



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

# ОБЗОР ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

за IV квартал 2019 года

Ташкент 2020 г.

# ОБЗОР ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

за IV квартал 2019 года

Резюме.....	3
<b>I. Макроэкономические условия и прогноз.....</b>	<b>7</b>
Драйверы экономического роста со стороны спроса .....	8
Динамика рынка труда и производительности.....	8
Прогнозы макроэкономических условий .....	10
<b>II. Инфляция и инфляционные ожидания .....</b>	<b>14</b>
Анализ инфляции .....	14
Продовольственные цены .....	15
Непродовольственные цены.....	17
Услуги .....	19
Базовая инфляция.....	20
Инфляционные ожидания .....	21
Прогноз инфляции .....	23
<b>III. Денежно-кредитные условия .....</b>	<b>25</b>
Кредитование экономики .....	25
Координация денежно-кредитной и макропруденциальной политики .....	27
Динамика денежной массы и изменение ее структуры .....	29
Процентные ставки.....	31
Межбанковский денежный рынок .....	33
Анализ ликвидности банковской системы .....	34
Использование инструментов .....	35

## Резюме

**Внешние и внутренние экономические условия.** По предварительным оценкам, темп прироста ВВП в 2019 году составил 5,6%. В целом, несмотря на замедление глобального экономического роста, условия для роста экономики в течение 2019 года оставались благоприятными, во многом, благодаря стимулирующей фискальной и кредитной политике, а также положительной динамике цен на основные экспортные сырьевые товары.

При этом, предполагается, что более быстрые темпы роста кредитования и государственных расходов в 2018-2019 годах, в некоторой степени сохраняют свое положительное влияние на экономику и в первом полугодии 2020 года.

В соответствии с прогнозными расчетами, во второй половине 2020 года темпы прироста номинального ВВП несколько снизятся по отношению к соответствующему периоду 2019 года. Однако, несмотря на сдерживающее воздействие фискальной и монетарной политики на совокупный спрос, увеличение прямых иностранных инвестиций и, в целом, оживление инвестиционных процессов окажут поддерживающий эффект на экономический рост.

**Динамика и прогноз инфляции.** По итогам 2019 года, инфляция сформировалась вблизи верхней границы прогнозного коридора (13,5-15,5%) и составила **15,2%**.

Основное ускорение произошло во второй половине года в результате действия мер по постепенной либерализации регулируемых цен (рост на 21,6%) и ускоренной девальвации национальной валюты в августе 2019 года.

Наиболее заметный рост в 2019 году наблюдался в ценах на муку и хлебобулочные изделия (24,8%), мясопродукты (23,4%), фрукты и овощи (14,5%), а также на пассажирский транспорт (13%). Цены на электроэнергию и газ повысились в среднем на 19%.

В октябре – декабре 2019 года квартальная инфляция замедлилась до **5%** по сравнению с **5,7%** в аналогичном периоде 2018 года.

Центральный банк сохраняет базовый прогноз инфляции на 2020 год на уровне **12-13,5%**.

Предпосылками снижения уровня инфляции к концу 2020 года являются следующие прогнозные оценки:

исчерпание эффектов некоторых инфляционных импульсов, возникших в 2019 году, и прогноз более медленного роста цен на продовольственные и непродовольственные товары после их выравнивания со средним уровнем цен по региону Центральной Азии, а также с другими странами – основными торговыми партнёрами;

рост объемов производства сельскохозяйственной продукции, текстильной и строительной промышленности способствует увеличению объёмов предложения на внутреннем потребительском рынке. Важным фактором при этом будет постепенное улучшение конкурентной среды;

обеспечение умеренного роста кредитования за счёт проведения надлежащей денежно-кредитной и макропруденциальной политики, а также оптимизации государственных расходов и общего фискального дефицита позволит предотвратить чрезмерный рост спроса в экономике, уменьшая, таким образом, давление на инфляцию и обменный курс.

Снижению влияния со стороны факторов спроса также будет способствовать прогнозируемый умеренный рост номинального уровня доходов населения в 2020 году, в том числе среднего уровня заработной платы, после их существенной корректировки в 2018-2019 гг.

**Денежно-кредитные условия.** В последнем квартале 2019 года ставки на денежном рынке формировались под воздействием различных факторов и рыночных трендов. Характер их изменений существенно отличался от предыдущих кварталов года.

В частности, средневзвешенные ставки по межбанковским депозитам возросли с 15,2% в октябре до 16,4% в ноябре и 17,5% в декабре 2019 года. При этом наблюдалось увеличение средних сроков депозитных операций.

В IV квартале объемы этих операций выросли более, чем в 2 раза относительно средних значений прошлых кварталов.

При этом, несмотря на отсутствие устойчивого роста инфляционных ожиданий и наличие объявленного прогнозного тренда и таргета по инфляции, процентные ставки на денежном рынке по операциям со сроком от 1-го до 3-х месяцев выросли до 18-20%.

Это может быть вызвано нехваткой ликвидных ресурсов на более длительные сроки и стремлением банков обеспечить приведение в соответствие показатели достаточности ликвидности.

Постепенный выпуск и насыщение внутреннего финансового рынка облигациями Центрального банка и Министерства финансов наряду с мерами банков по улучшению состояния их ликвидности должны поспособствовать **формированию кривой доходности, соответствующей прогнозной траектории инфляции.**

Ожидается, что меры по десементации рынка посредством постепенного перехода к рыночным механизмам выделения кредитов также послужат сокращению разрыва между процентными ставками на кредитном рынке.

**Согласно уточненным показателям, кредитные вложения в экономику в 2019 году выросли на 54,8%. В частности, кредиты в национальной валюте увеличились на 48,7% (в том числе населению – на 63,5%), также отмечается рост кредитования в иностранной валюте на 62,8%.**

По прогнозным оценкам, темпы роста кредитных вложений вернуться к фундаментальному тренду или сбалансированному росту, соответствующему темпам роста номинального ВВП, и будут находиться в пределах 20-25%.

Обеспечение прогнозируемого уровня роста кредитных вложений в 2020 году с перенаправлением средств от погашения ранее выданных кредитов на кредитование более эффективных проектов, в целом, окажет положительное влияние на экономику, предотвращая избыточный спрос, что послужит фактором снижения темпов роста цен и улучшения платежного баланса.

В области макропруденциальной политики усилия сконцентрируются на обеспечении строгого соблюдения установленных требований по ликвидности, достаточности капитала и предельной долговой нагрузки населения.

Меры денежно-кредитной политики будут направлены на улучшение каналов ее воздействия, в т.ч. через влияние на рост кредитования, сберегательную активность, инфляционные ожидания и стабильность обменного курса.

Планируется проведение денежно-кредитных операций и применение инструментов коммуникации в более практичном формате.

**Риски и неопределенности.** Источником неопределенности базового прогноза инфляции является сфера услуг, где себестоимость во многом определяется уровнем заработных плат, а цены на коммунальные услуги в значительной степени зависят от цен на энергоносители.

Сохраняется неопределенность, связанная с повышением регулируемых цен. Возрастающая необходимость разрешения проблем, связанных с бесперебойной подачей электроэнергии и газа для экономики, может потребовать существенной корректировки цен в 2020 году. Это, в свою очередь, обуславливает пересмотр базового прогноза. Но данный фактор рассматривается как разовый и будет принят во внимание при рассмотрении денежно-кредитных мер и уровня основной ставки в следующих кварталах.

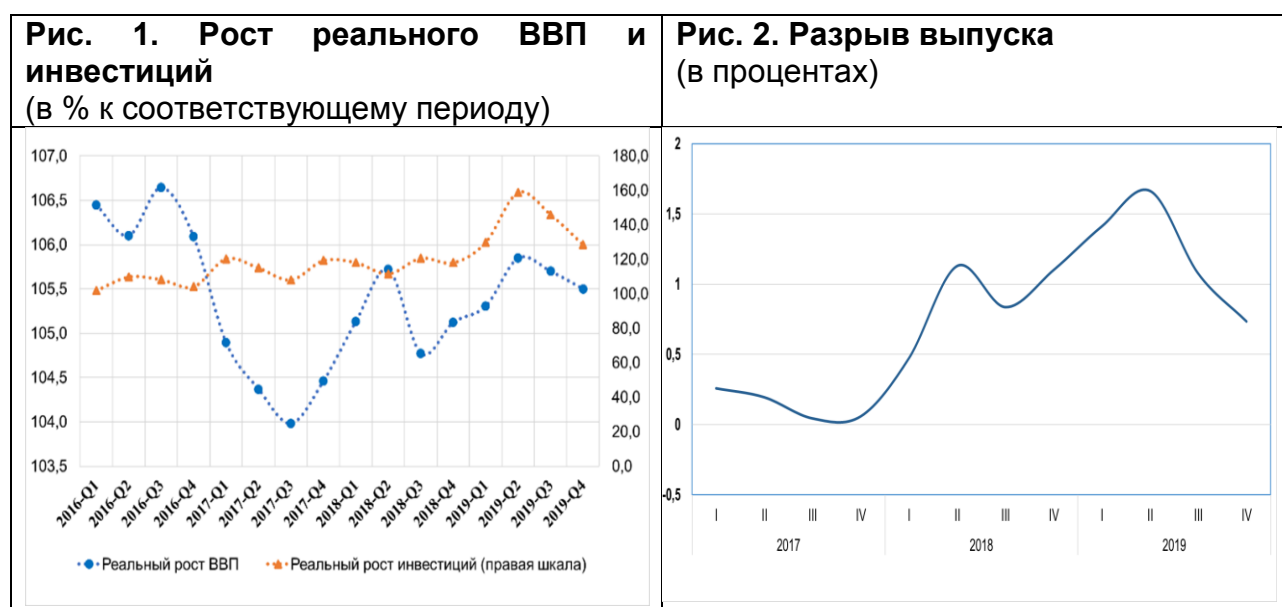
Ключевым фактором устойчивого замедления инфляции является проведение надлежащей структурной политики в области развития транспортной инфраструктуры, конкуренции на рынках, обеспечения бесперебойной поставки газа и электроэнергии в отраслях экономики.

По мере формирования стабилизирующих твердых предпосылок в снижающемся тренде инфляции, на предстоящих заседаниях Правления Центрального банка может быть пересмотрена основная ставка в сторону небольшого снижения.

## I. Макроэкономические условия и прогноз

В 2019 году был зафиксирован несколько ускоренный темп экономического роста **5,6%**, чем предполагалось в базовом прогнозном сценарии (5,4%), что было обусловлено положительной динамикой потребительского и инвестиционного спроса в экономике (Рис.1.).

В 2019 году сохранялся положительный разрыв выпуска<sup>1</sup> (рис. 2), что стало одним из факторов высокой инфляционной среды в истекшем году.



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Госкомстата.

<sup>1</sup> **Разрыв выпуска** (output gap) - разница между фактическим и потенциальным объемами выпуска (ВВП). *Потенциальный выпуск* представляет собой максимальный объем товаров и услуг, который экономика способна произвести в долгосрочном периоде в условиях наиболее эффективного использования имеющихся ресурсов и факторов производства, естественного уровня безработицы и оптимального уровня инфляции.

*Положительный разрыв* выпуска возникает при превышении фактического роста экономики над ее потенциалом. В условиях ограниченного предложения ресурсов это создает давление на цены внутри экономики, так как производители, не имея возможности быстро адаптироваться к растущему спросу, вынуждены повышать цены. Кроме того, часть неудовлетворенного внутренним предложением спроса покрывается за счет импорта, рост которого оказывает девальвационное воздействие на национальную валюту, что также отражается на ценах. Такая среда благоприятствует быстрому развитию инфляции в экономике.

*При отрицательном* разрыве выпуска фактический объем производства меньше, чем потенциальный. В этом случае в экономике существует риск дефляции, то есть падения цен на товары и услуги при недостаточном спросе на них со стороны внутренних и внешних потребителей.

В долгосрочном периоде экономика приходит в равновесие, когда ее рост близок к потенциальному, безработица приближена к естественному уровню и нет ни повышательного, ни понижательного давления на цены.

## *Драйверы экономического роста со стороны спроса*

Основным драйвером экономического роста послужило сохранение повышенной **инвестиционной и потребительской активности** в экономике, благодаря стимулирующей фискальной политике и целевой кредитной поддержке субъектов частного сектора.

Так, в 2019 году темпы прироста инвестиций в основной капитал составили **33,9%**, а их доля в ВВП выросла до **37,1%**.

Рост инвестиционных расходов в основном связан с реализацией государственных программ по развитию предпринимательской деятельности, обновлению производственных мощностей в базовых отраслях экономики и финансированию структурных преобразований, в том числе в сельскохозяйственной сфере.

Тем временем, **потребительский спрос** был обусловлен значительным ростом уровня заработных плат в рамках постепенного выравнивания оплаты труда в большинстве отраслей к их среднему уровню (рост в бюджетной сфере на 39%), ростом реальных доходов населения (на 7% по сравнению с 2018 годом), увеличением объемов трансграничных переводов (в 1,3 раза в сумовом эквиваленте), а также развитием розничного кредитования (увеличение в 1,8 раза).

Это в свою очередь, придало определенный импульс росту объемов производства в реальном секторе.

Вместе с тем, в течение 2019 года **расходы государственного бюджета** выросли на **37%** относительно прошлого года.

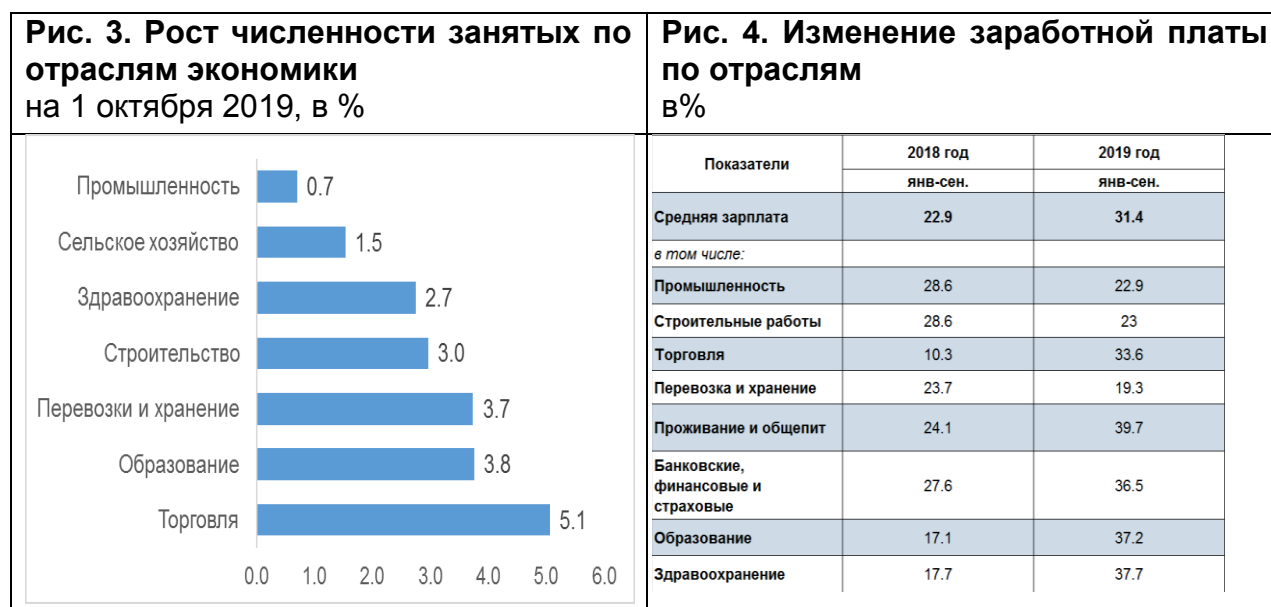
При этом в 2019 году были осуществлены дополнительные расходы, связанные с реализацией государственных программ, направленных на строительство и реконструкцию социальных и инфраструктурных объектов. **Дефицит консолидированного бюджета** вырос до - 1,5% к ВВП, а общего фискального баланса до -3,9% к ВВП.

## *Динамика рынка труда и производительности*

Экономическая активность в стране обусловила рост занятости населения. По состоянию на 1 октября 2019 года численность занятого населения в экономике выросла на 2,4% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года и составила 13,6 млн. чел.



При этом рост занятости в ряде отраслей превысил общеэкономический показатель. В частности, в сфере торговли рост составил 5,1%, образования – 3,8%, хранения и перевозок – 3,7% и строительства – 3%. В отраслях промышленности и сельского хозяйства занятость увеличивалась более медленными темпами, на 0,7% и 1,3% соответственно (Рис.3).



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Госкомстата

Анализ динамики заработной платы в экономике указывает на ее более быстрый рост **в сфере услуг** (non-tradable goods), чем в производственном секторе (tradable goods).

В январе-сентябре 2019 года рост размеров средней заработной платы замедлился в промышленном секторе до 22,9%, в строительстве - до 23%, при этом во многих отраслях сферы услуг напротив наблюдалось ускорение. В частности, средний размер заработной платы в сфере торговли вырос на 33,6%, проживания и общепита – на 39,7%, банковских и финансовых услуг – на 36,5%, образования – 37,2%, здравоохранения – на 37,7% (Рис. 4.).

Ускоренный рост заработных плат в сфере услуг в условиях увеличения совокупного спроса в экономике, часто наблюдается во многих развивающихся странах или переходных экономиках<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> В условиях развития экономики, повышение доходов, в том числе зарплаты как в торгуемом, так и в неторгуемом секторах может вызвать определенное инфляционное давление. Рост зарплаты в секторе услуг носит более проинфляционный характер, так как в данном секторе основная часть себестоимости приходится на долю заработной платы.

Как показывает международный опыт, существенный рост совокупного спроса в экономике, особенно, его концентрации в сфере услуг, простимулирует увеличения спроса и на квалифицированные кадры в данном сегменте, а значит происходит и **относительно быстрый рост их заработных плат, несмотря на отсутствие соответствующего увеличения производительности труда** (эффекта Баласса-Самуельсона).

При этом, рост реальных доходов населения превышал рост производительности труда в среднем на 2 п.п. в 2019 году.

Отраслевая оценка производительности труда в экономике указывает на наиболее быстрый рост в отрасли строительства (с 13,3% до 15,9%), при одновременном замедлении в промышленности (с 10,1% до 6,3%) и сельском хозяйстве (с 1,9% до 1,7%).

Также отмечено и снижение роста реального объема производства на одного занятого с 5,3% в 2018 году до 5% в 2019 году.

При этом, как отмечалось ранее, одной из важных предпосылок стабилизации цен и удержания инфляции на стабильно низком уровне является последовательное повышение эффективности факторов производства, снижения энергоёмкости и себестоимости в отраслях, а также повышение конкурентоспособности местных производителей на внутреннем и внешнем рынках.

### ***Прогноз макроэкономических условий***

Принимая во внимание восстановление экономического роста в регионе Европы и Центральной Азии до **2,6%** (против 2% в 2019 г.), в частности, в России (1,9%), Турции (3%) и Казахстане (3,9%), а также сохраняющегося на текущем уровне прогноза цен на нефть в 2020 году (в районе 60-62 долл. за баррель) и практику применения бюджетных правил в отдельных странах, **риски для развития экономики со стороны внешних факторов незначительны.**

Согласно обновленному обзору МВФ касательно перспектив роста мировой экономики, рост в 2020 году ожидается на уровне 3,3% против 2,9% в 2019 году. Однако **неопределенности все же сохраняются.** Так, внешний спрос обусловлен развитием ситуации в экономиках ключевых торговых партнеров, в частности, в Китае, прогноз роста которого на 2020 год остается слабым и неопределенным.

Кроме того, замедление роста китайской экономики отражает более слабую динамику его спроса, что может вызвать некоторое падение **цен на основные экспортные товары**, в частности, черные и цветные металлы.

Кроме того, в случае реализации более сдержанного экономического роста у внешнеторговых партнеров, существуют риски снижения поступлений по **каналу денежных переводов** из этих стран.

На развитие экономической ситуации в Узбекистане в 2020 году, в основном, будут оказывать влияние **внутренние факторы**.

Так, с одной стороны, на положительный рост экономики продолжат оказывать воздействие импульсы, возникшие в результате стимулирующей фискальной и кредитной политики в 2018-2019 годах.

При этом действие этих факторов уже в первой половине 2020 года начнет угасать на фоне проведения **надлежащей денежно-кредитной и макропруденциальной политики**, в результате которых:

во-первых, темпы кредитования экономики должны вернуться к своему **фундаментальному тренду** и находиться в пределах роста номинального ВВП;

во-вторых, будет обеспечено более строгое соблюдение банками установленных требований по ликвидности, достаточности капитала и предельной долговой нагрузки населения.

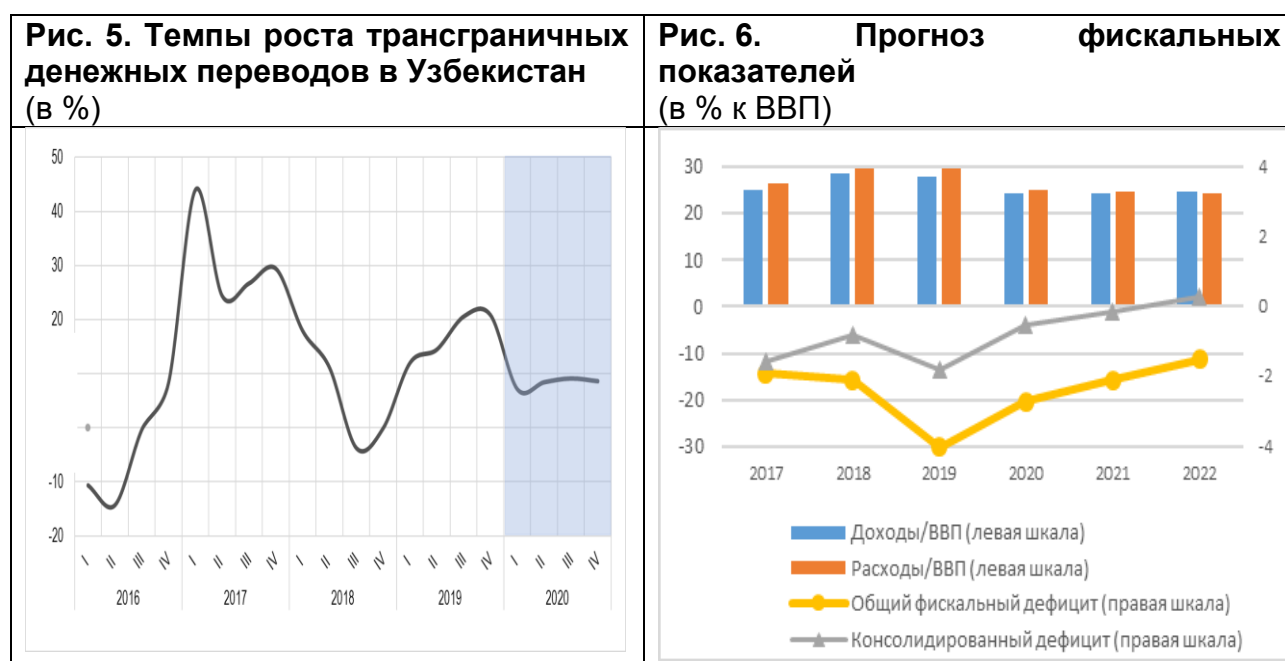
Ожидается, что обеспечение прогнозируемых годовых темпов роста кредитного портфеля на уровне **20-25%** путем либерализации механизмов кредитования, повышения самостоятельности банков и применения пруденциальных мер, приведут к перераспределению высвобождаемых средств из ранее выданных кредитов в более эффективные проекты.

В этих условиях деятельность коммерческих банков будет содействовать экономическому росту не за счет наращивания кредитного портфеля, а за счет увеличения количества **высокоэффективных производств**, путем перенаправления ресурсов от погашения ранее выданных кредитов в финансирование проектов с высоким уровнем рентабельности и добавленной стоимости.

При этом, принимая во внимание более благоприятное развитие внешних условий, рост поступлений по каналу денежных переводов в 2020 году прогнозируется на уровне **8-10%**, что положительно отразится на **потребительском поведении населения** (Рис. 5.).

Согласно прогнозным параметрам, в рамках **умеренно жесткой фискальной политики** ожидается сокращение разрыва между доходами и расходами консолидированного бюджета, что позволит сократить его дефицит более, чем в два раза, с **7,7 трлн. сум** (1,5% к ВВП) в 2019 году до **3,4 трлн. сум** (0,5% к ВВП) в 2020 году (Рис. 6.).

Также, прогнозируется снижение дефицита общего фискального баланса с **3,9% к ВВП** в 2019 году до **2,7% к ВВП** в 2020 году, что будет оказывать сравнительно меньшее инфляционное давление на экономику.

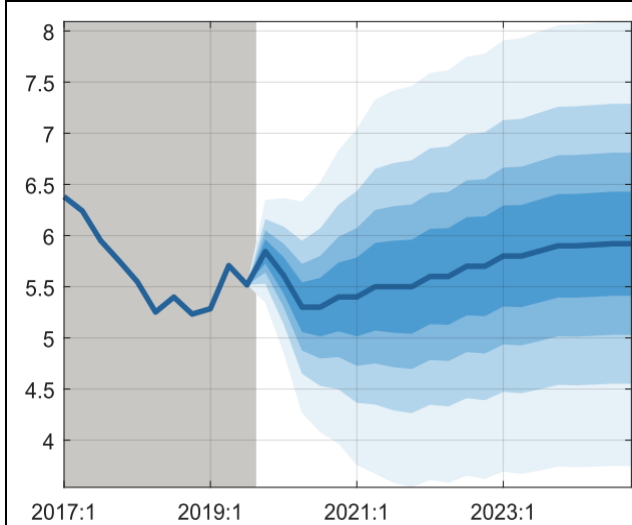


Источник: Центральный банк и Министерство финансов

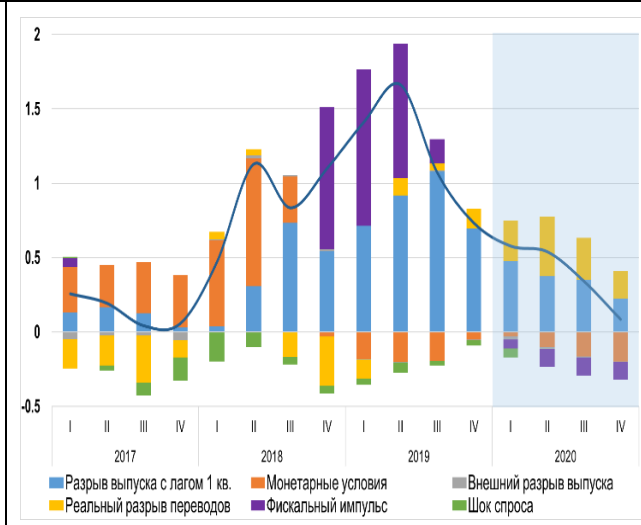
На этом фоне в 2020 году ожидается более **умеренный рост номинального уровня доходов населения**, в том числе среднего уровня заработной платы (ожидаемый рост в государственном секторе 14,4%) после их существенной корректировки в 2018-2019 гг.

Учитывая вышеперечисленные внешние и внутренние факторы, Центральный банк придерживается **базового прогноза 5,2-5,5%** роста экономики в 2020 году с постепенным сокращением положительного разрыва выпуска (Рис.7-8). В целом, **влияние совокупного спроса на инфляцию будет сравнительно низким** по сравнению с 2019 годом.

**Рис. 7. Прогноз роста ВВП (базовый)**  
(в %, реальный годовой рост)



**Рис. 8. Прогноз разрыва выпуска**  
(в %, реальный годовой рост)



Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

## II. Инфляция и инфляционные ожидания

### Анализ инфляции

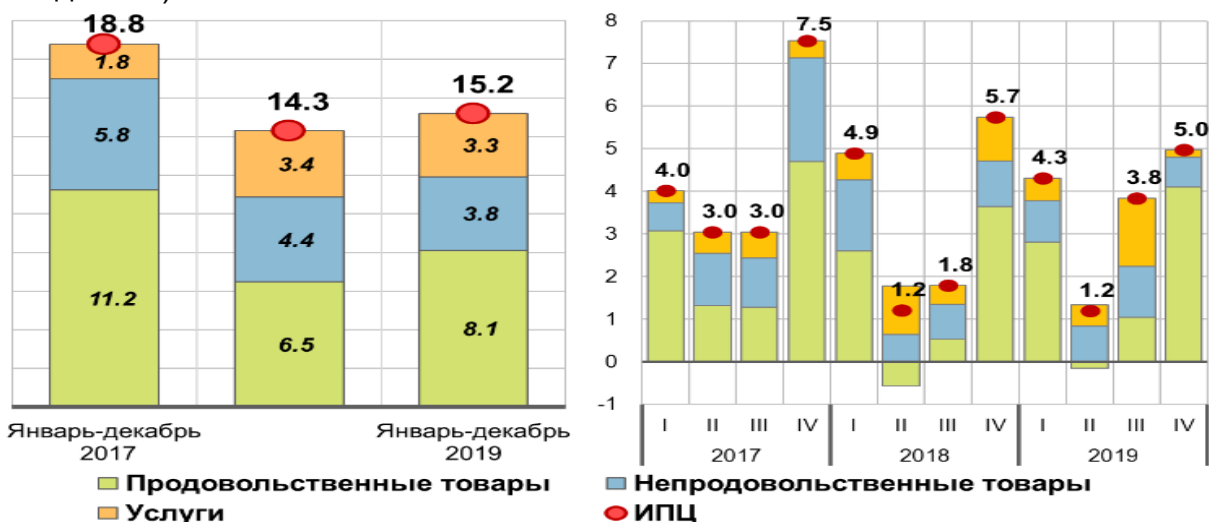
На конец 2019 года инфляция по индексу потребительских цен по республике составила **15,2%** и сохранилась **вблизи верхней границы** прогнозного коридора Центрального банка.

Динамика инфляции в 2019 году характеризовалась разнонаправленностью. В частности, после снижения и закрепления в первом полугодии на уровне **13-13,5%** годовых, в третьем квартале инфляционные процессы несколько ускорились под воздействием повышения цен на энергоресурсы и ускорения девальвации.

При этом, за исключением III квартала 2019 года, квартальный уровень инфляции по сравнению с соответствующими периодами 2018 года снизился (Рис. 9).

**Рис. 9. Динамика изменения структуры ИПЦ**

(вклад в п.п.)



Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

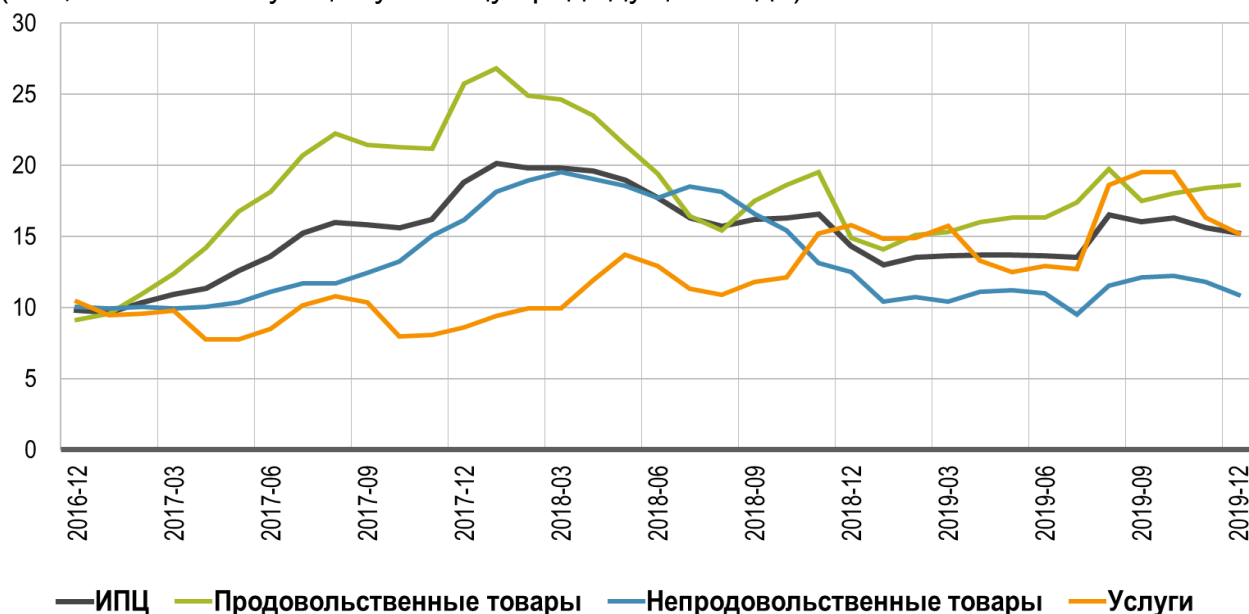
В IV квартале 2019 года на фоне стабилизации тарифов и цен на услуги, усиления пруденциальных мер надзора в отношении ликвидности банков и подготовки к процессу десементации кредитного рынка посредством перехода на рыночные механизмы кредитования, а также принятия практических мер по оптимизации государственных расходов по сравнению с предыдущими кварталами, динамика инфляции вернулась к снижающемуся тренду.

В целом, в 2019 году основным драйвером, формировавшим годовую инфляцию, стала группа продовольственных товаров. Вклад данной группы в общую инфляцию по сравнению с предыдущим годом увеличился на **1,6 п.п.** и достиг **8,1 п.п.**

Вместе с тем наблюдалось дальнейшее сокращение вклада непродовольственных цен, который к концу года составил **3,8 п.п.** При этом, вклад сферы услуг практически не изменился и сохранился на уровне **3,3 п.п.**

**Рис.10. Динамика изменения ИПЦ и его основных компонентов**

(в %, к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

### Продовольственные цены

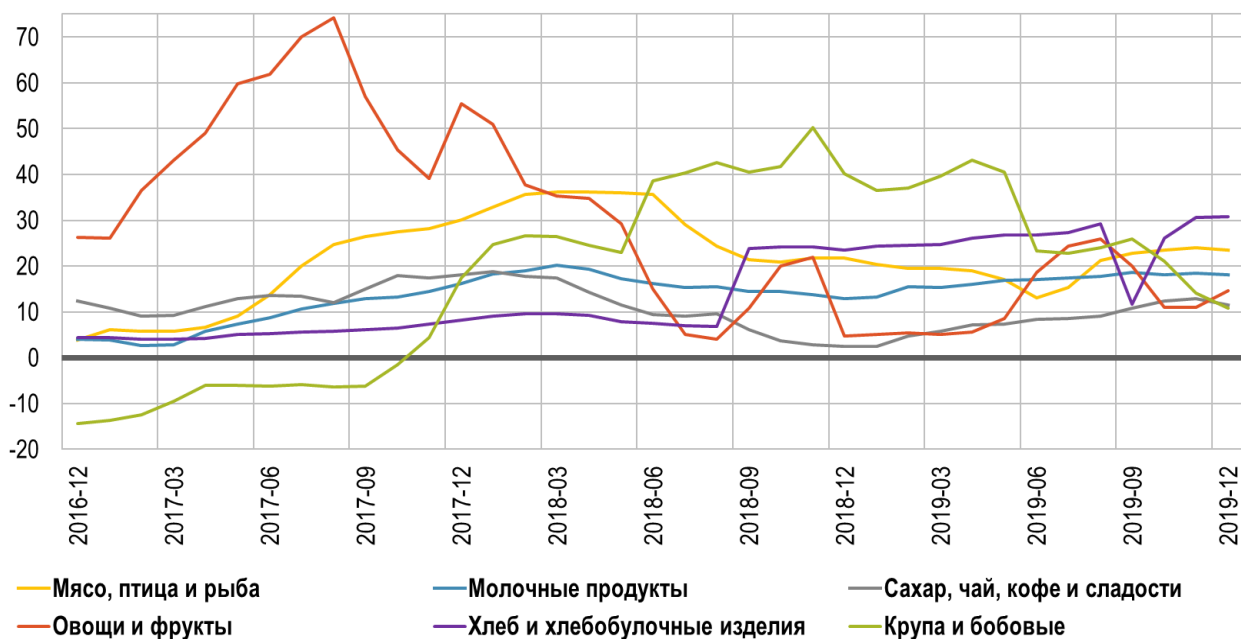
В октябре-декабре 2019 года продовольственная инфляция сохранялась на высоком уровне с определенным ускорением роста цен отдельных товаров. В частности, если в сентябре годовой рост цен данной группы составлял **17,5%**, то в декабре вырос - **18,6%** (рис. 10).

При этом влияние фруктов и овощей на годовую инфляцию снизилось. Продовольственная инфляция без учета фруктов и овощей составила 19,6%. Это объясняется либерализацией цен на зерно, муку и соответствующую продукцию, выравниванием уровня цен со средним уровнем в регионе, а также внутренними структурными реформами.

Кроме того, повышение цен на импортируемую муку и пшеницу вследствие падения урожая в Казахстане оказалось на росте цен соответствующей группы товаров внутри страны.

В I полугодии годовой рост цен на мясо значительно замедлился, достигнув в июне 13,1%, но в III квартале темпы роста цен ускорились и в декабре сложились на уровне 23,4% (Рис. 11.).

**Рис.11. Динамика цен на продовольственные товары**  
(в %, к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

Результаты изучения и опросов на местах показывают, что основными факторами, повлиявшими на рост цены мяса и скот, стали высокие цены на корм для животных, неразвитость производственной базы и рост спроса на скот в рамках программ стимулирования развития скотоводства, а также существенное расширение в сфере общественного питания – «ресторанного бизнеса».

При этом, сдерживанию значительного роста цен способствовало увеличение импорта живого скота из соседних государств.

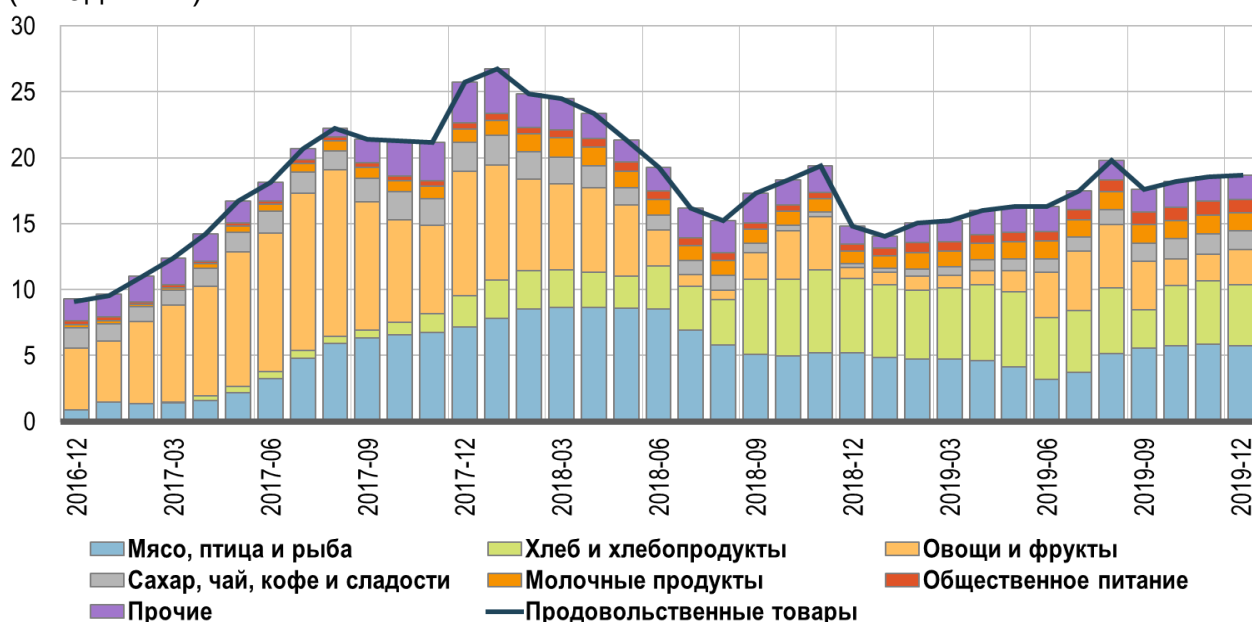
Среднесрочная **стабилизация цен на мясо** потребует фундаментального пересмотра функционирования животноводческой отрасли, в частности, повышения обеспеченности субъектов животноводства достаточной кормовой базой, а также содействия развитию крупных животноводческих ферм, формирующих постоянные каналы поставки мяса для обеспечения стабильности цен на внутреннем рынке, а также при необходимости поиска надёжных и стабильных внешних поставщиков.

Рост цен на крупы и бобовые достиг своего минимума за последние два года (10,7% в годовом выражении), что стало следствием исчерпания влияния неурожая риса в 2018 году, с появлением на рынке нового урожая 2019 года, а также импорта, в результате чего в IV квартале рис подешевел на 6%.



**Рис.12. Вклад товарных групп на продовольственную инфляцию**

(вклад в п.п.)



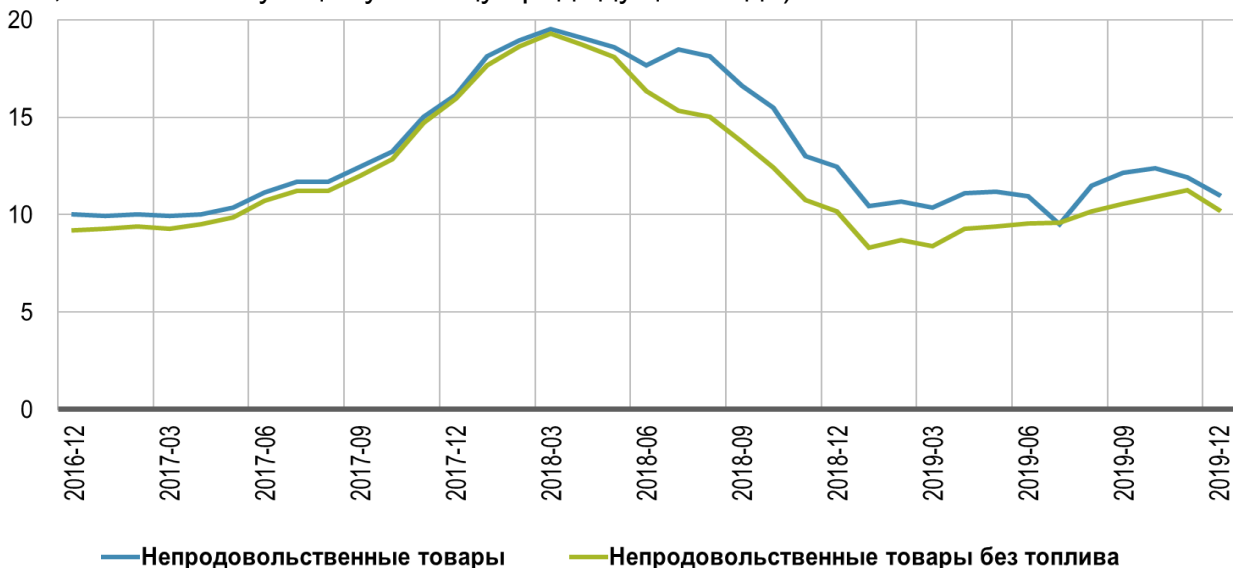
Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

### Непродовольственные цены

Рост среднего уровня цен в группе непродовольственных товаров дойдя до максимальных значений в октябре – **12,2%** в годовом исчислении, в ноябре-декабре снизился до **10,9%**. В целом, в 2019 году без учета цен на топливо непродовольственная инфляция имела повышательный тренд, с 8,3% в январе до 11,2% в ноябре. В декабре отмечалось небольшое снижение до 10,3% в годовом исчислении (Рис.13).

**Рис.13. Динамика непродовольственных цен**

(в %, к соответствующему месяцу предыдущего года)

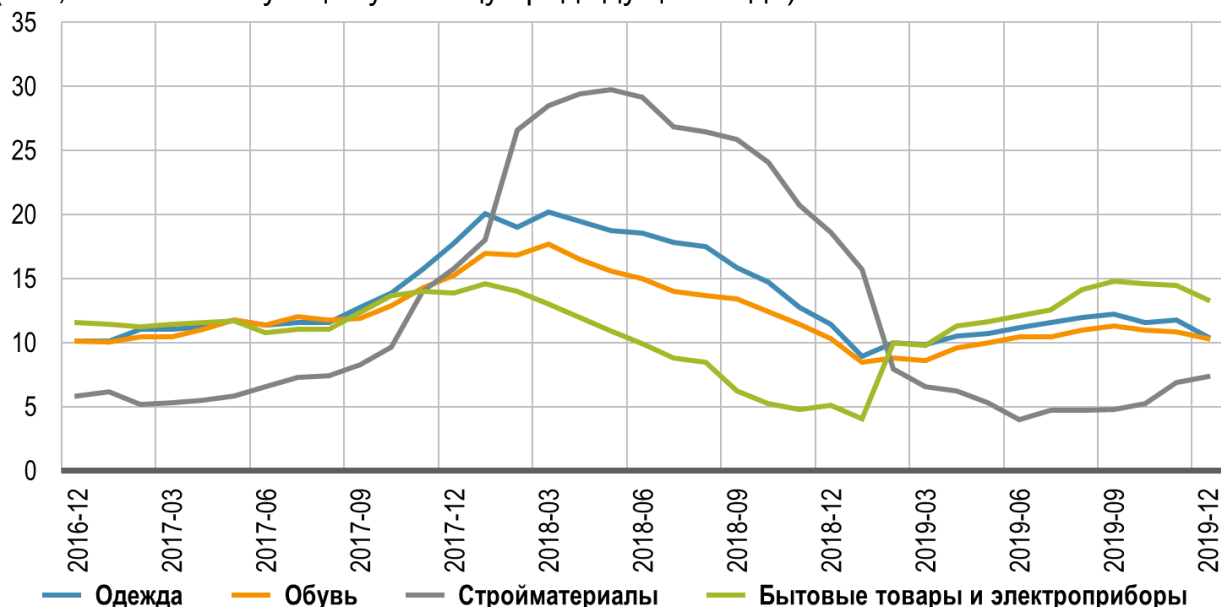


Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

Заметное ускорение роста цен наблюдались в группе бытовых товаров и электротехники, товаров личной гигиены и табачной продукции, что, в основном, связано с девальвацией сума и пересмотром уровня таможенных платежей.

**Рис.14. Динамика цен на непродовольственные товары**

(в %, к соответствующему месяцу предыдущего года)

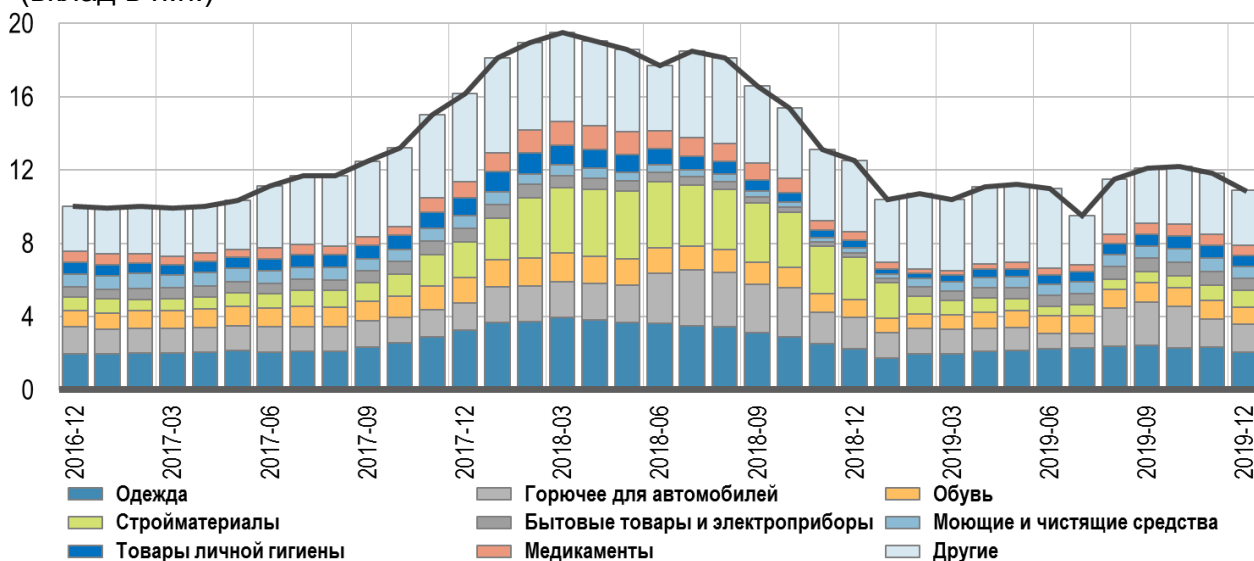


Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

В частности, рост цен на бытовую технику и электроприборы составил 13,4% (5% в 2018 г.), на моющие и чистящие средства - 15,3% (6,4% в 2018 г.), на культтовары - 12,7% (1,2% 2018 г.).

**Рис. 15. Вклад товарных групп на непродовольственную инфляцию**

(вклад в п.п.)



Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

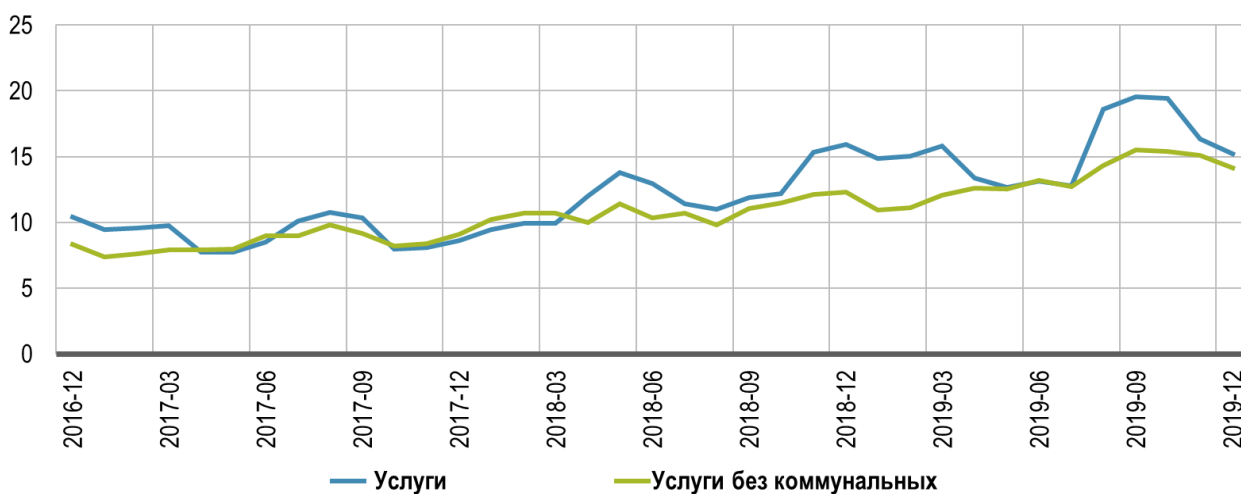
Благодаря росту внутреннего производства и освоения новых видов альтернативных товаров, темпы роста цен на строительные материалы замедлились в 2019 году до 7,3% (с 18,6% в 2018 году). Кроме того, рост цен на одежду был на 1,2 п.п. ниже, чем в предыдущем году.

Относительная стабилизация курса иностранной валюты к концу года поспособствовала замедлению в IV квартале 2019 года темпов роста цен на одежду, обувь, бытовую технику, электротехнику и других товаров с высокой долей импортной составляющей (рис. 15.).

## Услуги

В октябре-декабре 2019 года инфляция услуг имела понижательный тренд и к концу года составила 15,2%. Этому способствовала относительная стабилизация тарифов на коммунальные услуги, услуги железнодорожного транспорта и связи. При этом, в IV квартале 2019 года сервисная инфляция без учета цен на коммунальные услуги снизилась до 14,1% (рис. 16.).

**Рис. 16. Динамика цен на услуги**  
(в %, к соответствующему месяцу предыдущего года)



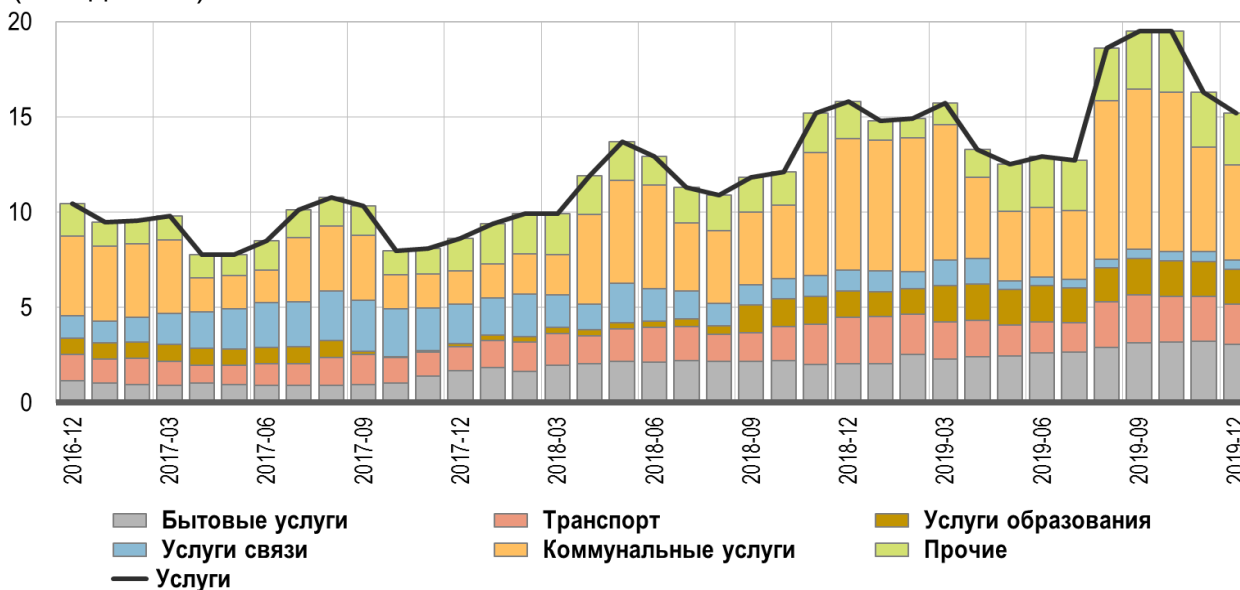
Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

Плата за холодную воду и канализацию в годовом выражении выросла на 20%, электроэнергию - на 18%, природный газ - на 18,8% и вывоз мусора - на 17,3%.

Тарифы рыночных услуг продолжили адаптацию к текущим условиям (в т.ч. росту заработных плат и доходов населения). В частности, рост цен на бытовые услуги составил 18,8%, образование - 22%, медицинские услуги - 11,7%, рекреационные услуги - 13,2%.

Вместе с тем, в 2020 году влияние факторов, способствовавших созданию инфляционного давления в III квартале 2019 года, будет постепенно ослабевать.

**Рис. 17. Вклад товарных групп на сервисную инфляцию**  
(вклад в п.п.)



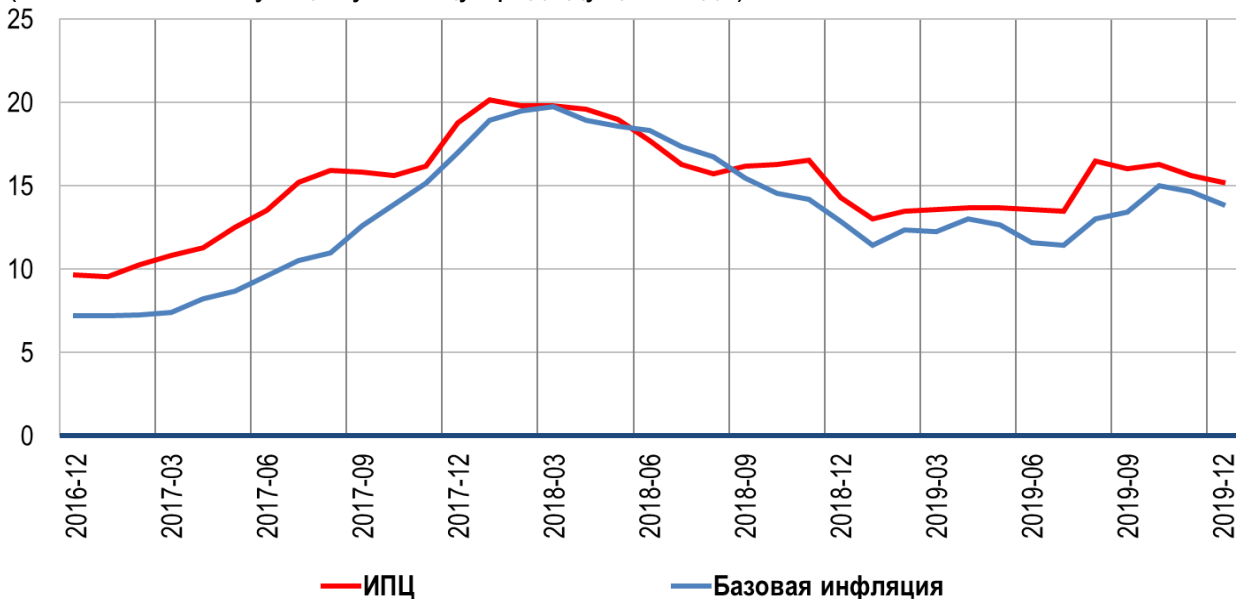
Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

### Базовая инфляция

В 2019 году базовая инфляция продолжила рост до октября месяца и достигла годового максимума на уровне **15%**, а в ноябре-декабре наблюдалось некоторое снижение до **13,9%**.

В течение 2019 года **устойчивой тенденции снижения базовой инфляции не наблюдалась.**

**Рис. 18. Динамика инфляции и базовой инфляции**  
(в %, к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

Тренд базовой инфляции сформировался под воздействием таких факторов как расширение базы НДС, ускорение темпов кредитования экономики, вторичные эффекты повышения цен на электроэнергию, а

также реакция рыночных цен на повышение заработных плат и отмену льгот по НДС на импорт некоторых видов товаров.

С сентября 2018 года базовая инфляция сохранялась ниже уровня изменения ИПЦ, что отражает существенный опережающий рост регулируемых цен относительно роста совокупных потребительских цен.

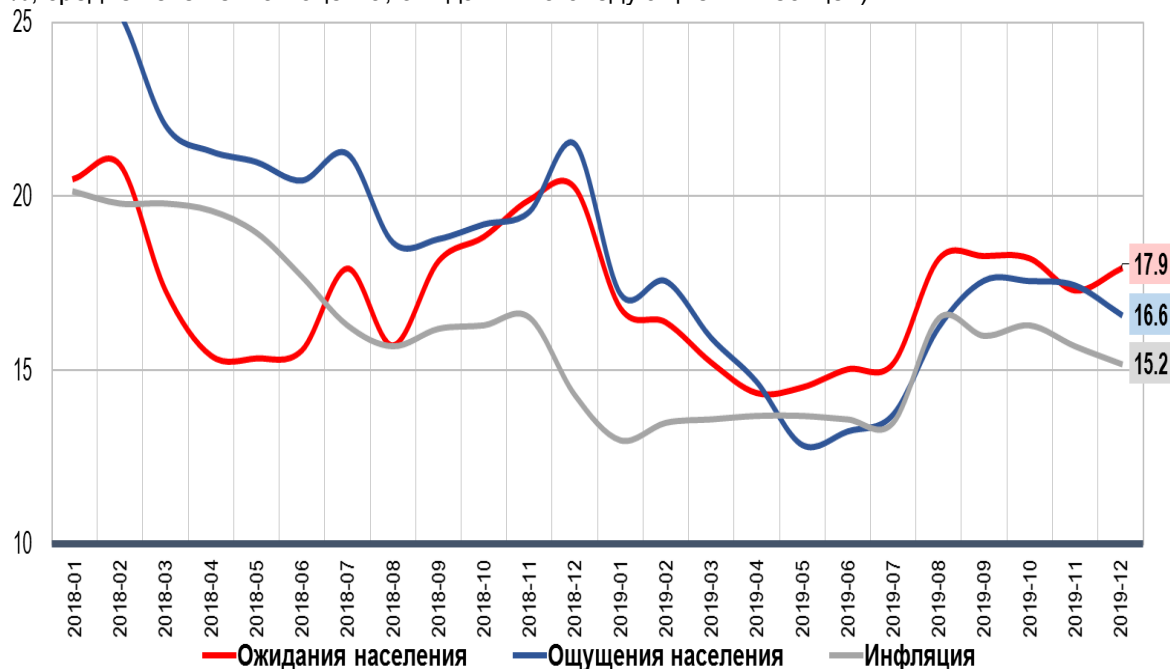
Имеющийся разрыв между ними будет сокращаться по мере исчерпания эффектов разового повышения регулируемых цен.

### **Инфляционные ожидания**

Во второй половине 2019 года **ощуцаемая** населением и субъектами предпринимательства инфляция, после резкого скачка в августе, сохранилась **на высоком уровне**, что и повлияло на общий уровень инфляционных ожиданий в экономике.

**Рис. 19. Ощущаемая и ожидаемая населением инфляция**

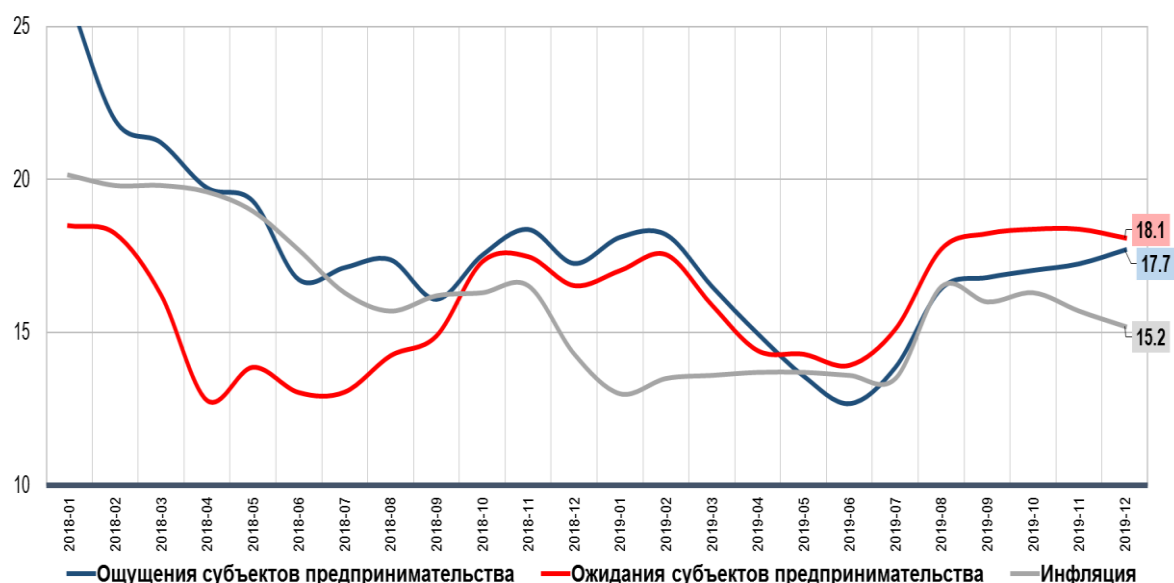
(в %, средне взвешенная оценка, ожидания на следующие 12 месяцев)



Источник: На основе опросных данных, расчёты Центрального банка.

Согласно проведенным опросам, ожидаемый уровень инфляции на 12 месяцев вперед составил 18%. В частности, ожидания населения в ноябре снизились до 17,3%, а в декабре повысились до 17,9% (рис.19). А в инфляционных ожиданиях субъектов бизнеса наблюдалось некоторое снижение в декабре до 18,1% (рис.20.).

**Рис.20. Ощущаемая и ожидаемая субъектами предпринимательства инфляция** (в %, средне взвешенная оценка, ожидания на следующие 12 месяцев)



Источник: На основе опросных данных, расчёты Центрального банка.

В ситуации, когда несколько проинфляционных факторов возникают одновременно, к примеру, повышение тарифов, девальвация национальной валюты и рост заработных плат, эффект инфляционных ожиданий может быть достаточно растянутым во времени, особенно в период их незаякоренности.

**Рис.21. Предположения бизнеса о факторах роста цен на последующие 12 месяцев**  
(в %, доля всех опрошенных)

	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09
Повышение курса доллара	71	65	53	61	65	60	60	74	77
Рост зарплат и пенсий	42	40	46	35	51	43	48	50	50
Увеличение налоговой нагрузки	59	51	51	42	38	35	29	21	26
Подорожание энергоресурсов	55	59	50	47	51	32	44	46	44
Рост транспортных расходов	38	40	38	34	27	25	24	26	30
Сезонные факторы	21	18	20	20	20	22	16	16	18
Увеличение кредитования населения	14	13	15	14	14	13	7	8	9
Ухудшение конкурентной среды	13	16	13	14	15	11	13	9	10
Рост объёмов экспорта	20	17	18	18	13	8	6	5	6
Ограничения на импорт	13	14	13	7	13	7	9	7	10

Источник: На основе опросных данных, расчёты Центрального банка.

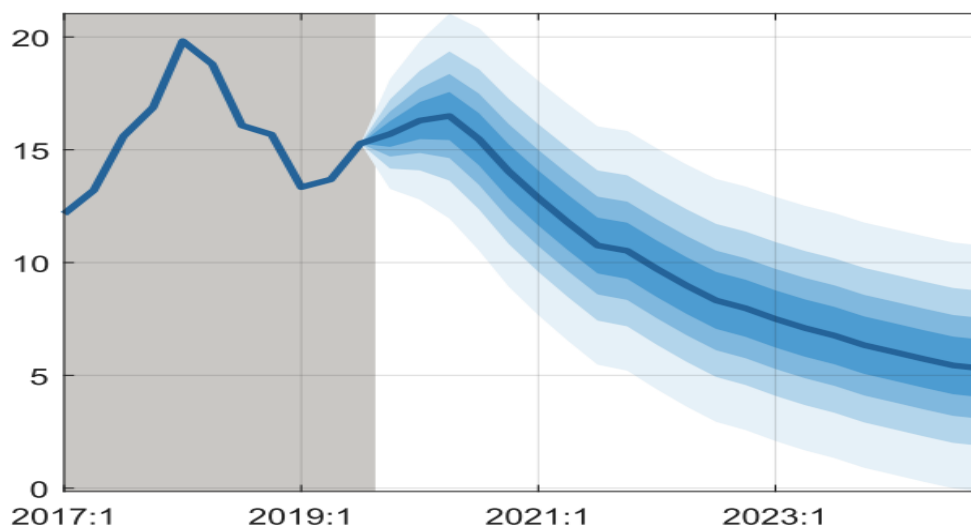
Вместе с тем, в течение 2019 года в предположениях субъектов бизнеса о факторах роста цен в последующие 12 месяцев наметились некоторые изменения. В частности, доля респондентов, отметивших повышение налоговой нагрузки, рост тарифов на энергоресурсы и коммунальные услуги, как основных факторов роста цен, намного сократилась в последние месяцы года.

## Прогноз инфляции

Центральный банк, исходя из текущей и ожидаемой макроэкономической ситуации, сохраняет **базовый прогноз** инфляции на уровне **12-13,5%** в 2020 году.

**Рис. 22. Прогноз инфляции (базовый)**

(в %, годовой, на конец периода)



Источник: расчёты Центрального банка.

Сохранение базового прогноза и ожидаемое снижение уровня инфляции к концу года обусловлено следующими монетарными и немонетарными факторами:

**Во-первых**, в 2020 году ожидается исчерпание эффектов некоторых инфляционных явлений, возникших в 2019 году, и прогнозируется более медленный рост цен на продовольственные и непродовольственные товары, с учетом того факта, что уже произошло существенное выравнивание внутренних цен с ценами по региону Центральной Азии, а также с основными торговыми партнерами.

**Во-вторых**, ожидается более умеренный рост кредитования на уровне не превышающем рост номинального ВВП (20-25%) путем проведения надлежащей денежно-кредитной и макропруденциальной политики, а также оптимизации государственных расходов и общего фискального дефицита (сокращение фискального дефицита с 3,9% к ВВП в 2019 году до 2,7%, сбалансирование доходов и расходов ФРРУ, введение лимита на привлечение государственного внешнего долга). Это, в свою очередь, позволит предотвратить чрезмерный рост спроса в экономике, снизив, таким образом, давление на инфляцию и обменный курс.

**В-третьих**, ожидаемая стабилизация обменного курса национальной валюты ближе к своему фундаментальному тренду окажет меньшее влияние на инфляционные процессы в 2020 году, чем это было в 2019 году.

**В-четвертых**, согласно предварительным оценкам, в текущем году рост объемов производства сельскохозяйственной продукции текстильной и строительной промышленности способствует удовлетворению внутреннего спроса. При этом повышение конкуренции на внутреннем рынке сыграет важную роль в стабилизации цен в данных отраслях.

**В-пятых**, прогнозируемый умеренный рост номинального уровня доходов населения в 2020 году, в том числе среднего уровня заработной платы после их существенной корректировки в 2018-2019 гг., способствует снижению влияния проинфляционных факторов спроса.

Вместе с тем, своевременное осуществление мер по расширению объёмов производства, широкому применению рыночных принципов и снижению себестоимости, отраженных в **«Дорожной карте по снижению инфляции и обеспечения стабильности цен на 2020 год»**, послужит устранению факторов, создающих инфляционное давление в экономике и станет основой для достижения среднесрочного целевого ориентира по инфляции.



### III. Денежно-кредитные условия

В течение 2019 года денежно-кредитные условия формировались на фоне сегментированного развития кредитного рынка, в связи с чем оказывали ограниченные воздействия на макроэкономическую ситуацию.

Продолжение активной кредитной поддержки в реализации важных отложенных структурных реформ и программ развития обусловило рост кредитных вложений в экономику.

Так, если в I-III квартале 2019 года наблюдались высокие темпы роста кредитования в национальной валюте, то к концу года стала прослеживаться более явная тенденция к замедлению их роста и **возвращение к фундаментальному тренду**, соответствующему макроэкономической сбалансированности.

Вместе с тем, на протяжении всего года происходил рост кредитов в иностранной валюте, что объясняется их более **низкими процентными ставками**, по сравнению с кредитами в национальной валюте и ограниченностью сумовых ресурсов фондирования.

Процентные ставки по банковским кредитам и депозитам в целом показывали **относительно стабильную динамику**, за исключением краткосрочной волатильности в августе-сентябре 2019 года.

#### *Кредитование экономики*

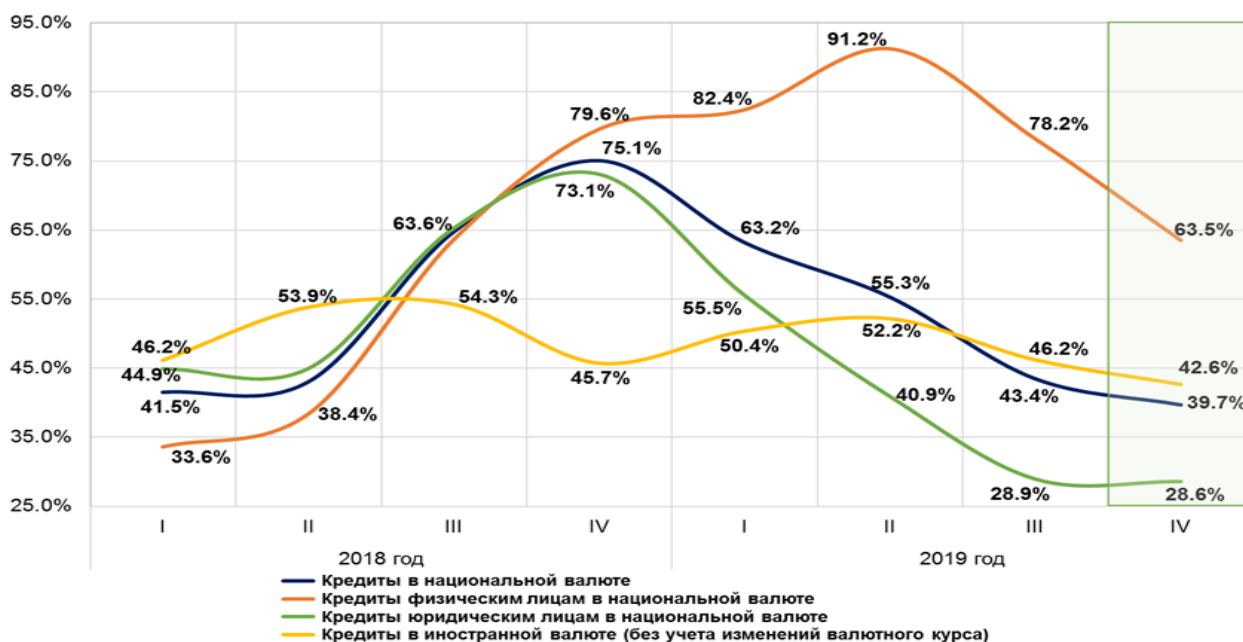
По итогам 2019 года кредитование экономики выросло на **73,8 трлн. сум** или **54,8%**.

Основными источниками кредитных вложений были централизованные средства, активное освоение банками зарубежных кредитных линий, а также средства от размещения суверенных и корпоративных еврооблигаций.

В течение 2019 года **темпы роста кредитов в национальной валюте** замедлились почти в 2 раза (с 75,1% в IV квартале 2018 года до 39,7% в IV квартале 2019 года).

К концу 2019 года отмечено снижение темпов годового роста кредитов в национальной валюте для физических лиц и хозяйствующих субъектов до **63,5%** и **28,6%**, соответственно. При этом, темпы роста кредитов в иностранной валюте оставались более стабильными, **45,7%** в 2018 году и **42,6%** в 2019 году (Рис. 23.).

**Рис. 23. Динамика годовых темпов роста кредитных вложений**  
(в %, к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: Центральный банк

Анализ структуры кредитов в иностранной валюте показывает, что склонность частного сектора к финансированию инвестиционных проектов за счет валютных кредитов, в основном, объясняется сравнительно высокими ставками по кредитам в национальной валюте. В частности, в 2019 году субъектам экономики было выделено кредитов на сумму **6,2 млрд. долл. США**.

Что касается кредитов в национальной валюте, то постепенное сбалансирование темпов их роста в последнем квартале 2019 года было обусловлено усилением мер пруденциального надзора, оптимизацией бюджетных расходов, а также сохранением ставки рефинансирования на уровне 16% годовых, что обеспечило относительно жесткие денежно-кредитные условия.

При наличии существенных различий во внешних и внутренних монетарных условиях, эффективное проведение надлежащей денежно-кредитной политики затруднено, в основном, **из-за роста привлекательности внешних источников фондирования**. Такая ситуация указывает на возрастающую необходимость **координации усилий в области монетарной и макропруденциальной политики**.

В связи с этим, Центральный банк переходит к активному применению подходов по макропруденциальной поддержке принимаемых решений в области денежно-кредитной политики, что в итоге позволит своевременно достичь ключевые цели.

### Координация денежно-кредитной и макропруденциальной политики

Проведение денежно-кредитной политики параллельно с применением мер макропруденциального надзора позволяет выйти на более **стабильную траекторию макроэкономических показателей**, чем при проведении каждой политики в отдельности.

Центральный банк при принятии решений по денежно-кредитной политике также **учитывает показатели финансовой устойчивости банковской системы**, что является целесообразным в рамках достижения цели макроэкономической стабильности.

При этом для обеспечения скоординированности принимаемых мер по этим направлениям особое внимание уделяется их взаимной комплементарности с недопущением **случаев возникновения противоречий**. Так, например, сравнительно высокие ставки по сумовым кредитам в условиях высокой инфляции и недостаточности внутренних ресурсов финансирования не должны привести к **росту долларизации** кредитного портфеля и **уязвимости банков к курсовому риску**.

В связи с этим, сохранение относительно жестких денежно-кредитных условий в течение 2019 года и **взятие нового курса воздействия** на экономическую активность путем применения макропруденциальных мер должны способствовать:

- ограничению чрезмерного роста кредитования, в том числе в иностранной валюте, предотвращая возможные **риски долларизации активов** с постепенным **сокращением чувствительности банков к валютным рискам**;

- **оздоровлению и улучшению финансовой стабильности** банковской системы;

- формированию надлежащих условий для ведения денежно-кредитной политики, развития её трансмиссионных каналов и гибкого управления банками своей ликвидностью посредством насыщения внутреннего денежного рынка ликвидными финансовыми инструментами.

Анализ индикаторов финансовой стабильности банков по итогам 2019 года показал устойчивую динамику уровня достаточности капитала, в то же время указал на появление некоторых кредитных и валютных рисков, а также на возможное возникновение затруднений в соблюдении банками нормативов по ликвидности в процессе приведения данных требований в соответствие с международной практикой.

В связи с этим, Центральным банком установлены требования по постепенному увеличению доли высоколиквидных активов в совокупном объёме активов по **1%** в каждом квартале **до 10%**, а в краткосрочных обязательствах по **5%** ежеквартально **до 40%** к началу июня 2020 года.

С установлением новых нормативов по ликвидности банки начали **пересматривать свою позицию по ликвидности и аккумулировать долгосрочную ликвидность**, оказывая повышенный спрос на денежном рынке на более долгосрочные ресурсы, что отразилось в ситуации на денежном рынке.

Следует отметить, что в целях исполнения установленных нормативов по ликвидности, в условиях незначительной доли операций с ценными бумагами, обусловленной слабой развитостью рынка ценных бумаг, а также недостаточной диверсификацией активных операций, коммерческие банки вынуждены ограничиваться преимущественно кредитными операциями и хранить определенный объем средств в кассах и/или на корреспондентских счетах в Центральном банке. Но в этом случае денежные средства не приносят доходы, в результате чего **банки относят недополученную прибыль в стоимость выделяемых кредитов.**

При этом выпуск в обращение облигаций Центрального банка и Министерства финансов будет способствовать **активизации рынка ценных бумаг**, формированию кривой доходности и послужит **импульсом для развития денежного рынка**. То есть у коммерческих банков появится возможность одновременно владеть высоколиквидным активом с получением дохода, не нарушая при этом нормативы ликвидности.

Высокий спрос со стороны коммерческих банков на облигации Центрального банка, доходность по которым (в первоначальных операциях) сформировалась в среднем на уровне 10-12%, также подтверждает важность выпуска данных ценных бумаг в качестве основного звена между практическими мерами в области денежно-кредитной и макропруденциальной политики.

Таким образом, вопросы взаимодействия денежно-кредитной и макропруденциальной политик по обеспечению стабильности цен в экономике и устойчивости банковской системы являются важными в организации **скоординированной макроэкономической политики.**

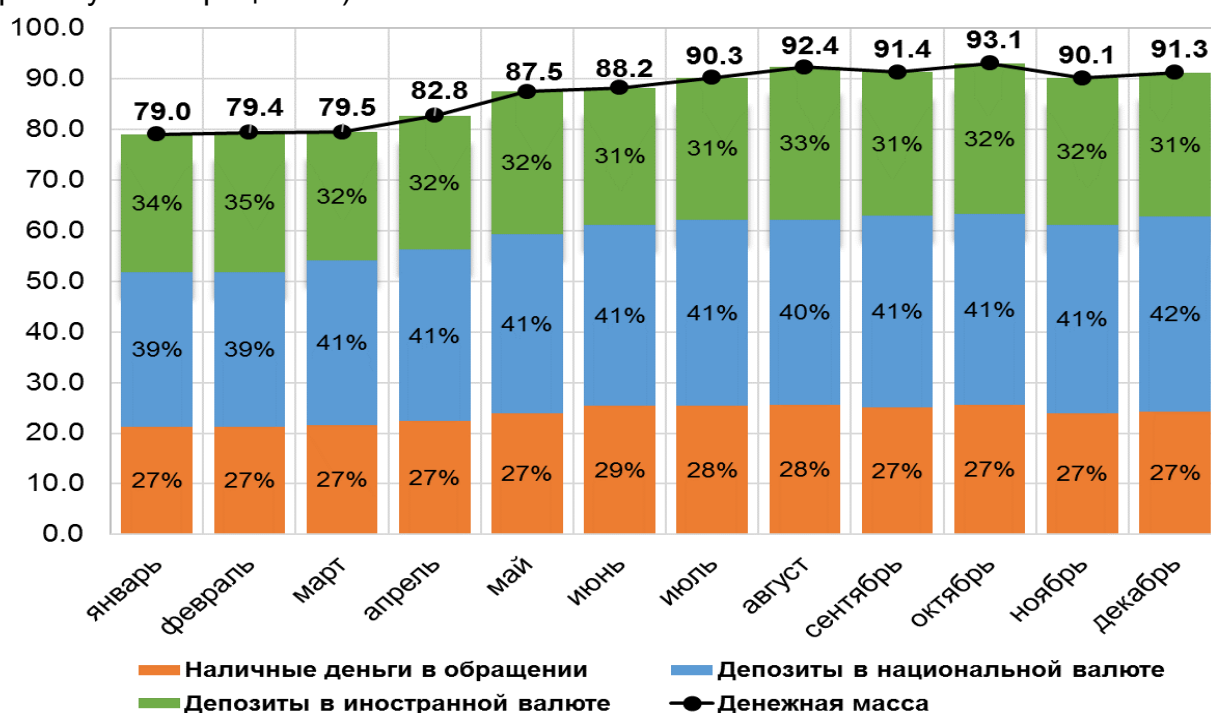
## Динамика денежной массы и изменение ее структуры

В 2019 году общая денежная масса увеличилась на **13,8%** и составила **91,3 трлн. сум**, а в национальной валюте – на **14,4%** и достигла **62,8 трлн. сум**.

При этом темпы роста наличных денег были ниже по сравнению с ростом общей денежной массы и составили **9,4%**. В результате, доля наличных денег в денежной массе сократилась с **27,6%** в начале года до **26,6%** (Рис. 24).

**Рис. 24. Денежная масса и динамика ее структуры**

(трлн. сум и в процентах)



Источник: Центральный банк

Усиление данной тенденции создает определенные предпосылки для повышения эффективности регулирования ликвидности в банковской системе.

В 2019 году срочные депозиты в национальной валюте выросли на **43%**, в том числе депозиты физических лиц на **54%**. Доля вкладов населения в общем объеме депозитов повысилась с **25%** до **31%**.

В целом, это указывает на постепенное повышение доверия к банковской системе, а также на положительное влияние канала денежно-кредитной политики **на сберегательную активность** в экономике. Эффективное функционирование данного трансмиссионного канала является необходимым условием для создания основ действенной денежно-кредитной политики.

В качестве основных факторов, оказавших влияние на рост сберегательной активности, можно выделить **стабильность курса национальной валюты** (за исключением августа месяца), **усиление конкуренции между банками** по привлечению долгосрочных депозитов, а также положительное влияние проводимой Центральным банком открытой **коммуникационной политики** по снижению инфляционных ожиданий и происходящим последовательным положительным изменениям в банковской системе.

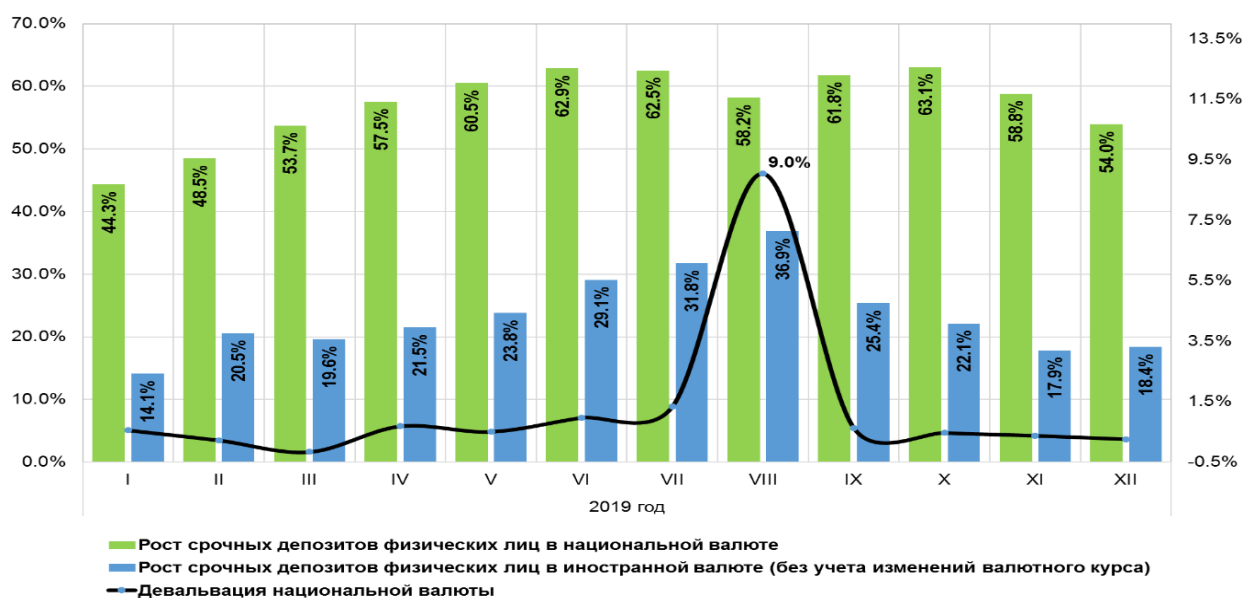
При этом также наблюдалось **снижение уровня долларизации** депозитов в банковской системе и ускорение роста сумовых депозитов.

В течение 2019 года **доля** депозитов в национальной валюте в общей денежной массе выросла с **38,6%** до **42,2%**. В первые два месяца доля депозитов в иностранной валюте составляла в среднем **34,5%**, однако к концу года снизилась до **31,4%** (рис. 11).

Однако резкое ослабление курса национальной валюты в августе 2019 года (**9,0%**) оказало влияние на сберегательное настроение населения, в результате чего годовой рост депозитов в национальной валюте замедлился на **4,3 п.п.** (с **62,5%** до **58,2%**) (Рис. 25.).

**Рис. 25. Динамика роста срочных депозитов населения**

(в % к предыдущему году)



Источник: Центральный банк

В то же время, в августе месяце темп роста депозитов в иностранной валюте резко ускорился на **5,1 п.п.** (с **31,8%** до **36,9%**). Стабильность курса национальной валюты в течение сентября-декабря послужила **двукратному снижению** темпов роста срочных депозитов в иностранной валюте (с **36,9%** до **18,4%**).

## Процентные ставки

В IV квартале 2019 года средневзвешенные ставки по депозитам физических лиц поднялись с **18,8%** в сентябре до **19,7%** в декабре (Рис. 25).

Рис. 25. Средневзвешенные ставки по срочным депозитам



Источник: Центральный банк

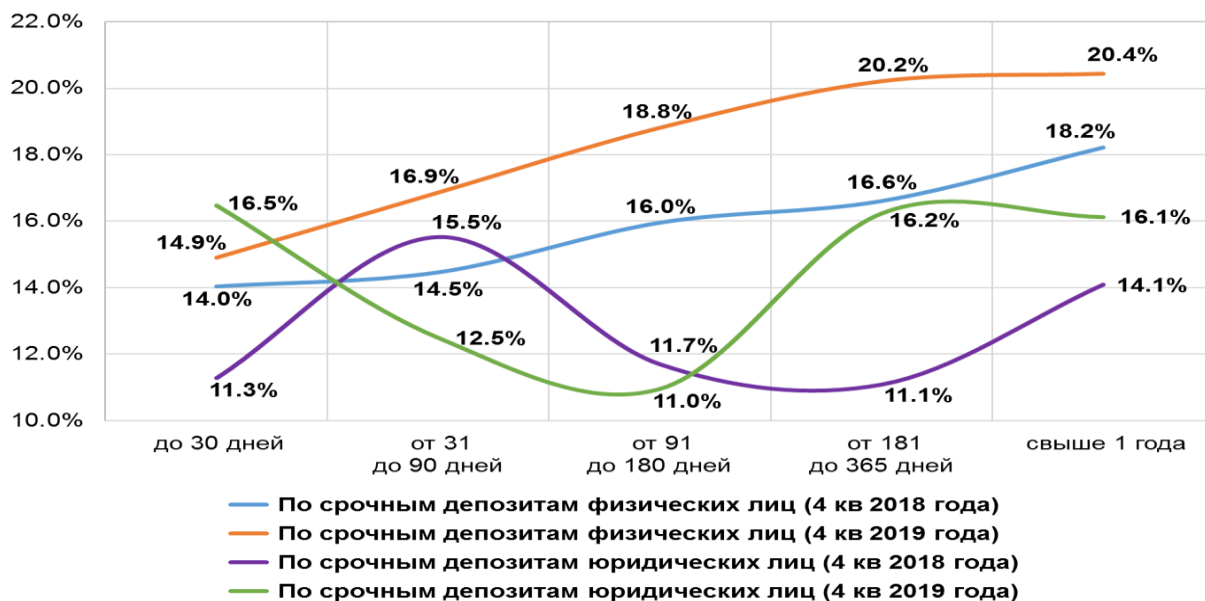
В декабре 2019 года реальная процентная ставка по срочным депозитам физических лиц (рассчитанная на основе фактической инфляции) составляла **4,5%**, а для депозитов юридических лиц сложилась на уровне **1,3%**.

Анализ временной структуры и доходности срочных депозитов в национальной валюте показывает, что с **увеличением их сроков растёт и средневзвешенная процентная ставка**. Это, в свою очередь, объясняется высоким спросом на денежные ресурсы более длительных сроков и как следствие стимулирует конкуренцию среди банков по привлечению долгосрочных вкладов.

При этом кривая доходности по срочным депозитам физических лиц в национальной валюте в IV квартале 2019 года **сместилась вверх на 2-2,5 п.п.** относительно аналогичного периода 2018 года (Рис. 26.).

Также наблюдалось повышение процентных ставок по долгосрочным депозитам юридических лиц (до **16,1%** в IV квартале 2019 года).

**Рис. 26. Кривая доходности по процентным ставкам срочных депозитов (в %)**

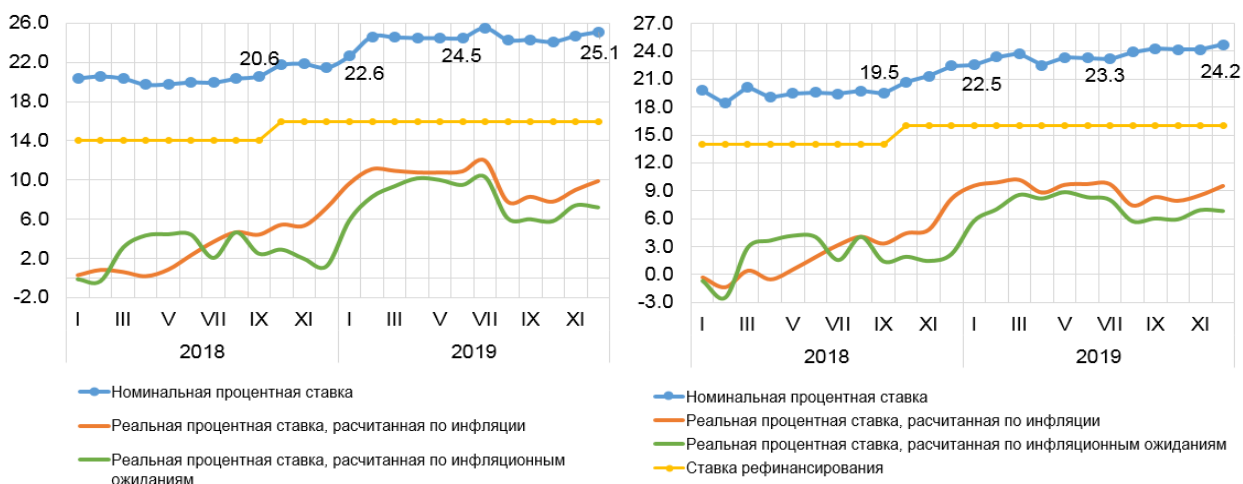


Источник: Центральный банк

В свою очередь, рост ставок по депозитам, с одной стороны может отражать высокий уровень инфляционных ожиданий, а с другой - быть следствием усиления конкуренции на рынке сумовых ресурсов. Кроме того, развитие розничного сегмента кредитования и высокие процентные ставки в данном сегменте также в определенной степени могут оказывать влияние на рост депозитных ставок.

В целом, расхождение между прогнозной траекторией инфляции и кривой доходности банковских депозитов и кредитов ставит перед денежно-кредитной политикой задачу по обеспечению их со-направленности.

**Рис. 27. Средневзвешенные процентные ставки по долгосрочным (слева) и краткосрочным (справа) кредитам\***



\* без учета процентных ставок по микрозаймам и льготным кредитам

Источник: Центральный банк



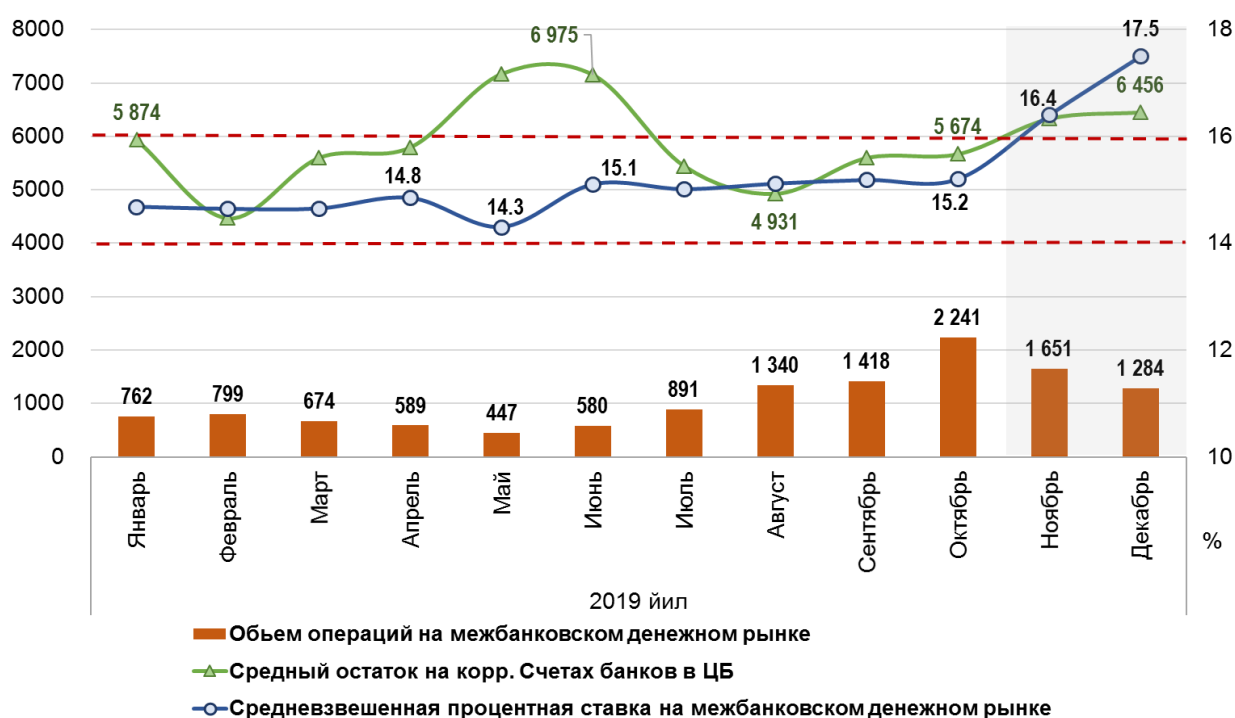
## Межбанковский денежный рынок

В последнем квартале 2019 года процентные ставки денежного рынка формировались под влиянием различных факторов и рыночных тенденций. Характер их изменений заметно отличается от предыдущих кварталов.

В частности, средневзвешенные ставки выросли с **15,2%** в октябре 2019 года до **16,4%** в ноябре, и до **17,5%** в декабре. Вместе с тем, наблюдался рост средних сроков депозитов (Рис. 28.).

В октябре-декабре 2019 года межбанковские операции выросли в объеме **более чем в 2 раза** по сравнению со средними показателями предыдущих кварталов.

**Рис. 28. Ликвидность банковской системы, объемы и ставки по депозитам межбанковского денежного рынка**  
(млрд. сум и в процентах)



Источник: Центральный банк

Также, несмотря на отсутствие устойчивого роста инфляционных ожиданий и прогнозной динамики инфляции, **процентные ставки по межбанковским депозитным операциям от 1 до 3-х месяцев выросли до 18-20%**.

Это, в свою очередь, связано с недостатком долгосрочных сумовых ликвидных ресурсов, а также действиями банков по достижению соответствующих показателей ликвидности.

Выпуск облигаций Центрального банка и Министерства финансов в 2020 году, постепенное насыщение финансового рынка, а также меры банков по улучшению состояния ликвидности, создадут условия для более гибкого управления ликвидностью, и в целом, будут способствовать **формированию кривой доходности, соответствующей траектории инфляции.**

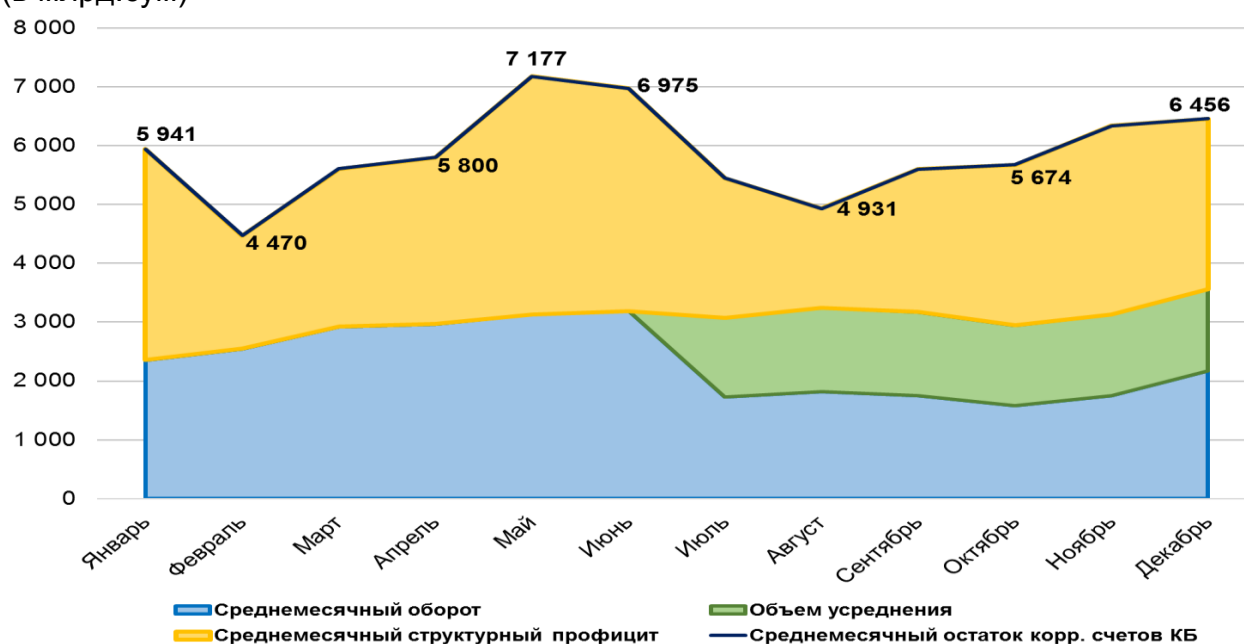
Кроме того, меры по поэтапному **переходу к рыночным механизмам выделения кредитов** послужат **снижению сегментации рынка и сокращению разрыва** между ставками на кредитном рынке.

### **Анализ ликвидности банковской системы**

В IV квартале 2019 года ликвидность банковской системы формировалась под влиянием различных факторов (сезонных, монетарных, внешнеэкономических, роста расходов бюджета) и демонстрировала возрастающую тенденцию по сравнению с III кварталом.

В данном квартале средненежной остаток корреспондентского счета составлял **5,8 трлн. сумов**. Учитывая объем средненежного оборота корреспондентского счета в размере около **3 трлн. сум**, а усредненную сумму по нормативам обязательных резервов (суммы которую можно держать на корреспондентских счетах банков) **1,4 трлн. сум**, нейтральный уровень спроса на ликвидность составляет порядка **3,0-3,5 трлн. сум** (Рис. 29.).

**Рис. 29. Динамика ликвидности банковской системы**  
(в млрд. сум)



Источник: Центральный банк

Исходя из этого, можно сделать вывод, что в банковской системе сформировался структурный профицит ликвидности оценочно в объеме **1,5-2,5 трлн. сум**

Рост остатка средств на корреспондентских счетах обусловлен пруденциальными требованиями по ликвидности, сбалансированным спросом и предложением на валютном рынке, за исключением значительного роста предложения валюты и относительного уменьшения объемов интервенций Центрального банка в декабре, а также сокращения наличных денег в обращении.

### *Использование инструментов в 2020 году*

В первом квартале и на протяжении всего 2020 года при проведении денежно-кредитных операций Центральный банк особое внимание будет уделять эффективному регулированию ликвидности банковской системы, а также формированию процентных ставок вблизи основной ставки в границах процентного коридора **(15-17%)**.

Начиная с января 2020 года поочередно будут запущены инструменты денежно-кредитной политики. При этом Центральный банк будет использовать основную ставку, оперативно оказывая **действенное и гибкое** влияние на текущие и ожидаемые тенденции в экономике и изменения финансовых условий.

В течение I квартала 2020 года ожидается выпуск в обращение облигаций Центрального банка (3-6 месячных) на общую сумму до **2 трлн. сум** (в зависимости от ситуации на валютном рынке и бюджетных расходов, которые влияют на формирование объемов ликвидности). Планируется проведение операций по **деPOSITНЫМ аукционам** со сроком 1-2 недели и **овернайт депозитам** Центрального банка на постоянной основе.

В целом, активизация денежно-кредитных операций и придание им постоянного характера с внесением изменений в их объемы и сроки, **приведет процентные ставки межбанковского денежного рынка в соответствие.**

Коммерческие банки также при корректном прогнозировании ликвидности получат **возможность получать доход** от размещения имеющейся избыточной ликвидности, что, в свою очередь, приведет к **снижению процентных ставок** по другим активам банков, в том числе **кредитам.**

Снижение уровня инфляции, а также сбалансированность процентных ставок по банковским услугам будет служить основой для **пересмотра основной ставки Центрального банка в сторону ее снижения**, что через канал инфляционных ожиданий поспособствует дальнейшему замедлению инфляции и вхождению в **новой цикл стабилизации цен**.