так, если в начале 2018 года доля физических лиц, ожидавших рост цен в последующие 12 месяцев на уровне не более 16%, составляла 43%, то к началу II квартала она увеличилась до 57% и до конца данного квартала сохранялась на этом уровне. При этом, к июню доля респондентов, ожидавших существенный рост цен, сократилась в два раза по сравнению с январем и составила 14%.

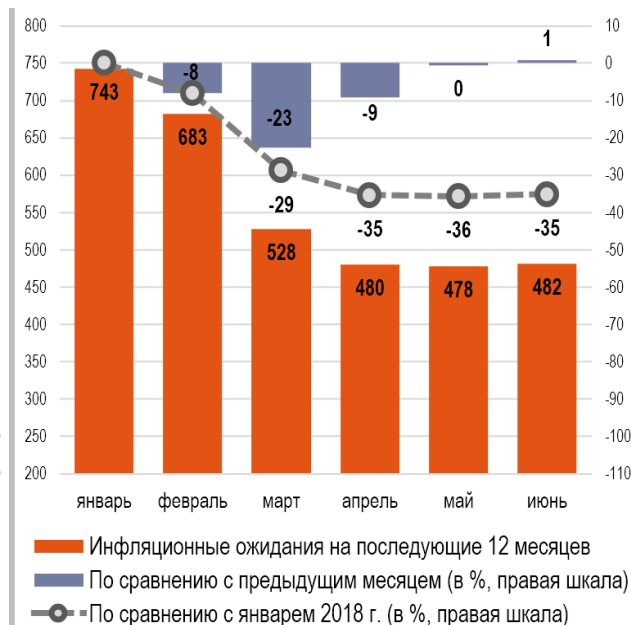
Инфляционные ожидания юридических лиц оказались более оптимистичными. Доля опрошенных предпринимателей, ожидающих в следующие 12 месяцев темпы инфляции, не превышающие 16%, увеличилась с 49% в январе до 72% в июне, а доля, ожидающих рост цен на более чем 26%, сократилась с 22% в январе до 9% в июне.

**Динамика изменения долгосрочных инфляционных ожиданий<sup>1</sup>**

**а) ожидания населения**



**б) ожидания предпринимателей**



Источник: рассчитано на основе результатов опроса об инфляционных ожиданиях

Позитивный характер краткосрочных ожиданий населения и предпринимателей объясняется укреплением национальной валюты за последние месяцы, улучшением условий приграничной торговли и сезонными факторами. Тогда как высокие долгосрочные инфляционные ожидания, в большей степени, связаны с традиционным осенним повышением регулируемых цен, в частности, на энергоносители и коммунальные услуги.

**Анализ монетарных факторов инфляции**

При изучении факторов инфляции принято разделять их на монетарные и немонетарные. В целях обеспечения стабильности цен Центральный банк активно использует инструменты денежно-кредитной политики для минимизации влияния монетарных факторов.

<sup>1</sup> Наряду с центральными банками других стран, для оценки инфляционных ожиданий Центральный банк Республики Узбекистан использует балансовый метод, в котором для каждого из вариантов ответов на соответствующий вопрос применяются различные весовые коэффициенты. Величина индекса варьируется в диапазоне от 0 (если все респонденты выбрали ответ «цены будут снижаться») до 1000 (если все респонденты выбрали ответ «цены будут расти быстрее, чем в предыдущий период»). Данный показатель сигнализирует о дальнейшем ускорении или замедлении инфляции.

В то же время, в условиях структурных преобразований значительный вклад в инфляцию вносят немонетарные факторы, которые находятся вне влияния денежно-кредитной политики. Для определения направленности денежно-кредитной политики и корректировки своих инструментов Центральный банк постоянно проводит анализ базовой инфляции, которая формируется, главным образом, под воздействием монетарных факторов.

Результаты эмпирического анализа влияния монетарных факторов на базовую инфляцию показывают, что наиболее значимыми являются денежный агрегат «эффективный M0» (сумма наличных денег в обращении, средств физических лиц и индивидуальных предпринимателей на банковских картах), обменный курс доллара к суму, трансграничные денежные переводы физических лиц и процентная ставка на межбанковском рынке.

Анализ взаимозависимостей между динамикой денежно-кредитных показателей и инфляцией с использованием модели векторной авторегрессии (VAR) показывает наличие тенденции изменения временных лагов, степени и продолжительности влияния монетарных факторов на инфляцию, вызванных структурными преобразованиями в экономике.

Так, если результаты по итогам 2017 года указывали, что наибольшее влияние на темпы роста цен имел обменный курс, то по итогам первого полугодия текущего года основными «драйверами» стали эффективный M0 и трансграничные денежные переводы физических лиц.

При этом, анализ импульсной характеристики данных свидетельствует о том, что в период структурных преобразований удлиняется продолжительность влияния монетарных факторов на динамику цен. Это в некоторой степени отражает возрастающую роль денежно-кредитной политики. Это обусловлено, среди прочего:

- резким усилением монетарных факторов инфляции в первой половине и последующим ужесточением денежно-кредитных условий со второй половины 2017 года;

- повышением действенности денежно-кредитных инструментов на фоне валютной либерализации, стабилизации обменного курса и др.

## ***Инфляционные риски***

Во втором полугодии 2018 года инфляционные риски будут иметь как внутренний, так и внешний характер. К внутренним рискам относятся дальнейшая индексация регулируемых цен, а также сохранение высоких темпов роста внутреннего спроса в условиях расширения объёмов кредитования и повышения заработной платы, а также подорожание в IV квартале текущего года сезонной плодоовощной продукции.

Кроме того, расширяющийся экспортный потенциал отечественных производителей фруктов и овощей может стать фактором их удорожания вследствие сокращения предложения на внутреннем рынке.

Наряду с этим, более высокий уровень бюджетных расходов по сравнению с запланированными показателями также может оказать повышательное давление на инфляцию.

Неопределенность, связанная с продолжительностью низкого уровня роста производительности, также является проинфляционным фактором, ограничивающим эффективность мер по снижению себестоимости отечественных товаров.

В случае роста заработных плат темпами, опережающими рост производительности труда, на инфляцию будет оказываться дополнительное повышательное давление со стороны спроса.

К внешним рискам относятся возможное ослабление экономической активности в странах – основных торговых партнерах и ухудшение конъюнктуры на основные экспортные позиции республики, что может вызвать снижение валютных поступлений от экспорта и оказать давление на внешнеторговый баланс и обменный курс сума. В итоге, это может транслироваться в усиление инфляции. Кроме того, повышение мировых цен на нефть может повысить импортируемую инфляцию.

Следует отметить, что ослабления проинфляционного влияния факторов, связанных с недостаточным предложением строительных материалов, мяса, риса и других товаров, можно достичь расширением их импорта. При этом в средне- и долгосрочной перспективе системные меры по наращиванию внутреннего потенциала устойчивого производства данной продукции будут определяющими факторами их ценовой стабильности.



### III. Денежно-кредитные условия

В целом, в настоящее время денежно-кредитная политика проводится в рамках основных планов действий и прогнозных показателей, разработанных на 2018 год.

При этом с учётом среднесрочной стратегии Центрального банка по переходу к инфляционному таргетированию принимаются меры по повышению влияния процентного и других трансмиссионных каналов на финансовые решения участников реального сектора и домохозяйств, а также на ставки денежного рынка, депозитов и кредитов коммерческих банков.

В этих целях при проведении денежно-кредитной политики Центральный банк, не ограничиваясь только мониторингом и регулированием уровня ликвидности, внимательно изучает свойства всех передаточных каналов в денежно-кредитной сфере с учётом новых реалий.

#### ***Процентная политика и каналы её воздействия***

В течение первого полугодия 2018 года ставка рефинансирования Центрального банка, служащая ключевым ориентиром по денежно-кредитным операциям Центрального банка с коммерческими банками, оставалась на неизменном уровне с учётом текущих условий в экономике.

Процентная политика Центрального банка повлияла на положение на денежном и валютном рынках, на инвестиционную и сберегательную активность населения и хозяйствующих субъектов посредством разных каналов.

При этом расширение программ льготного кредитования, в том числе предпринимательской деятельности населения, льготной ипотеки, а также финансирования сельскохозяйственной сферы, ограничивают воздействие денежно-кредитных инструментов через кредитный канал.

С другой стороны, сохранение процентных ставок в экономике на текущем уровне с обеспечением относительно высокой доходности сумовых депозитов благоприятно сказывается на росте срочных и сберегательных обязательств банков в национальной валюте.

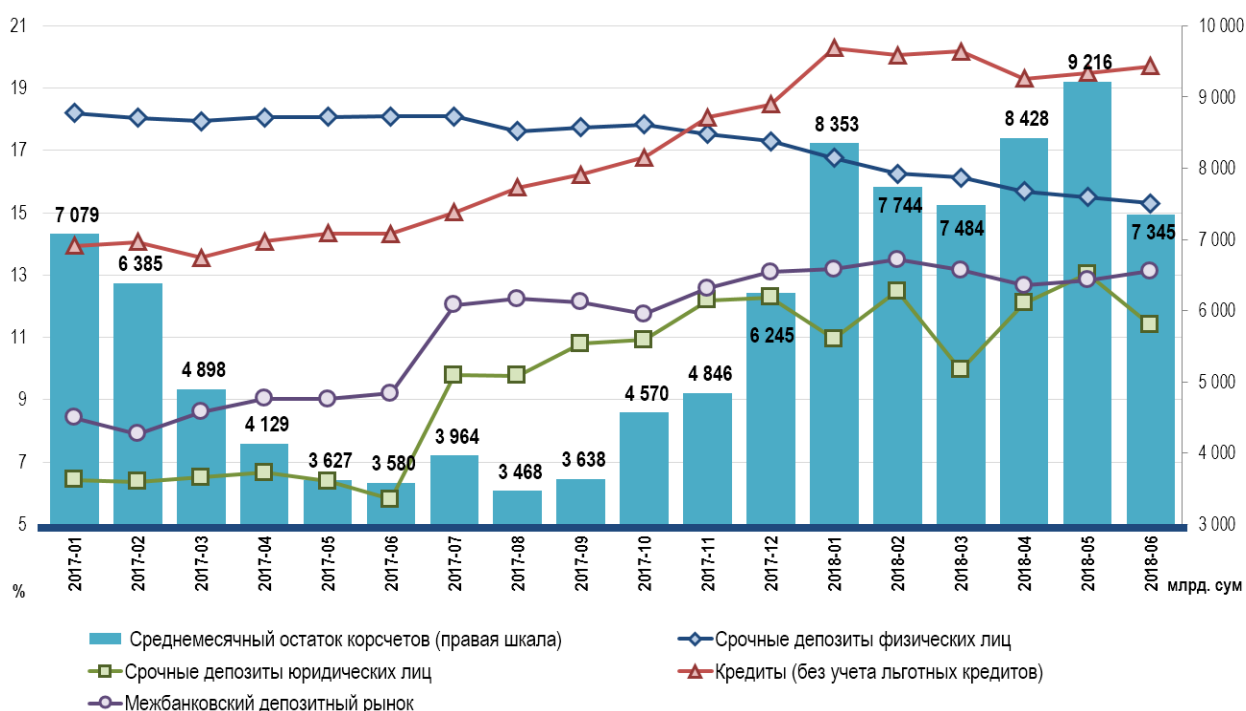
Процентная политика Центрального банка стала также играть определенную распределительную роль, балансируя спрос между кредитами в национальной и иностранной валютах. Это, в свою очередь, будет оказывать воздействие на уровень спроса и предложения на внутреннем валютном рынке.

С этой позиции, важным (минимальным) условием в складывающейся ситуации является сохранение влияния процентной политики на уровень ставок межбанковского денежного рынка, а также на рыночные ставки депозитов и кредитов коммерческих банков.

Динамика средневзвешенных процентных ставок на межбанковском денежном рынке свидетельствует об их колебании около ставки рефинансирования (рис. 7).

Рис.7

### Динамика средневзвешенных процентных ставок



Средневзвешенные процентные ставки денежного рынка в январе-июне 2018 года колебались на уровне 12,7-13,1%.

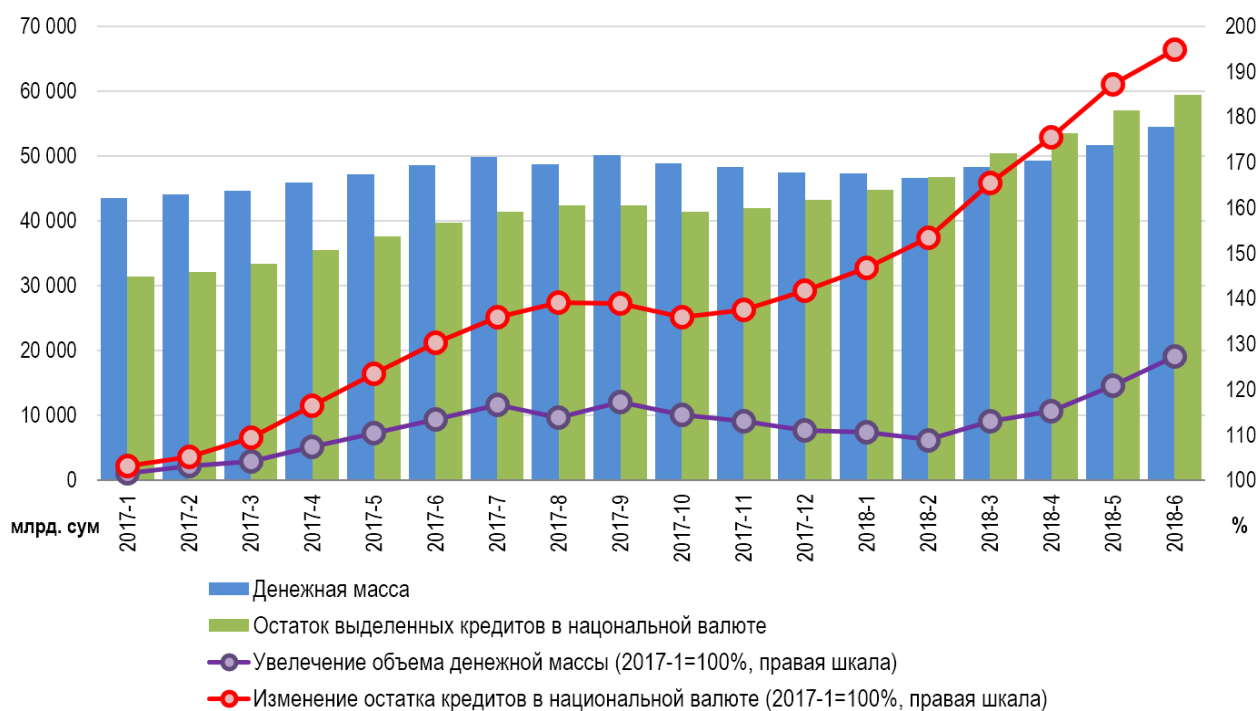
### Кредитный канал

На фоне расширения программ льготного кредитования корректная оценка эффективности влияния уровня процентных ставок на кредитный канал затруднена.

Объёмы кредитования экономики во II квартале 2018 года увеличивались более быстрыми темпами по сравнению с прогнозными показателями. Так, в первом полугодии текущего года остатки кредитных вложений увеличились на 23,5 трлн. сум или 21,5%, в том числе кредитный портфель банков в национальной валюте – на 16,2 трлн. сум или 37,4% (рис. 8).

Рис.8

**Динамика изменения денежной массы и кредитов в национальной валюте**



При этом анализ роста кредитных вложений по источникам кредитования свидетельствует о том, что около 60% вновь выделенных кредитов приходится на льготные кредиты, которые финансировались за счет средств бюджета, Фонда реконструкции и развития Узбекистана (ФРРУ), внебюджетных фондов и др.

Принимая во внимание целевую направленность и источники финансирования, жесткость денежно-кредитных условий не оказывает существенного влияния на объёмы данных кредитов.

Рост объемов кредитов частному сектору объясняется повышенным спросом на кредитные ресурсы.

При этом, по итогам первого полугодия 2018 года средневзвешенная процентная ставка по кредитам в национальной валюте с начала года снизилась на 0,6 п.п. и составила 19,7% (без учёта льготных кредитов).

Снижение процентных ставок по кредитам можно объяснить усилением конкурентной среды между банками и применением нового подхода по увеличению их процентных доходов.

### ***Канал воздействия на уровень сбережений в экономике***

Несмотря на то, что совокупная денежная масса выросла в первом полугодии на 5,8%, наблюдался опережающий рост срочных и сберегательных депозитов в национальной валюте. Так, объём срочных и сберегательных депозитов в национальной валюте в январе-июне 2018 года вырос на 30,7%, тогда как в иностранной валюте сократился на 7%.

Это свидетельствует об определенной эффективности текущего уровня процентных ставок в обеспечении привлекательности сумовых депозитов по сравнению с депозитами в иностранной валюте на фоне укрепления курса сума, а также в стимулировании сберегательного поведения в экономике.

В июне 2018 года средневзвешенная процентная ставка по срочным депозитам физических лиц составила 15,3% (17,0% в начале года), а юридических лиц – 11,4% (11,6% в начале года).

Снижение стоимости ресурсной базы коммерческих банков обуславливалось существенным ростом предложения финансовых ресурсов и соответственно объемов депозитов.

### ***Канал воздействия на обменный курс и уровень спроса и предложения на внутреннем валютном рынке***

Одним из ключевых изменений, наблюдаемых в новых условиях, стало изменение структуры спроса на кредитные ресурсы в иностранной валюте. Так, в условиях стабильности курса сума и его незначительного укрепления, относительно низкие процентные ставки по кредитам в иностранной валюте поддержали рост спроса на данные кредитные ресурсы.

В частности, в первом полугодии текущего года наблюдалось ускорение темпов роста кредитов в иностранной валюте. За этот период иностранные кредиты выросли на 1,2 млрд. долл. в эквиваленте или 16,1% (за аналогичный период 2017 года рост составил 0,5 млрд. долл. или 8,4%). При этом более высокими темпами (51%) росли кредиты, предоставленные в иностранной валюте субъектам частного сектора.

В целом, это свидетельствует о наличии потенциального канала воздействия процентной политики Центрального банка на уровень обменного курса посредством косвенного влияния на уровень спроса и предложения иностранной валюты.

### ***Инструменты денежно-кредитной политики***

Главным качественным изменением в использовании денежно-кредитных инструментов стал новый подход при осуществлении интервенций Центрального банка на валютном рынке, который направлен на стерилизацию дополнительной ликвидности в банковской системе без влияния на фундаментальный рыночный тренд курса сума.

Применение такого подхода оправдало себя в качестве эффективного инструмента управления ликвидностью банковской системы, создавая рыночные условия для формирования обменного курса и процентных ставок на денежном рынке.

Тем не менее, опыт показывает, что эффективность использования стерилизационных операций Центрального банка на валютном рынке подвержена влиянию сезонности валютных потоков, особенно, когда существенно увеличивается объём трансграничных денежных переводов физических лиц во II и III кварталах года.

Так, если в I квартале объём валютных интервенций Центрального банка составил 600 млн. долл., то во II квартале объёмы интервенций составили 300 млн. долл., что привело к появлению дополнительной нестерилизованной части ликвидности в банковской системе.

В этих условиях, Центральный банк через изменение правил формирования обязательных резервов коммерческих банков



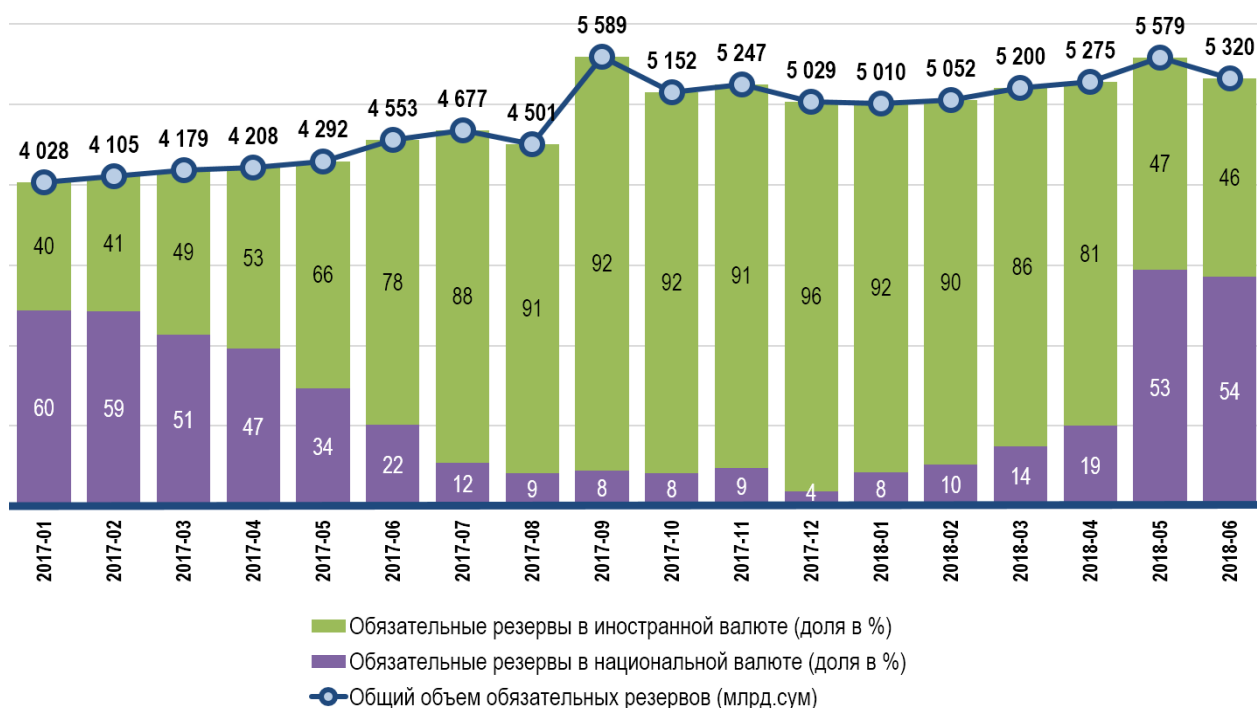
нивелировал, в определенной степени, вышеуказанную ситуацию с ликвидностью.

Согласно обновленным правилам, расширена база резервирования, установлены дифференцированные нормы резервирования исходя из валюты и сроков депозитов, а также внедрен порядок усреднения обязательных резервов с применением коэффициента 0,1. При этом, формирование обязательных резервов осуществляется в национальной и иностранной валюте пропорционально их доле в депозитной базе.

В результате применения новых правил резервирования, с начала текущего года доля иностранной валюты в структуре обязательных резервов снизилась с 96% до 46% (рис. 9).

Рис.9

**Динамика изменения структуры остатков обязательных резервов коммерческих банков в Центральном банке**



### Ожидаемые тенденции в денежно-кредитной сфере

Следует отметить, что несмотря на умеренный рост денежной массы, увеличение объёмов кредитования способствует сохранению инфляционного давления посредством стимулирования потребительского и инвестиционного спроса в экономике.

Предварительные оценки и прогнозы свидетельствуют о том, что в кратко- и среднесрочной перспективе рост совокупного спроса в экономике будет поддерживаться как со стороны кредитного канала, так и со стороны расширения объёмов государственных расходов.

Формирующаяся тенденция роста ликвидности в банковской системе и денежного предложения в экономике в конечном итоге может усложнить условия для проведения эффективной денежно-кредитной политики, направленной на обуздание инфляционных процессов.

Тем не менее, сложившаяся ситуация обуславливает поиск новых решений эффективного применения набора инструментов денежно-кредитной политики с учётом сезонного характера и других особенностей потока валютных средств в экономике.

Центральный банк продолжит внимательно изучать вопрос повышения эффективности денежно-кредитных инструментов наряду с совершенствованием стратегии интервенций на валютном рынке в соответствии с принципами инфляционного таргетирования.

При этом предлагаемые усовершенствованные подходы использования денежно-кредитных инструментов будут отражены в основных направлениях денежно-кредитной политики на 2019 год.

## Глоссарий

<b>Административно регулируемые цены</b>	– цены, которые формируются не под воздействием рыночных сил (предложения и спроса), а устанавливаются государственными органами, организациями и предприятиями административным путем на отдельные товары (услуги) с целью ограничения изменения их цен.
<b>Базовая инфляция</b>	– инфляция, рассчитанная без учёта изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят сезонный и административный характер (плодоовощная продукция, топливо, отдельные услуги пассажирского транспорта, услуги связи, жилищно-коммунальные услуги и др.).
<b>Валютные интервенции Центрального банка</b>	– участие Центрального банка на валютном рынке путём покупки и продажи иностранной валюты с целью стерилизации дополнительной ликвидности в банковской системе, сформированной в результате покупки Центральным банком монетарного золота, а также с целью сглаживания или предотвращения резких колебаний обменного курса.
<b>Временной лаг</b>	– показатель, отражающий отставание во времени одного экономического явления по сравнению с другим, связанным с ним явлением; промежуток времени между двумя связанными явлениями или событиями.
<b>Денежная масса</b>	– совокупность наличных денег в обращении и денежных средств на банковских счетах. Для анализа денежной массы рассчитываются различные денежные агрегаты, которые классифицируются по степени ликвидности: <b>M0</b> – наличные деньги в обращении; <b>M1</b> – M0 + депозиты до востребования в национальной валюте; <b>M2</b> – M1 + срочные, сберегательные и другие депозиты в национальной валюте + депозиты в иностранной валюте.
<b>Денежно-кредитная политика</b>	– часть макроэкономической политики, проводимая Центральным банком Республики Узбекистан с целью обеспечения стабильности цен на внутреннем рынке. Денежно-кредитная политика осуществляется посредством использования денежно-кредитных инструментов для поддержания объёма ликвидности в банковской системе, уровня процентных ставок и других монетарных показателей на целевом уровне.
<b>Денежный агрегат «эффективный M0»</b>	– сумма наличных денег в обращении, а также средств физических лиц и индивидуальных предпринимателей на банковских картах.

<b>Импульсный отклик</b>	– реакция динамического ряда в ответ на некоторые внешние шоки. Под шоком понимается одномоментное изменение экзогенных переменных, равное их одному стандартному отклонению колебаний за весь наблюдаемый период. Функции импульсного отклика характеризуют время возвращения эндогенной переменной на равновесную траекторию при единичном шоке экзогенной переменной.
<b>Инвестиционный спрос</b>	– спрос со стороны бизнес-субъектов на объекты физического капитала (машины, оборудование) и услуги, используемые для поддержания или расширения своей деятельности. Инвестиционный спрос является частью совокупного спроса в экономике.
<b>Индекс инфляционных ожиданий</b>	– количественный показатель инфляционных ожиданий, который сигнализирует о дальнейшем ускорении или замедлении инфляции.
<b>Индекс потребительских цен (ИПЦ)</b>	– показатель изменения общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. ИПЦ рассчитывается как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода.
<b>Инерционность инфляции</b>	– тенденция инфляции возвращаться медленно к своему долгосрочному (равновесному) уровню после шока, который отклонил её от этого долгосрочного уровня.
<b>Инфляционные ожидания</b>	– предположения населения и предпринимателей о будущем уровне инфляции, который они учитывают при принятии ими экономических решений. Исходя из инфляционных ожиданий, производители и потребители, продавцы и покупатели строят свою будущую кредитно-финансовую и ценовую политику, оценивают уровень доходов, расходов и предполагаемый объём прибыли.
<b>Ликвидность банковской системы</b>	– остатки денежных средств в национальной валюте на корреспондентских счетах коммерческих банков в Центральном банке Республики Узбекистан.
<b>Межбанковский денежный рынок</b>	– система организации и осуществления биржевых торгов краткосрочных операций (как правило, до одного года) по размещению и привлечению денежных средств в национальной и иностранной валютах.
<b>Модель векторной авторегрессии (VAR, vector autoregression)</b>	– эконометрическая модель для прогнозирования и анализа макроэкономических показателей, состоящая из системы уравнений, в которой каждая переменная (компонента многомерного временного ряда) представлена линейной комбинацией всех переменных в предыдущие моменты времени. Модели векторной авторегрессии позволяют оценивать сразу несколько переменных и учитывать их взаимодействие.
<b>Монетарные факторы инфляции</b>	– факторы инфляции, на которые Центральный банк может оказывать непосредственное влияние при помощи инструментов денежно-кредитной политики на среднесрочном горизонте.

<b>Немонетарные факторы инфляции</b>	– факторы, влияющие на инфляцию, которые находятся вне влияния денежно-кредитной политики Центрального банка. В эту группу входят внешнеэкономические условия, структурные факторы (состояние основных фондов, продуктивность и эффективность производства, предложение и качественные параметры рабочей силы, технологический уровень производства, транспортная, логистическая инфраструктура, уровень концентрации рынков), нормативно-правовая среда, фискальная политика, факторы со стороны предложения товаров и услуг.
<b>Обязательные резервы коммерческих банков</b>	– денежные средства, депонируемые коммерческими банками в Центральном банке с целью выполнения обязательных резервных требований Центрального банка. Минимальный уровень обязательных резервов, депонируемых в Центральном банке, определяется нормативно-правовыми актами Центрального банка с учётом целей денежно-кредитной политики и зависит от размера, вида и срока депозитов, других обязательств банков. Размеры обязательных резервов одинаковы для всех банков по каждой категории привлеченных средств.
<b>Платёжный баланс</b>	– статистический отчёт, в котором отражаются все экономические операции между резидентами и нерезидентами за определённый период времени.
<b>Потребительский спрос</b>	– часть совокупного спроса в экономике, относящаяся к потребительским товарам и услугам.
<b>Процентная политика Центрального банка</b>	– часть денежно-кредитной политики Центрального банка, с помощью которой Центральный банк влияет на стоимость финансовых ресурсов и уровень процентных ставок в экономике, а также на финансовые и инвестиционные решения населения и бизнеса. Процентная политика направлена на поддержание определённого уровня процентных ставок в экономике с целью обеспечения положительных реальных ставок по активам в национальной валюте.  Изменение процентной ставки центрального банка влияет на уровень процентных ставок в экономике в целом, что приводит к соответствующим изменениям в инвестициях/сбережениях и, следовательно, в совокупном спросе.
<b>Режим инфляционного таргетирования</b>	– режим денежно-кредитной политики, при котором центральный банк объявляет среднесрочную цель по уровню инфляции и сосредоточивает все свои усилия на приведении текущей инфляции к её целевому показателю посредством применения денежно-кредитных инструментов.
<b>Средневзвешенная процентная ставка</b>	– средняя ставка, рассчитанная с учётом веса изучаемого показателя в общем объёме. В качестве весов берётся доля каждой ставки в совокупном объёме.
<b>Ставка рефинансирования</b>	– процентная ставка Центрального банка, которая используется в операциях Центрального банка с коммерческими банками по предоставлению кредитов.
<b>Стерилизация ликвидности</b>	– изъятие излишней ликвидности из банковской системы, возникшей в результате различных факторов.



<b>Счёт текущих операций</b>	– раздел платёжного баланса страны, в котором отражаются потоки товаров, услуг, первичных и вторичных доходов (оплата труда работников, инвестиционные доходы и прочие) между резидентами и нерезидентами.
<b>Трансграничные денежные переводы</b>	– перевод денежных средств в страну или из страны посредством международных систем денежных переводов.
<b>Трансмиссионные (передаточные) каналы денежно-кредитной политики</b>	– каналы влияния решений в области денежно-кредитной политики на динамику цен и экономику в целом. Процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении процентной ставки и будущей её траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня процентной ставки транслируется в экономику по следующим основным каналам: процентному, кредитному, валютному, цен активов и ожиданий.
<b>Эмпирический анализ</b>	– подход к изучению и интерпретации информации, основанный на анализе фактических данных. Эмпирический подход основан на реальных данных, метриках и результатах, а не на теориях и концепциях.
<b>Эффект низкой базы</b>	– состояние, когда чрезмерные темпы роста того или иного индикатора объясняются его крайне низким стартовым показателем.