



Центральный банк
Республики Узбекистан

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2021 ГОД И ПЕРИОД 2022-2023 ГОДОВ

ИНФЛЯЦИЯ

ИНФЛЯЦИЯ ПРОГНОЗИ

ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТ

5%

Центральный банк Республики Узбекистан

**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ
НА 2021 ГОД И ПЕРИОД
2022-2023 ГОДОВ**

Содержание

Сокращения	5
Введение	6
I. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ СЦЕНАРИИ РАЗВИТИЯ НА 2020-2023 ГОДЫ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА	10
1.1. Макроэкономические тенденции 2020 года	10
<i>Вставка 1. Макроэкономическая ситуация и прогнозы в странах – основных торговых партнерах</i>	15
<i>Вставка 2. Меры по снижению негативного влияния пандемии и поддержанию экономической активности, реализованные в банковской системе</i>	19
<i>Вставка 3. Динамика и прогнозы цен основных продовольственных товаров на мировых рынках</i>	21
1.2. Сценарии макроэкономического развития.....	24
1.3. Базовый сценарий и прогнозы	26
<i>Вставка 4. Количественные оценки влияния роста фискального дефицита и номинальных заработных плат на уровень инфляции</i>	31
<i>Вставка 5. Влияние прямых иностранных инвестиций на рост потенциала экономики</i>	33
1.4. Альтернативный (оптимистичный) сценарий, основанный на более быстром восстановлении экономики	35
<i>Вставка 6. Оценка международными инвестиционными банками конъюнктуры рынка золота и среднесрочный прогноз цен на золото</i>	39
1.5. Альтернативный (рисковый) сценарий, основанный на усилении внешнеэкономических рисков.....	41
<i>Вставка 7. Анализ факторов импортируемой инфляции</i>	46
II. ЦЕЛЬ И ЗАДАЧИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ	48
2.1. Цель денежно-кредитной политики и ее роль в обеспечении макроэкономической стабильности и экономического роста	48
2.2. Долгосрочные целевые показатели денежно-кредитной политики	52
<i>Вставка 8. Сущность установленного со стороны Центрального банка 5% таргета</i>	55
2.3. Принципы реализации денежно-кредитной политики.....	58
<i>Вставка 9. Базовая и усеченная инфляция</i>	61
III. ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2019-2020 ГОДЫ	62
3.1. Основные меры, реализованные в денежно-кредитной сфере в 2019-2020 годы и денежно-кредитные условия.....	62
<i>Вставка 10. Денежно-кредитная политика зарубежных центральных банков и потоки капитала</i>	67

3.2. Меры реализованные для развития процентного канала трансмиссионного механизма и имеющиеся проблемы	69
IV. НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РАЗВИТИЯ ВНУТРЕННЕГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА В 2021-2023 ГОДЫ	74
4.1. Меры по совершенствованию операционного механизма денежно-кредитной политики	74
4.2. Направления развития внутреннего валютного рынка	78
4.3. Направления развития трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики	81
<i>Вставка 11. Сущность инфляционных ожиданий и основные факторы</i>	<i>88</i>
<i>Вставка 12. Количественная оценка коммуникационной активности в сфере денежно-кредитной политики</i>	<i>90</i>
Приложения	93
<i>Приложение 1. График заседаний Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки в 2021 году</i>	<i>93</i>
<i>Приложение 2. Эконометрический анализ факторов инфляции</i>	<i>94</i>
<i>Приложение 3. Зарубежный опыт вливания денежных средств в экономику</i>	<i>101</i>
<i>Приложение 4. Анализ немонетарных факторов инфляции: направления снижения их влияния на инфляцию в среднесрочной и долгосрочной перспективе</i>	<i>105</i>
<i>Приложение 5. Макроэкономический анализ, разработка прогнозов и процесс принятия решений по основной ставке на заседаниях Правления Центрального банка в 2020-2021 годы</i>	<i>110</i>
Глоссарий.....	113

Сокращения

ВВП	–	валовой внутренний продукт
ИПЦ	–	индекс потребительских цен
ИЦП	–	индекс цен производителей
ИТ	–	режим инфляционного таргетирования
ФРРУ	–	Фонд реконструкции и развития Узбекистана
ООН	–	Организация объединенных наций
ФАО	–	Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
МВФ	–	Международный валютный фонд
МФК	–	Международная финансовая корпорация
АБР	–	Азиатский банк развития
ИБР	–	Исламский банк развития
ЦБ	–	Центральный банк
М0	–	наличные деньги в обращении
М1	–	М0 + депозиты до восстребования в национальной валюте
М2	–	М1 + срочные, сберегательные и прочие депозиты в национальной валюте + депозиты в иностранной валюте
п.п.	–	процентный пункт

Введение

Основные направления денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022-2023 годов отражают комплекс мер, которые будут реализованы Центральным банком в ближайшие годы, в том числе меры, принципы и инструменты, которые необходимо будет принимать в условиях изменения внешних и внутренних макроэкономических условий.

При разработке основных направлений, в первую очередь, сделан акцент на исполнение задач, определенных Законом Республики Узбекистан «О Центральном банке Республики Узбекистан» по **обеспечению стабильности цен** и Указом Президента Республики Узбекистан «О совершенствовании денежно-кредитной политики с поэтапным переходом на режим инфляционного таргетирования» по приведению денежно-кредитной политики в соответствие стандартам **режима таргетирования инфляции**, достижения целевого показателя инфляции **ниже 10%** в 2021 году и **5% таргета** в 2023 году.

2020 год был очень сложным для нашей страны и мировой экономики. Кризис, начавшийся под влиянием глобальной пандемии, характеризуется одновременным ухудшением как внутренних, так и внешних экономических условий и колебаниями спроса и предложения.

В глобальной экономике и у основных внешнеторговых партнёров наблюдаются тенденции экономического спада на фоне резкого замедления экономической активности, падения цен на сырьевые товары и нестабильности финансовых рынков.

Продолжающаяся пандемия и меры, принимаемые для борьбы с ней, создают различные колебания и влияют на экономику, что усложняет процесс оценки и прогнозирования макроэкономических показателей.

С учетом степени этих неопределенностей и особенностей каналов влияния, прогнозы макроэкономического развития были разработаны на основе **3-х различных сценариев** – базового (предусматривающего постепенное восстановление экономики), оптимистичного (более быстрое восстановление) и рискованного (более медленное восстановление).

В связи с этим, при разработке сценариев макроэкономического развития учитывались, прежде всего, влияние пандемии коронавируса на экономику страны и экономики внешнеторговых партнеров, цены на

основные экспортные товары, а также изменения в потенциальном уровне производства.

В **базовом сценарии** макроэкономического развития заложены допущения, при которых ситуация с пандемией будет улучшаться постепенно. Население и бизнес продолжат свою деятельность, адаптируясь к условиям пандемии и после неё. При этом за счет постепенного восстановления экономик внешнеторговых партнеров, внешний спрос со второй половины 2022 года выйдет на докризисный уровень.

Согласно расчётам, в рамках данного сценария, экономическая активность и совокупный спрос в стране приблизятся к докризисному уровню к концу 2021 года, а к 2023 году экономика вернется к своему потенциальному уровню. Доходы бюджета будут восстанавливаться. Прогнозируется снижение дефицита консолидированного бюджета до 2,5% к ВВП в 2022 г. При этом будут продолжены структурные реформы и в 2022-2023 годах будет осуществляться процесс либерализации регулируемых цен.

Согласно базовому сценарию, текущие **«умеренно жесткие»** условия денежно-кредитной политики сохранятся до конца 2021 года. В то же время, в 2022-2023 годы исходя из изменений в регулируемых ценах, уровня и прогнозной траектории инфляции условия денежно-кредитной политики могут быть скорректированы в зависимости от ситуации.

Альтернативный (оптимистичный) сценарий макроэкономического развития основан на быстром восстановлении экономики и включает более быстрое улучшение ситуации с пандемией, отсутствие дальнейших карантинных мер и повсеместное применение противовирусных вакцин и лекарств со второй половины 2021 года в мире.

В связи с постепенным восстановлением экономик основных торговых партнеров, ожидается, что внешний спрос достигнет докризисного уровня во второй половине 2021 года, а цена на золото будет снижаться по мере восстановления мировой экономики.

Согласно этому сценарию, ожидается приближение внутренней экономической активности и совокупного спроса к докризисному уровню к середине 2021 года. Экономика достигнет своего потенциала уже к 2022 году. При этом в отличие от базового сценария, предусматривается оживление темпов роста в отраслях транспорта, услуг и туризма.

Вместе с восстановлением экономической активности доходы государственного бюджета будут расти относительно быстрее, а дефицит

консолидированного бюджета сократится до 2% в 2022 году. В то же время одними из ключевых факторов экономического роста является завершение процесса либерализации регулируемых цен в 2022-2023 годах и привлечение прямых иностранных инвестиций.

В случае оптимистичного сценария текущие условия денежно-кредитной политики будут **оставаться «относительно жесткими»**, но уровень инфляции в 2021-2022 годах будет формироваться несколько ниже, чем в базовом сценарии. Это, в свою очередь, позволит достичь целевых показателей инфляции без значительных изменений в условиях денежно-кредитной политики.

Альтернативный (рисковый) сценарий макроэкономического развития исходит из роста внешнеэкономических рисков, и учитывает вероятность ухудшения глобальной ситуации с пандемией. Следовательно, глобальные ограничения будут действовать и в 2021-2022 годах.

Прогнозируется, что экономика внешнеторговых партнеров будет восстанавливаться медленно, внешний спрос выйдет на докризисный уровень только во втором квартале 2023 года, а положительная динамика цен на золото, как на безопасный актив, сохранится.

При рисковом сценарии внутренняя экономическая активность и совокупный спрос, по прогнозам, выйдут на докризисный уровень только к концу 2022 года, экономика достигнет своего потенциального уровня после 2023 года, а дефицит консолидированного бюджета останется на уровне 6-7%.

В условиях этого сценария процесс либерализации регулируемых цен, вероятно, будет отложен на 2023 год.

В этом сценарии давление на инфляцию со стороны факторов спроса снизится, а отклонение инфляции от прогнозной траектории позволит **«немного смягчить»** денежно-кредитные условия. В то же время, как и в 2020 году, инструменты денежно-кредитной политики будут использоваться для достижения баланса между целями поддержания экономической активности и достижения стабильности цен.

В рамках каждого сценария, исходя из тенденций развития и ожидаемых изменений, будут определяться денежно-кредитные условия на 2021-2023 гг. и набор денежных инструментов, соответствующих сценариям. При этом особенности каждого сценария оцениваются с точки зрения характера и формирования факторов инфляции. Вследствие этого, разрабатывается соответствующая система мер реагирования на них.

Следует отметить, что во всех трех сценариях **целевой показатель Центрального банка инфляции сохраняется на уровне 5%** к концу 2023 года. Постоянные цели по обеспечению стабильности банковской и платежной систем остаются неизменными.

В целях совершенствования операционного механизма и повышения гибкости управления ликвидностью в банковской системе, планируется внедрить операции «тонкой настройки» сроком от 2 до 13 дней для.

Кроме того, планируется обеспечить эффективное перераспределение ликвидности на межбанковском денежном рынке с постепенным снижением роли Центрального банка.

В дальнейшем планируется увеличить объемы **выпуска облигаций** Центрального банка с более короткими сроками погашения. В то же время будут разработаны механизмы для повышения прозрачности выпуска облигаций, **публикации их графиков** к началу каждого квартала и предварительного определения объема выпусков исходя из ситуации с ликвидностью в банковской системе.

Вместе с тем, дальнейшее совершенствование внутреннего валютного рынка повысит роль участников рынка в определении валютного курса, а также его гибкость к внутренним и внешним факторам.

Кроме того, информация о целевых показателях инфляции, решениях в денежно-кредитной сфере и работе, проводимой для разработки операционного механизма, будут регулярно публиковаться для широкой общественности в процессе реализации новой коммуникационной политики.

Следует отметить, что обеспечение макроэкономической стабильности и достижение высоких темпов экономического роста в среднесрочной перспективе во многом зависит от **структурных реформ**, а также от привлечения внутренних и иностранных **частных инвестиций** в экономику.

Это, в свою очередь, тесно связано с эффективностью и практической значимостью мер, направленных на **реформирование государственных предприятий, развитие конкурентной среды** в экономике, **создание благоприятных институциональных условий** для ведения бизнеса и повышения совокупной производительности.

При этом в центре внимания Центрального банка будут оставаться задачи по обеспечению скоординированности проведения структурных реформ, мер макроэкономической политики с **целевыми показателями инфляции**, а также по поддержанию финансовой стабильности.

I. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ СЦЕНАРИИ РАЗВИТИЯ НА 2020-2023 ГОДЫ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

1.1. Макроэкономические тенденции 2020 года

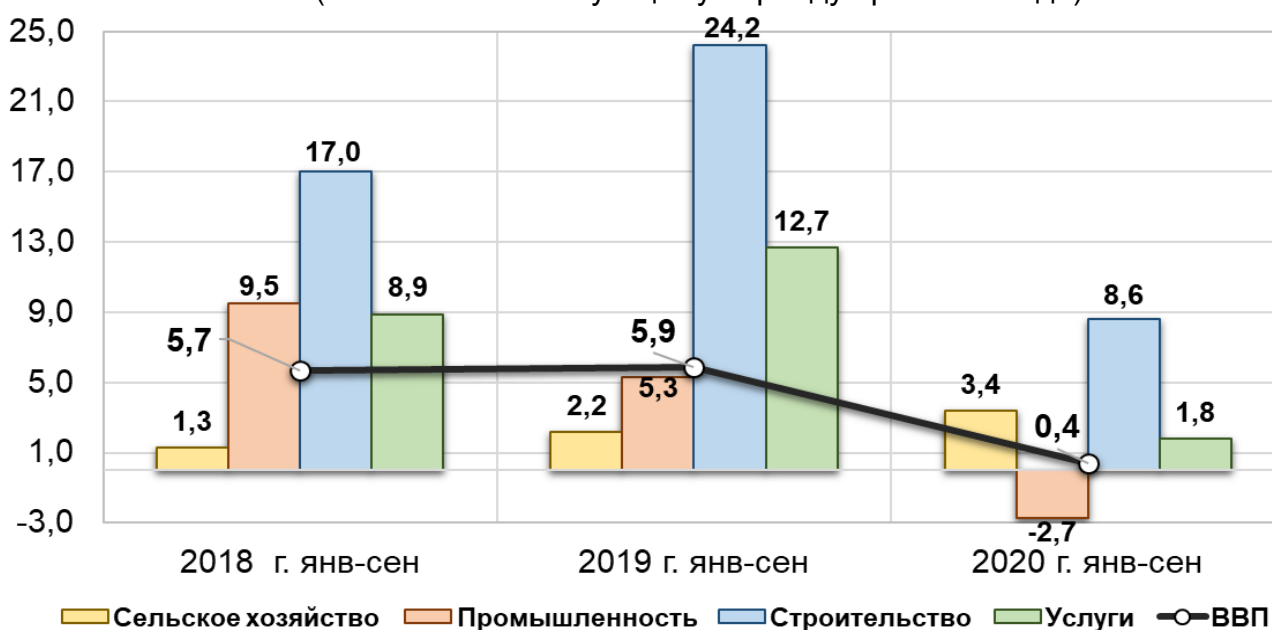
Специфика мирового экономического кризиса, начавшегося под влиянием пандемии коронавируса, выражается в одновременном ухудшении внутренних и внешних экономических условий, а также в возникновении шоков совокупного спроса и совокупного предложения.

Со II квартала 2020 года на фоне резкого замедления экономической активности в мировой экономике, в том числе у основных торговых партнеров Узбекистана, а также падения цен на сырьевые товары стала выявляться тенденция экономического спада.

Несмотря на то, что в I квартале в экономике наблюдались положительные темпы роста, внутренняя экономическая активность стала снижаться из-за жестких карантинных ограничений, введенных во второй половине марта. Также, ввиду экономического спада основных торговых партнеров и сбоев в транспортно-логистической отрасли, стало происходить сокращение внешнего спроса.

По предварительным оценкам, в январе-сентябре 2020 года темп роста ВВП был положительным и составил **0,4%** по сравнению с соответствующим периодом прошлого года (рис.1).

Рис. 1. Динамика ВВП и отраслей экономики
(в % к соответствующему периоду прошлого года)



Источник: Госкомстат

В январе-сентябре 2018 и 2019 годов данный показатель составлял 5,7 процента и 5,9 процента, соответственно.

При этом в январе-сентябре 2020 года сохранению ВВП в положительной зоне роста способствовало увеличение объемов строительных работ на **8,6%**, в то время, как объем промышленного производства снизился на **2,7%** (в соответствующем периоде 2019 года увеличился на 5,3%).

Снижение потребительского и инвестиционного оказало негативный эффект, в основном, на сектор услуг и производства, в частности, на туризм, торговлю и общественное питание, а также транспорт.

В свою очередь, меры, принятые в налогово-бюджетной и денежно-кредитной политике для смягчения последствий пандемии, предотвращения распространения коронавирусной инфекции, а также для восстановления экономической активности, поддержки населения и бизнеса, явились одними из основных факторов, поддержания экономики. Меры денежно-кредитной политики в этот период были направлены на обеспечение макроэкономической и, в целом, стабильности всей банковской системы.

Рис. 2. Индекс экономической активности¹



Источник: Центральный банк

¹ **Индекс экономической активности** – рассчитывается ЦБ на основе изменений 4-х показателей на конец отчетного месяца (общее количество операций через межбанковскую платежную систему, общий объем торгов на Республиканской товарно-сырьевой бирже, денежные поступления от торговых и платных услуг и поступления в банки через платежные терминалы). Центральный банк использует этот показатель в качестве индикатора экономической активности до объявления основных макроэкономических индикаторов.

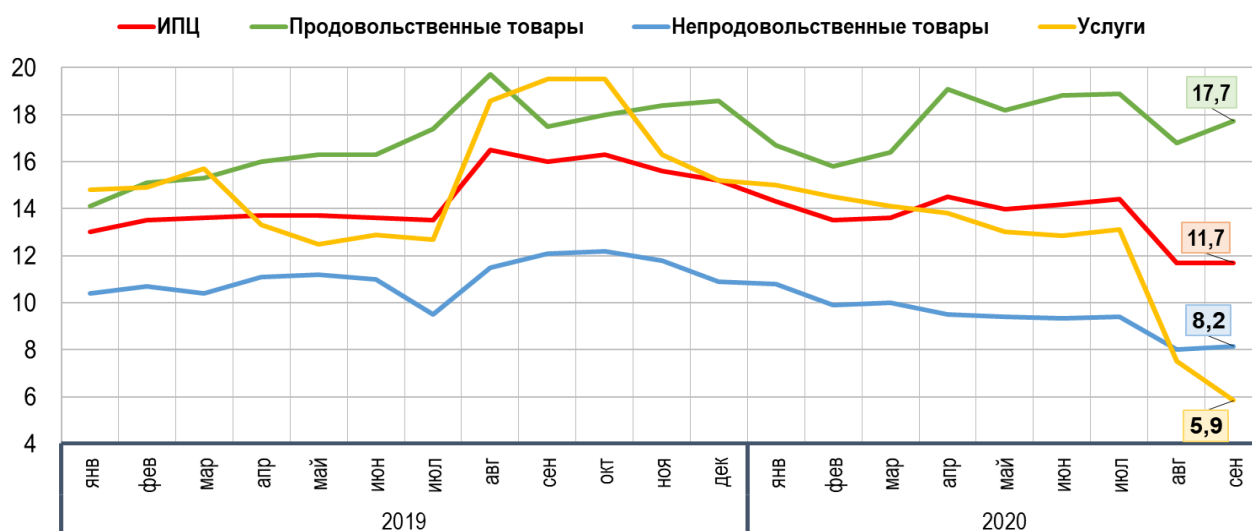
По итогам 9 месяцев текущего года, доходы государственного бюджета составили 94,5 трлн сумов, расходы – 102,2 трлн сумов. По предварительным оценкам Минфина, к концу 2020 года **общий фискальный дефицит** прогнозируется на уровне **7,0-7,3%** ВВП.

Во второй половине августа, как в мае и июне, наблюдалось постепенное восстановление экономической активности на фоне ослабления карантинных ограничений и принятых мер (рис.2).

С учетом принятых мер и ожидаемых тенденций роста экономики, а также того, что экономический рост в IV квартале 2019 года был ниже, чем в предыдущих кварталах, темпы роста реального ВВП к концу 2020 года ожидаются на уровне **1-1,5%**.

Одним из основных факторов ускорения инфляции в первые 9 месяцев 2020 года стал значительный рост цен на продукты питания, начавшийся с апреля. Также в этот период наблюдалось снижение цен на непродовольственные товары и услуги (рис. 3).

Рис. 3. Инфляция и ее основные компоненты
(годовой рост, %)



Источник: Госмомстат

Принимая во внимание то, что до конца 2020 года не предвидится появление факторов, резко ускоряющих инфляцию, а также исчерпание эффекта роста регулируемых цен 2019 года, ожидается, что годовой уровень инфляции будет в пределах коридора прогноза Центрального банка в **11,0-12,5%**.

С начала года наблюдаются существенные изменения **внешнеэкономических условий**. В частности, в результате спада экономической активности в странах - основных торговых партнерах внешний спрос на некоторые экспортные товары нашей страны резко снизился.

В результате, в январе-сентябре 2020 года объем экспорта снизился на **6%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а объем импорта на **16,5%**. По предварительным оценкам, дефицит счета текущих операций платежного баланса за 9 месяцев 2020 года снизился на **63%** по сравнению с первыми 9 месяцами прошлого года и составил **663 млн.** долларов. Согласно прогнозам ЦБ, по итогам года, темпы роста экспорта и импорта останутся отрицательными, экспорт снизится на **10-14%** по сравнению с прошлым годом, а импорт - на **8-12%**.

Кроме того, объем трансграничных денежных переводов в страну в марте-мае 2020 года значительно снизился по сравнению с соответствующим периодом 2019 года, а с июня, демонстрируя тенденцию к росту, формировался примерно на уровне аналогичного периода прошлого года. По итогам 9 месяцев текущего года, общий объем денежных переводов составил **4,3 млрд.** долларов, что на **4%** меньше по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. При сохранении данной тенденции, ожидается, что к концу 2020 года объем денежных переводов сократится на **6-7%** по сравнению с предыдущим годом.

Из-за глобальной экономической нестабильности и резких колебаний на финансовых рынках, **цена на золото** выросла на 25% с 1 511 долларов США в начале 2020 года (за 1 тройскую унцию) до 1 883 долларов США на 1 октября. Такой рост цен на золото становится фактором поддержания доходов бюджета и инвестиционной активности производителей. В частности, средние денежные поступления горнодобывающих предприятий в январе-сентябре 2020 года (выплачиваемые ЦБ за драгоценные металлы) увеличились почти на **50%** по сравнению с соответствующим периодом 2019 года, сумма платежей в бюджет - на **53%**, доходов остающихся в своем распоряжении - на **43%**.

Поскольку глобальная ситуация с коронавирусом остается сложной, цена на золото, по прогнозам, к концу этого года составит около **1 900-2 000** долларов за тройскую унцию.

Согласно обновленным прогнозам Международного валютного фонда, к концу 2020 года экономический рост практически во всех странах мира будет ниже потенциального уровня.

В частности, согласно прогнозам, в 2020 году Россия, Китай, Казахстан и Турция, основные торговые партнеры Узбекистана, столкнутся с экономическим спадом. Это, в свою очередь, увеличивает вероятность того, что внешние условия для нашей страны останутся на текущем уровне до конца года.

Таблица. 1 Прогноз макроэкономических показателей государств – торговых партнеров
(годовой рост, %)

	2019	2020	2021
Мировая экономика			
Реальный рост ВВП	2,8	-4,4	5,2
Развивающиеся страны	3,7	-3,3	6,0
Развитые страны	1,7	-5,8	3,9
Россия			
Реальный рост ВВП	1,3	-4,1	2,8
Уровень инфляции	4,5	3,2	3,2
Счет текущих операций	3,8	1,2	1,8
Китай			
Реальный рост ВВП	6,1	1,9	8,2
Уровень инфляции	2,9	2,9	2,7
Счет текущих операций	1,0	1,3	0,7
Казахстан			
Реальный рост ВВП	4,5	-2,7	3,0
Уровень инфляции	5,2	6,9	6,2
Счет текущих операций	-3,6	-3,3	-2,8
Турция			
Реальный рост ВВП	0,9	-5,0	5,0
Уровень инфляции	15,2	11,9	11,9
Счет текущих операций	1,2	-3,7	-0,9

Источник: Перспективы мировой экономики, МВФ, октябрь 2020 г.

Макроэкономическая ситуация и прогнозы в странах – основных торговых партнерах

Карантинные ограничения, введенные странами со II квартала 2020 года для предотвращения распространения пандемии коронавируса, привели к резкому снижению мировой экономической активности. В частности, глобальный кризис оказал значительное влияние на экономики основных торговых партнеров Узбекистана, таких как: Россия, Казахстан, Китай и Турция.

Хотя индекс менеджеров по закупкам (PMI) в Китае значительно снизился в феврале 2020 года, в последние месяцы он восстановился. В России, Казахстане и Турции данный индекс резко снижался с марта 2020 года и в результате введенных во всех странах жестких карантинных мер в апреле упал до минимального уровня - 30-40 пунктов. С мая наблюдается положительная динамика этого индекса в результате постепенного ослабления карантинных мер и возобновления деловой активности с адаптацией к условиям пандемии (рис. 1).

В результате снижения **экономической активности** и снижения совокупного спроса в январе-сентябре 2020 года валовой внутренний продукт (ВВП) России снизился на 3,5%, Казахстана - на 2,8%, Турции - в первой половине 2020 года - на 2,7%, а в Китае в январе-сентябре 2020 года зафиксирован рост на 0,7 % (рис. 2).

Рис. 1. Динамика индекса закупок менеджеров (PMI) основных торговых партнеров

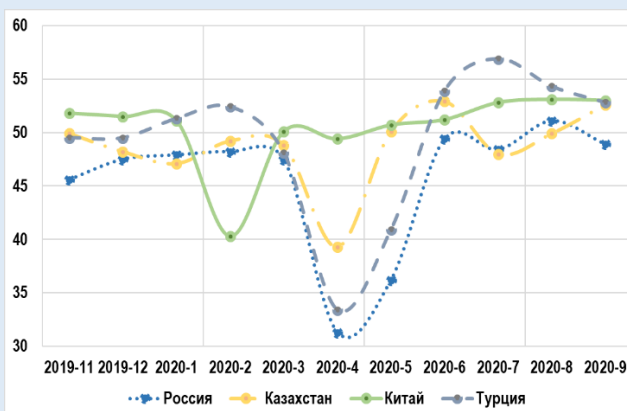
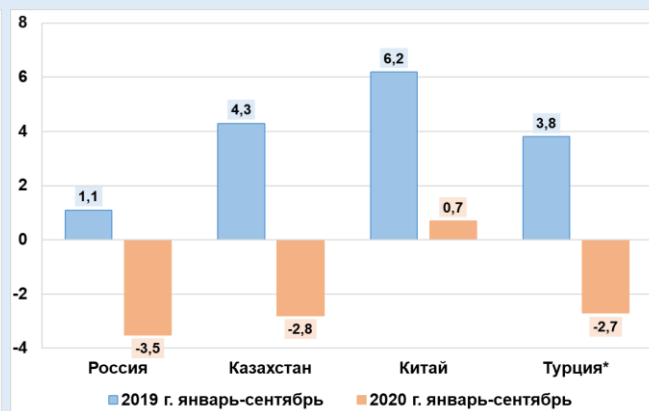


Рис. 2. Показатели экономического роста основных торговых партнеров



Практически все международные валюты (кроме доллара США) обесценились из-за растущего спроса на безрисковые активы на фоне высокой неопределенности в мировой экономике во время пандемии. Между тем, на фоне мирового кризиса индекс доллара формировался на относительно стабильном уровне в течение 9 месяцев 2020 года (рис. 3).

По итогам III квартала 2020, года российский рубль обесценился на **21,5%**, казахстанский тенге - на **14%**, и турецкая лира - на **29%**. Обменный курс китайского юаня снизился на **1,9%** по сравнению с началом года в конце II квартала 2020 года, но вырос на **2,1%** в III квартале (рис. 4).

В свою очередь, обменный курс сума по отношению к доллару США в последние месяцы показал относительно стабильность после девальвации на **5,8%** в апреле (*темпы девальвации в январе-октябре 2020 года составил 9,2%*).

Рис.3.Изменение индекса доллара и обменного курса сума

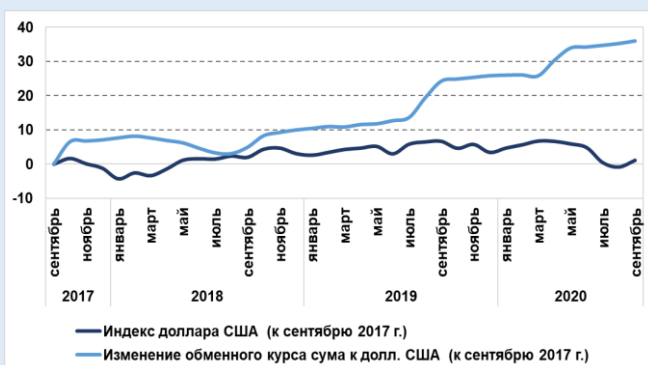
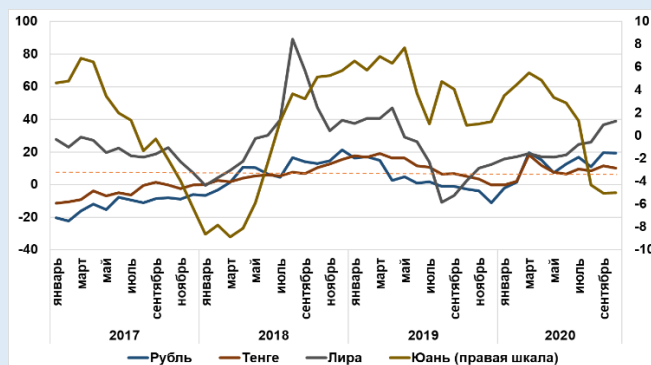


Рис.4. Изменение курсов валют основных торговых партнеров

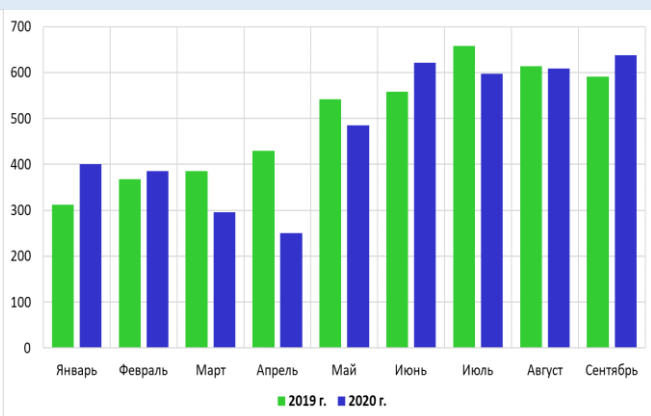


В результате значительной девальвации валют основных торговых партнеров в марте-апреле под влиянием пандемии реальный эффективный обменный курс сума имел тенденцию к росту и в последующие месяцы постепенно снижался, приближаясь к своим фундаментальным показателям (рис. 5).

Рис.5. Изменение номинального и реального эффективного обменного курса



Рис. 6. Объемы трансграничных денежных переводов (млн. долл.)



Пандемия также оказала значительное влияние на объем денежных переводов между странами. В частности, во втором квартале 2020 года денежные переводы из России в Центральную Азию, Восточную Европу и Кавказ снизились на **29%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (во время мирового финансового кризиса 2008-2009 годов этот показатель упал до 35%).

В то время как денежные переводы в республику значительно сократились в марте-апреле 2020 года, их объем начал увеличиваться в мае и приблизился к показателям 2019 года в августе-сентябре (рис. 6). За 9 месяцев текущего года объем денежных переводов составил **4,3 млрд.** долларов, что на **4%** меньше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Отсутствие резкого сокращения денежных переводов объясняется тем, что в период до пандемии определенная часть денежных переводов, поступала неформально (наличными), в обход банковской системы. С момента введения карантинных ограничений и невозможности перемещения между странами, ранее неучитываемая часть денежных переводов стала проходить через банковскую систему.

Согласно опросу, проведенному Центральным банком среди трудовых мигрантов, **85%** респондентов заявили, что отправляет деньги в страну через банковскую систему посредством денежных переводов, остальные **15%** - наличными или другими способами.

Рис.7. Уровень инфляции в странах-основных торговых партнерах (%)

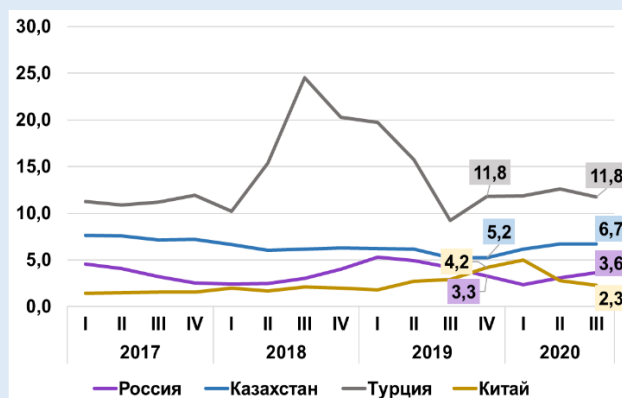


Рис.8. Уровень и прогнозы инфляции (%)



Инфляция в странах-основных торговых партнерах оставалась стабильной по сравнению с началом года, и за первые 9 месяцев 2020 года ее годовое значение в Турции составило **11,8%**, в Казахстане - **6,7%**, в России - **3,6%** и **2,3%** в Китае (рис.7).

Следует отметить, что инфляция в Казахстане и Турции в 2020 году находится выше целевого значения (4-6% для Казахстана и 8,5% для Турции).

Согласно прогнозам МВФ, ожидается, что уровень инфляции в Казахстане будет относительно высоким в 2020 году, но постепенно снизится в последующие годы, в то время как в Турции будет сохраняться высокий уровень инфляции в ближайшие годы (рис. 8).

Рис. 9. Восстановление экономики после глобального кризиса

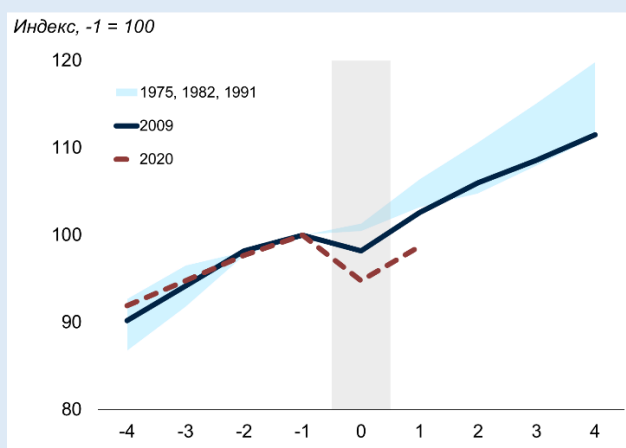


Рис. 10. Восстановление экономики после глобального кризиса



По мнению международных экспертов, восстановление мировой экономики после нынешнего кризиса будет более медленным, чем после предыдущего глобального кризиса (рис. 9).

Согласно прогнозам Международного валютного фонда (октябрь 2020 года), экономический спад в развитых странах в 2020 году окажется сильнее, чем

в развивающихся странах, с показателем **-5,8%**. В то же время с 2021 года ожидается восстановление экономической активности с ростом мировой экономики на **5,2%** (рис. 10).

По прогнозам ведущих консалтинговых компаний, при отсутствии политического и экономического влияния волатильность национальных валют основных торговых партнеров Узбекистана к концу 2020 - началу следующего года будет умеренной. В частности, в 2020–2021 годах курс российского рубля к доллару США прогнозируется на уровне **77–78** рублей, а курс юаня к доллару США составит **6–7** юаней. Это означает, что с учетом динамики инфляции торговых партнеров, реальный эффективный курс сума будет оставаться без резких изменений.

Меры по снижению негативного влияния пандемии и поддержанию экономической активности, реализованные в банковской системе

Фискальная политика (фискальный стимул) сыграла ключевую роль в поддержке экономики во время пандемии. Вместе с тем, следующие меры, принятые Центральным банком в банковской системе, также способствовали обеспечению макроэкономической стабильности:

1. Отсрочка погашения кредитов населению и субъектам предпринимательства. С первых дней введения карантинных мер ЦБ рекомендовал коммерческим банкам продлить срок кредитов физическим и юридическим лицам, тем самым поддерживая население и бизнес, доходы и денежные потоки которых сократились.

В результате, до 1 октября 2020 года продлены сроки выплат по кредитным платежам хозяйствующих субъектов на сумму **26,5** трлн. сумов (в том числе **5,2** трлн. сумов для физических и **21,3** трлн. сумов для юридических лиц). Кроме того, коммерческим банкам была предоставлена возможность не изменять качество кредитов и не формировать дополнительные резервы по ним.

2. Учитывая тот факт, что продление срока погашения кредитов окажет значительное влияние на ликвидность банковской системы, были приняты соответствующие меры для поддержания ликвидности банковской системы и обеспечения стабильности платежной системы.

В частности, краткосрочные инструменты денежно-кредитной политики, введенные 24 февраля 2020 года для управления ликвидностью в банковском секторе, в условиях пандемии дали свои положительные результаты, обеспечив банки необходимой ликвидностью через операции РЕПО и валютных свопов, а также обеспечив непрерывность платежей во время кризиса.

За этот период коэффициент усреднения обязательных резервов дважды был увеличен - с **25%** до **35%** в апреле и с **35%** до **75%** в июне, в результате чего коммерческим банкам было возвращено в общей сложности **2,8** трлн. сумов ликвидности.

Кроме того, решением Правления Центрального банка от 11 июня 2020 года для банков были введены 2 новых инструмента ликвидности:

а) механизм специального рефинансирования – временный механизм предоставления коммерческим банкам кредитов под залог ипотечных кредитов на срок от 3 до 6 месяцев, который был до конца 2020 года с целью поддержки банковской системы долгосрочной ликвидностью в период кризиса.

б) возобновляемые кредитные линии – дают коммерческим банкам возможность привлечения средств у Центрального банка через открытие кредитной линии на 12 месяцев в тех случаях, когда доля высоколиквидных активов в совокупных активах банка в национальной валюте составляет менее 3%, а также в случае его неплатежеспособности.

В то же время, в связи со стабильным формированием ликвидности в банковской системе и эффективным использованием других инструментов денежно-кредитной политики, на сегодняшний день эти инструменты не востребованы.

3. Центральный банк снизил ключевую ставку в связи с влиянием пандемии на макроэкономическую ситуацию, включая совокупный спрос и предложение, а также текущую и прогнозируемую динамику инфляции, чтобы обеспечить баланс между снижением инфляции в экономике и поддержанием экономической активности.

В частности, решением Правления Центрального банка от 14 апреля 2020 года основная ставка была снижена на 1 процентный пункт до **15%** годовых, а решением от 10 сентября еще на 1% до **14%** годовых.

4. Дальнейшее развитие и расширение услуг дистанционного банковского обслуживания. Введение строгих карантинных мер со второй половины марта, в том числе ограничение к передвижению на личном автотранспорте, а также на общественном, затруднили доступ населения к банкам.

Поэтому с первых дней карантина все коммерческие банки сконцентрировались на дальнейшем развитии дистанционного банковского обслуживания, улучшении мобильных приложений, активизации онлайн-депозитов, кредитных и платежных сервисов и расширении возможностей по оказанию всех видов банковских услуг без посещения клиентами зданий банка. В результате, количество пользователей онлайн-банкинга за короткий период времени значительно увеличилось.

Динамика и прогнозы цен основных продовольственных товаров на мировых рынках

Всемирный банк, Продовольственная и сельскохозяйственная организация Объединенных Наций (ФАО), Министерство сельского хозяйства США и другие ведущие зарубежные исследовательские центры регулярно изучают динамику цен, объемы производства и запасы основных продуктов питания на мировом рынке.

В январе-октябре 2020 г. динамика цен на основные потребительские товары менялась. Это происходило, главным образом, из-за изменений в объемах производства мяса, сахара, масла, пшеницы и рисовых продуктов во всем мире, а также общего спроса.

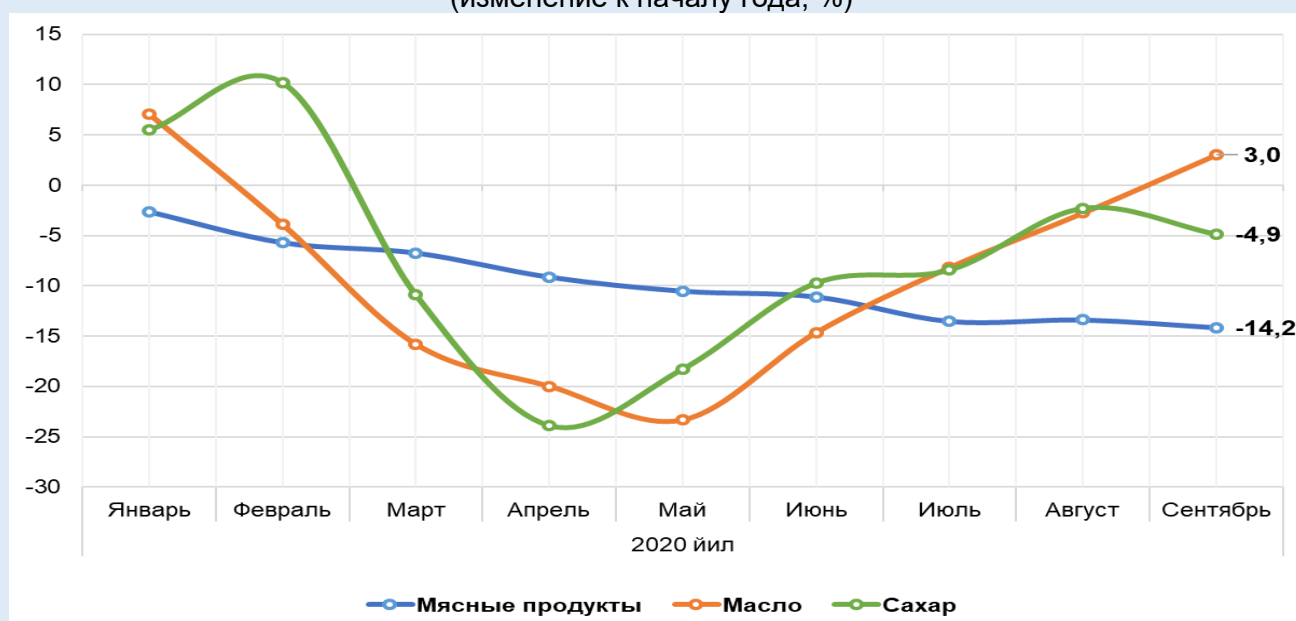
Мясные продукты

По данным ФАО и Всемирного банка, в сентябре 2020 года общий индекс цен на мясные продукты снизился на **0,9%** по сравнению с августом и на **14,2%** по сравнению с началом года. При этом средняя цена 1 кг говядины на мировом рынке составляла **4,6** доллара, в частности, в Беларуси - **3,4** доллара, в России - **3,7** доллара и в Казахстане - **4,5** доллара.

С ужесточением с начала 2020 года карантинных мер, снижение в большинстве стран импортного спроса на мясо на фоне замедления активности в секторе общественного питания, стало фактором снижения цен на данный продукт.

Согласно анализу Министерства сельского хозяйства США, производство мяса в 2021 году сократится в Аргентине и Австралии, в том время значительно увеличится в Канаде, США, Бразилии и Индии. В целом, в 2021 году мировое производство мяса вырастет на **2%**, а экспорт - на **3%**.

Рис. 1. Динамика цен на мясо, масло и сахар
(изменение к началу года, %)



Источник: данные Всемирного банка и ФАО, октябрь 2020.

Сахар

По данным ФАО, индекс цен на сахар в сентябре 2020 года снизился на **2,6%** по сравнению с августом, а с начала года на **4,9%**, средняя цена сахара на мировом рынке составила **0,39** доллара за 1 кг. Такое снижение цен объясняется ростом объемов производства в основных странах-экспортерах сахара - Индии и Бразилии.

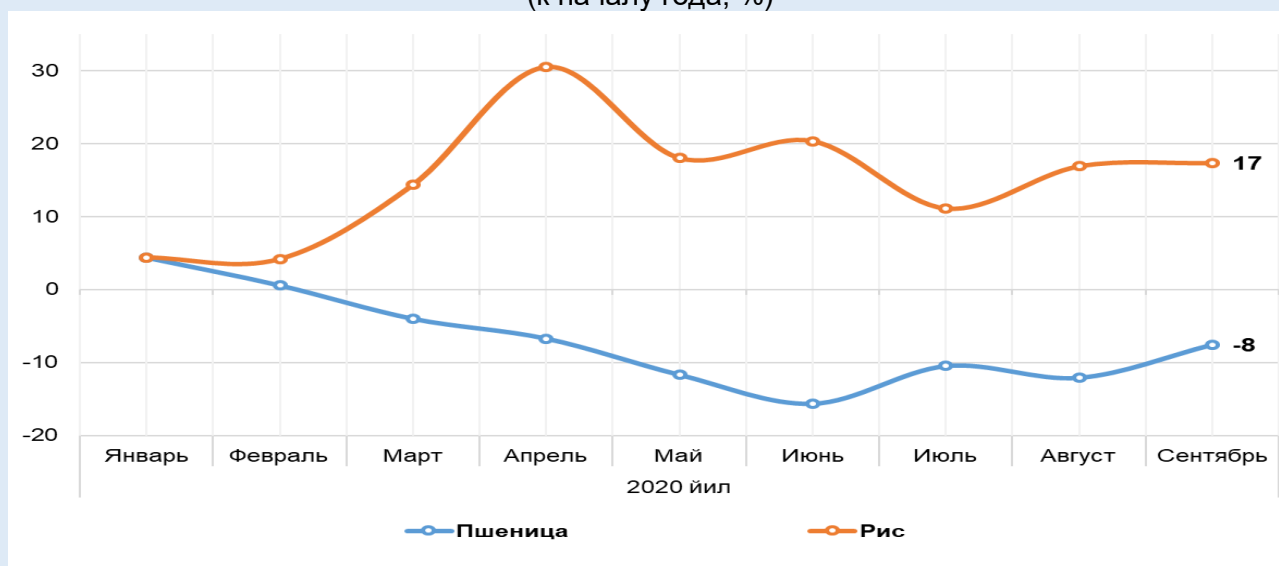
По прогнозам Международной сахарной организации (International Sugar Organization), в 2021 году ожидается рост объемов производства сахара на **4,5%** по сравнению с 2020 годом, и в будущем давление на цены на мировых рынках не предвидится.

Масло

Индекс ФАО в категории масложировой продукции упал на **20%** в период с января по апрель 2020 года, но снова вырос на **29%** в мае-сентябре. Рост цен на масло связан со снижением производства подсолнечника из-за засухи в странах, производящих и экспортирующих масличные культуры.

Министерство сельского хозяйства США снизило прогноз ежегодного производства подсолнечника в 2021 году на **2,5** млн. тонн (до 51,5 млн. тонн). Снижение урожайности подсолнечника ожидается в Аргентине и в странах Причерноморского региона. В 2021 году прогнозируется снижение производства подсолнечника в Украине – на 700 тысяч тонн, в России – на 500 тысяч тонн, в Румынии и Болгарии – в общей сложности на 250 тысяч тонн.

Рис. 2. Динамика цен на рис и пшеницу
(к началу года, %)



Источник: Всемирный банк, октябрь 2020

Пшеница и мука

Средняя цена на пшеницу в начале 2020 года снижалась, с июня - повышалась. По данным Всемирного банка, в сентябре цены упали на **8%** по сравнению с началом года. Объем производства зерновых в России в 2020 году, которая является одним из основных торговых партнеров по экспорту зерна, достигнет **122,5** млн. тонн, увеличившись на **1,3** млн. тонн по сравнению с предыдущим годом. В Казахстане производство увеличится на **2,6** млн. тонн и составит **20** млн. тонн.

В 2021 году годовой урожай пшеницы в мире увеличится на **2,6** млн. тонн по сравнению с текущим годом. При этом, несмотря на снижение ее производства в Аргентине (0,5 млн. тонн), Канаде (1 млн. тонн) и Украине (1,5 млн. тонн), рост производства прогнозируется в странах Евросоюза (0,6 млн. тонн) и в России (5 млн. тонн). В странах Причерноморья, особенно в Украине, длительная засуха привела к снижению урожайности, в то время как в России и Казахстане благоприятные погодные условия стали главным фактором богатого урожая.

Рис

В феврале-апреле 2020 года цены на рис менялись сезонно. По данным Всемирного банка, цена 1 кг риса в начале января 2020 года составляла **0,43** доллара, в то время, как в апреле выросла на 31% до **0,56** доллара. В сентябре цены начали снижаться и упали до **0,51** доллара (на 10,1% по сравнению с апрелем), поскольку страны - основные экспортеры риса приступили к сбору нового урожая.

По прогнозам ФАО, ожидается, что в 2021 году мировое производство риса увеличится на **1,6%** до **509** млн. тонн. Это создаст условия для относительно стабильного ценового фона на рис в следующем году.

1.2. Сценарии макроэкономического развития

В 2020 году пандемия, а также меры, направленные для борьбы с ней, вызывали различные колебания и оказывали воздействие как на глобальную, так и национальную экономику. На фоне продолжающегося распространения коронавирусной инфекции растет **уровень неопределенности** во внешних и внутренних экономических условиях.

Учитывая высокую степень неопределенности и разнообразие каналов воздействия, прогнозы макроэкономического развития разработаны в 3 альтернативных сценариях - **базовом, оптимистическом** (основанном на быстром восстановлении экономики) и **рисковом** (предполагающем усиление внешнеэкономических рисков) (таблица 2).

Таблица 2. Основные прогнозные сценарии макроэкономического развития на 2021-2023 годы

Макроэкономический сценарий	Особенности макроэкономических сценариев и ожидаемые изменения
Базовый	Ситуация с пандемией будет постепенно улучшаться, противовирусные вакцины и лекарства будут активно внедряться с 2022 года, а население и представители бизнеса продолжают свою деятельность, адаптируясь к пандемии и ее последствиям.
	Внешний спрос выйдет на докризисный уровень во второй половине 2022 года, за счет постепенного восстановления экономик стран-основных торговых партнеров Узбекистана.
	Цена на золото будет оставаться относительно стабильной с ее плавным снижением до докризисных значений.
	К концу 2021 года экономический рост приблизится к докризисному уровню, а с первой половины 2023 года экономика выйдет на потенциальный уровень.
	Доходы бюджета восстановятся, и в 2023 году дефицит консолидированного бюджета (без учета ФРПУ) сократится до 2%.
	Процесс либерализации регулируемых цен будет реализован в 2022-2023 годах.
Оптимистический	Более быстрое улучшение ситуации вокруг пандемии, отсутствие повторных карантинных мер, внедрение противовирусных вакцин и лекарств со второй половины 2021 года.
	За счет постепенного восстановления экономик основных торговых партнеров внешний спрос выйдет на докризисный уровень во второй половине 2021 года.
	По мере восстановления мировой экономики цена на золото будет падать.
	Экономический рост приблизится к докризисному уровню в середине 2021 года, а в конце 2022 года экономика вернется к своему потенциальному тренду. Более быстрый тем роста активности в секторе услуг, в том числе в транспортном и туристическом.
	Доходы бюджета будут расти быстрее расходов, а дефицит консолидированного бюджета сократится до 2 процентов в 2022 году.
	Процесс либерализации регулируемых цен завершится в 2022-2023 годах. Будут созданы условия для привлечения прямых иностранных инвестиций в эти отрасли.

Рисковый	Ситуация с пандемией в мире будет ухудшаться, глобальный “локдаун” продолжится в 2021-2022 годах.
	Восстановление экономик основных торговых партнеров замедлится, и внешний спрос достигнет докризисного уровня только во II квартале 2023 года.
	Будет сохраняться растущая динамика цены на золото, как на безопасный актив.
	К концу 2022 года экономический рост приблизится к докризисному уровню, а к концу 2023 года экономика выйдет на уровень потенциального тренда.
	Расходы бюджета останутся высокими, а дефицит консолидированного бюджета в 2021-2022 годах составит около 6-7%.
	Процесс либерализации регулируемых цен с большой вероятностью будет отложен на более поздние сроки, к 2023 году.

При разработке сценариев макроэкономического развития, в первую очередь, учитывалось влияние пандемии на национальную экономику, экономику внешнеторговых партнеров и на основные экспортные товары республики.

В рамках каждого сценария будут определены направления денежно-кредитной политики на 2021-2023 годы, а денежно-кредитные условия будут изменяться в соответствии согласно сценариям. При этом каждый сценарий рассматривается с точки зрения его особенностей, характера инфляции, факторов и исходя из этого разрабатывается система соответствующих мер реагирования.

Независимо от сценариев, основной целью Центрального банка остается достижение и удержание инфляции на уровне 5% к концу 2023 года, а также неизменность в обеспечении стабильности банковской и платежной систем.

Следует отметить, что основными факторами снижения цен в ближайшие годы в республике станет эффективное осуществление **структурных реформ и преобразований**, обеспечение на внутреннем рынке **свободной конкурентной среды**, а также проведение **институциональных реформ** для улучшения условий ведения бизнеса.

1.3. Базовый сценарий и прогнозы

Базовый сценарий макроэкономического развития разработан на основе постепенного восстановления экономического роста в нашей стране и у внешнеторговых партнеров в 2021-2023 годах, постепенного улучшения ситуации с пандемией и сокращения отрицательного разрыва выпуска.

В условиях постепенного улучшения эпидемиологической ситуации в мире одним из основных условий является отсутствие жестких карантинных мер в 2021 году и продолжение осуществления населением и бизнесом своей деятельности с адаптацией к условиям пандемии.

Ограничения на экономическую активность, сохраняющиеся в условиях пандемии, будут постепенно сниматься к концу 2021 года с разработкой эффективных лекарств и вакцин против коронавируса, а экономическая и инвестиционная активность будут восстановлены после первого полугодия.

Внутренние экономические условия

Прогнозируется постепенное восстановление экономического роста, достижение **потенциального уровня производства** к концу 2022 - началу 2023 года, и закрытие отрицательного разрыва выпуска.

Следует отметить, что в результате вливания в экономику больших объемов финансовых ресурсов в 2018-2019 годах объем роста производства в эти годы превышал свой потенциальный уровень, а разрыв выпуска из-за этого был **положительным**. Со II квартала 2020 года разрыв выпуска сместился в **отрицательную сторону** из-за снижения экономической активности.

Одним из необходимых условий поддержания экономического роста и инвестиционной активности в 2021-2022 годах станет **увеличение притока прямых иностранных инвестиций**.

Согласно базовому сценарию, рост реального ВВП в 2020 году прогнозируется на уровне **1–1,5%**, **4,5–5,5%** в 2021 году и до **5–6,5%** в 2022–2023 гг. (рис. 4).

При этом меры фискальной поддержки экономики в 2020 году и эффекты относительного смягчения денежно-кредитной политики в 2021 году будут основными факторами, стимулирующими экономическую активность и совокупный потребительский спрос.

По предварительным оценкам Министерства финансов, **общий фискальный дефицит** снизится с **7-7,3%** к ВВП в 2020 году до **4-4,5%** в 2021 году и до **2-3%** в 2022-2023 годах. С 2021 года восстановление потенциала доходов государственного бюджета позволит снизить дефицит консолидированного бюджета и добиться постепенной консолидации бюджета.

Рис.4. Прогноз роста ВВП (базовый)
(реальный годовой рост, %)

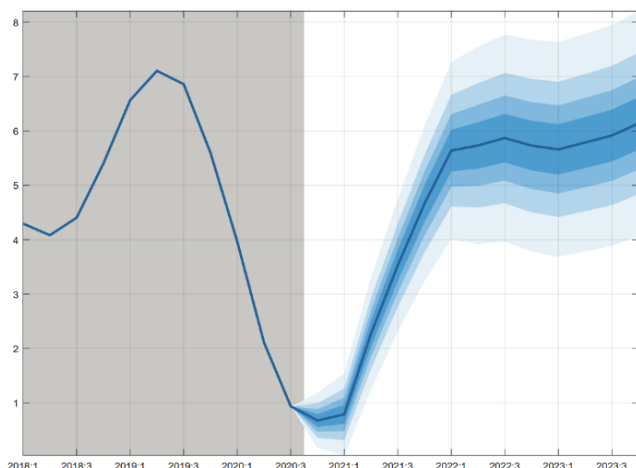
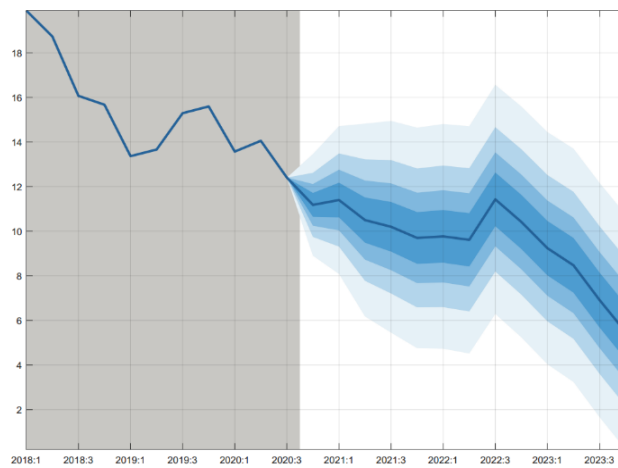


Рис.5. Прогноз инфляции (базовый)
(реальный годовой рост, %)



90% 70% 50% 30% — Прогноз

Источник: расчеты Центрального банка

Согласно базовому сценарию, **объем кредитных вложений** в экономику будет пропорционален росту ВВП. В частности, рост остатка кредитов в 2020 году прогнозируется на уровне **28-29%**, в 2021 году - **20-22%**, а в 2022 году - **17-19%**.

В 2023 году, с учетом снижения дефлятора ВВП и темпов инфляции, ожидается, что рост кредитных остатков составит около **18-20%**.

В результате действия перечисленных факторов рост расходов на конечное потребление домашних хозяйств в 2021-2022 годах прогнозируется на уровне **4,5-5,6%**. В 2023 году этот показатель будет формироваться на несколько более низком уровне (около **3-4%**), что, в основном, объясняется тем, что часть доходов населения будет направлена на сбережения.

Темпы роста инвестиций в основной капитал постепенно восстановятся и прогнозируются на уровне около **2-4%** в 2021 году, и около **2,5-4,5%** и **3,5-5,5%** в 2022-2023 годах, соответственно.

Ожидается, что в 2021 году годовой уровень инфляции снизится до **однозначной цифры** и сформируется в пределах **9-10%** (рис.5).

Таблица 3. Базовый прогноз основных макроэкономических показателей

Показатели	2019 (факт)	Базовый прогноз (годовой рост, %)			
		2020	2021	2022	2023
Годовой уровень инфляции	15,2	11-12,5	9-10	10-11	5
Реальный ВВП	5,6	1-1,5	4,5-5,5	5-6	5-6,5
Расходы на конечное потребление	6,6	0,5-1,5	4,3-5,3	4,1-5,1	2,7-3,7
- домохозяйства	6,8	0,4-1,4	4,5-5,5	4,6-5,6	3-4
Инвестиции в основной капитал	33,9	1,4-3,4	2-4	2,5-4,5	3,5-5,5
- централизованные инвестиции	20	4-6	2,5-4,5	-(4,5-6,5)	-(2,5-4,5)
- нецентрализованные инвестиции	39,8	1-3	1,5-3,5	5-7	6-8
Экспорт	24,8	-(10-14)	8-10	10-12	12-14
Импорт	25	-(8-12)	6-8	4-6	5-7
Рост остатка кредитных вложений	54,5	28-29	20-22	17-19	18-20

Согласно базовому сценарию, процесс либерализации цен на энергоносители и их доведения до безубыточного уровня будет **завершен поэтапно к 2023 году**.

При этом особое внимание будет уделено обеспечению минимизации эффекта либерализации регулируемых цен на общий уровень инфляции.

Следует отметить, что изначально, в начале 2020 года, прогноз инфляции на 2022 год учитывал рост регулируемых цен в 2020-2021 годах и был установлен на уровне **7,5%**. Учитывая изменения ожиданий по регулируемым ценам, прогнозируется, что в 2022 году инфляция несколько ускорится до **10-11%**.

В свою очередь, к концу 2023 года **разовые эффекты** роста регулируемых цен будут исчерпаны, и ожидается, что инфляция составит около **5%** из-за значительного снижения базовой инфляции.

Скоординированная макроэкономическая политика, реализация фискальной политики в рамках вышеуказанных параметров, сохранение умеренно жесткой денежно-кредитной политики и эффективное осуществление структурных реформ в энергетическом секторе станут

ключевыми факторами в достижении этих показателей. Достижение постепенной **бюджетной консолидации** (сокращение дефицита) в 2021-2023 годах сыграет важную роль в снижении инфляции и является одним из важных элементов достижения целевого показателя инфляции в данном сценарии.

Вместе с тем, в контексте данного сценария основными условиями, необходимыми для снижения инфляции, являются последовательное продолжение **структурных реформ**, в частности, разработка экономических моделей, соответствующих условиям пандемии, эффективная реализация мер, направленных на улучшение конкурентной среды в экономике, снижение затрат, повышение эффективности производства и сокращение теневой экономики.

Внеэкономические условия

Согласно базовому сценарию, ожидается, что экономический рост в странах-партнерах постепенно восстановится со следующего года после резкого спада в 2020 году, а уровень инфляции будет в пределах целевых показателей, объявленных на следующий год.

Согласно экономическим прогнозам стран-партнеров, **обменные курсы** национальных валют по отношению к доллару США в ближайшие годы будут относительно стабильными, без резких колебаний. В контексте восстановления инвестиций и экономической активности с адаптацией к пандемии, обменный курс может находиться под давлением как спроса, так и предложения одновременно.

В частности, ожидается снижение объема трансграничных денежных переводов в 2020 году на **6-7%**, их восстановление и рост на **8-10%** в 2021 году, на **6-7%** - в 2022-2023 годах.

Учитывая экономическую неопределенность, возникшую в период пандемии, и волатильность на финансовых рынках, многие институциональные и частные инвесторы направили свои средства в **золото**, которое считается наиболее безопасным активом в период кризисных ситуаций.

В результате, цена на золото на мировых рынках резко выросла. На фоне постепенного восстановления экономического роста в мире ожидается, что цена на золото будет стабильно снижаться в течение прогнозного периода (с 1 900 до 1 700 долл. / тр.унц.).

Темпы роста экспорта товаров и услуг в нашей стране изменятся с ожидаемого отрицательного уровня в этом году на положительный (8-10%) с 2021 года и достигнут около **10-15%** в последующие годы. Также ожидается рост импорта на **6-8%** в 2021 году и около **4-6%** и **5-7%** в 2022-2023 годы соответственно.

В этом сценарии на фоне более высоких темпов роста экспорта, чем импорта, дефицит счета текущих операций также уменьшится. Ожидается, что в 2021 году дефицит счета текущих операций снизится до **7-7,5%** к ВВП, в 2022 году - до **5-6%**, а в 2023 году - до **3-4%**. Возврат к положительным темпам роста иностранных, в том числе прямых инвестиций, в результате восстановления экономической активности послужит одним из основных источников финансирования дефицита счета текущих операций.

Денежно-кредитные условия

Согласно базовому сценарию, текущие **«относительно жесткие»** условия денежно-кредитной политики сохранятся до конца 2021 года. В 2022-2023 годах денежно-кредитные условия изменятся исходя из либерализации регулируемых цен, уровня и прогнозной траектории инфляции.

В случае формирования экономических тенденций, согласно сценарию, будут созданы условия для поддержания **положительной реальной процентной ставки на уровне 3-4%** с учетом основной ставки, и формирования процентных ставок на денежном рынке в пределах данного диапазона.

В рамках базового сценария, для снижения воздействия **немонетарных факторов** на инфляцию, Центральный банк продолжит работу по детальному анализу данных факторов, разработке обоснованных предложений по снижению каждого фактора, и их устранению совместно с Правительством и соответствующими министерствами и ведомствами.

Количественные оценки влияния роста фискального дефицита и номинальных заработных плат на уровень инфляции

Значительный рост централизованных расходов бюджета в связи с пандемией в 2020 году и реализация мер налогово-бюджетного стимулирования стали ключевыми факторами поддержки экономической активности и совокупного спроса. В то же время, высокий уровень общего фискального дефицита в течение длительного периода времени, создает определенный уровень инфляционного давления.

По оценкам международных финансовых институтов, дефицит бюджета в развивающихся странах около **2-3%** к ВВП, признан уровнем, не оказывающим отрицательного воздействия на экономику. Исследователи из Оксфордского университета также показали, что оптимальный уровень бюджетного дефицита для стимулирования экономического роста в **развивающихся странах** составляет **1,5%** к ВВП.

В то же время было отмечено, что долгосрочное поддержание бюджетного дефицита (отклонение от оптимального уровня) может негативно повлиять на уровень обслуживания государственного внешнего долга, инфляционное давление, приток частных инвестиций и дефицит счета текущих операций, и в конечном итоге - на макроэкономическую стабильность.

В частности, анализ азиатских стран показал, что существует долгосрочная связь между инфляцией и бюджетным дефицитом в этих странах, то есть увеличение бюджетного дефицита на **1%** по отношению к ВВП повлияет на инфляцию на **0,5 процентных пункта**. Увеличение бюджетного дефицита также привело к снижению притока частных инвестиций в долгосрочной перспективе.

В течение многих лет государственный бюджет Узбекистана исполнялся с профицитом. В последние годы исполнение фискального бюджета перешло в фазу дефицитного исполнения. В частности, общий бюджетный дефицит в 2019 году составил **3,9%** к ВВП, тогда как в 2020 году этот показатель ожидается на уровне **7,0-7,3%**.

Для анализа роста общего фискального дефицита – влияния фискального стимула на базовую и общую инфляцию, Центральный банк применяет квартальную прогнозную модель (QPM). Оценка фискальных показателей в модели основывалась на регрессионном анализе, фильтрации на основе поправочных коэффициентов, внутренних оценках и опыте зарубежных стран.

Согласно оценкам, положительный шок фискального стимула - увеличение общего фискального дефицита в **1 стандартное отклонение** от тренда начнет ускорять темпы инфляции с первого квартала и увеличит их на **0,3** процентных пункта к концу IV квартала. Этот эффект сохраняется в первой половине года, следующего за годом, когда был фискальный стимул, и достигает своего максимального эффекта - уровня **0,4** пункта. После этого данный эффект постепенно ослабевает и к началу третьего года теряет свое действие.

Рис. 1. Влияние фискального дефицита на инфляцию

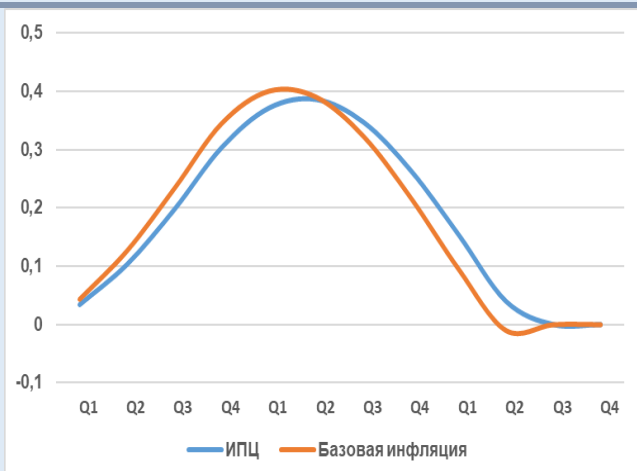
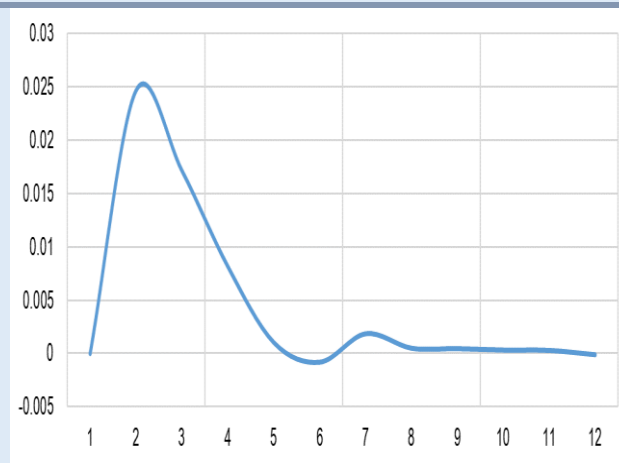


Рис. 2. Влияние роста номинальной заработной платы на инфляцию



Влияние роста номинальной заработной платы на базовую инфляцию также оценивалось с помощью модели BVAR. При этом использовалась база данных номинальной заработной плате и показателей инфляции за 81 месяц.

Согласно оценкам влияния роста номинальной заработной платы на базовую инфляцию, увеличение номинальной заработной платы на **1 стандартное отклонение** от ее тренда приведет к увеличению уровня инфляции до **0,025 процентного пункта** в первом квартале, и этот эффект будет постепенно уменьшаться в последующих периодах.

Влияние прямых иностранных инвестиций на рост потенциала экономики

По мнению зарубежных экономистов, высокий бюджетный дефицит и уровень внешнего долга, вызванный мерами по поддержке населения и восстановлению экономической активности в постпандемический период, могут ухудшить условия для финансирования будущего экономического развития во многих странах.

Это, в свою очередь, требует более широкого использования экономических возможностей для более быстрого возврата к докризисному уровню и обеспечения долгосрочного экономического роста. Одним из основных источников потенциального экономического роста при нынешних ограниченных возможностях государственных финансов являются **прямые иностранные инвестиции**.

Практика многих стран, в том числе развивающихся, показывает, что увеличение притока прямых иностранных инвестиций будет способствовать увеличению совокупной производительности за счет внедрения технологий и, таким образом, восстановлению экономического потенциала. Приток технологий через прямые иностранные инвестиции расширяет доступ стран к достижениям научных и инженерных исследований, а также укрепляет управленческие и организационные навыки, повышает квалификацию и опыт сотрудников, расширяет доступ к зарубежным рынкам и диверсифицирует экспорт.

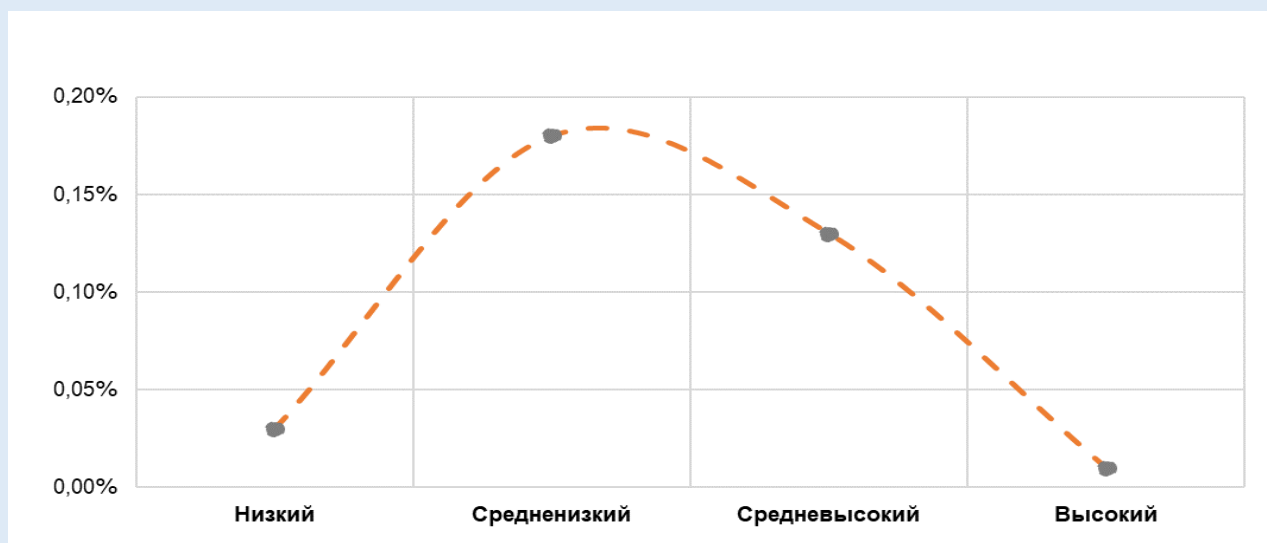
Согласно исследованию Всемирного банка, рост прямых иностранных инвестиций в ряде стран оказал положительное влияние на экономический рост за счет повышения производительности труда (особенно в сфере услуг), увеличения инвестиций в исследования и создания высокооплачиваемых и устойчивых рабочих мест. Например, приток иностранных инвестиций в сектор услуг в Чешской Республике через 3 года увеличил производительность труда на **43,6%**, объем продаж - на **33%**, в Индонезии производительность труда - на **13,5%**, занятость - на **24%**, заработную плату - на **41%**, долю предприятий с иностранным капиталом в экспорте - на **13,9%**.

Следует отметить, что сложно количественно оценить влияние иностранных инвестиций на экономический рост, который сопровождается положительным изменением притока прямых иностранных инвестиций в развивающиеся страны и одновременно влиянием других факторов (доход, торговля, развитие финансового рынка, человеческий капитал и т.д.).

Поэтому в исследованиях в этой области используются эконометрические методы, которые анализируют влияние прямых иностранных инвестиций на экономический рост, в значительной степени независимо от других факторов.

По данным Европейского инвестиционного банка, влияние роста прямых иностранных инвестиций на макроэкономические показатели будет существенно различаться в зависимости от уровня развития страны. В частности, в странах, принадлежащих к группе стран с низким и средним уровнем доходов, количественное влияние прямых иностранных инвестиций на развитие будет выше, чем в группе стран со средним и высоким уровнем доходов. То есть по мере развития страны выгода от инвестиций будет уменьшаться.

Рис.1. Влияние прямых иностранных инвестиций на рост ВВП на душу населения по группам стран



Источник: Европейский инвестиционный банк, 2020 год.

Согласно классификации Всемирного банка, с учетом того, что Узбекистан относится к группе стран со средним уровнем дохода, увеличение прямых иностранных инвестиций на **1 процентный пункт** приведет к увеличению ВВП на душу населения на **0,18 процентного пункта** в реальном выражении.

С этой точки зрения, в будущем для увеличения доходов на душу населения в первую очередь важно увеличивать объемы прямых иностранных инвестиций привлекаемые в отрасли экономики.

1.4. Альтернативный (оптимистичный) сценарий, основанный на более быстром восстановлении экономики

В альтернативном (оптимистическом) сценарии макроэкономического развития, основанном на быстром восстановлении экономики, основными предпосылками являются более быстрое, чем ожидалось, улучшение ситуации с пандемией, быстрое восстановление экономического роста внешнеторговых партнеров, значительное сокращение дефицита государственного бюджета и полный возврат инвестиционной активности к уровню до пандемии.

В этом сценарии предусмотрена отмена действующих карантинных мер в результате улучшения эпидемиологической ситуации в мире, относительное замедление темпов роста расходов государственного бюджета на здравоохранение и карантин.

Вместе с тем, в результате создания в мире эффективных лекарств и вакцин против коронавируса и их широкого использования в первой половине 2021 года ожидается полное восстановление экономической и инвестиционной активности в нашей стране и у внешнеторговых партнеров.

Внутренние экономические условия

Ожидается быстрое восстановление экономического роста в нашей стране и достижение **потенциального уровня производства** к середине 2022 года, отрицательный разрыв выпуска закроется раньше, чем в базовом сценарии.

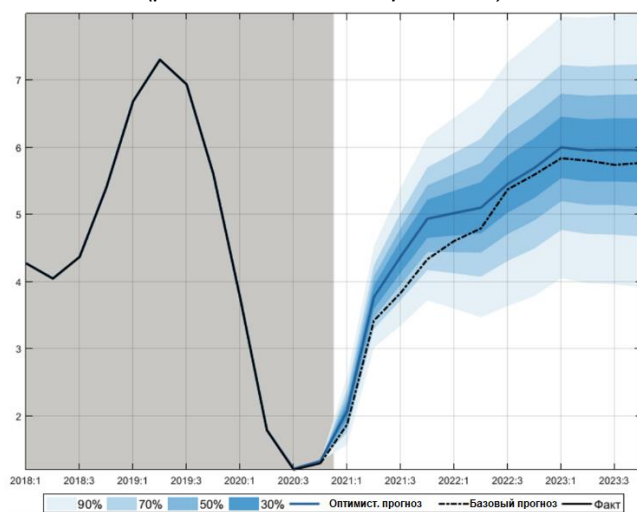
В то же время при оптимистическом сценарии смягчение внешних финансовых условий может создать условия для увеличения притока иностранных инвестиций в республику и возможности для поддержки экономического роста и инвестиционной активности в 2021-2022 годах.

Согласно оптимистическому сценарию, рост ВВП ожидается на уровне до **5-5,5%** в 2021 году и до **4,5-6,0%** в 2022-2023 годах.

В условиях ускорения экономической активности сокращение общего бюджетного дефицита ускорится до **4%** в 2021 году и **1,5-2%** в 2022-2023 годах.

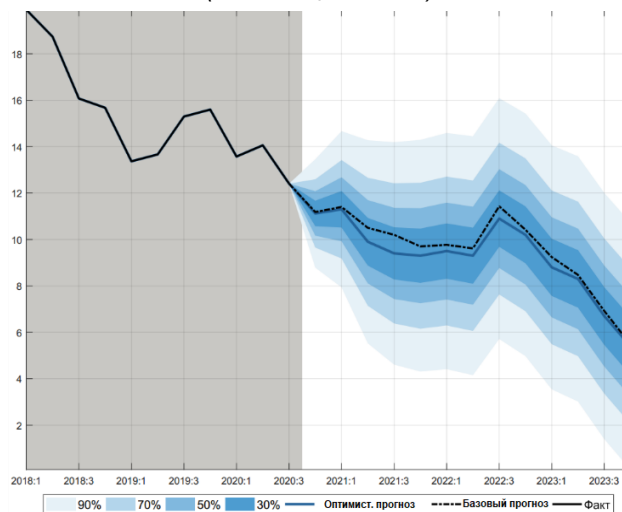
С 2021 года существенная консолидация государственного бюджета снизит давление фискальных факторов на инфляцию.

Рис.6. Прогноз роста ВВП (оптимистический)
(реальный годовой рост, %)



Источник: расчеты Центрального банка

Рис. 7. Прогноз инфляции (оптимистический)
(на конец года, %)



В оптимистическом сценарии, как и в базовом, **объем кредитных вложений** в экономику будет пропорционален росту ВВП, и в 2021 году рост остатка кредитов ускорится по сравнению с базовым сценарием до **22-24%**, **21-23%** в 2022 году и **20-22%** в 2023 году.

Рост расходов на конечное потребление домашних хозяйств в 2021 году за счет снятия карантинных ограничений и восстановления доходов самозанятых составит около **5-5,5%**, а в 2022-2023 годах **4-5%** и **3,5-4,5%**, соответственно.

В условиях быстрого восстановления экономической активности объем инвестиций в основной капитал, по прогнозам, будет расти относительно высокими темпами, и в 2021-2023 годы ежегодный рост будет составлять около **4-5%**.

В этом сценарии на фоне ускорения структурных реформ, увеличения инвестиций в основной капитал, расширения объемов и видов производства, повышения эффективности и улучшения конкурентной среды в экономике ожидаемый годовой уровень инфляции будет ниже, чем в базовом сценарии и составит **8-9%** к 2021 году, **9-10%** в 2022 году. В 2023 году, как и в базовом сценарии, уровень инфляции будет в пределах постоянной цели.

Как и в базовом сценарии, достижение прогнозов инфляции зависит от темпов сокращения **фискального дефицита**.

Таблица 4. Оптимистический прогноз основных макроэкономических показателей

Показатели	Оптимистический прогноз (годовой рост, %)		
	2021	2022	2023
Годовой уровень инфляции	8-9	9-10	5
Реальный ВВП	5-5,5	4,5-5	5-6
Расходы на конечное потребление	4,2-5,2	3,7-4,7	3-4
- домохозяйства	5-5,5	4-5	3,5-4,5
Инвестиции в основной капитал	4-5	4-5	4-5
- централизованные инвестиции	-(1,5-2,5)	-(4-5)	-(3-4)
- нецентрализованные инвестиции	6-7	3,5-4,5	6,5-7,5
Экспорт	10-12	13-15	12-14
Импорт	7-8	8-9	8-10
Рост остатка кредитных вложений	22-24	21-23	20-22

В этом сценарии, чем быстрее идет процесс бюджетной консолидации, тем ниже уровень инфляции, и это еще один фактор, удерживающий инфляцию ниже уровня базового сценария.

В этом сценарии предусматривается постепенное завершение процесса либерализации регулируемых цен на энергоносители к 2023 году, повышение привлекательности этих секторов для иностранных инвестиций, ускорение работ по снижению энергопотребления.

Вместе с тем, достижение заложенных в оптимистическом сценарии показателей во многом будет зависеть от улучшения инвестиционного климата в стране, стимулирования прямых иностранных инвестиций, эффективной реализации мер по сокращению теневой экономики, постепенного сокращению общего фискального дефицита и согласованной денежно-кредитной политики.

Внеэкономические условия

Альтернативный сценарий, основанный на быстром восстановлении экономики, предусматривает быстрое восстановление в последующие годы экономического роста в мире и в зарубежных странах-партнерах после резкого замедления в 2020 году, а также ценового равновесия на зарубежных товарных рынках и приближение внешнего спроса к уровням до пандемии.

Это, в свою очередь, будет способствовать росту экспорта товаров и услуг на **10-12%** в 2021 году и на **12-15%** в 2022-2023 годах. Рост объемов импорта ожидается на уровне **7-8%** в 2021 году и **8-10%** в 2022-2023 годах.

Объем притока трансграничных денежных переводов, по прогнозам, вырастет на **10-15%** в 2021 году и на **5-10%** в 2022-2023 годах.

В условиях восстановления мировой экономики и стабилизации финансовых рынков многие аналитики прогнозируют снижение цен на золото. В то же время ожидается, что на прогнозируемом отрезке цены на золото снизятся сильнее по сравнению с базовым сценарием (падение до 1 750 долларов за тройскую унцию к концу 2021 года и около 1 500 долларов в 2022-2023 годах).

Ввиду влияния вышеуказанных факторов дефицит счета текущих операций снизится до **6,5-7%** к ВВП в 2021 году, **4-5%** в 2022 году и **2-3%** в 2023 году. При этом основным источником финансирования дефицита счета текущих операций будут прямые иностранные инвестиции.

Денежно-кредитные условия

В случае реализации условий, изложенных в оптимистическом сценарии, текущие **«относительно жесткие»** условия денежно-кредитной политики будут сохранены. Инфляция в 2021-2022 годах будет несколько ниже, чем в базовом сценарии, что позволит достичь целевых показателей инфляции без внесения существенных корректировок в условия денежно-кредитной политики.

В то же время, будут обеспечены условия для сохранения положительной реальной процентной ставки на уровне **2-3%** с учетом основной ставки. Ставки на денежном рынке будут формироваться близко к этому диапазону.

Оценка международными инвестиционными банками конъюнктуры рынка золота и среднесрочный прогноз цен на золото

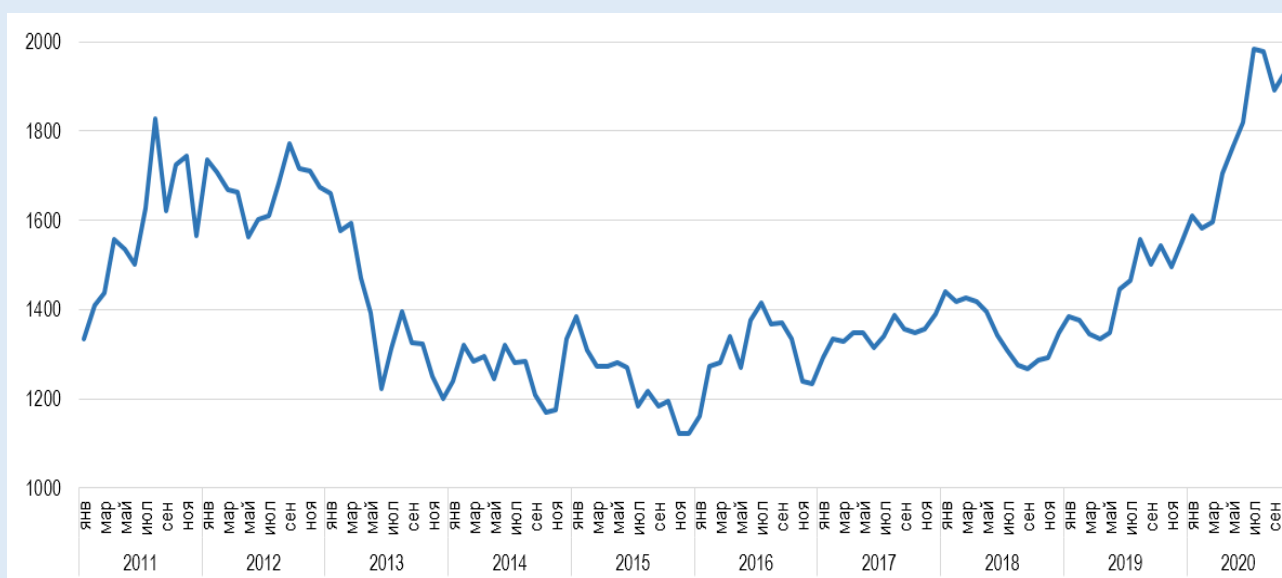
В динамике цен на золото после длительного периода стагнации в 1980-2000 годах (350-500 долларов за 1 тройскую унцию) в последние два десятилетия наблюдаются тенденции к росту. В то же время с конца 2005 года цена на золото вступила в фазу устойчивого роста.

В разгар мирового финансово-экономического кризиса цена на этот металл превысила 1 000 долларов и увеличилась в 1,8 раза в течение следующих двух лет (с сентября 2009 года по сентябрь 2011 года) до 1 794 доллара за тройскую унцию. В посткризисный период эти цены имели тенденцию к снижению. В период с мая 2013 года по апрель 2019 года цена на золото снова стабилизировалась, составив около 1 000-1 300 долларов.

Однако с апреля 2019 года цена на драгоценный металл начала расти из-за роста привлекательности золота как безопасного актива в контексте торговых споров между крупнейшими экономиками мира - США и Китаем, и в августе 2019 года достигла отметки в 1 500 долларов. С этого периода цена на золото показывала только тенденцию к росту.

Инвесторы выбрали золото в качестве стабильного и безопасного актива, перед лицом растущих рисков с 2020 года, из-за распространения пандемии и растущей неопределенности в отношении развития мировой экономики. В результате цена на данный металл выросла почти на 36% за первые восемь месяцев, а в августе достигла рекордного уровня в 2 063 долларов.

Рис.1. Динамика цен на золото (долл.США/тр.унция)



Следует отметить, что резкий рост цен на золото и условия для превышения исторического рекордного уровня начали складываться в середине 2019 года, когда Федеральная резервная система США сигнализировала о возможности снижения процентных ставок.

На международном рынке цена на золото снова выросла в октябре после небольшого снижения в сентябре 2020 года, а во вторую неделю октября спотовая цена на золото (цена, по которой реальный продукт продается на условиях немедленной доставки в определенное место) составила около 1 900 долларов. По прогнозам многих авторитетных аналитиков и крупных инвестиционных банков, к концу 2020 года цена на золото составит около 1 950-2 000 долларов.

Сохранение высоких цен на золото объясняется снижением реальных процентных ставок в результате ультра-мягкой денежно-кредитной политики центральных банков в развитых странах (США, ЕС и Японии), недавним ослаблением основных валют, кроме доллара, усилением фискальных стимулов, волатильностью товарных рынков.

1.5. Альтернативный (рисковый) сценарий, основанный на усилении внешнеэкономических рисков

Альтернативный (рисковый) сценарий макроэкономического развития, основанный на росте внешнеэкономических рисков, прогнозируется исходя из вероятности сохранения сложной ситуации с пандемией в 2021-2022 годах, на базе снижения совокупного потребительского спроса и увеличения бюджетных расходов.

При этом ожидается ухудшение эпидемиологической ситуации в мире, продление «глобального локдауна» продлится до 2022 года, вероятность повторного введения карантинных мер в нашей стране и внешнеторговых партнерах, а также нестабильность факторов предложения.

Внутренние экономические условия

При рисковом сценарии восстановление экономического роста в стране будет относительно медленным, экономика вернется к уровню потенциала только во второй половине 2023 года, сокращение отрицательного разрыва выпуска будет более затяжным.

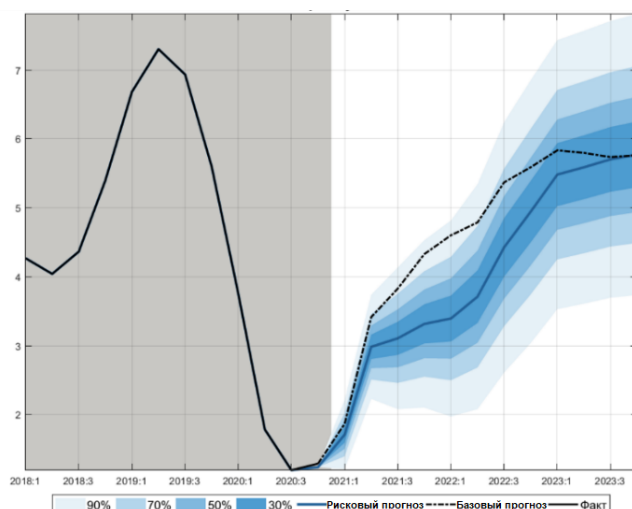
В этом сценарии основным фактором поддержания экономического роста и инвестиционной активности в 2021-2022 годах является **государственный бюджет, внешний долг** и средства, финансируемые из **централизованных фондов**.

Общий фискальный дефицит в 2021 году может сохраниться на уровне 2020 года и достигнуть **6,5-7,5%** на фоне увеличения государственных расходов на поддержку экономики и систему здравоохранения.

При этом снижение фискального дефицита прогнозируется на уровне **3,5-4%** в 2022 году и **2-2,5%** в 2023 году. В этом сценарии бюджетная консолидация произойдет после 2023 года.

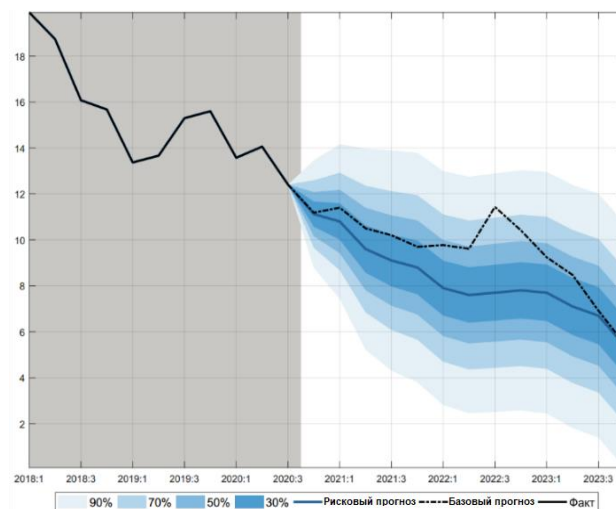
Согласно рисковому сценарию, рост реального ВВП прогнозируется на уровне **0-1,5%** в 2021 году, **3-4,5%** в 2022 году и до **5-6%** к 2023 году (рис. 8).

Рис. 8. Прогноз роста ВВП (рисковый)
(реальный рост, %)



Источник: расчеты Центрального банка

Рис. 9. Прогноз инфляции (рисковый)
(на конец года, %)



В случае реализации рискового сценария на фоне снижения экономической активности ожидается снижение спроса на финансовые ресурсы со стороны населения и бизнеса, что замедлит темпы роста кредитных вложений в экономику. В частности, рост остатка кредитных вложений в 2021 году прогнозируется на уровне **16-18%**, а в 2022-2023 годах - в пределах **17-19%**. При этом вырастет вероятность увеличения доли проблемных кредитов в портфеле банков.

Пандемия и карантинные меры, введенные для борьбы с ней, сказываются на сокращении доходов в экономике, что, в свою очередь, влияет на объем и состав расходов домохозяйств. Прогнозируется, что в 2021 году эти расходы вырастут на **0,5–1,5%**, в 2022 году - на **1-2,5%**. К 2023 году произойдет восстановление динамики расходов, ожидаемое ускорение их темпов роста может составить до **3,5-5%**.

Относительно низкие темпы роста **расходов домашних хозяйств** в 2021-2022 годах приведут к снижению давления на инфляцию со стороны спроса.

Из-за снижения внешней и внутренней инвестиционной активности объем инвестиций в основной капитал будет ниже, чем в двух вышеприведенных сценариях. В 2021 году темпы роста прогнозируются на уровне **0,2–1%**, а в 2022–2023 годах около **0,5–1,5%** и **1–1,5%**, соответственно.

С учетом условий, предусмотренных в рисковом сценарии, **снижается вероятность эффективной реализации процесса либерализации**

регулируемых цен в 2021-2023 годах с учетом их влияния на доходы населения и общеэкономическую ситуацию.

Таблица 5. Рисковый прогноз основных макроэкономических показателей

Показатели	Рисковый прогноз (годовой рост, %)		
	2021	2022	2023
Годовой уровень инфляции	8-12	7-8	5-6
Реальный ВВП	0-1,5	3-4,5	5-6
Расходы на конечное потребление	1,1-2,1	0,9-1,9	3,7-4,7
- домохозяйства	0,5-1,5	1-2,5	3,5-5
Инвестиции в основной капитал	0,2-1	0,5-1,5	1-1,5
- централизованные инвестиции	10-12	-(1-3)	-(2-4)
- нецентрализованные инвестиции	-(3-5)	1,5-3,5	1-3
Экспорт	(-5)-(+5)	9-11	10-12
Импорт	-(5-10)	1-3	2,5-4,5
Рост остатка кредитных вложений	16-18	17-19	17-19

Рисковый сценарий предполагает перенос процесса либерализации регулируемых цен на последующие периоды, когда экономика полностью восстановится.

В целом, снижение совокупного спроса в экономике в течение прогнозируемого периода, отсрочка процесса либерализации регулируемых цен, поддержание отрицательного разрыва выпуска, сокращение расходов домашних хозяйств и приобретение товаров первой необходимости будут оказывать смягчающий эффект на инфляцию.

С учетом этих факторов уровень инфляции будет ниже, чем в базовом и оптимистическом сценариях, и к концу 2021 года годовая инфляция прогнозируется на уровне **8-12%**, в 2022 году – **7-8%**, а в 2023 году – **5-6%** (рис. 9).

В условиях снижения фактической инфляции уровень ощущаемый населением инфляции в данном сценарии будет высоким. Это связано с тем, что когда происходит сокращение доходов, расходы, в первую очередь, направляются только на товары и услуги первой необходимости. Так как основные ценовые колебания в структуре потребительских цен приходятся на данную группу товаров, население ощущает эти изменения сильнее всего.

Внеэкономические условия

При рисковом сценарии восстановление экономики в мире и в странах-внешнеторговых партнерах будет более медленным, чем в базовом сценарии. Будут сохраняться барьеры в перемещении трудовых ресурсов, товарной логистике и международной торговле. Эффективность международной цепочки поставок будет снижена.

Потоки капитала на международных финансовых рынках с большей вероятностью будут перенаправлены из развивающихся стран в золото и государственные ценные бумаги развитых стран в качестве безопасных активов. В этом случае ожидается, что цена на золото будет значительно выше, чем цены, указанные в двух вышеприведенных сценариях.

Относительно медленное восстановление инвестиций и экономической активности в странах-торговых партнерах Узбекистана повлияет на объем экспорта в эти страны, а также объем поступающих трансграничных денежных переводов.

В частности, в условиях высокой неопределенности темпы роста экспорта товаров и услуг восстановятся в 2022 году и будут находиться в диапазоне **9-11%**. Ожидается, что импорт сократится на **5-10%** в 2021 году и увеличится на **1-3%** и **2,5-4,5%** в 2022-2023 годах, соответственно.

Восстановление тенденции роста объема трансграничных денежных переводов будет более медленным. В 2021 году объем переводов ожидается на уровне 2020 года и вырастет до **4-6%** в 2022-2023 годах.

Условия этого сценария требуют финансирования дефицита счета текущих операций за счет внешних заимствований международных финансовых институтов и фондов.

Денежно-кредитные условия

В рисковом сценарии снижение уровня инфляции в рамках прогнозной траектории даст возможность в некоторой степени **смягчить** денежно-кредитные условия. При этом, как и в 2020 году, инструменты денежно-кредитной политики будут направлены на обеспечение баланса между целями поддержки экономической активности и целью достижения стабильности цен.

Чтобы поддержать экономическую активность, **положительная реальная процентная ставка будет около 2%** с учетом основной ставки,

и будут приняты меры для формирования в этих рамках процентных ставок на денежном рынке.

Одной из важных задач Центрального банка в этом сценарии является обеспечение стабильности банковской и платежной систем. Для обеспечения стабильного уровня ликвидности в банковской системе, будут активно использоваться инструменты денежно-кредитной политики.

Анализ факторов импортируемой инфляции

Высокая доля **импорта и товаров, чувствительных к импорту**, в потребительской корзине в Узбекистане требует регулярного анализа факторов, определяющих динамику цен на эти товары.

С этой целью используются квартальная прогнозная модель (QPM) и модели байесовской векторной авторегрессии (BVAR) для количественной оценки воздействия импортируемой инфляции и девальвации национальной валюты на цены определенных товарных групп.

Факторы импортируемой инфляции

Результаты анализа показывают, что на изменение цен на импорт и товаров, чувствительных к импорту, влияют номинальный обменный курс, инфляция внешнеторговых партнеров, реальный эффективный обменный курс, относительные цены и инерция цен на импортные товары.

Рис.1. Факторы импортируемой инфляции



Источник: расчеты Центрального банка

Рис.2. Влияние изменения курса национальной валюты на цены отдельных товаров

Эластичность	Наименование товаров	8 кварталов
Высокая (0.6 и выше)	Цитрусовые	1,84
	Туалетное мыло	0,77
	Шампунь	0,75
	Краски	0,68
	Масложирные продукты	0,67
Средняя (0.3-0.6)	Витамины	0,43
	Детская одежда	0,35
	Противоспалительные препараты	0,31
Низкая (до 0.3)	Антибиотики	0,28
	Кофе	0,28
	Мужская одежда	0,27
	Шоколад	0,27
	Антисептики	0,24
	Женская одежда	0,20

Источник: расчеты Центрального банка

В частности, в I и II кварталах 2020 года **инфляция внешнеторговых партнеров и реальный эффективный обменный курс** оказали понижательное влияние на импортируемую инфляцию, тогда как в III квартале они оказывали повышательное влияние.

Последствия ощущаемой девальвации обменного курса сума в апреле 2020 года наиболее ярко проявились в импортируемой инфляции во II и III кварталах 2020 года.

Влияние изменений обменного курса

Количественные оценки показывают, что **девальвация национальной валюты на 1%** в среднем повлияла на потребительские цены на **0,3-0,4 процентных пункта** за период **от двух до восьми кварталов** с различной степенью воздействия на разные товарные группы.

В частности, в группу товаров, **чрезмерно чувствительных к изменению курса валют**, входят цитрусовые, парфюмерное мыло, шампуни, краски и масложирные продукты. Девальвация валюты на 1 процент приведет к увеличению цен на эту группу товаров более, чем на **0,6 процентных пункта**.

В группу **умеренно чувствительных товаров** входят витамины, детская одежда и противовоспалительные препараты. В результате ослабления обменного курса на 1% цены на эти товары вырастут в среднем на **0,3-0,6 процентных пункта**.

Также выделяется группа товаров, **менее чувствительных** к колебаниям курса валют, в которую входят антибиотики, кофе, мужская и женская одежда, шоколад и антисептики. При этом чувствительность этих товаров формировалась в пределах **0,2-0,3 процентных пункта**.

II. ЦЕЛЬ И ЗАДАЧИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

2.1. Цель денежно-кредитной политики и ее роль в обеспечении макроэкономической стабильности и экономического роста

Разработка и реализация денежно-кредитной политики Центрального банка Республики Узбекистан направлена на обеспечение стабильности **цен и стабильной работы банковской и платежной систем**, в соответствии с Законом «О Центральном банке Республики Узбекистан».

Для достижения этих целей, с учетом текущего состояния и прогноза динамики инфляции и макроэкономических условий Центральный банк будет принимать меры по **снижению инфляции в среднесрочной перспективе и обеспечению ее формирования на стабильно низком уровне**.

В то же время Центральный банк сосредоточится на выявлении причин, вызывающих инфляцию в экономике, и сведении к минимуму **монетарных факторов**, которые могут иметь прямое влияние через денежно-кредитную политику.

Немонетарные факторы¹, вызывающие инфляционное давление, также будут детально изучены, и вместе с Правительством будут приняты соответствующие меры для уменьшения их воздействия.

Обеспечение стабильно низкого уровня инфляции в экономике - необходимая составляющая повышения благосостояния населения и поддержки предпринимательства, создания благоприятной деловой среды.

Во-первых, в условиях низкой инфляции покупательная способность национальной валюты и, соответственно, доходы населения останутся стабильными. В результате, населению легче принимать решения о потреблении или сбережениях, и достигается сбалансированное формирование совокупного спроса и совокупных сбережений в экономике.

Когда покупательная способность доходов не меняется, **сберегательная активность** возрастает, а **формирование внутренних**

¹**Немонетарные факторы инфляции** - факторы, на которые ЦБ не может повлиять через инструменты денежно-кредитной политики. Например, внешнеэкономические условия, регулируемые цены, сезонность, барьеры и проблемы на потребительских рынках, факторы, связанные с совокупным предложением, регуляторной средой и прочие факторы структурного характера (состояние основных фондов, рентабельность, транспортно-логистическая инфраструктура и др.).

сбережений, как источника для финансирования инвестиционных проектов происходит на стабильном уровне.

Низкая инфляция также имеет **социальное значение**, поскольку поддерживает покупательную способность относительно малообеспеченного сегмента населения, так как больше всего от высокой инфляции страдают люди с низкими доходами, что приводит к снижению их потребления.

На сегодняшний день, когда задача **сокращения бедности** в нашей стране является приоритетной, именно снижение инфляции окажет положительное влияние на сокращение бедности за счет сохранения покупательной способности доходов населения.

Во-вторых, низкая инфляция в долгосрочной перспективе создает благоприятную бизнес-среду для предпринимателей, что позволяет им принимать инвестиционные решения и осуществлять среднесрочное планирование для расширения производственных процессов.

Коммерческие банки рассматривают высокую инфляцию, как **фактор риска** и включают потенциальные затраты в стоимость финансовых услуг, особенно кредитов (процентных ставок). В результате, высокие процентные ставки по кредитам снижают доступ населения и бизнеса к ним.

В свою очередь, субъекты предпринимательства также добавляют стоимость (процентные платежи) по заемным средствам к стоимости произведенных товаров или услуг, что приводит к дальнейшему росту инфляции.

В условиях низкой инфляции снижение стоимости привлекаемых банками ресурсов приводит к снижению процентных ставок по кредитам и другим финансовым услугам, оказываемых банками, **расширяя доступ к финансовым средствам для бизнеса**, и ведет к поддержанию экономического роста.

В-третьих, низкая инфляция создает благоприятную среду для экономического роста, что положительно сказывается на макроэкономической стабильности и стимулирует рост инвестиций в экономику, в том числе прямых зарубежных.

В то же время низкая инфляция служит гарантией того, что стоимость инвестиций и доходов в экономике останется стабильной. И наоборот, высокая инфляция и макроэкономическая неопределенность приводят

к уменьшению инвестиционных потоков и потере доверия инвесторов. Вместе с притоком иностранных инвестиций в отрасли экономики, передовой зарубежный опыт **послужит не только росту, но и повышению эффективности.**

Обеспечение стабильности цен повышает доверие населения к национальной валюте и, тем самым, **снижает уровень долларизации экономики.** И наоборот, более быстрый рост цен ведет к сокращению внешнего спроса на отечественные товары и услуги, что приводит к уменьшению экспортных валютных поступлений.

Ценовая стабильность способствует как планированию сбережений, так и принятию долгосрочных решений, а также помогает сбалансировать спрос на иностранную валюту. В результате, зависимость экономики от иностранных валют снижается, а **устойчивость экономики к внешним шокам повышается.**

Денежно-кредитная политика - один из рычагов балансирования экономики. Экономические процессы не всегда развиваются по одним и тем же тенденциям. Изменения факторов спроса и предложения, в первую очередь, отражают колебания в производстве. Применение инструментов денежно-кредитной политики оказывает уравнивающее воздействие в экономике, когда фактический (текущий) объем производства отклоняется от своего потенциала.

Когда экономика превышает свой потенциал, возникает **положительный разрыв выпуска**¹, который оказывает повышательное давление на инфляцию. В этом случае **Центральный банк** повышает основную ставку и обеспечивает возврат производства к потенциальным уровням за счет ужесточения монетарных условий, влияющих на объем валового внутреннего спроса. В то же время, когда производство ниже

¹ **Разрыв выпуска** - это разница между фактическим и потенциальным объемом производства (ВВП).

Положительный разрыв выпуска возникает, когда реальный рост экономики превышает ее потенциал. В условиях ограниченного предложения ресурсов это окажет давление на цены в экономике, поскольку производители будут вынуждены повышать цены, не имея возможности быстро адаптироваться к растущему спросу. Кроме того, часть спроса, которая не удовлетворяется за счет внутреннего предложения, покрывается за счет импорта, рост которого оказывает девальвационный эффект для национальной валюты, что также отражается на ценах. Такая среда способствует высокому уровню инфляции в экономике.

В условиях *отрицательного разрыва выпуска* фактический объем производства меньше потенциального. В этом случае цены на товары и услуги в экономике падают из-за недостаточного спроса со стороны отечественных и зарубежных потребителей.

В долгосрочной перспективе экономика достигнет равновесия, когда экономический рост будет близок к своему потенциалу, безработица будет приближаться к естественному уровню и не будет скачков и падений цен.

своего потенциала, необходимо стимулировать экономику за счет снижения основной ставки и увеличения производства до потенциального уровня.

Центральный банк не может обеспечивать долгосрочный устойчивый экономический рост только лишь с помощью инструментов денежно-кредитной политики, однако может **сглаживать краткосрочные колебания**.

Цели обеспечения долгосрочного устойчивого экономического роста и увеличения потенциальных объемов производства требуют **постоянных структурных изменений**, направленных на **повышение эффективности производства, техническую и технологическую модернизацию производственных процессов, повышение производительности труда и широкое внедрение рыночных принципов**.

Денежно-кредитная политика создает лишь условия для экономического роста и служит для поддержания экономической активности, при этом возможности самих инструментов денежно-кредитной политики по увеличению производственных мощностей ограничены.

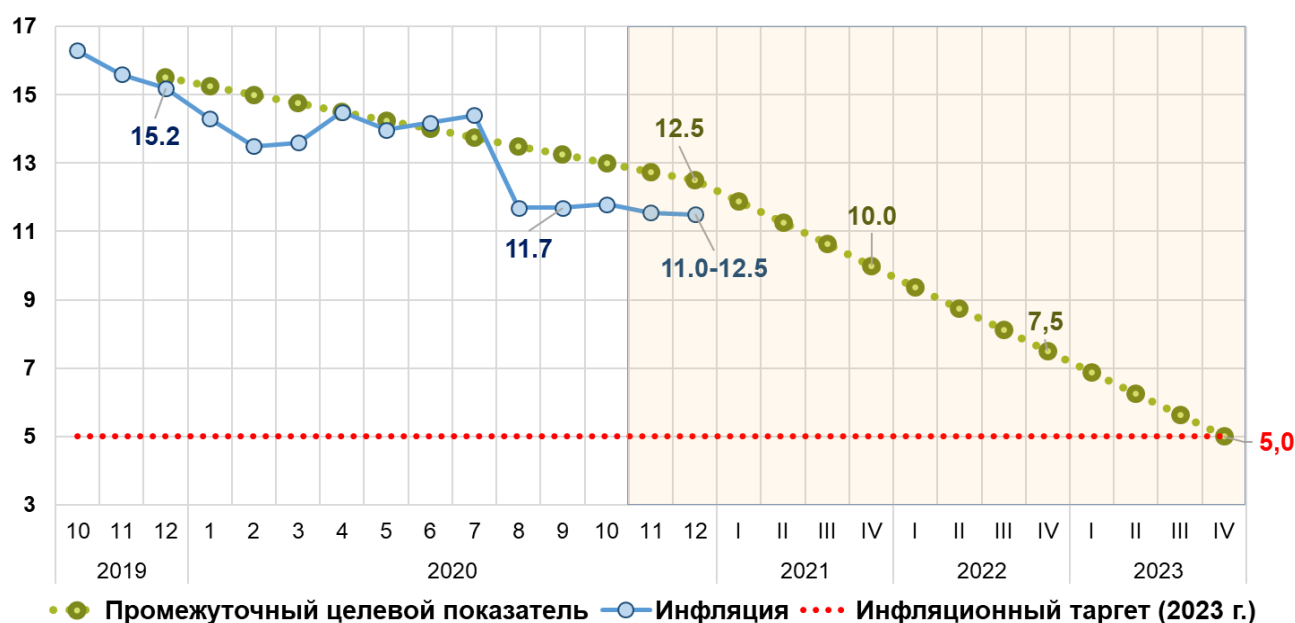
В целом, конечная цель денежно-кредитной политики - обеспечение стабильно низкой инфляции в стране, а общая макроэкономическая задача – **служить повышению уровня жизни и благосостояния населения**.

2.2. Долгосрочные целевые показатели денежно-кредитной политики

Центральный банк с 2020 года проводит денежно-кредитную политику в **режиме таргетирования инфляции** и в среднесрочной перспективе продолжит работу по приведению механизмов денежно-кредитной политики **в соответствие** со стандартами этого режима.

В рамках перехода к таргетированию инфляции целевыми показателями денежно-кредитной политики являются снижение инфляции до **10%** в 2021 году и достижение постоянного уровня **5%** к 2023 году.

Рис.10. Траектория инфляционного таргета и промежуточных показателей



В период после 2023 г. денежно-кредитная политика будет по-прежнему сосредоточена на обеспечении необходимых условий для формирования инфляции около постоянной цели в 5%.

Вместе с тем, Центральный банк ежегодно рассчитывает **прогнозные показатели** инфляции на следующий год. Годовой прогноз по инфляции также может изменяться в течение года в зависимости от внутренних и внешних условий, общей макроэкономической ситуации и факторов инфляции.

В частности, в прогнозе от 2019 года, уровень инфляции к концу 2020 года ожидался на уровне 12-13,5%. Однако, учитывая внутренние и внешние условия, возникших под влиянием пандемии, и оказывавших понижательное влияние на цены, в апреле 2020 года прогноз инфляции на год был понижен до 11-12,5%.

Следует отметить, что в краткосрочной перспективе под влиянием различных факторов уровень инфляции может **отклоняться вверх или вниз** от прогнозируемой траектории.

В таких случаях Центральный банк обращает внимание на особенности факторов, которые привели к этому отклонению. Если эти факторы фундаментального характера и носят **долгосрочный характер**, то они учитываются при принятии решений в денежно-кредитной сфере.

Если факторы, вызывающие инфляцию, являются результатом **краткосрочных колебаний**, изменений, которые длятся в течение определенного периода времени (сезонность, рост регулируемых цен, краткосрочная нехватка продуктов или рост цен на определенные товары), то при принятии решения в денежно-кредитной сфере, Центральный банк исходит из **долгосрочных трендов и прогнозов инфляции**.

В таких случаях Центральный банк обычно принимает уровень **базовой инфляции** в качестве целевого показателя и использует базовые показатели инфляции при разработке прогнозных показателей, оценке влияния монетарных факторов и анализе тенденций. В этом контексте характеристики факторов, вызывающих инфляцию, их продолжительность и характер принимаемых решений разъясняются широкой общественности через **коммуникационный канал** денежно-кредитной политики.

Центральный банк не устанавливает каких-либо целевых показателей денежной массы, кредитных вложений или роста денежной базы в режиме таргетирования инфляции, а только обеспечивает необходимые денежно-кредитные условия для их формирования на уровне, не оказывающем давления на инфляцию.

В качестве **операционной цели** Центрального банка служит сближение краткосрочной ставки по межбанковским депозитам сроком до 2-х недель с основной ставкой. За счет активного использования краткосрочных инструментов денежно-кредитной политики Центральный банк будет создавать условия для формирования процентных ставок на денежном рынке, близко к уровню основной ставки и в рамках процентного коридора.

При этом существует **возможность влияния на динамику процентных ставок в экономике**. Их уровень отражается в экономических

решениях населения и бизнеса и **влияет на уровень инфляции через формирование совокупного спроса.**

В целом, чтобы снизить инфляцию к 2023 году, в экономике будет поддерживаться положительный уровень процентных ставок. До 2023 года и далее Центральный банк вместе с Правительством примет все необходимые меры для формирования инфляции на уровне 5%.

Еще одним важным условием при проведении денежно-кредитной политики в режиме таргетирования инфляции является **свободно плавающий валютно-обменный курс**, основанный на рыночных принципах спроса и предложения, так как контролируемый обменный курс в некоторой степени ограничивает независимость Центрального банка.

Текущая валютная политика Центрального банка основана на свободном валютно-обменном курсе, а интервенции на валютном рынке проводятся по принципу сохранения **«нейтральности золотовалютных резервов»**.

Центральный банк является основным покупателем монетарного золота, произведенного внутри страны, и осуществляет интервенции на внутреннем валютном рынке для стерилизации избыточной ликвидности в банковской системе, возникающую в результате покупки золота у отечественных производителей. Центральный банк **возвращает в экономику иностранную валюту посредством интервенций на внутреннем валютном рынке, поступающую в страну от экспорта золота, что не влияет на фундаментальный тренд обменного курса.**

В среднесрочной перспективе Центральный банк сохранит принцип «нейтральности» при проведении интервенций на внутреннем валютном рынке, не будет влиять на фундаментальный тренд обменного курса и только будет ограничивать резкие колебания обменного курса путем установления ежедневных объемов интервенций.

Сущность установленного со стороны Центрального банка 5% таргета

В мировой практике одним из основных принципов перехода центральных банков к таргетированию инфляции является установление точной цели по инфляции (таргета) и принятие всех необходимых мер для ее достижения.

Центральный банк активно переходит к режиму таргетирования инфляции с начала 2020 года и установил целевой показатель инфляции в размере 5% на 2023 год в качестве постоянной цели. Определение целевого показателя инфляции на уровне 5% основано на всестороннем анализе и опыте стран, перешедших на таргетирование инфляции.

Последствия установления целевого показателя инфляции выше 5%

У наших основных торговых партнеров целевой показатель инфляции составляет около 5%. В частности, этот показатель составляет 4% в России, 3,5% в Китае, 4-6% в Казахстане и 5-7% в Кыргызстане.

В таких условиях задача поддержания конкурентоспособности отечественных производителей как на внутреннем, так и на внешнем рынках требует, чтобы внутренние цены не превышали уровень инфляции в странах-партнерах по внешней торговле. Следовательно, если целевой показатель инфляции будет установлен на относительно высоком уровне, рост цен на внутреннем рынке останется высоким, а цены отечественных предприятий будут относительно высокими.

Различия в темпах инфляции в странах-партнерах влияют на цены импортируемых товаров, увеличивая сравнительные преимущества импорта. Увеличение спроса на импортные товары, в свою очередь, увеличит спрос на иностранную валюту. Это приводит к девальвационному давлению на сум.

Инфляция - это среднее изменение по многим товарным группам. В результате установления целевого показателя инфляции выше 5% (например, 8-10%), даже при достижении этого показателя, цены на некоторые товарные группы могут вырасти выше целевого (12-14%). В результате покупательная способность населения на эти товары снизится. Это, в свою очередь, приведет к высокому уровню инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

Также высокая инфляция приводит к снижению доверия к национальной валюте. При этом сбережения в национальной валюте сократятся, а процесс долларизации экономики усилится. В результате увеличивается нехватка долгосрочных ресурсов в экономике, что приводит к нерациональному использованию имеющихся денег и капитальных ресурсов.

Последствия установления целевого показателя инфляции ниже 5%

В международной практике режим инфляционного таргетирования денежно-кредитной политики начал вводиться с 1989 года. Практика стран, которые перешли на этот режим, показывает что целевой показатель инфляции обычно установлен на уровне 3-5 процентов для развивающихся стран и 2 процента для развитых стран.

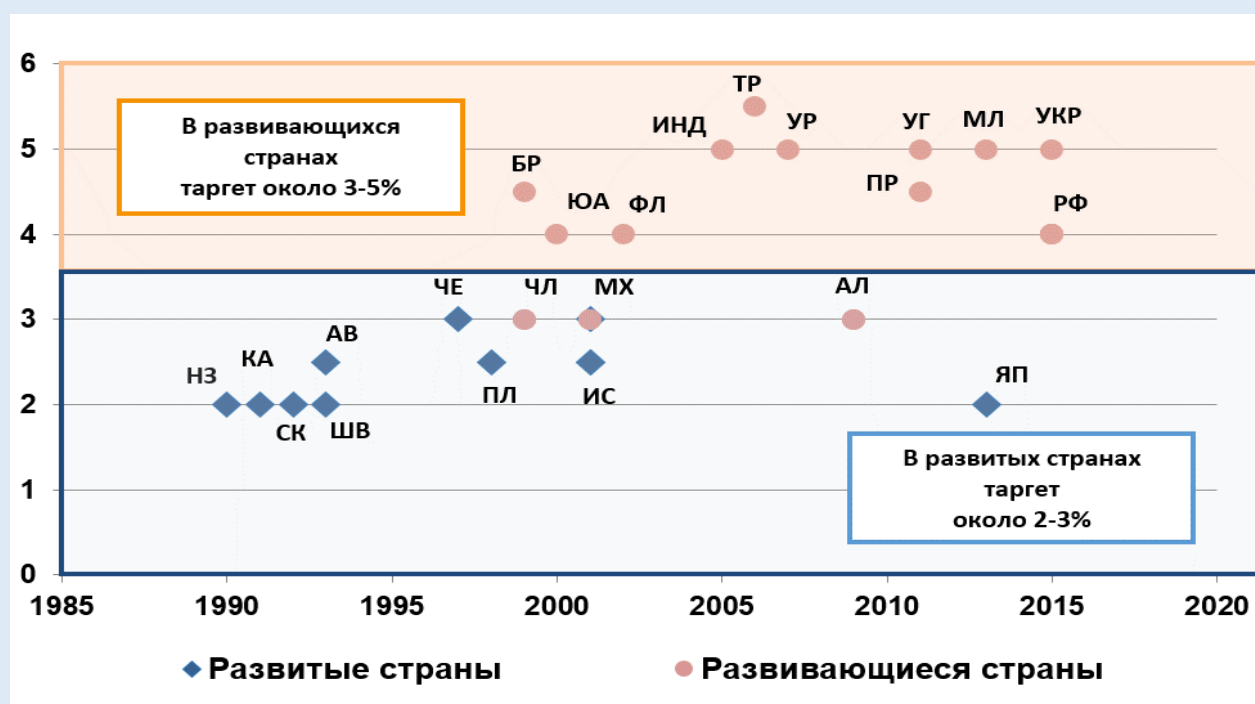
Целью денежно-кредитной политики является обеспечение экономического роста за счет достижения низкой инфляции и создание благоприятных условий для

повышения уровня жизни граждан. Очень низкий уровень инфляции обычно приводит к недостаточному формированию спроса на товары и услуги.

Если целевой показатель инфляции установлен на низком уровне, в частности на уровне 2% или меньше, в будущем цены могут неуклонно падать, и могут возникнуть дефляционные риски для определенных товарных групп в экономике. Ожидания низкой инфляции в будущем приведут к сокращению потребления и задержке инвестиционных решений предприятий. Это, в свою очередь, приведет к снижению заработной платы и рабочих мест, а также уменьшению долгосрочных инвестиционных вложений.

Также по мере снижения инфляции основная ставка центрального банка формируется соответственно на более низком уровне. При этом, эффективность трансмиссионного механизма основной ставки, которая является важным инструментом денежно-кредитной политики, снижается, ограничивая функцию инвестиционного стимулирования экономики.

Рис.1. Уровень инфляционных таргетов зарубежных стран

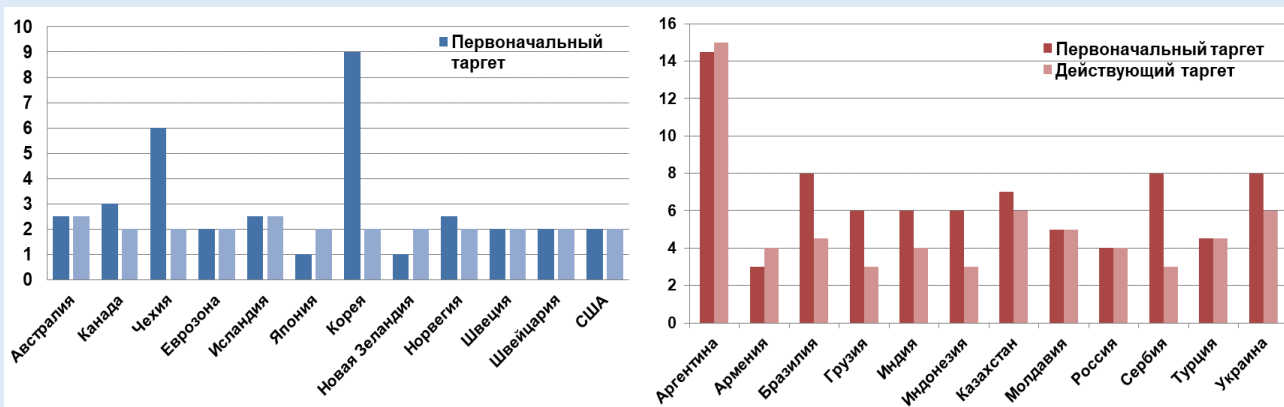


НЗ - Новая Зеландия	АВ-Австралия	БР-Бразилия	ФЛ-Филиппины	ПР-Парагвай
КА-Канада	ЧЕ-Чехия	ЧЛ-Чили	ТР-Турция	УГ-Уганда
СК-Соединенное Королевство	ПЛ-Польша	ЮА- ЮАР	ИНД-Индонезия	МЛ-Молдова
ШВ-Швеция	ИС-Исландия	МХ-Мексика	УР-Уругвай	УКР-Украина
	ЯП-Япония		АЛ-Албания	РФ- Россия

В контексте существующих экономических возможностей в развивающихся странах установка слишком низкого целевого показателя инфляции может привести к замедлению экономического роста, если будет проводиться жесткая денежно-кредитная политика для снижения инфляции.

Принимая во внимание эти факторы, большинство развивающихся стран выбрали целевой диапазон 3-5% в качестве приемлемого уровня инфляции, который не повлияет на темпы экономического роста и инвестиционные процессы.

Рис.2. Инфляционные таргеты развитых и развивающихся стран



Источник: Исследования Центрального банка Польши

Кроме того, хотя в большинстве развитых стран целевой показатель инфляции оставался неизменным в течение многих лет с момента его установления, в большинстве развивающихся стран (за исключением Аргентины и Армении) целевой показатель инфляции был снижен с начального установленного уровня с учетом тенденций экономического развития, темпов инфляции и прогнозов.

В заключении необходимо отметить что, установка целевого показателя инфляции на уровне 5% направлена на поддержку экономического роста и инвестиционной активности, поддержание покупательной способности доходов и сбережений населения за счет низких цен с учетом возможностей страны.

2.3. Принципы реализации денежно-кредитной политики

Центральный банк исходит из следующих принципов при реализации денежно-кредитной политики, направленной на обеспечение стабильности цен в экономике в режиме таргетирования инфляции.

Объявление цели инфляции и приоритет ее достижения.

В рамках режима таргетирования инфляции Центральный банк установил целевой показатель инфляции на уровне 5% и объявил этот целевой показатель широкой общественности (населению, предприятиям и участникам финансового рынка).

Теперь все усилия, меры и решения Центрального банка в денежно-кредитной сфере будут направлены на достижение цели (таргета) по инфляции.

Достижение целевых показателей является ключевым критерием формирования доверия субъектов экономики к денежно-кредитной политике, проводимой Центральным банком в целом.

С этой точки зрения, все решения в макроэкономической сфере должны приниматься в соответствии с целевыми показателями инфляции, а задача достижения целевых показателей инфляции в деятельности Центрального банка должна иметь приоритет перед другими задачами.

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

Основная ставка Центрального банка - это процентная ставка, применяемая к операциям с банками для регулирования ликвидности банковской системы, основной ставки определяется **цена краткосрочных ресурсов**, привлекаемых и предоставляемых Центральным банком.

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

Заседания Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки проводятся **8 раз в год** по заранее определенному графику. При этом, наряду с объявлением решения Центрального банка по основной ставке, **сигналы о ее будущем ожидаемом уровне (траектории)** играют

также важную роль в формировании долгосрочных инфляционных ожиданий хозяйствующих субъектов.

Принятие решений на основе макроэкономического анализа и прогнозов.

Решения Центрального банка по процентной ставке влияют на экономическую активность и совокупный спрос постепенно, с задержками **в течение определенного периода времени**. В этой связи, решения Центрального банка по денежно-кредитной политике основываются на **всестороннем макроэкономическом анализе и прогнозах, в том числе по инфляции**.

На сегодняшний день Центральный банк, в основном, использует **квартальную модель прогнозирования (QPM)** при разработке макроэкономических прогнозов. Другие эконометрические модели используются для сравнения результатов прогнозов и проведения исследований.

Следует отметить, что решения по основной ставке принимаются в условиях **определенной неопределенности**. Это связано с тем, что макроэкономические прогнозы формируются на основе возможных перспектив экономического развития, ожидаемых изменений на мировых товарных и финансовых рынках и других факторов. В том числе по этой причине, решения Центрального банка в области денежно-кредитной политики основываются на относительно стабильных тенденциях и **степени их влияния на инфляцию**.

Повышение **аналитического и прогнозного потенциала** Центрального банка и **внедрение современных эконометрических моделей** является одним из важнейших направлений в области денежно-кредитной политики, особенно в период повышенной неопределенности.

Прозрачная коммуникационная политика является важной опорой денежно-кредитной политики в режиме таргетирования инфляции.

Одним из ключевых элементов режима таргетирования инфляции является открытость и прозрачность решений в денежно-кредитной сфере.

Разработка эффективной **коммуникационной политики** и своевременное и четкое доведение решений в области денежно-

кредитной политики до широкой общественности играют важную роль в формировании **инфляционных ожиданий** населения и бизнеса.

В предыдущие годы, поскольку решения по денежно-кредитной политике не доводились до сведения хозяйствующих субъектов, их инфляционные ожидания оставались в значительной степени зависимыми от **девальвации национальной валюты**.

С началом перехода к таргетированию инфляции Центральный банк уделяет большое внимание **информационной открытости**. Публикация пресс-релизов по итогам заседаний Правления по рассмотрению основной ставки, организация пресс-брифингов с участием Председателя Центрального банка или его заместителей, а также публикация ежеквартальных «Обзора денежно-кредитной политики» и «Обзора инфляции и инфляционных ожиданий» являются одним из важных шагов, предпринятых в этом направлении.

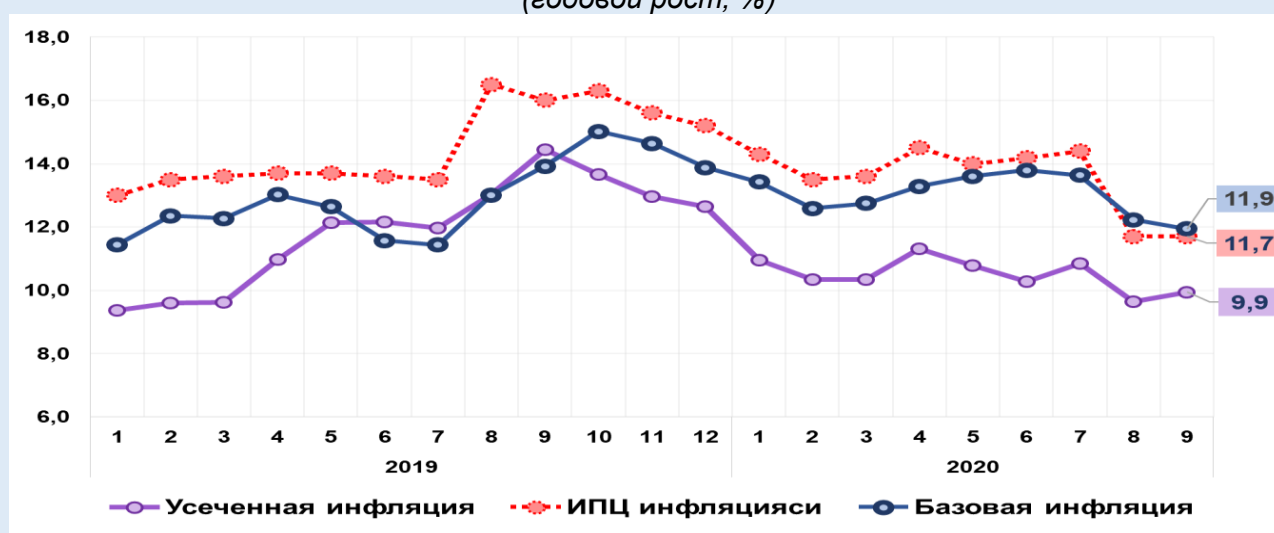
По мере снижения динамики инфляции, обеспечения Центральным банком соответствия инфляции целевому диапазону и повышения прозрачности коммуникаций, **влияние девальвации национальной валюты на инфляционные ожидания населения и хозяйствующих субъектов уменьшится, а влияние целевого показателя (таргета) инфляции усилится**. Это, в свою очередь, поспособствует **повышению эффективности процентного канала трансмиссионного механизма**.

Базовая и усеченная инфляция

Базовая инфляция - это одна из составляющих общей инфляции рассчитываемой с помощью индекса потребительских цен, рассчитывается путем исключения товаров с высокой сезонностью цен, в частности фруктов и овощей, а также определенных видов товаров, цены на которые регулируются административно. Уровень базовой инфляции, определяемый этим методом расчета, позволяет постоянно отслеживать фундаментальный тренд инфляции и степень влияния денежно-кредитной политики на динамику цен.

Центральный банк также рассчитывает вместе с уровнем базовой инфляции и **усеченную инфляцию** для целей анализа. Товары и услуги с высокими колебаниями цен исключаются из общего индекса потребительских цен при расчете ежемесячной усеченной инфляции. То есть товары и услуги, цены на которые изменились больше всего (10 с максимальным увеличением и минимальным снижением), не учитываются.

Динамика базовой и усеченной инфляции
(годовой рост, %)



За последние 9 месяцев 2020 года тренд базовой инфляции демонстрировал динамику, аналогичную общей инфляции. При этом базовая инфляция была несколько ниже общей инфляции в январе-июле, но несколько выше в августе-сентябре.

Кроме того, спред между общей и базовой инфляцией сузился в мае-июле по сравнению с предыдущими периодами, в основном из-за сезонного снижения цен на фрукты и овощи с мая и того, что регулируемые цены остаются неизменными.

Незначительное увеличение базовой инфляции в период карантина связано с ощутимым ростом цен на продукты питания в период строгих карантинных мер и сокращением предложения товаров и услуг. Однако с июля этого года базовая инфляция продемонстрировала тенденцию к снижению, такую как общая инфляция, и в сентябре составила **11,9%** в год, что немного выше общего уровня инфляции.

III. ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2019-2020 ГОДЫ

3.1. Основные меры, реализованные в денежно-кредитной сфере в 2019-2020 годы и денежно-кредитные условия

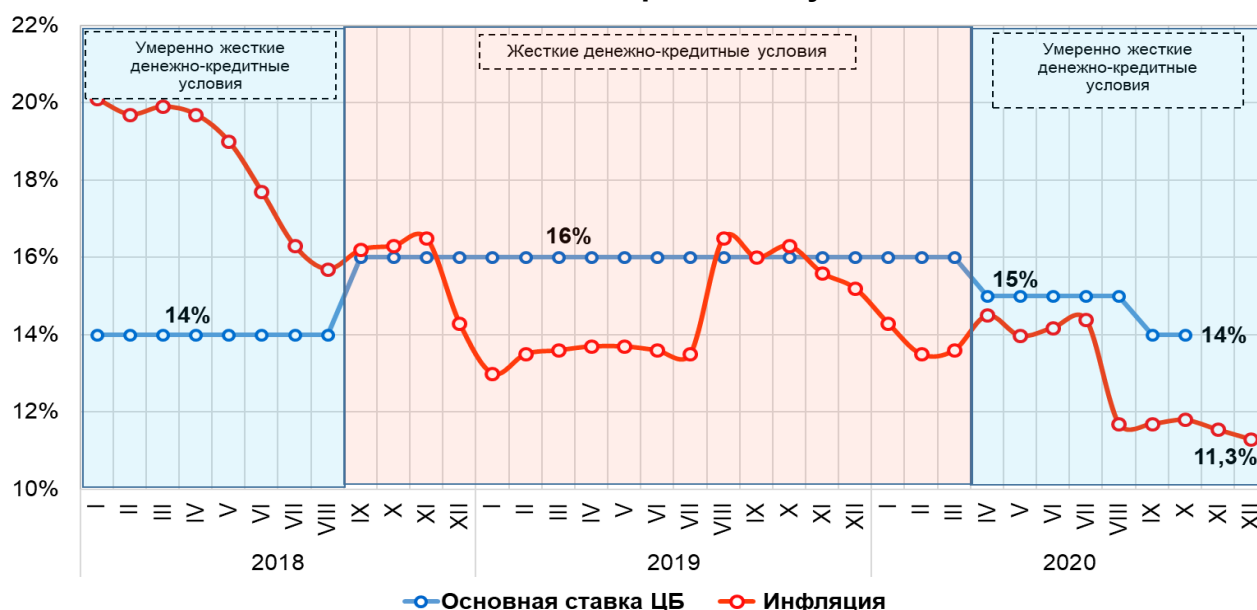
В 2019 году денежно-кредитная политика проводилась в условиях высокого инфляционного давления. Как и в 2017-2018 годах, 2019 год характеризуется появлением высокого спроса на инвестиции, накопившегося за предыдущие годы, и **высоким ростом объемов кредитования экономики.**

В этот период высокие темпы роста экономической активности и совокупного спроса, дефицит государственного бюджета и рост регулируемых цен привели к ускорению инфляции. В результате, в августе 2019 года годовая инфляция выросла с **13%** в начале года до **16,5%**.

В связи с этим, в течение 2019 года Центральный банк поддерживал **«жесткие» денежно-кредитные условия.**

Следует отметить, что до III квартала 2018 года Центральный банк проводил денежно-кредитную политику в **«умеренно жесткой»** фазе. С 25 сентября 2018 года Центральный банк перешел к **«жесткой»** фазе денежно-кредитных условий путем повышения основной ставки с **14%** до **16%** годовых с учетом динамики инфляции и возможных инфляционных факторов.

Рис. 11. Денежно-кредитные условия



В то же время с начала 2019 года были приняты меры по созданию **нормативно-правовой базы** для введения таргетирования инфляции, усилению **макроэкономического анализа и прогнозного потенциала** Центрального банка, развитию **коммуникационной политики**, дальнейшему совершенствованию операционного механизма денежно-кредитной политики.

В частности, в целях усиления денежно-кредитной политики и нормативно-правовой базы Центрального банка в новой редакции был разработан Закон **«О Центральном банке Республики Узбекистан»**.

В новом Законе **«О Центральном банке Республики Узбекистан»**, принятом в ноябре 2019 года, четко прописано, что основной целью Центрального банка является обеспечение **стабильности цен в экономике**, что является важным шагом на пути перехода денежно-кредитной политики к таргетированию инфляции.

Также Указом Президента Республики Узбекистан от 18 ноября 2019 года **«О совершенствовании денежно-кредитной политики с поэтапным переходом на режим инфляционного таргетирования»** определен ряд задач по приведению денежно-кредитной политики в соответствие со стандартами таргетирования инфляции **с 2020 года**.

В частности, меры, которые должны быть приняты совместно с Правительством и Центральным банком для достижения **промежуточного целевого показателя 10% в 2021 году и постоянного целевого показателя – таргета инфляции 5% в 2023 году**. При этом особое внимание уделяется тому, что меры, принимаемые в макроэкономической сфере, должны осуществляться в **согласованности с целевыми показателями инфляции**.

Были разработаны конкретные адресные меры по снижению **воздействия немонетарных факторов** на инфляцию, то есть по сокращению монополии на потребительских рынках, усилению конкуренции, сокращению затрат за счет повышения энергоэффективности в промышленности, повышению производительности труда и бесперебойному обеспечению внутреннего рынка основными продуктами питания.

Оптимизация расходов государственного бюджета в последнем квартале 2019 года и жесткие денежно-кредитные условия в течение года позволили снизить уровень инфляции до **15,2%** к концу 2019 года.

С начала 2020 года в соответствии с **«Основными направлениями денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021-2022 годов»** Центральный банк сохранял **«жесткие»** денежно-кредитные условия.

В целях обеспечения «жестких» денежно-кредитных условий начат выпуск **облигаций Центрального банка** для эффективного регулирования избытка ликвидности в банковской системе, чтобы заменить активы коммерческих банков не приносящих доход альтернативными доходными инструментами, и, тем самым, снизить ценовое давление на другие активные операции (особенно кредиты).

В январе-феврале 2020 года было выпущено и размещено среди коммерческих банков краткосрочных облигаций Центрального банка на **1,75 трлн. сумов**.

С **24 февраля** 2020 года были введены **краткосрочные денежно-кредитные операции** с целью **эффективного регулирования процентных ставок** межбанковского денежного рынка и обеспечения их формирования в процентном коридоре, близко к основной ставке Центрального банка. Чистое влияние от этих операций в марте было направлено **на привлечение банками ликвидности**.

Однако распространение пандемии со второй половины марта 2020 года и введение карантинных мер потребовали некоторых изменений в денежно-кредитной политике.

Глобальный кризис и карантинные меры, направленные на предотвращение пандемии, повлияли **на экономическую активность** и совокупный спрос. В частности, значительно снизилась активность в сфере услуг, особенно в отраслях транспорта, общественного питания, туризма, торговли и бытового обслуживания. Ограничения на перемещение рабочей силы, транспорта и логистики, а также определенные срывы в перемещении товаров через таможенные границы также повлияли на деятельность во многих отраслях.

Эти факторы привели к снижению давления на уровень инфляции со стороны факторов спроса, и в I квартале 2020 года годовой уровень инфляции снизился **с 15,2%** в начале года **до 13,6%**.

К апрелю 2020 года на фоне снижения экономической активности прогноз инфляции на конец 2020 года был снижен с **12-13,5%** до **11-12,5%** с учетом высокого веса снижающих факторов в динамике инфляции.

В связи со снижением прогнозной динамики инфляции, а также задачей по поддержке экономической активности, **не выходя за рамки цели обеспечения ценовой стабильности**, с 15 апреля 2020 года основная ставка Центрального банка снижена с **16% до 15% годовых** и жесткие денежно-кредитные условия начали переходить в **«умеренно жесткую»** фазу.

В период карантина коммерческие банки продлили погашение кредитов физическим и юридическим лицам на **26,5 трлн. сумов**, при этом полное выполнение банками всех обязательств перед клиентами способствовало снижению ликвидности в банковской системе. Учитывая текущую ситуацию, с апреля 2020 года операции Центрального банка по регулированию ликвидности, в основном, будут направлены на **обеспечение коммерческих банков необходимой ликвидностью**.

Кроме того, для поддержания банков ликвидностью и повышения их устойчивости к текущим условиям в период пандемии, **коэффициент усреднения обязательных резервов** был увеличен с **25% до 35%** в апреле 2020 года и до **75%** в июне 2020 года. Таким образом, коммерческим банкам возвращено **2,8 трлн. сумов** ликвидности.

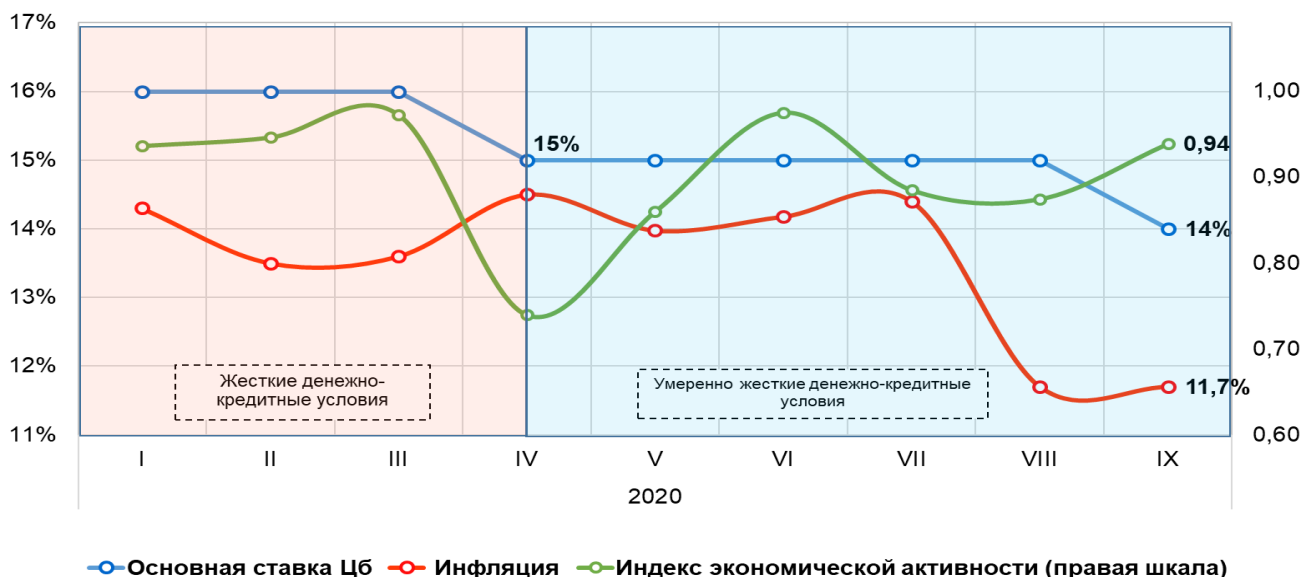
Следует отметить, что введенные Центробанком операции по регулированию ликвидности и смягчение порядка обязательного резервирования послужили обеспечению банков необходимой ликвидностью и **бесперебойной работе платежной системы** во время пандемии коронавируса.

В июне 2020 года, в связи с ослаблением карантинных мер, наблюдалось некоторое восстановление экономической активности. В условиях карантина годовая инфляция в июле ускорилась до **14,4%** на фоне роста спроса на **основные продукты питания и медикаменты** со стороны населения. В этот период также не наблюдалось сезонного снижения инфляции.

К июлю 2020 года, в результате обострения ситуации с пандемией, с 10 июля в стране снова были введены карантинные ограничения, в результате чего экономическая активность снова снизилась после ее

некоторого восстановления. Эта ситуация привела к небольшому снижению потребительского спроса и его оптимизации со стороны населения и предпринимателей.

Рис.12. Динамика инфляции, основной ставки и индекса экономической активности



Благодаря стабилизации факторов спроса, исчерпанию эффектов от повышения регулируемых цен в 2019 году и сезонности, к августу 2020 года годовой уровень инфляции значительно снизился и составил 11,7%.

Перенос решения о либерализации регулируемых цен в 2020 году и падающая динамика инфляции еще больше **подкрепили уверенность** в том, что к концу 2020 года инфляция войдет в прогнозный коридор **11-12,5%**.

С учетом этих факторов, а также для обеспечения положительных реальных процентных ставок в условиях восстановления экономической активности, с 11 сентября 2020 года основная ставка Центрального банка была снижена с **15% до 14%** годовых.

В результате, к концу третьего квартала 2020 года денежно-кредитные условия несколько смягчились и полностью вошли в **«умеренно жесткую»** фазу. Учитывая прогнозируемую Центральным банком динамику инфляции, растет вероятность сохранения умеренно жестких денежно-кредитных условий до конца 2020 года.

С учетом совокупности всех факторов, оказывающих повышательное и понижающее давление на инфляцию, ее уровень к концу 2020 года ожидается вблизи **нижней границы** прогнозного коридора 11-12,5%.

Денежно-кредитная политика зарубежных центральных банков и потоки капитала

В I квартале т.г. распространение пандемии коронавируса и снижение экономической активности с марта по апрель в условия закрытия государств привели к **смягчению денежно-кредитной политики** во всех основных экономиках мира.

В Соединенных Штатах, Великобритании и Австралии процентные ставки центральных банков были снижены почти до нуля, в то время как в Японии и Европейском союзе дан сигнал о том, что ключевые ставки центральных банков останутся отрицательными (около -0,1%) в течение более длительного периода времени.

В этот период даже в развивающихся странах ключевые ставки снижались, а роль денежно-кредитной политики в поддержке экономической активности возросла.

В развитых странах снижение процентных ставок и снижение доходности активов повысят премию инвесторов за риск и будут способствовать перемещению капитала из развитых стран в развивающиеся. В то же время развивающиеся рынки получат выгоду от мягкой денежно-кредитной политики иностранных центральных банков, предлагая относительно высокую доходность.

Однако международный опыт показывает, что капитал часто движется в страны с относительно низкими темпами инфляции и стабильными обменными курсами. В то же время инвесторы все больше склоняются к принятию решений, основанных не только на процентных ставках и прибыльности, но также на инфляции и волатильности национальных валют.

Рис. 1. Смягчение денежно-кредитных условий развитых стран

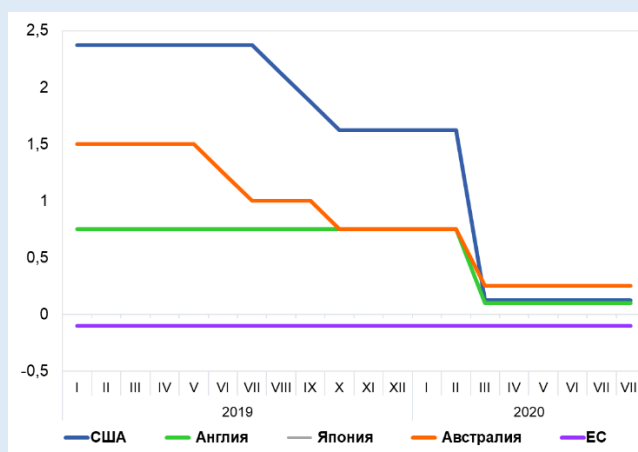
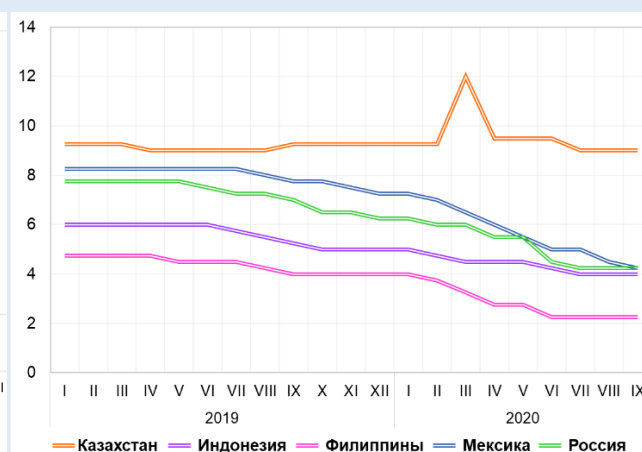


Рис. 2. Смягчение денежно-кредитных условий развивающихся стран



Источник: Банк международных расчетов

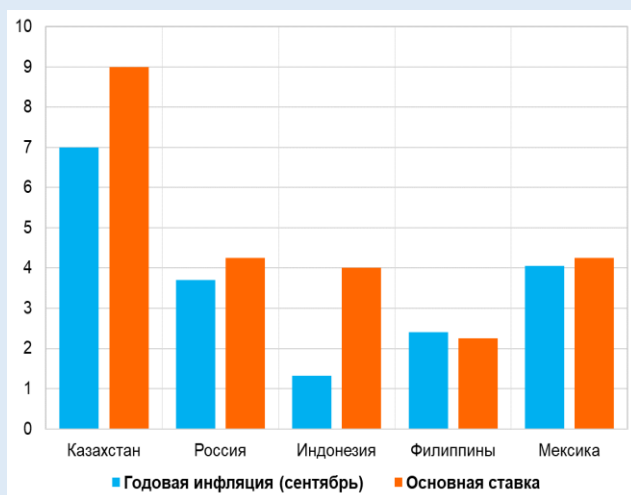
Во многих странах с развивающейся экономикой, когда инфляция превышает текущие процентные ставки, а национальный обменный курс нестабилен, реальные

доходы инвесторов не покрывают высокий уровень риска, и, как следствие, приток капитала в страну ограничен.

Анализ индекса валют развивающихся рынков, рассчитываемого банком JP Morgan, показывает что снижение индекса в основном связано с периодом снижения основных ставок. Также в результате продолжающегося оттока капитала из этих стран в августе-сентябре наблюдалось снижение валютного индекса.

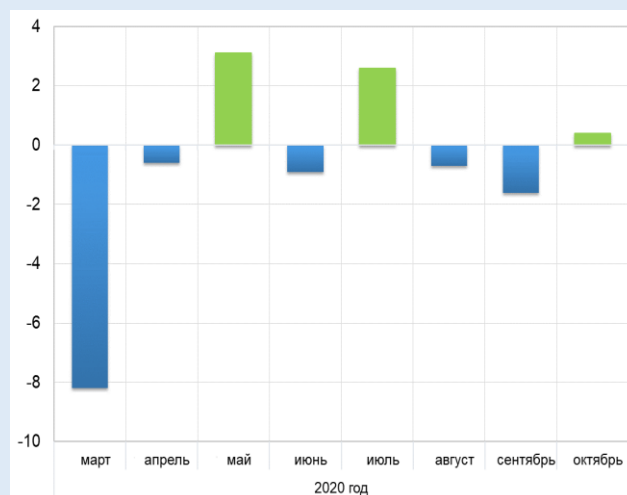
Согласно анализу Института международных финансов, отток капитала из развивающихся стран в мае составил **6,3 млрд.** долларов, и **8,0 млрд.** долларов в июле. В частности, отток капитала с рынка долговых ценных бумаг составил **4,2 млрд.** долларов и **3,8 млрд.** долларов. Растущая неопределенность, связанная с ростом внешнего долга в этих странах, стала основным фактором оттока капитала.

Уровень инфляции в развивающихся странах (%)



Источник: сайты Централъных банков

Индекс валют развивающихся рынков инвестиционного банка "JP Morgan"



Источник: Блумберг

Учитывая вышеизложенное можно сделать заключение что, приток или отток капитала зависит не только от процентных ставок в экономике, но и от других не менее важных факторов, таких как цены и стабильность национальной валюты, уровень государственного долга в экономике.

3.2. Меры реализованные для развития процентного канала трансмиссионного механизма и имеющиеся проблемы

Процентный канал трансмиссионного механизма является основным каналом, обеспечивающим передачу решений Центрального банка в области денежно-кредитной политики в экономику в рамках режима таргетирования инфляции. Развитие этого канала, в свою очередь, служит **усилению влияния Центрального банка на процентные ставки в экономике.**

Вместе с тем, процентный канал позволяет смягчать и устранять инфляционное (или дефляционное) давление за счет воздействия на совокупный спрос в экономике через **закрытие разрыва выпуска** (рис. 13).

Рис.13. Влияние решений Центрального банка на инфляцию через процентный канал



Вышеуказанные меры - введение основной ставки и процентного коридора, краткосрочных инструментов денежно-кредитной политики, эффективное регулирование ликвидности банковской системы, управление процентными ставками денежного рынка с помощью основной ставки являются **первыми шагами в развитии процентного канала.**

При этом установление Центральным банком **операционной цели** и определение инструментов денежно-кредитной политики повышает важность процентного канала.

В большинстве стран, которые перешли на таргетирование инфляции, операционная цель заключается в приближении процентных ставок по **депозитам овернайт** на денежном рынке к основной ставке.

В нашей стране, по причине **небольшого количества операций на межбанковском денежном рынке,** недостаточного управления

ликвидностью со стороны банков, операционной целью является обеспечение формирования процентных ставок по **депозитам денежного рынка до 14 дней** близко к ставке Центрального банка.

Центральный банк в достижении операционной цели активно использует **краткосрочные инструменты денежно-кредитной политики**. В частности, **неограниченные объемы операций постоянного доступа РЕПО овернайт, валютный своп и депозитные операции по фиксированным ставкам**, определяющим верхнюю и нижнюю границу процентного коридора.

Это гарантирует, что процентные ставки по депозитам на межбанковском денежном рынке будут находиться в пределах процентного коридора Центрального банка. Таким образом, банки могут получать ликвидность от ЦБ **в любое время в неограниченном количестве** по ставке верхней границы процентного коридора, что влияет на процентные ставки на денежном рынке.

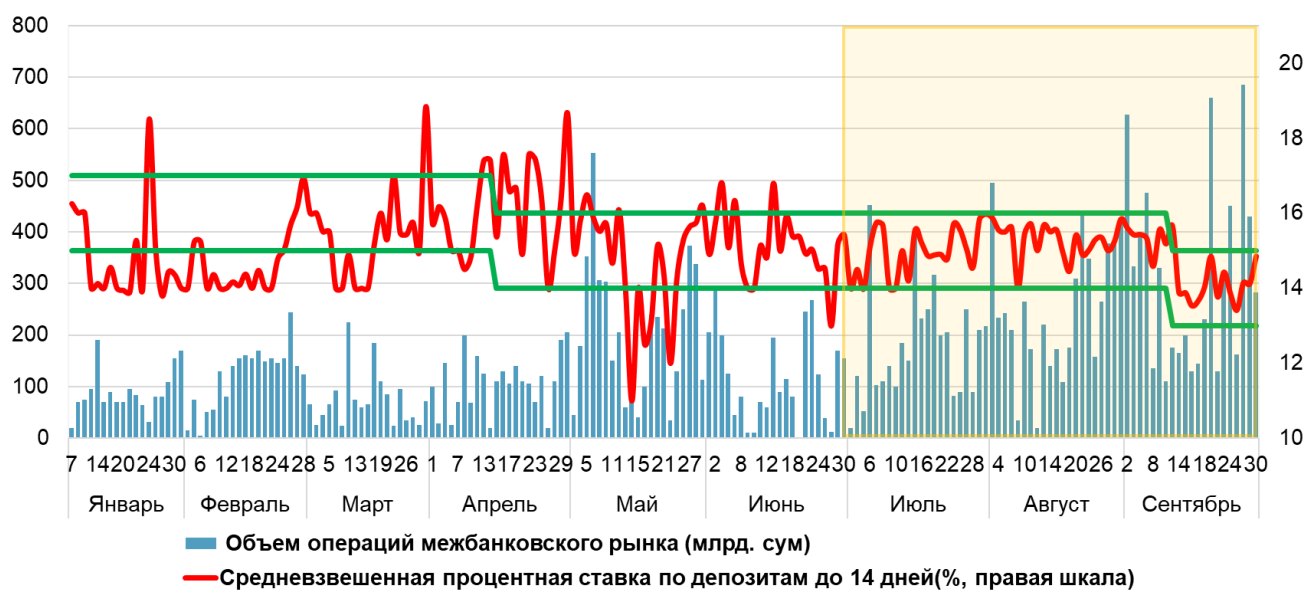
В отличие от рынка межбанковских депозитов, операции валютного свопа и РЕПО Центрального банка требуют **залогового обеспечения** (иностранная валюта или государственные ценные бумаги). Поэтому Центральный банк совместно с Министерством финансов уделяет особое внимание **формированию залоговой базы** в банках за счет выпуска государственных ценных бумаг.

В то время как операции «овернайт» гарантируют, что процентные ставки денежного рынка **находятся в процентном коридоре**, валютные свопы, операции РЕПО и депозитные аукционы, проводимые по основной ставке, служат для обеспечения того, чтобы процентные ставки денежного рынка формировались **близко к основной ставке**.

Принятые меры по совершенствованию операционного механизма денежно-кредитной политики в 2020 году заложили основу для формирования процентных ставок денежного рынка в рамках процентного коридора, близко к основной ставке (рис. 14).

Регулирование ликвидности банковской системы играет важную роль в повышении эффективности процентного канала. По этой причине, Центральный банк ежедневно отслеживает и анализирует общий уровень ликвидности и определяет свой **краткосрочный** (дневной, недельный, ежемесячный и квартальный) **прогноз**.

Рис. 14. Объем операций межбанковского рынка (млрд. сум) и ставки по депозитам до 14 дней (%)



Источник: данные Центрального банка.

Объемы аукционов и облигаций Центрального банка определяются исходя из прогнозного уровня ликвидности. При этом важно, чтобы не было структурного профицита (дефицита) ликвидности банковской системы, поскольку **недостаточно регулируемая ликвидность** приводит к колебаниям процентных ставок денежного рынка выше (или ниже) процентного коридора.

На эффективность процентной ставки влияет ряд факторов. В частности, на текущем этапе развития **в последние 2-3 года** проявились накопленные за прошлые годы большие объемы **спроса на кредиты** со стороны населения и бизнеса. Это стало ключевым фактором резкого роста процентных ставок по кредитам.

На ситуацию в определенной мере повлияли инфляционные ожидания населения и бизнеса. Именно высокие инфляционные ожидания привели к устойчивому высокому росту спроса на кредиты, несмотря на высокие процентные ставки.

Инфляционные ожидания формировались на протяжении многих лет, что было вызвано **девальвацией национальной валюты**. Поэтому требуется время, чтобы строить ожидания на основе инфляционного таргета.

В первую очередь, это обусловлено формированием доверия к Центральному банку, в частности, к его денежно-кредитной политике.

Еще одним шагом по развитию процентного канала стало снижение доли льготных кредитов в экономике. Указом Президента Республики Узбекистан от 18 ноября 2019 г. № УП-5877 **«О совершенствовании денежно-кредитной политики с поэтапным переходом на режим инфляционного таргетирования»** предусмотрено:

- установление с **1 января 2020 года** процентных ставок по **всем видам новых кредитов**, выдаваемых коммерческими банками (в национальной валюте), включая кредиты, предоставляемые в рамках государственных программ, **на уровне не ниже основной ставки Центрального банка;**

- **отмена с 1 января 2021 года практики выдачи кредитов по льготным процентным ставкам** с предоставлением коммерческим банкам права самостоятельного определения процентных ставок с внедрением, при необходимости, **механизмов компенсации** части процентных расходов.

Это позволит Центральному банку при принятии решения по основной ставке оказывать влияние на процентные ставки по кредитам в экономике и **послужит повышению эффективности процентного канала.**

На практике есть **некоторые исключения** (для сельскохозяйственных кредитов и льготной ипотеки). В будущем планируется обеспечить формирование процентных ставок по ним также на рыночных принципах и минимизировать их долю в составе кредитных вложений.

Еще одна задача в развитии процентного канала - это создание **«кривой доходности»** по долговым ценным бумагам, полное формирование которой может обеспечить определение денежно-кредитных условий на рынке не только через ставки по депозитам и кредитам в экономике, но и через уровень доходности по облигациям.

На сегодняшний день неразвитость рынка долговых ценных бумаг, малая эмиссия государственных ценных бумаг и **зависимость уровня их доходности от ликвидности банковской системы** препятствует формированию эффективной «кривой доходности».

В будущем Центральный банк совместно с Министерством финансов ускорит формирование **кривой доходности, показывающей информацию о будущих макроэкономических ожиданиях,**

посредством эмиссии государственных ценных бумаг, в частности, выпуска облигаций с разными сроками погашения и объемами.

При этом правильно сформированная «кривая доходности» не только повышает эффективность процентного канала и служит созданию необходимых денежно-кредитных условий в экономике, но также выполняет **функцию «бэнчмарка»** для других сегментов финансового рынка.

Еще одним важным элементом повышения эффективности процентного канала денежно-кредитной политики является **развитие финансовых рынков**. Это создает основу для эффективного перераспределения финансовых ресурсов в экономике и формирования стоимости долгосрочных денежных ресурсов на основе рыночных принципов.

IV. НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РАЗВИТИЯ ВНУТРЕННЕГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА В 2021-2023 ГОДЫ

4.1. Меры по совершенствованию операционного механизма денежно-кредитной политики

В 2020 году операционный механизм денежно-кредитной политики был расширен за счет **нового набора инструментов** в режиме таргетирования инфляции. В этой связи одной из важнейших задач на перспективу является полная адаптация инструментов операционного механизма и процессов денежно-кредитной политики к стандартам режима таргетирования инфляции.

В этом направлении планируется принятие ряда мер по развитию процентного канала трансмиссионного механизма, предусматривающих в том числе, повышение эффективности регулирования ликвидности банковской системы, дальнейшую активизацию участия банков на денежном рынке и расширение вторичной торговли государственными ценными бумагами.

1. Усиление анализа и прогнозирования ликвидности.

В 2019-2020 годах были внедрены новые методы анализа и прогнозирования ликвидности банковской системы. Углубленное изучение каждого фактора, влияющего на общую ликвидность, позволило эффективно прогнозировать их ожидаемое влияние путем постоянного обмена информацией.

В ближайшее время планируется использовать **современные эконометрические модели** для прогнозирования автономных факторов ликвидности, усилить обмен информацией об операциях Правительства с внешними организациями, в том числе с Министерством финансов, и расширить горизонт прогнозирования.

В частности, будет улучшена работа по выявлению **сезонности и фундаментальных тенденций** по каждому фактору, влияющему на ликвидность. При этом внедрение эконометрических моделей для выявления долгосрочных фундаментальных трендов послужит повышению качества прогнозов и более эффективному управлению ликвидности банковской системы.

Также для прогноза ликвидности очень важен регулярный обмен информацией об операциях Правительства с Министерством финансов, спросе на наличные деньги и валюту с коммерческими банками, о проводимых операциях с Фондом реконструкции и развития Узбекистана и Фондом государственной поддержки сельского хозяйства. В будущем система непрерывного обмена информацией будет улучшена, а качество и точность данных будут повышены.

2. Дальнейшее совершенствование операционного механизма денежно-кредитной политики. В 2020 году сократились колебания ликвидности банковской системы за счет денежно-кредитных операций, повысилась эффективность распределения и перераспределения ликвидности.

Одной из важных мер, которые необходимо предпринять в ближайшие годы, является определение **направленности** денежно-кредитных операций Центрального банка.

Также планируется внедрить операции **«тонкой настройки»** от 2 до 13 дней для повышения гибкости инструментов в управлении ликвидностью, учитывая то, что в настоящее время проводятся только двухнедельные операции РЕПО, валютные свопы и депозитные аукционы.

Объем аукционов, основанных на прогнозе ликвидности, также будет постоянно меняться в зависимости от спроса (дефицита) и предложения (профицита) банков, и их роль в управлении ликвидностью возрастет.

Кроме того, планируется изменить сроки операций овернайт, в первую очередь, чтобы **стимулировать банки самостоятельно взаимно перераспределять существующую ликвидность на межбанковском денежном рынке** и постепенно сократить участие Центрального банка.

3. Роль облигаций Центрального банка в управлении ликвидностью. За последние 9 месяцев 2020 года облигации Центрального банка, выпущенные в объеме **3,55 трлн. сумов** сыграли важную роль в снижении структурного профицита.

В ближайший период Центральный банк планирует сократить сроки погашения облигаций и выпускать в основном **3-6 месячные** облигации. При этом важно **объявлять график выпуска** на следующий квартал в начале каждого квартала и менять эти объемы заранее в зависимости от

ситуации с ликвидностью в банковской системе, что позволит банкам **эффективно планировать ликвидность**.

В свою очередь, стимулирование Министерства финансов к выпуску государственных ценных бумаг, в основном на **более длительный период**, регулярный выпуск более краткосрочных облигаций Центрального банка будет служить формированию **краткосрочного отрезка кривой доходности**.

4. Повышение активности на межбанковском денежном рынке.

Внедрение новых инструментов денежно-кредитной политики и более эффективное управление банками своей ликвидностью способствовало интенсификации активности на межбанковском денежном рынке. Так, если в марте объем межбанковских операций составил **1,4 трлн. сумов**, то в сентябре он повысился до **6,6 трлн. сумов**.

Основное внимание будет направлено на дальнейшее повышение активности банков на денежном рынке, стимулирование каждого банка к управлению ликвидностью с использованием денежного рынка и **организации эффективного перераспределения ликвидности, в первую очередь между банками**.

В дальнейшем может быть рассмотрен вопрос о **расширении процентного коридора** Центрального банка для поощрения банков к перераспределению ликвидности, что повысит привлекательность операций на денежном рынке.

Также будут приняты меры по дальнейшему развитию денежного рынка, в случае необходимости, путем реализации **скоординированной политики**, в частности, эффективной интеграции денежно-кредитной и пруденциальной политики.

5. Формирование индекса денежного рынка. В данный момент, когда рынок капитала и финансовый рынок развиты недостаточно, индекс процентных ставок денежного рынка служит ключевым ориентиром (“бэнчмарком”) для **оценки стоимости финансовых инструментов** в экономике.

Центральный банк внедрил ежедневное объявление процентных ставок межбанковского **денежного рынка** на официальном сайте и в телеграм-канале, и в будущем будет усиливать сигналы хозяйствующим

субъектам о формировании цен на ресурсы путем формирования и регулярной публикации **индекса денежного рынка**.

В данном направлении при поддержке Европейского банка реконструкции и развития создана «Рабочая группа по совершенствованию денежного рынка», а также разрабатывается методика расчета индекса денежного рынка с участием зарубежных экспертов.

4.2. Направления развития внутреннего валютного рынка

Одной из важных задач при переходе денежно-кредитной политики к таргетированию инфляции является развитие внутреннего валютного рынка, и проведение политики свободно плавающего обменного курса.

Свободно формируемый на основе спроса и предложения обменный курс национальной валюты увеличивает **независимость денежно-кредитной политики** и расширяет возможности ее влияния на решения хозяйствующих субъектов.

К положительным изменениям можно отнести **либерализацию валютного рынка** с сентября 2017 года, введение принципа **«нейтральности золотовалютных резервов»** при проведении интервенций Центрального банка с 2018 года и формирование обменного курса на основе спроса и предложения на внутреннем валютном рынке.

В то же время планируется реализовать ряд мероприятий по дальнейшему совершенствованию внутреннего валютного рынка. Эффективная реализация мер в этом направлении повысит **гибкость обменного курса к внутренним и внешним шокам**.

В результате, в условиях внешних рисков валютный курс будет поглощать **влияние шоков** (“risk absorber”), в связи с чем возрастет его роль в качестве **стабилизатора экономики** (“automatic stabilizer”).

1. Переход от текущего метода фиксации (“fixing”)¹ к методу непрерывного аукциона – “matching” при определении обменного курса.

В настоящее время валютные торги на внутреннем валютном рынке Узбекистана осуществляется методом «fixing». Большинство развивающихся стран, а также все страны, которые перешли на режим таргетирования инфляции, проводят торги на основе непрерывных аукционов («matching»).

При использовании метода **непрерывного аукциона** торговля иностранной валютой на внутреннем валютном рынке будет длиться дольше, покупатели и продавцы будут торговать по разным курсам **по взаимно согласованным заявкам**, в результате чего **роль участников рынка в определении обменного курса будет возрастать**. Центральный

¹ Метод фиксации (“fixing”) устанавливает единый обменный курс, который уравнивает общий объем заявок на покупку и продажу валюты на внутреннем валютном рынке.

банк будет осуществлять свои интервенции в качестве одного из участников рынка.

Данный метод позволит более широко внедрить рыночные принципы при формировании обменного курса, обеспечивая его формирование полностью на основе спроса и предложения, а также повысит его гибкость к изменению макроэкономических условий.

2. Развитие института маркет-мейкеров на внутреннем валютном рынке. Сегодня Центральный банк является основным участником на внутреннем валютном рынке, и его роль в обеспечении предложения иностранной валюты является высокой. Однако цель развития внутреннего валютного рынка состоит в постепенном снижении роли Центрального банка и повышении роли коммерческих банков с их трансформацией в маркет-мейкеров (англ. Market maker — создатель рынка).

Маркет-мейкеры являются ключевыми игроками на валютном рынке, помогая повысить ликвидность рынка и определить **сбалансированный обменный курс**, обеспечивая спрос и предложение на иностранную валюту. Увеличение числа банков, выступающих в качестве маркет-мейкеров, будет способствовать повышению эффективности межбанковского валютного рынка.

3. Повышение активности коммерческих банков на валютном рынке. В целях повышения роли коммерческих банков в дальнейшем развитии внутреннего валютного рынка, в частности, при определении обменного курса, им будет предоставлена возможность отказываться от практики межбанковской валютной торговли от имени клиентов и свободно покупать и продавать иностранную валюту в пределах открытой валютной позиции.

Предоставление коммерческим банкам возможности свободно продавать или покупать иностранную валюту на внутреннем валютном рынке в рамках открытых валютных позиций посредством метода непрерывных аукционов **будет стимулировать их участие в определении курса валюты** и поспособствует формированию сбалансированного обменного курса.

4. Совершенствование интервенций Центрального банка на внутреннем валютном рынке. Интервенции Центрального банка на

внутреннем валютном рынке будут основаны на полном возврате иностранной валюты из экономики на валютный рынок, без какого-либо влияния **на фундаментальный тренд** курса и будут осуществляться только с целью **уравновешивания его колебаний**.

В ближайшие годы цель состоит в том, чтобы усовершенствовать интервенции Центрального банка, минимизируя их влияние на обменный курс, сохраняя при этом их способность уравновешивания спроса и предложения на внутреннем валютном рынке. Исходя из этого, в данный момент на основе рекомендаций международных экспертов и передового зарубежного опыта разрабатывается **«Стратегия валютных интервенций Центрального банка на 2021-2025 годы»**.

Стратегия охватывает основные принципы, цели и задачи валютных интервенций Центрального банка, формы интервенций и процессы коммуникационной политики в этой области. При этом планируется публиковать информацию об объеме интервенций на внутреннем валютном рынке **в месячном и дневном разрезе**, чтобы минимизировать влияние интервенций на обменный курс.

Такие факторы, как сбалансированность внутреннего валютного рынка, стабильность финансовой системы, повышение эффективности канала обменного курса трансмиссионного механизма играют важную роль в достижении целей валютной политики.

Кроме того, в рамках дальнейшего развития валютного рынка был определен ряд мер, включающих: принятие **«Кодекса этики на валютном рынке»**, повышение прозрачности, стандартизация комиссий, цифровизация валютного мониторинга.

4.3. Направления развития трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

Центральный банк влияет на процентные ставки и стоимость финансовых активов в экономике, меняя **основную ставку**. Это, в свою очередь, отражается на решениях населения и бизнеса в отношении потребления, сбережений и инвестиций и влияет на **уровень инфляции** через **совокупный спрос и предложение** товаров и услуг.

Передача решений денежно-кредитной политики в экономику происходит по нескольким каналам, из которых **процентный** играет ключевую роль в режиме таргетирования инфляции, оказывая значительное влияние на другие каналы (канал обменного курса, кредитный канал, сберегательный канал, канал инфляционных ожидания и др.).

Принимая решения в области денежно-кредитной политики, Центральный банк всесторонне оценивает свое влияние на экономику через каналы трансмиссионного механизма и принимает во внимание **скорость, влияние и направление воздействия**.

Процентный канал. В ближайшие годы будет продолжена работа по дальнейшему повышению эффективности процентного канала и развитию каждого из его звеньев. В частности, вышеуказанное **усовершенствование операционного механизма** обеспечит эффективную трансляцию решений по основной ставке в межбанковский денежный рынок.

Следует отметить, что сигнал от основной ставки в процентные ставки денежного рынка поступает через определенное время, и, как показывают наблюдения после двух снижений основной ставки в 2020 году, этот период составляет около **1 месяца**.

Также важно дальнейшее повышение активности банков на денежном рынке и обеспечение необходимых **нормативных условий пруденциального регулирования**.

В частности, в первой половине 2020 года в результате ужесточения пруденциального регулирования, спрос на долгосрочные ликвидные средства на денежном рынке увеличился, а процентные ставки по ним находились значительно выше процентного коридора.

Также имеются проблемы и со вторым звеном канала, а именно, с переносом процентных ставок денежного рынка в экономику, что, в первую

очередь, связано с **высоким спросом на банковские услуги, значительным уровнем долларизации сбережений и кредитов.**

Спрос на кредиты, который накапливался в течение многих лет, проявился в последние 2-3 года, что привело к росту процентных ставок по ним и расширению спреда с процентными ставками денежного рынка. Высокие процентные ставки оказывают давление на инфляцию, **негативно влияя на формирование инфляционных ожиданий**, а высокий рост объемов кредитования ускоряет инфляционные процессы за счет **увеличения совокупного спроса.**

В этой связи, Центральный банк в ближайшие годы продолжит балансировать рост объемов кредитования и процентных ставок посредством **согласованного проведения денежно-кредитной и пруденциальной политики.**

Также, в среднесрочной перспективе ожидается постепенное увеличение притока сбережений в банковскую систему за **счет обеспечения положительных реальных процентных ставок по банковским депозитам, формирования стабильного обменного курса и развития цифровых банковских услуг.**

В целом, развитие процентного канала более эффективно отражается в решениях хозяйствующих субъектов, так как **инфляционное давление возможно контролировать через управление совокупным спросом.**

Канал обменного курса. В странах, где потоки капитала не ограничены, а финансовые рынки достаточно развиты, **процентный канал связан с каналом обменного курса.** В частности, более низкие процентные ставки приводят к уменьшению притока капитала в страну, что ведет к девальвации обменного курса.

Девальвация национальной валюты, в свою очередь, является одним из факторов смягчения денежно-кредитных условий и стимулирования экономического роста через **поддержку экспорта и ограничение импорта.**

В нынешних условиях, взаимозависимость процентного канала обменного курса слабая, финансовые рынки и рынки капитала недостаточно развиты, доступ нерезидентов к рынку государственных ценных бумаг ограничен, поэтому влияние процентного канала может сказываться только на потоке иностранных кредитных линий в банковскую систему.

Кроме того, изменение процентных ставок оказывает существенное влияние на сберегательное настроение населения, в частности, **на валютную структуру сбережений**. Так, более низкие по сравнению с инфляционными ожиданиями процентные ставки, могут привести к **росту долларизации сбережений**. Поэтому при принятии решений по денежно-кредитной политике Центральный банк будет принимать меры для **обеспечения положительной реальной процентной ставки на уровне 2-3%**.

Одной из мер по улучшению канала обменного курса является разрешение **нерезидентам** участвовать на рынке государственных ценных бумаг, что не только улучшит приток капитала в страну, но и приведет к развитию рыночной инфраструктуры.

В то же время для предотвращения валютных рисков необходимо постепенно увеличивать долю нерезидентов на рынке ценных бумаг и внедрять **необходимые инструменты управления рисками («хеджирование»)**.

На сегодняшний день, для воздействия на денежно-кредитные условия в экономике в основном используется процентный канал. При анализе канала обменного курса основное внимание уделяется таким показателям, как: **тренд реального эффективного обменного курса (РЭОК)** и отклонение от этого тренда, исходя из формирования спроса и предложения на внутреннем валютном рынке.

В текущих условиях (высокий дефицит по счету текущих операций, относительно низкий объем инвестиций) использование обменного курса в качестве инструмента для обеспечения жестких денежно-кредитных условий в среднесрочной перспективе может **негативно повлиять на макроэкономическую стабильность**, что потребует **дополнительных интервенций со стороны Центрального банка**.

Следовательно, положительный разрыв РЭОК должен возникать, **естественным образом**, на основе **спроса и предложения**, сформированного на внутреннем валютном рынке в условиях значительного притока иностранной валюты.

При этом в условиях укрепления обменного курса **падение цен на импорт** оказывает понижающее давление на инфляцию. Одновременно с этим может ограничивать экспорт, что потребует **дальнейшего анализа**

структуры экспорта и углубленного изучения влияния обменного курса на него, чтобы определить силу этого воздействия.

Учитывая, что основную часть экспорта страны составляет сырье, колебания обменного курса не оказывают сильного влияния на него. В ближайшие годы появится возможность использовать канал обменного курса **для создания факторов дезинфляции**, при условии обеспечения баланса между экономическим ростом и инфляцией.

Кроме того, относительно стабильный обменный курс также вызывает снижение инфляционных ожиданий хозяйствующих субъектов, что **косвенно** влияет на снижение инфляции. Также уменьшается долларизация сбережений, а их возврат в банковскую систему создаст факторы, которые будут стимулировать экономический рост за счет формирования устойчивых инвестиционных ресурсов в экономике.

Кредитный канал. Кредитный канал сильно связан с процентным каналом, изменения процентных ставок оказывают значительное влияние на объем кредитования и, через него, на экономический рост. Однако, как отмечалось выше, влияние изменений процентных ставок на рост кредитования в нашей экономике относительно невелико из-за **«инвестиционного голода»**, который возник в последние годы, **практики льготного кредитования и долларизации кредитов.**

Данная зависимость сильнее отражается на **субъектах предпринимательства**. Снижение рентабельности бизнес-проектов с увеличением процентных ставок снижает спрос на кредиты. В результате, в экономике наряду с совокупным спросом наблюдается уменьшение совокупного предложения.

В домохозяйствах, напротив, влияние повышенных процентных ставок на объем кредитов населению меньше из-за высокого спроса на них и высоких инфляционных ожиданий.

Следовательно, существует необходимость в применении пруденциальных нормативных мер, в частности, усилении требований по соотношению кредитов к доходам (“Loan-to-Income” ratio).

Указом Президента Республики Узбекистан от 18 ноября 2019 года «О совершенствовании денежно-кредитной политики с поэтапным переходом на режим инфляционного таргетирования» предусматривается предоставление всех льготных кредитов с **1 января 2020 года** по

процентным ставкам не ниже основной ставки Центрального банка, а с **1 января 2021 года** по рыночным ставкам.

Снижение уровня долларизации кредитов – это относительно длительный процесс, связанный со снижением процентных ставок по кредитам в национальной валюте и широким внедрением инструментов хеджирования валютных рисков.

Также на данный момент кредиты в иностранной валюте выдаются, в основном, на финансирование **инвестиционных проектов и импорт товаров и услуг**. Ожидается, что долларизация кредитов снизится с увеличением доли товаров и услуг, производимых внутри страны, и увеличением иностранных инвестиций.

Канал инфляционных ожиданий. Еще одним важным каналом трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики является канал инфляционных ожиданий, который играет важную роль в определении **объемов валового потребления, сбережений и инвестиций в экономику**.

С целью изучения канала инфляционных ожиданий, с 2018 года Центральный банк начал ежемесячное обследование по определению **ощущаемой инфляции, инфляционных ожиданий населения и предприятий и факторов, которые их формируют**.

Результаты опроса за 2018-2020 годы показывают, что **колебания обменного курса** являются ключевым фактором формирования инфляционных ожиданий в экономике. В ближайшие годы Центральный банк намеревается еще больше усилить коммуникацию денежно-кредитной политики, укрепляя доверие к ней путем достижения промежуточных целей по инфляции, **приближая ожидания к целевым показателям инфляции**.

Канал инфляционных ожиданий неразрывно связан с процентным каналом. Изменение процентных ставок влияет на инфляционные ожидания, что, в свою очередь, является основой для установления **сбалансированных (нейтральных) процентных ставок по депозитам и кредитам в экономике**.

В частности, в условиях, когда сохраняются высокие инфляционные ожидания и одновременно падают процентные ставки, население не стремится вкладывать средства в депозиты по низким процентным ставкам,

и в результате, снижение средних процентных ставок по депозитам **может быть несоразмерным со снижением основной ставки.**

То есть инфляционные ожидания являются фактором, который напрямую влияют на эффективность процентного канала, и формирование данных ожиданий в соответствии с целевыми показателями инфляции играет важную роль в обеспечении эффективности процентного канала.

По мере развития финансовых рынков Центральный банк приступит к изучению инфляционных ожиданий по сегментам, в частности, **ожиданий финансовых аналитиков и участников рынка.**

Это связано с тем, что **ожидания участников финансового рынка** влияют на формирование цен на рыночные инструменты, обеспечивая эффективную передачу решений денежно-кредитной политики в экономику через **«канал активов».**

Также важно изучить инфляционные ожидания **банковской системы**, которые оказывают значительное влияние на процентные ставки по кредитам и депозитам. Поэтому в будущем планируется проведение опросов по инфляционным ожиданиям сотрудников банковской системы.

Коммуникационный канал. Эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики во многом зависит от доверия хозяйствующих субъектов к банковской системе, Центральному банку и национальной валюте. Повышение данного доверия играет **важную роль в успехе денежно-кредитной политики.**

Учитывая важность канала при переходе к таргетированию инфляции, Центральный банк уделяет большое внимание развитию коммуникационной политики, **открытости данных и прозрачности деятельности.**

В данное время, разрабатывается **Стратегия развития коммуникационной политики Центрального банка** и комплекс мер, которые необходимо реализовать в 2021-2023 годах.

В первую очередь, особое внимание будет уделено дальнейшему совершенствованию коммуникаций денежно-кредитной политики. В ближайшие годы будет продолжена практика публикации **пресс-релизов** (8 раз в год) по итогам каждого заседания Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки и **проведения пресс-брифингов с участием Председателя Центрального банка.**

Также планируется **регулярно информировать общественность** о режиме инфляционного таргетирования, его особенностях и роли в обеспечении макроэкономической стабильности, а также о проводимой в этом направлении работе.

В частности, в ближайшие годы планируется организация встреч для широкой общественности, семинаров для сотрудников образовательных учреждений и банковской системы, интервью в СМИ и публикация статей и исследований.

В свою очередь, Центральный банк продолжит работу по дальнейшему совершенствованию информационно-аналитических публикаций «Обзор денежно-кредитной политики», «Обзор инфляции и инфляционных ожиданий», «Обзор ликвидности банковской системы», «Уровень жизни и инфляция», выпускаемых ежеквартально.

Следует отметить, что **развитие коммуникационного канала** повысит доверие населения к банковской системе, денежно-кредитной политике, проводимой Центральным банком, анализу Центрального банка по инфляции и покупательной способности национальной валюты, а это - одна из **важнейших задач** при переходе к таргетированию инфляции.

Сущность инфляционных ожиданий и основные факторы

Инфляционные ожидания - важные индикаторы, влияющие на решения населения и бизнеса в отношении потребления, сбережений и инвестиций. В то же время инфляционные ожидания оказывают существенное влияние на уровень цен, экономический рост и формирование инвестиционных ресурсов через свое влияние на формирование совокупного спроса в экономике.

В рамках режима таргетирования инфляции для повышения эффективности денежно-кредитной политики важно постоянно анализировать инфляционные ожидания хозяйствующих субъектов и обеспечивать их формирование в пределах целевого показателя инфляции.

С 2018 года Центральный проводит регулярные опросы среди населения и субъектов предпринимательства по всей стране с целью оценки инфляционных ожиданий в экономике и выявления факторов, влияющих на них. По результатам этих опросов оценивается уровень инфляции, ощущаемый населением и бизнесом, и факторы, которые ее создают, инфляционные ожидания на ближайший период и потребительские настроения.

Инфляционные ожидания населения и субъектов хозяйствования в январе-сентябре 2020 года формировались в условиях изменчивой тенденции. В частности, введение карантинных ограничений в связи с пандемией в марте привело к значительному увеличению инфляционных ожиданий населения из-за увеличения совокупного спроса на основные продукты питания и роста цен на них, а сокращение производства из-за карантина привело к росту инфляционных ожиданий бизнеса.

Рис.1. Динамика инфляционных ожиданий
(годовое изменение, %)

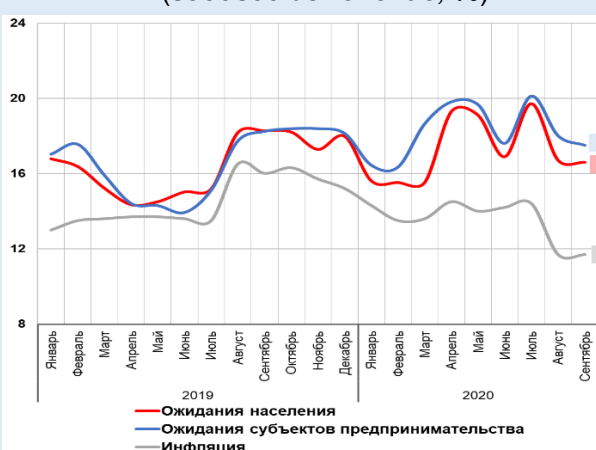


Рис.2. Основные факторы инфляционных ожиданий населения
(доля респондентов, % *)

Фактор	2020								
	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь
Влияние пандемии	-	-	-	70	67	59	71	53	49
Рост курса доллара	64	54	49	66	54	46	44	47	45
Повышение цен монополий	-	-	-	-	48	31	45	25	29
Ухудшение конкурентной среды	16	14	16	40	39	27	39	22	22
Ограничение импорта	14	15	17	43	36	27	34	23	22
Сезонные факторы	25	23	21	23	20	20	19	20	22
Снижение объемов производства	15	13	15	37	33	21	33	20	17
Рост зарплат и пенсий	59	58	50	13	9	10	10	16	14
Рост транспортных расходов	22	26	18	21	21	17	25	17	13
Увеличение налогового бремени	22	20	18	21	14	14	17	10	13
Увеличение объемов кредитования населения	10	13	12	15	12	14	11	10	11
Подорожание энергоресурсов и коммунальных услуг	40	38	34	16	14	11	13	12	11

*Красный цвет означает относительно большую долю респондентов указавших как фактор, влияющий на будущий рост цен, зеленый цвет означает относительно небольшую долю всех респондентов указавших как фактор, влияющий на будущий рост цен.

Источник: расчеты Центрального банка на основе опроса об инфляционных ожиданиях

Основными факторами формирования инфляционных ожиданий населения и бизнеса в I квартале 2020 года стали ожидаемая девальвация национальной валюты, повышение заработной платы и пенсий с 1 февраля, а также ожидаемое ежегодное увеличение коммунальных платежей.

В течение апреля-мая инфляционные ожидания хозяйствующих субъектов существенно выросли. В основном это объясняется девальвацией национальной валюты в апреле, ростом цен на основные продукты питания во время пандемии, снижением импорта в условиях сбоев во внешней торговле.

В то время как постепенное ослабление карантина в июне привело к значительному снижению инфляционных ожиданий, инфляционные ожидания населения и бизнеса снова вернулись к восходящей тенденции из-за повторного введения ограничений в июле. В августе-сентябре ослабление карантинных ограничений и постепенное восстановление экономической активности привели к снижению инфляционных ожиданий.

Следует отметить, что девальвация национальной валюты по-прежнему оказывает существенное влияние на формирование инфляционных ожиданий населения и бизнеса, и одной из важных задач в рамках инфляционного таргетирования, является обеспечение того, чтобы инфляционные ожидания находились в пределах целевого показателя инфляции.

В настоящее время инфляционные ожидания формируются на гораздо более высоком уровне, чем реальный уровень инфляции или его целевые показатели, и прозрачная коммуникационная политика также играет важную роль в их снижении. В частности, своевременное информирование населения о мерах, принимаемых Центральным банком по обеспечению ценовой стабильности в экономике, и налаживание эффективного канала коммуникаций положительно скажется на формировании инфляционных ожиданий.

Количественная оценка коммуникационной активности в сфере денежно-кредитной политики

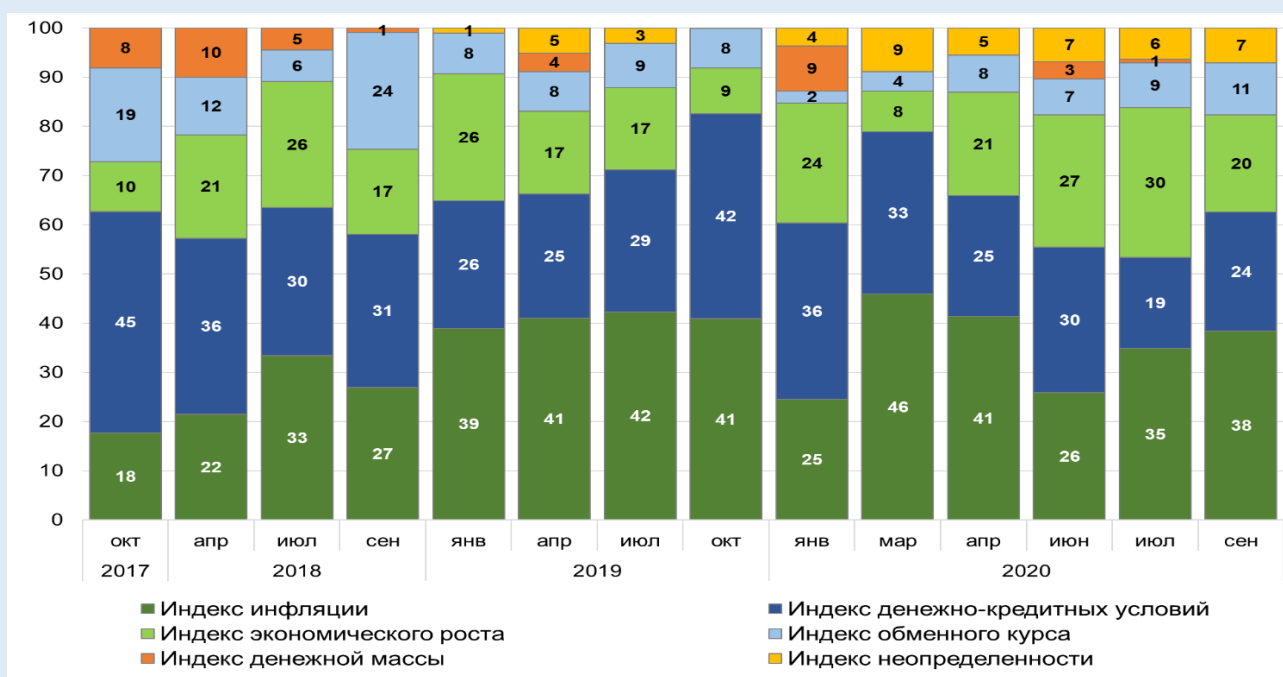
С 2021 года планируется количественная оценка коммуникационной активности в сфере денежно-кредитной политики. При этом отношение общества к публикациям по денежно-кредитной политике анализируется **в 3 этапа**. В этом анализе будет использован опыт исследований, проведенных зарубежными центральными банками и международными исследовательскими институтами¹.

На **I этапе** Центральный банк определяет, что важно при формировании пресс-релизов по основной ставке. На основе структуры пресс-релиза были разработаны **6 различных индексов** и для каждого индекса был создан **набор ключевых слов**.

$$I = \frac{\text{количеством знаков по категории}}{\text{общее количество знаков}}$$

Эти индексы рассчитываются на основе **инфляции, денежно-кредитных условий, обменного курса, денежной массы, экономического роста и неопределенностей**. В печатном пресс-релизе подсчитывается, сколько знаков соответствует каждому индексу, и определяется вес индекса.

Рис. 1. Структура пресс-релизов Центрального банка



До 2017 года не было подробного объяснения решения Центрального банка по ставке рефинансирования, только официальное уведомление о решении Правления без анализа, в кратком тексте. Анализ пресс-релизов показывает, что с 2018 года меняется разнообразие и содержание предоставляемых данных.

С началом перехода к таргетированию инфляции данные о рисках и неопределенностях начали увеличиваться, а данные о денежной массе начали

снижаться. Также в случаях изменения обменного курса в пресс-релизах увеличились объяснения его факторов и основных причин.

В соответствии с изменениями макроэкономических условий в 2019-2020 годах направление данных в пресс-релизах и их содержание также существенно меняются. В пресс-релизах содержится подробная информация об **инфляции и инфляционных ожиданиях, денежно-кредитных условиях и состоянии внутренней экономической активности** в качестве основных компонентов.

На **II этапе** будет оцениваться реакция общественности на публикации по денежно-кредитной политике. Для этого рассчитывается индекс восприятия денежно-кредитной политики населением и предпринимателями. Необходимые данные для расчета индекса собирает Центральный банк посредством **периодических** (один раз в квартал) **опросов** в социальных сетях среди населения и предпринимателей.

Индекс восприятия денежно-кредитной политики – **Индекс коммуникаций (CI)** – рассчитывается на основе оценки следующих показателей:

$$CI = 0,25 * V + 0.15 * C + 0.15 * A + 0.15 * D + 0.15 * R + 0.15 * P$$

бунда,

V – объем предоставляемых сведений (*Volume*)

C – ясность предоставляемой информации (*Clarity*)

A – точность предыдущих прогнозов (*Accuracy*)

D - уровень обсуждения - общий объем обратной связи (*Discussion*)

R – уровень читаемости – количество просмотров (*Readability*)

P – общее мнение-общий уровень положительных комментариев (*Positive comments*)

Бунда, Марказий банк томонидан аҳоли ўртасида сўровнома ўтказилади ва сўров натижаларига кўра ҳар бир кўрсаткичга **0 дан 10 гача** бўлган шкала бўйича алоҳида балл берилади.

При этом Центральный банк проводит опрос среди населения, и по результатам опроса каждому показателю выставляется отдельная оценка по шкале от **0 до 10**.

1. (**V**) объем предоставленных данных по затронутым темам (инфляция, экономический рост, риски и т. д.): 0 = недостаточный, 10 = достаточный.

2. (**C**) Ясность информации, предоставляемой Центральным банком: 0 = полностью непонятно, 10 = полностью понятно.

3. (**A**) точность предыдущих прогнозов: 0 = большая разница, 10 = точно.

¹ How do central banks write? An evaluation of inflation targeting central banks. A. Fracasso, H. Genberg, C. Wyplosz. International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, Switzerland. Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, the United Kingdom. Norges Bank. 2003. Central bank communication: A quantitative assessment, E. Ernst, R. Merola, International Labor Office. Research Department. Working Paper No. 33. August 2018.

4. **(D)** уровень обсуждения: каждые 10 комментариев = 1 балл, 100 и более комментариев = 10 баллов.

5. **(R)** уровень читаемости: каждые 100 просмотров = 1 балл, 1000 и более просмотров = 10 баллов.

6. **(P)** доля позитивных в общем количестве комментариев: до 10% = 1 балл, 100%= 10 балл.

Динамика коммуникационного индекса (чем ближе к 10, тем выше эффективность коммуникационной политики) сравнивается с динамикой инфляционных ожиданий. **Обратно пропорциональное изменение динамики двух показателей** свидетельствует о росте влияния коммуникационной политики Центрального банка на формирование инфляционных ожиданий.

На **III этапе** будут проводиться опросы для **оценки актуальности** информационных инструментов и каналов.

Опросы будут проводиться среди экономистов, представителей других отраслей и СМИ. Вопросы в основном будут связаны с **коммуникационными инструментами** Центрального банка (пресс-релизы, денежно-кредитные обзоры, выступления, основные направления, пресс-конференции, интервью и т.д.), **информационными каналами** (веб-сайты, социальные сети, публикации, теле- и радиопередачи, прямое общение и семинары, выездные презентации).

Результаты опроса позволят выявить наиболее актуальные проблемы в данной сфере для широкой общественности и улучшить стратегию денежно-кредитной коммуникации.

Приложения

Приложение 1

График заседаний Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки в 2021 году

Заседания Правления ЦБ по рассмотрению основной ставки в 2021 году будут проводиться по следующему графику:

21 января;

11 марта;

22 апреля;

10 июня;

22 июля;

9 сентября;

21 октября;

9 декабря.

По итогам всех заседаний Правления, на официальном сайте Центрального банка будет публиковаться пресс-релиз Центрального банка.

Также, по итогам заседаний Правления 21 января, 22 апреля, 22 июля и 21 октября, будет опубликован «Обзор денежно-кредитной политики» и проводится пресс-брифинг с участием руководства Центрального банка.

Эконометрический анализ факторов инфляции

Оценка факторов, влияющих на инфляцию, с использованием динамической регрессионной модели (DOLS)

Центральный банк проанализировал влияние факторов спроса и предложения, импортной инфляции и монетарных компонентов с использованием модели динамической регрессии (DOLS) на уровень базовой инфляции. Преимущество этой модели перед простыми регрессионными моделями состоит в том, что она обеспечивает более точную и более правильную оценку коэффициентов эластичности инфляции.

Анализ был основан на исследовании, проведенном Банком международных расчетов (BIS, 2001) путем количественной оценки влияния **спроса и предложения** (разрыва выпуска и индекса цен производителей, соответственно) на инфляцию.

В модели использовались обменный курс (импортная инфляция), разрыв денежной массы, а также инфляционные ожидания для оценки влияния монетарных факторов на базовую инфляцию.

Спецификация уравнения модели DOLS:

$$\Delta p_t = \gamma_0 + \gamma_1(L)\Delta p_{t-1} + \gamma_2(L)\hat{\theta}_{t-4} + \gamma_3\hat{m}_{t-1} + \gamma_4\Delta(L)Z_{t-1} + \gamma_5\Delta(L)p_t^{ppi} + \gamma_6\Delta(L)Index_{t-3}^{FAO} + \varepsilon_t^p$$

Таблица 1. Характеристика переменных модели

Факторы инфляции		Показатели	Обозначения
Автономные факторы	Инерция базовой инфляции	Авторегрессионный показатель	Δp_{t-1}
Инфляционный спрос	Разрыв выпуска	Отклонение фактического объема выпуска от потенциального	$\hat{\theta}_t$
Монетарные факторы	Изменение предложения денег	Отклонение предложения денег от долгосрочного тренда	\hat{m}_t
Инфляция предложения	Индекс цен производителей	Изменение средних цен сырьевых товаров	p_t^{ppi}
Импортируемая инфляция	Индекс ФАО	Индекс продовольственных цен (ФАО)	$Index_t^{FAO}$
	Обменный курс	Среднеквартальный номинальный обменный курс суема к доллару США	Z_t

Расчеты основаны на квартальных данных и охватывают период с I квартала 2010 года по I квартал 2020 года.

Для оценки точности и качества используемой модели были выполнены стандартные статистические тесты. В то же время полученные результаты показывают статистическую значимость показателей модели.

Особенности оценки модели

В большинстве моделей оценки инфляции в развитых странах в качестве индикатора спроса используется единственная переменная – разрыв выпуска, а денежные переменные (денежная масса или рост кредита) напрямую не используются. Это можно объяснить тем, что денежно-кредитная политика в этих странах носит эффективный и быстродействующий характер. Также существует сильная связь между реальными процентными ставками и формированием спроса в этих странах.

Связь между реальными процентными ставками и спросом также важна в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики в развивающихся странах. Однако работа передаточного механизма в развивающихся странах отличается от работы в развитых странах.

Во-первых, разрыв выпуска в развивающихся странах по причине неточности оценки не полностью отражает динамику формирования спроса. В этом случае использование индикаторов разрыва производства и денежной массы позволяет более точно оценить динамику со стороны спроса. Соответственно, существующий разрыв денежной массе может частично покрыть эффект разрыва выпуска.

Во-вторых, неразвитость финансовых рынков - фактор, снижающий уровень взаимосвязи между процентными ставками и инфляцией. Также рост денежной массы в экономике можно использовать как индикатор спроса в будущем. Это в свою очередь считается фактором роста инфляционные ожидания (BIS, 2001).

Результаты моделирования

Факторы спроса. Увеличение разрыва выпуска на 1 процентный пункт увеличит базовую инфляцию на **0,16 процентного пункта**, и эффект продлится до 12 месяцев.

Факторы предложения. Влияние индекса производителей на индекс потребительских цен составляет **0,09%**.

Монетарные факторы. Отклонение денежной массы на 1 процент от ее долгосрочного тренда влияет на базовую инфляцию в течение 1 квартала, и этот эффект составляет **0,08 процентного пункта**.

Импортная инфляция. Влияние изменения обменного курса на базовую инфляцию продолжается с 1 квартала до 4 квартала, при этом коэффициент эластичности составляет **0,06 процентных пункта** (*При этом влияние девальвации на инфляционные ожидания не принималось во внимание*).

В модели использован индекс ФАО в качестве альтернативного индикатора изменения импортных цен (индекс рассчитывался на основе средних цен и весовых показателей по 5 товарным группам - мясо, молоко, зерно, растительное масло и сахар). Влияние этого изменения на базовую инфляцию во 2 квартале составило **0,06 процентных пункта**.

Инерционная инфляция. Помимо вышеперечисленных факторов в модель была включена инерционная составляющая, влияние которой составило **0,27%**. При этом, повышение цен на 1 процент в предыдущем квартале приведет к росту текущих цен на **0,27 процентных пункта**.

Оценка монетарных факторов инфляции с помощью авторегрессионной модели (ARDL) с распределенным лагом

Центральный банк использовал ARDL, модель авторегрессии, которая учитывает распределенные лаги, для количественной оценки влияния факторов спроса и предложения на инфляцию, а также для изучения долгосрочных и краткосрочных эффектов.

Эта модель также в случае кратковременных изменений и отклонений позволяет оценить скорость возврата индекса потребительских цен к долгосрочному тренду.

Спецификация уравнения модели ARDL:

$$INF_{core} = A_0 + \sum_{i=1}^{i=p} A_i INF_{core\ t-i} + \sum_{i=0}^{i=q} B_i EXR_{t-i} + \sum_{i=0}^{i=m} C_i M2_{t-i} + \sum_{i=0}^{i=n} D_i Y_gap_{t-i} + \sum_{i=0}^{i=h} F_i PPI_{t-i} + \varepsilon_t$$

Анализ включает квартальные показатели, охватывающие период с I квартала 2010 года по II квартал 2020 года, и состоящий из 42 наблюдений.

Таблица 2. Характеристика переменных модели

Факторы инфляции		Показатели	Обозначения
Автономные факторы	Инерция базовой инфляции	Авторегрессионный показатель	$INF_{const-5}$
Монетарные факторы	Изменение предложения денег	Денежная масса (M2)	$M2_{t-1}$
	Обменный курс	Среднеквартальный номинальный обменный курс сума к доллару США	EXR_{t-5}
	Индекс цен производителей	Изменение средних цен сырьевых товаров	PPI_{t-5}
	Разрыв выпуска	Отклонение фактического объема выпуска от потенциального	Y_{gap}_{t-3}

Особенности оценки модели

Инфляционное давление проявляется через влияние обменного курса на цены импортируемых товаров. Это оказывает влияние на инфляционные ожидания, а также на цены комплектующих и конечных потребительских товаров при производстве отечественных товаров. Рост кредитов экономике через канал кредитования экономики и, соответственно, рост денежной массы также приводит к росту цен.

Появление положительной разрыва ВВП свидетельствует об отклонении совокупного спроса в экономике от уровня потенциала производства. В результате давление на цены возрастает.

Индекс цен производителей изменяется в ответ на изменение цен на импортируемые из зарубежных стран комплектующие и сырье, используемые при производстве отечественных товаров и услуг, а также регулируемых цены (тарифы на электроэнергию, газ, воду и т.д.). Этот фактор инфляции носит долгосрочный характер и больше отражает инфляцию со стороны предложения.

Результаты моделирования

По результатам полученным с применением данной модели существуют среднесрочные статистические взаимосвязи между выбранными переменными и инфляцией.

При этом, было установлено, что чувствительность уровня инфляции к денежной массе и индексу цен производителей в период с 1 по 4 квартал относительно высока.

Факторы предложения. Увеличение индекса цен производителей на 1 процентный пункт приведет к увеличению базовой инфляции на **0,3 процентного пункта** в среднесрочной перспективе, а в краткосрочной перспективе (1 квартал) этот эффект составит **0,17 процентного пункта**.

Монетарные факторы. Увеличение роста денежной массы на 1 процентный пункт приведет к увеличению базового индекса потребительских цен на **0,17 процентного пункта** в среднесрочной перспективе.

Импортируемая инфляция. Результаты оценки краткосрочных эффектов в модели показали, что существует статистически значимая взаимосвязь инфляции с обменным курсом и относительно слабая взаимосвязь в долгосрочном периоде. Девальвация национальной валюты на 1 процент вызовет рост цен на **0,06 процентных пункта** в 1 квартале. Тот факт, что долгосрочные эффекты импортируемой инфляции незначительны, можно объяснить тем, что более полное влияние этого фактора отражается в ценах производителей.

Факторы спроса. Результаты модели ARDL показали, что краткосрочное влияние разрыва выпуска на инфляцию было незначительным. Это объясняется тем, что разрыв выпуска влияет на цены в долгосрочной перспективе, поскольку экономика стремится к состоянию долгосрочного равновесия.

Анализ влияния роста кредита на базовую инфляцию с использованием модели векторной байесовской авторегрессии (BVAR)

Чтобы оценить влияние увеличения кредитования экономики на инфляцию, был проведен анализ на основе модели векторной байесовской авторегрессии с использованием метода, разработанного Литтерманом (1986).

Спецификация уравнения модели

$$Y_t^n = X_t^n \alpha + Z_t^n \beta + \epsilon_t, n \in \overline{1,3}$$

где, Y_t^n – вектор эндогенных переменных, X_t^n - матрица изолированных значений эндогенных переменных для группы n, Z_t^n – вектор экзогенных переменных.

В расчетах использовались ежемесячные данные по инфляции, кредитам в национальной и иностранной валюте с января 2006 г. по май 2020 г.

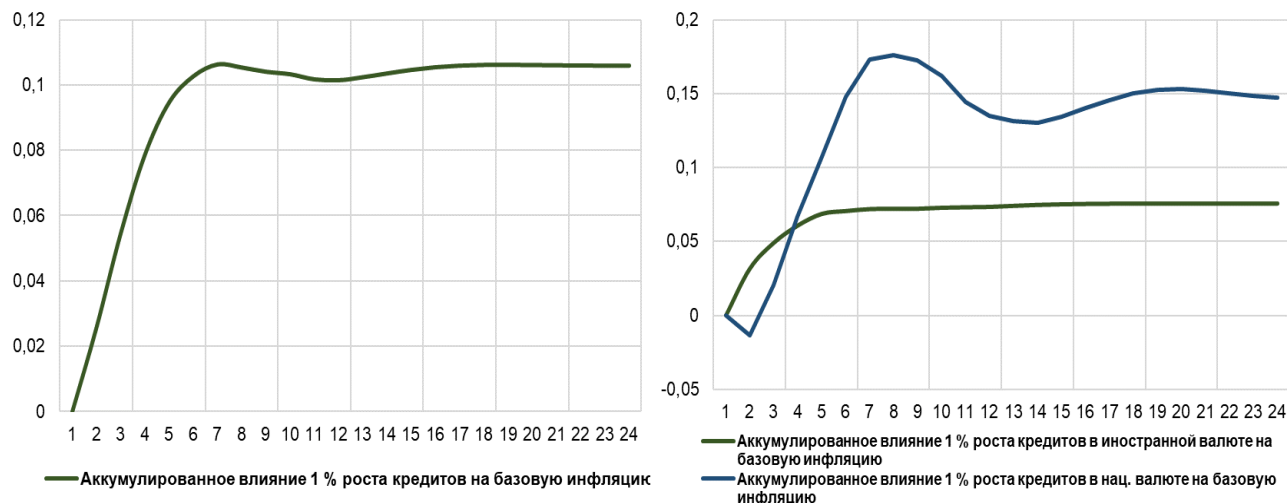
Результаты моделирования

Анализ выявил долгосрочную взаимосвязь между инфляцией и ростом кредитования. При этом, увеличение кредитов на 1 процентный пункт приведет к увеличению базовой инфляции на **0,1 процентного пункта**, а полный эффект наступит через два квартала.

Рост кредитов в национальной валюте сильнее влияет на базовую инфляцию, и его полное влияние наступит через **7-8 месяцев**. По результатам количественной оценки увеличение кредитов в национальной валюте на 1 процентный пункт приведет к увеличению базовой инфляции на **0,2 процентного пункта**.

Полный эффект от увеличения долгосрочных кредитов в иностранной валюте на 1 процентный пункт наступит через 4-5 месяцев, что приведет к увеличению инфляции на **0,08 процентного пункта**.

Рис. 1. Влияние роста кредитов на базовую инфляцию



В целом, из анализа факторов инфляции с использованием DOLS, ARDL и BVAR можно сделать следующие выводы:

- снижение влияния факторов спроса на уровень цен связано с оптимизацией разрыва выпуска и темпов роста кредитов;
- появление высокого спроса объясняется стимулирующей налогово-бюджетной политикой и ростом доходов предприятий.

В то же время тот факт, что рост государственных расходов и доходов населения соответствует росту производительности в экономике, замедлит рост цен.

- для снижения давления со стороны факторов предложения важно снизить зависимость отечественных производителей от волатильности обменного курса и повысить эффективность производства.

Зарубежный опыт вливания денежных средств в экономику

Макроэкономическая теория и исследования в этой области подтвердили, что денежно-кредитная политика не имеет потенциала влиять на долгосрочный экономический рост. В долгосрочном плане денежно-кредитная политика **нейтральна**, что позволит обеспечить макроэкономическую стабильность только за счет уравнивания краткосрочных колебаний экономического цикла и снижения инфляции.

В последние годы расширяется практика совершенствования денежно-кредитной политики большинства стран, в частности, переход к **таргетированию инфляции**. В этом режиме влияние денежно-кредитной политики на экономику будет эффективным из-за свободного плавающего обменного курса и отсутствия фискального доминирования.

По мнению Международного валютного фонда и зарубежных экспертов, заимствование у центрального банка - рискованная практика. Это приводит к необоснованному увеличению денежной массы и оказывает давление на внутренние цены и стабильность обменного курса.

Поэтому в практике финансирования государственных расходов целесообразно исходить из баланса между поддержанием низкого уровня инфляции и целями поддержки реального экономического роста.

Зарубежный опыт показывает, что центральные банки не являются прямыми кредиторами государства как в развитых, так и в развивающихся странах. В частности, в Еврозоне, Индонезии, Израиле, Китае, странах СНГ, таких как Россия, Беларусь, Казахстан и Азербайджан, закон **запрещает** центральным банкам напрямую финансировать дефицит государственного бюджета и оказывать финансовую помощь правительству.

В соответствии со статьей 6 Закона «О Центральном банке Республики Узбекистан» Центральный банк **не предоставляет займы или финансовую помощь** Правительству Республики Узбекистан, другим государственным органам и организациям, в том числе для финансирования дефицита Государственного бюджета Республики Узбекистан.

Законодательный запрет на прямое кредитование Центральным банком правительства обеспечивает независимость денежно-кредитной

политики позволяет снизить инфляцию и повышает доверие населения и бизнеса к банковской системе, и национальной валюте.

Во время экономического кризиса или рецессии существует ряд способов **направить деньги в экономику** и тем самым стимулировать реальный рост, при этом **развитые страны** получают определенные преимущества. В частности, США являются эмитентом одной из основных мировых резервных валют и крупнейшим рынком капитала, и вероятность **долгового кризиса** в стране очень мала.

При этом основная цель в развитых странах - не финансирование бюджетного дефицита, а поддержка экономической активности и обеспечение стабильности финансовых рынков, используя самые разные **нестандартные подходы**.

В первую очередь это связано с ограниченными возможностями **традиционных инструментов** денежно-кредитной политики в развитых странах. В частности, в большинстве из них ключевые ставки центрального банка и доходность по государственным облигациям **близка к нулю** (или отрицательна), а центральные банки используют **нетрадиционные инструменты**, которые связаны с **расширением их балансов**.

В этом случае программы **количественного и (или) качественного смягчения** используются совместно с фискальной политикой. Спрос на такие инструменты будет расти по мере приближения процентных ставок к нулю, ограничивая возможность передачи решений денежно-кредитной политики в экономику через канал процентных ставок.

Количественное смягчение - это практика покупки финансовых активов центральным банком, которая направляет дополнительные деньги в экономику за счет покупки государственных облигаций, корпоративных акций и облигаций на баланс банка.

В результате решение о смягчении денежно-кредитной политики будет передано экономике через банки, и процентные ставки упадут (эффект цены).

Качественное смягчение - это практика Центрального банка по изменению состава активов, обычно путем продажи **высоколиквидных активов** (иностранная валюта, золото, государственные ценные бумаги и т.д.) и размещения средств от продажи в **низколиквидные активы**

(ценные бумаги, обеспеченные активами, низкокачественные кредиты в банках).

В то же время в условиях глубокого кризиса применяется **сочетание** количественных и качественных программ смягчения (наряду с ростом баланса ЦБ, изменением качества активов). Такой подход усилит трансмиссию денежно-кредитной политики, направляя деньги в конкретные проблемные области.

Опыт Европейского центрального банка (ЕЦБ). ЕЦБ может покупать и продавать ценные бумаги напрямую на вторичных торгах, и такой подход к денежно-кредитной политике используется **только для балансирования ликвидности финансовой системы.**

Кроме того, ЕЦБ может покупать государственные и корпоративные ценные бумаги, ценные бумаги, обеспеченные активами, в **рамках нетрадиционных мер денежно-кредитной политики**, и эта практика служит для поддержки экономической активности.

Опыт Банка Японии. Банк Японии вливает дополнительные средства на финансовый рынок за счет вторичных покупок государственных и корпоративных ценных бумаг, в частности корпоративных акций.

С сентября 2016 года Япония ввела программу управления кривой доходности путем количественного и качественного смягчения, и Банк Японии будет покупать государственные ценные бумаги напрямую, чтобы достичь целевого показателя процентных ставок. В то же время Банк Японии покупает государственные ценные бумаги не для покрытия дефицита бюджета, а для повышения эффективности денежно-кредитной политики.

Опыт Банка России. Операции, связанные с куплей-продажей ценных бумаг на открытом рынке Банком России, осуществляются в **относительно небольших масштабах** как инструмент регулирования ликвидности банковской системы.

Согласно закону, Банк России может покупать и (или) продавать государственные и корпоративные долговые ценные бумаги (акции - только в рамках операций РЕПО).

При этом покупка государственных ценных бумаг Банком России может осуществляться **только на вторичном рынке** (с целью ограничения возможности прямого финансирования бюджета).

Эффективность программ **количественного и качественного смягчения** развитых стран, в значительной степени неоднозначна. В частности, **деньги, направляемые в экономику, часто не достигают реального сектора из финансовой системы**, и приводят к увеличению стоимости финансовых активов, оставаясь в финансовой системе.

Это также создает определенный уровень **инфляционного давления** в развитых странах за счет увеличения ликвидности.

В развивающихся странах такие программы не используются из-за **неразвитости финансовых рынков и рынков капитала, ограниченного совокупного предложения** в экономике и **высоких темпов инфляции**.

В то же время на фоне текущего ухудшения экономических условий и сокращения совокупного предложения вливание избыточных средств в экономику оказывает существенное давление на инфляцию, а также через рост импорта на курс национальной валюты.

Следует отметить, что развитые страны могут без особых проблем вливать в свою экономику большие суммы денег, что объясняется эффективным построением цепочек поставок.

В целом практика направления денег в экономику, как отмечалось выше, используется для возврата инфляции к целевому показателю и стимулирования экономической активности в странах, которые не могут использовать традиционные инструменты денежно-кредитной политики в период кризиса и сильного дефляционного давления.

В условиях нашей страны реализация программ количественного и качественного смягчения может ускорить инфляцию, дестабилизировать макроэкономическую ситуацию и оказать серьезное негативное влияние на благосостояние населения.

Анализ немонетарных факторов инфляции: направления снижения их влияния на инфляцию в среднесрочной и долгосрочной перспективе

Факторы, влияющие на изменение цен на товары и услуги в экономике, делятся на монетарные и немонетарные. Монетарные факторы включают действия, которые приводят к увеличению/снижению инфляции в среднесрочной перспективе под влиянием изменений денежной массы и объема кредитов в экономике.

На немонетарные факторы не влияет денежно-кредитная политика, проводимая Центральным банком.

К таким факторам относятся внешнеэкономические условия, структурные факторы (условия конкуренции, показатели предложения и качества рабочей силы, технологический уровень производства, транспортно-логистическая инфраструктура), регуляторные условия и факторы предложения товаров и услуг.

Немонетарные факторы инфляции условно разделены на три группы: внешнеэкономические, структурные и факторы, влияющие на предложение в среднесрочной перспективе.

К внешнеэкономическим факторам относятся факторы, на которые не могут повлиять меры правительства и Центрального банка, но в то же время вызывающие значительные изменения в стабильности внутренней экономики и инфляционных процессов. Внешние факторы в основном отражаются в макроэкономических показателях страны через такие каналы, как экспорт, международные денежные переводы и мировые цены на сырье, в основном из-за изменений цен на импортные товары и колебаний обменных курсов стран-партнеров.

С целью обеспечения устойчивости местной экономики к внешним шокам необходимо:

- диверсификация импорта социально значимых товаров, оптимизация механизмов тарифного и нетарифного регулирования, принятие систематических мер по обеспечению конкурентной среды на рынке импорта с целью снижения существующих рисков через каналы зарубежного импорта;

- расширение официальных каналов трудовой миграции, повышение квалификации, а также обеспечение защиты и безопасности трудовых мигрантов в зарубежных странах;

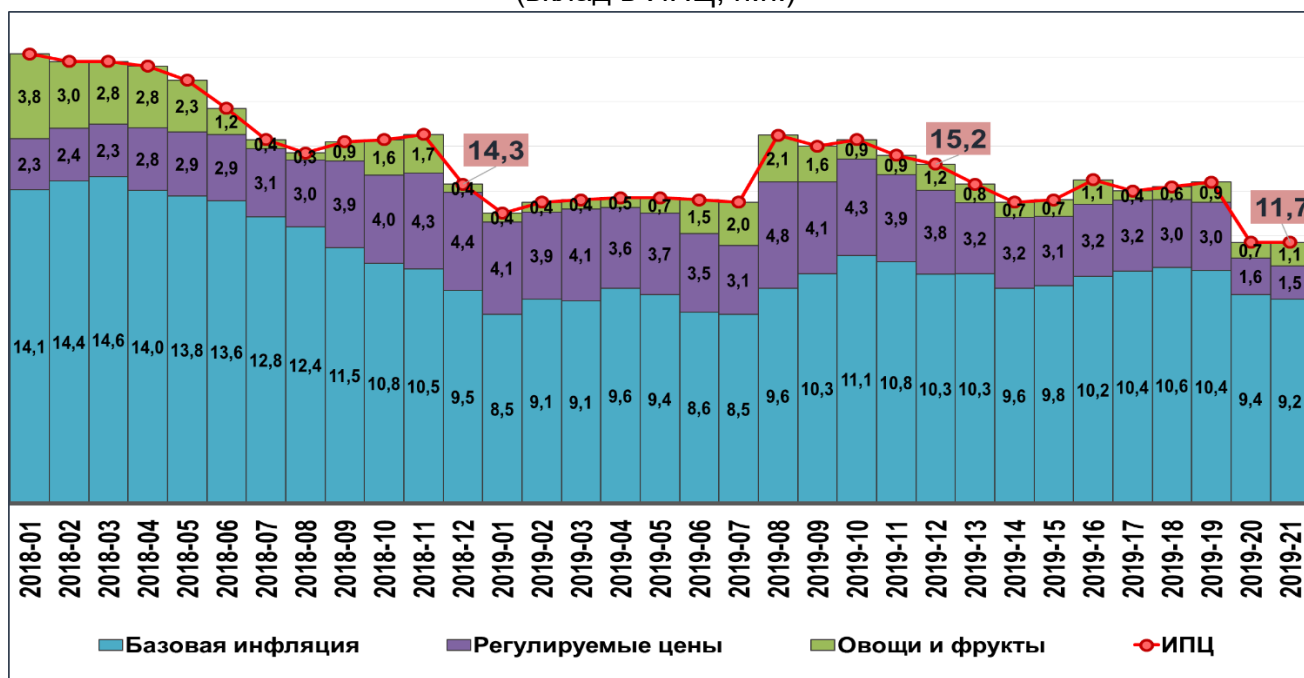
- необходимо принять меры по расширению экспорта товаров и услуг (программное обеспечение, разработки, онлайн-сервисы).

Вторая группа – внутренние немонетарные факторы влияет на формирование цен на разовой или системной основе. К ним относятся структурные и институциональные условия, которые меняются в результате продолжающихся реформ. Сущность, реализация и эффективность реформ могут иметь как повышающее, так и понижающее воздействие на инфляцию.

Структурные реформы в стране, в частности реформа государственных предприятий, либерализация регулируемых цен, изменения в тарифной и нетарифной политике управления и налоговые реформы, приводят к однократным проинфляционным (повышение инфляции) или дезинфляционным (снижение инфляции) шокам для некоторых товаров и услуг.

Изменения регулируемых цен в прошлые периоды значительно повышали инфляцию. В частности, если первичный вклад роста регулируемых цен на инфляцию в 2018-2019 годах был около 3,0-4,8 процентных пункта в год, то в январе-сентябре 2020 года этот показатель демонстрировал тенденцию к снижению, и на 1 октября его доля в годовой инфляции составляла 1,5%.

Рис.1. Динамика компонентов ИПЦ
(вклад в ИПЦ, п.п.)



Реформы государственных монополий позволят обеспечить формирование цен на производимые ими товары и услуги на основе рыночных принципов. В то же время эти реформы должны сопровождаться повышением эффективности и производительности, снижением энергопотребления и производственных затрат, а также улучшением качества продукции. Это, в свою очередь, будет способствовать стабилизации цен.

В снижении влияния внутренних немонетарных факторов на экономику ключевое значение имеет реализация следующих мер:

- установление жесткого контроля за эффективностью реформ на государственных предприятиях;

- внедрение ключевых показателей эффективности (KPI) и показателей энергопотребления для оценки эффективности государственных предприятий. В целях установления общественного контроля над предприятиями, ежеквартальная публикация рейтинга госпредприятий в СМИ по достигнутым показателям и финансовой отчетности.;

- обеспечение прозрачности формирования затрат предприятий-монополистов (государственных и частных) с целью предотвращения необоснованного повышения цен на товары и услуги;

- постепенное сокращение государственного участия в уставных капиталах (фондах) хозяйствующих субъектов, осуществляющих деятельность на конкурентных товарных и финансовых рынках, и запрет на создание на этих рынках государственных предприятий;

- дальнейшее улучшение конкурентной среды на рынках производства товаров народного потребления и усиление защиты прав частного предпринимательства;

- отказ от практики предоставления индивидуальных налоговых и таможенных льгот, а также пересмотр существующих льгот и преференций в целях эффективности;

- обеспечение полного охвата и бухгалтерского учета субъектов налогообложения и налогоплательщиков за счет совершенствования форм и механизмов налогового контроля, включая внедрение современных информационно-коммуникационных технологий;

- бесперебойная поставка энергоресурсов предприятиям по всей стране, адекватное расширение, модернизация и обслуживание производственной инфраструктуры;

- развитие транспортно-логистической системы, создание необходимых условий для расширения межрегиональной трудовой миграции;

- важно установить единую процедуру таможенной оценки и оформления (без исключения) основных потребительских товаров (продукты питания, одежда и обувь, бытовая техника, моющие и моющиеся средства, средства личной гигиены), строительных материалов и других товаров, а также принять меры по обеспечению прозрачности..

Стабилизация инфляционных ожиданий экономических агентов играет важную роль в реализации комплексных структурных реформ. При этом важно повысить прозрачность, достоверность и объективность информации о последующих изменениях экономических показателей, ожидаемых результатах и прогнозах.

Кроме того, правила, требования и ожидаемые изменения в экспортном и импортном секторах, дефицит бюджета и регулирование экономической деятельности, а также уведомление экономических агентов о налогообложении также являются факторами стабилизации инфляционных ожиданий.

В третью группу входят факторы переменного, разового или сезонного характера в динамике цен на отдельные виды потребительских товаров и услуг. Снижение воздействия и колебаний этих немонетарных факторов положительно влияет на общий уровень инфляции, а также на инфляционные ожидания.

В последние годы **продовольственная инфляция** в основном была вызвана ростом цен на фрукты и овощи, мясные продукты, сахар, растительное масло и крупы. Существенные изменения уровня цен на эту товарную группу можно объяснить сезонным характером цен плодоовощной продукции, условиями внешней торговли и существующими таможенными пошлинами, тарифами и административными ограничениями на импорт товаров.

В частности, с первых месяцев 2020 года карантинные меры были усилены во многих странах в результате распространения пандемии по всему миру. В результате произошли перебои в международной торговле и логистике. Также увеличение спроса на основные продукты питания в период карантина, в частности на мясо, пшеницу, масло, сахар и муку, привело к некоторому сокращению импорта этих товаров. Это, в свою очередь, привело к росту цен на эти продукты.

Для смягчения сезонных колебаний цен на фрукты и овощи важно расширять складскую инфраструктуру (склады) и оптовые распределительные центры. В то же время важно эффективно координировать систему поставок овощей и фруктов в складскую сеть и устанавливать стабильные межотраслевые связи между местными производителями на основе рыночных принципов и логистики. Это позволит снизить негативное влияние постоянно наблюдаемой сезонности на рыночную конъюнктуру.

Совершенствование системы хранения на складах будет стимулировать развитие не только сельского хозяйства, но и инфраструктуры по переработке продукции (сортировка, упаковка, сушка, замораживание и т.д.). Наличие системы хранения продуктов питания позволяет эффективно использовать механизмы государственных закупок и поставок продуктов питания при проведении политики государственных закупок.

Также значительно сократится вмешательство в функционирование рынков путем регулирования цен. Это, в свою очередь, послужит для создания предложения по низким ценам для конечных покупателей.

Вместе с тем, создание и увеличение количества оптово-распределительных центров в регионах позволит восстановить продуктовую цепочку, усилить конкуренцию на местных рынках и снизить розничные цены на товары.

Для своевременного удовлетворения растущего спроса необходимо стабилизировать рынок мяса, улучшить каналы поставок и вывести производство мяса на промышленный уровень. В связи с этим, учитывая недостаточную кормовую базу в стране, целесообразно рассмотреть вопросы взаимовыгодного сотрудничества в области животноводства с приграничными территориями Казахстана и Кыргызстана.

В связи с этим необходимо принятие соответствующих мер и программ по систематическому формированию рынка местных производителей мяса, а также расширение кормовой базы за счет развития пастбищ.

Кроме того, повышение производительности в экономике важно для обеспечения стабильности цен и способствует инклюзивному росту.

Приложение 5

Макроэкономический анализ, разработка прогнозов и процесс принятия решений по основной ставке на заседаниях Правления* Центрального банка в 2020-2021 годы

Этапы	Содержание и сроки этапов	Цели	Основные мероприятия
1-этап	Этап разработки предварительного прогноза (5-6 недель до заседания Правления)	Разработать первоначальные прогнозы на основе текущей макроэкономической ситуации, внутренних и внешних условий и их ожидаемых изменений	<ol style="list-style-type: none"> 1. Обновление статистической базы данных внутренних и внешнеэкономических показателей, необходимых для макроэкономического прогнозирования. 2. Предварительное обсуждение специалистами Департамента денежно-кредитной политики параметров квартальной модели прогнозирования (QPM). 3. Краткосрочное прогнозирование (на основе различных эконометрических моделей) осуществляется по некоторым макроэкономическим показателям (в основном, инфляция и рост реального ВВП). 4. На основе сформированной статистики, модифицированных параметров модели, результатов краткосрочного прогнозирования и экспертных заключений экспертов разрабатывается первоначальный вариант среднесрочного прогноза.
2-этап	Обсуждение предварительных прогнозов с Департаментами и профильным заместителем председателя (3-4 недели до заседания Правления)	Обсудить первоначальные прогнозы, результаты моделирования и существующие внутренние и внешние риски	<ol style="list-style-type: none"> 1. На основе разработанных прогнозов, подготавливается презентация и обсуждается на встрече. 2. Параметры модели пересматриваются на основе существующих макроэкономических ожиданий, установленных планов и заключений экспертов. 3. Обсуждаются внутренние и внешние риски, которые могут возникнуть в макроэкономических условиях, и определяются факторы и ожидания, обеспечивающие необходимые денежно-кредитные условия.

<p>3-этап</p>	<p>Улучшение прогноза и разработка альтернативных сценариев (2 недели до заседания Правления)</p>	<p>Формулировка базового и альтернативных сценариев макроэкономического развития по результатам дискуссий между Департаментами.</p>	<p>1. Команда прогнозирования Департамента денежно-кредитной политики оптимизирует параметры прогноза, вносит необходимые корректировки в исходные результаты прогноза.</p> <p>2. Разрабатываются экспертные заключения и ожидания по одному или нескольким альтернативным сценариям макроэкономического развития на основе внутренних и внешних рисков..</p> <p>3. В случае формирования условий, предусмотренных в одном из основных или альтернативных сценариев, будут разработаны предложения по направлениям соответствующих мер денежно-кредитной политики.</p>
<p>4-этап</p>	<p>Обеспечение согласованности макроэкономических прогнозов и разработка предложений по денежно-кредитным условиям (1 неделя до заседания Правления)</p>	<p>Обеспечение соответствия результатов квартального прогноза системе финансовых программ, оценка влияния денежно-кредитных условий на экономику и формирование предложений по денежно-кредитным условиям.</p>	<p>1. Окончательные результаты квартальных прогнозов согласуются с Системой финансового программирования, а макроэкономические показатели анализируются на общей систематической основе. При этом оценивается согласованность индикаторов и логических связей.</p> <p>2. Оценивается влияние текущих и ожидаемых денежно-кредитных условий на экономику. Формируются окончательные выводы о денежно-кредитных условиях в соответствии с макроэкономическими прогнозами.</p> <p>3. На основе комплексного набора макроэкономических прогнозов и показателей готовятся презентации и материалы для подачи в Кредитный комитет предложений по изменению или оставлению без изменений денежно-кредитных условий.</p>
<p>5-этап</p>	<p>Обсуждение макроэкономического анализа и прогнозов в Кредитном комитете Центрального банка (2-4 дня до заседания правления)</p>	<p>Рассмотреть анализ и прогнозы в Кредитном комитете и на их основе сформулировать предложения для заседания Правления.</p>	<p>1. Макроэкономический анализ и прогнозы обсуждаются в Кредитном комитете, согласовываются окончательные изменения и корректировки.</p> <p>2. На основе среднесрочных прогнозов обсуждаются будущие направления денежно-кредитной политики Центрального банка.</p> <p>3. Разрабатываются обоснованные предложения к заседанию Правления.</p> <p>4. На основе окончательной версии прогнозов и разработанных предложений подготавливаются презентация и аналитические материалы к заседанию Правления.</p>

<p>6-этап</p>	<p>Заседание Правления и принятие решения по основной ставке</p>	<p>Обсуждение макроэкономического анализа и прогнозов на заседании Правления и принятие решения по основной ставке</p>	<p>1. Директор Департамента денежно-кредитной политики выступает с презентацией на заседании Правления, а предложения, сформированные в Кредитном комитете, передаются членам Правления.</p> <p>2. Члены Правления обсуждают анализ, прогнозы и предложения, а также согласуют направления денежно-кредитных условий на предстоящий период.</p> <p>3. На основе обсуждений, по результатам голосования принимается соответствующее решение по основной ставке Центрального банка.</p>
<p>7-этап</p>	<p>Этап коммуникации (после заседания Правления)</p>	<p>Своевременно довести до общественности принятое Правлением Центрального банка решения на понятном языке</p>	<p>1. По итогам заседания Правления публикуется пресс-релиз Центрального банка.</p> <p>2. Для информирования общественности о решении заседания Правления по рассмотрению основной ставки проводится пресс-конференция с участием Председателя Центрального банка и (или) его заместителей.</p> <p>3. Амалга оширилган макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлар асосида таянч Бошқарув йиғилишларидан сўнг икки ҳафталик муддат ичида Марказий банкнинг “Пул-кредит сиёсати шарҳи” эълон қилинади.</p> <p>На основе проведенного макроэкономического анализа и прогнозов в течение двух недель после опорного заседания Правления Центрального банка публикуется «Обзор денежно-кредитной политики».</p> <p>4. По результатам решения Правления с различными слоями общественности проводятся семинары, интервью и различные формы обсуждений.</p>

* Правление Центрального банка собирается 8 раз в год для рассмотрения основной ставки. Из них 4 заседания (на конец квартала) **опорные** и 4 **промежуточные**. Макроэкономические прогнозы для опорных заседаний Правления обновляются, и на их основе подготавливаются аналитические данные. Для промежуточных заседаний Правления готовится информация о рисках инфляции и неопределенностях в достижении прогноза.

Глоссарий

Административно регулируемые цены	– цены, которые формируются не на основе рыночных механизмов (спроса и предложения), а административно устанавливаются для определенных видов продукции (товаров, услуг) через государственные органы, организации и предприятия.
Базовая инфляция	– инфляция рассчитывается без учета изменения цен на отдельные товары и услуги (фрукты и овощи, топливо, отдельные виды пассажирского транспорта, услуги связи, жилищно-коммунальные услуги и др.), цены на которые колеблются под влиянием сезонных и административных факторов..
Валютные интервенции Центрального банка	– участие Центрального банка на валютном рынке посредством покупки и продажи иностранной валюты с целью стерилизации дополнительной ликвидности, создаваемой покупкой Центральным банком монетарного золота, а также для предотвращения резких колебаний курса национальной валюты.
Валютный кризис	– резкие колебания обменных курсов на валютном рынке, истощение валютных резервов страны и резкие дисбалансы платежного баланса, а также рост валютных и кредитных дисбалансов.
Временной лаг	– индикатор влияния одного экономического события на другое экономическое событие с определенной временной задержкой; интервал между возникновением двух связанных событий или событий.
Денежная масса	– сумма наличных денег в обращении и депозитов на банковских счетах. Для анализа денежной массы в зависимости от уровня ликвидности используются различные денежные агрегаты: M0 - наличные деньги в обращении; M1 - M0 + депозиты до востребования в национальной валюте; M2 - M1 + срочные, сберегательные и другие вклады в национальной валюте + вклады в иностранной валюте.
Денежно-кредитная политика	– часть макроэкономической политики, проводимой для обеспечения стабильности цен на внутреннем рынке. Денежно-кредитная политика реализуется посредством использования денежно-кредитных инструментов для поддержания необходимого уровня ликвидности, процентных ставок и других показателей в банковской системе.
Депозитные аукционы	– операции Центрального банка по привлечению средств на корреспондентский счет коммерческих банков по аукционным процентным ставкам (обычно одна или две недели) с целью управления общей ликвидностью банковской системы и временного изъятия избыточной ликвидности из банковской системы в контексте структурного профицита ликвидности.
Дефлятор валового внутреннего продукта	– изменение общего уровня цен на товары и услуги, производимые и потребляемые в стране за определенный период.

Длинные деньги	– термин, используемый для описания долгосрочных (более одного года) займов (инвестиций) или долгосрочных займов в области экономики и финансов.
Заякоренность инфляционных ожиданий	– соотношение прогнозируемых темпов инфляции населения и хозяйствующих субъектов на ближайшую среднесрочную перспективу к определенному количественному показателю (таргету инфляции).
Инвестиционный спрос	– спрос на объекты физического капитала (машины, оборудование) и услуги, используемые хозяйствующими субъектами для ведения и расширения своей деятельности. Инвестиционный спрос является частью совокупного спроса в экономике..
Индекс потребительских цен (ИПЦ)	– индикатор изменения общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления, рассчитывается как отношение суммы цен на товары и услуги в текущем периоде к ценам в предыдущем (базовом) периоде..
Инерционная инфляция	– тенденция к медленному возвращению от долгосрочной инфляции к долгосрочному равновесию после шоков.
Инфляционное таргетирование	– представляет собой режим денежно-кредитной политики, при котором Центральный банк устанавливает и объявляет среднесрочный количественный уровень инфляции. В то же время он направляет денежно-кредитные инструменты на достижение количественного показателя текущей инфляции.
Инфляционные ожидания	– прогнозы населения и хозяйствующих субъектов об уровне инфляции (изменении цен) на ближайший период. На основании инфляционных ожиданий производители и потребители, продавцы и покупатели определяют свою будущую инвестиционную, кредитную, финансовую и ценовую политику, а также оценивают доходы, расходы и предполагаемую прибыль.
Инфляционный таргет	– заранее объявленный целевой показатель инфляции, который закладывает основу для долгосрочного экономического развития и стабильности цен.
Ликвидность банковской системы	– остатки средств коммерческих банков в национальной валюте на корреспондентских счетах, открытых в Центральном банке Республики Узбекистан.
Макропруденциальные меры	– комплекс активных мер, направленных на минимизацию системного риска в банковской системе, финансовом рынке или отдельных его сферах.
Межбанковский денежный рынок	– система организации и проведения краткосрочных (обычно до одного года) биржевых операций по размещению и привлечению средств в национальной и иностранной валютах.
Международные денежные переводы	– перевод средств в страну или из страны через международные системы денежных переводов.
Микропруденциальные меры	– комплекс мер, которые применяются не ко всему финансовому сектору, а к отдельным финансовым учреждениям.
Монетарные факторы инфляции	– факторы инфляции, на которые могут оказать прямое влияние инструменты денежно-кредитной политики Центрального банка в среднесрочной перспективе.

Немонетарные факторы инфляции	– Факторы, влияющие на инфляцию, выходят за рамки денежно-кредитной политики центрального банка. В эту группу входят внешнеэкономические условия, структурные факторы (состояние основных фондов, эффективность и производительность производства, показатели предложения и качества труда, технологический уровень производства, транспорт, логистическая инфраструктура, уровень концентрации рынка), регуляторная среда, фискальная политика, и факторы предложения услуг и товаров.
Обязательные резервы коммерческих банков	– средства, депонированные коммерческими банками в Центральном банке для выполнения обязательных резервных требований Центрального банка. Минимальный размер обязательных резервов в Центральном банке определяется нормативными актами Центрального банка с учетом целей денежно-кредитной политики в отношении объема, вида, сроков и других обязательств банков. Размер обязательных резервов по каждой категории привлекаемых средств одинаков для всех банков.
Операции РЕПО	– операции продажи государственных ценных бумаг Центральному банку на основании договора репо коммерческих банков для краткосрочного заимствования или операции продажи ценных бумаг коммерческим банкам с целью управления денежной массой и банковскими резервами Центрального банка (в этом случае государственные ценные бумаги выступают в качестве обеспечения).
Основная ставка	– процентная ставка, определяющая процентную ставку по займам для коммерческих банков и стоимость займов для заемщиков; изменение основной процентной ставки влияет на процентные ставки на межбанковском денежном рынке.
Платежный баланс	– статистический отчет, отражающий все экономические операции между резидентами и нерезидентами страны за определенный период времени.
Потребительский спрос	– часть общего спроса на потребительские товары и услуги в экономике.
Процентная политика Центрального банка	– часть денежно-кредитной политики, посредством 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 обеспечение реальных положительных процентных ставок по активам в национальной валюте. Изменения процентных ставок Центрального банка влияют на уровень процентных ставок в экономике, изменений в инвестициях и сбережениях, что, в свою очередь, влияет на формирование совокупного спроса.
Процентный коридор	– система приближения краткосрочных процентных ставок на денежном рынке к основной процентной ставке (процентной цели) Центрального банка; Верхний предел коридора процентных ставок - это ставка Центрального банка по кредитованию коммерческих банков (обычно ставка овернайт), а нижний предел - это ставка Центрального банка по привлечению депозитов коммерческих банков..
Разрыв выпуска (англ. Output gap)	– разница между текущим и потенциальным ВВП. Положительная разница называется инфляционным разрывом. Это означает, что темпы роста совокупного спроса будут превышать темпы роста

	совокупного предложения, и это может создать инфляционное давление. И наоборот, отрицательная разница приводит к дефляции.
Системные риски	– риски функционирования всей финансовой системы или финансового рынка, в отличие от рисков, связанных с отдельным участником или группой участников финансового рынка.
Средневзвешенная ставка	– средняя процентная ставка с учетом веса от общего объема установленного индикатора. В качестве веса берется процент каждой процентной ставки в общем объеме.
Ставка рефинансирования	– процентная ставка, используемая центральным банком в кредитных операциях с коммерческими банками.
Стерилизация ликвидности	– устранение избыточной ликвидности из банковской системы, вызванной различными факторами.
Стресс-тест	– метод анализа рисков финансовых учреждений, отдельных секторов, рынков или всей финансовой системы и оценки их способности противостоять вероятным рискам.
Счет текущих операций	– является частью платежного баланса страны, отражает поток товаров, услуг, первичных и вторичных доходов (заработная плата рабочих, доход от инвестиций и т. д.) между резидентами и нерезидентами.
Трансмиссионные каналы денежно-кредитной политики	– каналы воздействия решений денежно-кредитной политики на ценовую динамику и экономику. Процесс, посредством которого изменение или сохранение неизменной процентной ставки центрального банка, и сигнал о его будущей траектории постепенно передается от сегментов финансового рынка реальному сектору экономики и, в результате, уровню инфляции. Изменения процентных ставок передаются в экономику по следующим основным каналам: процентный, кредитный, валютный, цен на активы и канал ожиданий..
Тренд	– основная тенденция изменения индикатора. Тренды могут быть представлены различными уравнениями - линейными, логарифмическими, степенными и т. Д. Текущий тип тренда определяется путем обработки ее функциональной модели статистическими методами или путем обработки временных рядов.
Финансовая система	– совокупность финансовых институтов и финансовых рынков, обеспечивающих формирование и использование средств государства, организаций и населения посредством различных финансовых инструментов. В то же время финансовые учреждения (рынки и финансовые учреждения) перераспределяют ограниченные финансовые ресурсы от одного хозяйствующего субъекта к другому.
Финансовая стабильность	– эффективное функционирование финансовой системы за счет обеспечения перераспределения ресурсов и управления финансовыми рисками, умеренная волатильность финансового рынка (его сегментов), непрерывность расчетов, а также способность преодолевать последствия негативных шоков и восстанавливаться после шока в чрезвычайных ситуациях, состояние финансовой системы, в котором она может эффективно работать.

Финансовый рынок	– система экономических отношений, возникающая в процессе обмена экономическими богатствами.
Экономический цикл	– естественный процесс экономического развития, в котором рост производства, занятости и ВВП сменяется периодами спада..
Эмпирический анализ	– метод интерпретации, основанный на анализе и изучении имеющихся данных. Эмпирический подход основан на реальных данных, показателях и результатах без опоры на теории и концепции.
Эффект низкой базы	– объясняется очень низким начальным темпом роста, т.е. если в течение наблюдаемого периода не было значительных изменений цен, а было нестандартное резкое снижение в базовом периоде, а цена вернулась к «естественному» уровню и нормальным темпам роста, в текущей годовой инфляции наблюдается значительное повышение уровня по сравнению с базовым периодом. Противоположным этому считается эффект высокой базы. Эффект базы наиболее выражен в ценах на товары и услуги, которые подвержены сезонным колебаниям..