



Центральный банк
Республики Узбекистана

IV квартал
2023

ОБЗОР
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКИ

Центральный банк Республики Узбекистан

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

5%



СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	3
I. СРЕДНЕСРОЧНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ	5
1.1. Перспективы развития внешних экономических условий.....	5
1.2. Макроэкономические прогнозы	9
1.3. Прогноз инфляции и инфляционные ожидания	14
1.4. Неопределенности и риски макроэкономического развития.....	18
Врезка 1. Оценка краткосрочных прогнозов макроэкономических показателей с использованием модели MIDAS.....	20
Врезка 2. Анализ связи между общей инфляцией и индексом цен производителей.....	22
II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	24
2.1. Внутренняя экономическая активность и факторы совокупного спроса	24
2.2. Денежно-кредитные условия и инфляция	28
Врезка 3. Анализ изменения цен потребительской корзины.....	34
Врезка 4. Развитие сектора туризма и его влияние на экономику.....	36
ПРИЛОЖЕНИЯ	38
Приложение 1. Перспективы проведения зеленой денежно-кредитной политики .	38
Приложение 2. Значение валовых национальных сбережений в экономическом развитии	42

РЕЗЮМЕ

25 января 2024 года правление Центрального банка сохранило основную ставку без изменений, на уровне 14% годовых, с учетом ожиданий, сформировавшихся под влиянием высокой динамики спроса в экономике. В соответствии с прогнозами инфляция к концу года составит 8-9%.

Формируемые денежно-кредитные условия направлены на обеспечение траектории устойчивого снижения инфляции до 5% таргета.

Общий уровень инфляции в последние месяцы оставался на уровне 8,8%. Несмотря на снижение инфляции в группе товаров потребительской корзины, инфляция в сфере услуг в последнем квартале несколько ускорилась. Это указывает на то, что повышательное давление со стороны спроса на общую инфляцию может усилиться в будущем.

Возникновение и сохранение инфляционных процессов в экономике, объясняется неполной адаптацией некоторых компонентов предложения к условиям высокого спроса.

Кроме того, согласно результатам последних опросов, ощущаемая инфляция и инфляционные ожидания остаются на высоких уровнях.

Важную роль в ускорении экономического роста до 6% в 2023 году сыграли высокие темпы роста инвестиций в основной капитал. Экономическую активность также поддерживали высокие фискальные стимулы, положительная динамика кредитов в экономику и денежные переводы.

Ожидается, что в текущем году глобальная инфляция продолжит замедляться под влиянием жестких финансовых условий, балансировки рынков труда и снижающейся динамики цен на сырьевые товары в мировой экономике.

Принимая во внимание текущие и ожидаемые экономические тенденции в странах торговых партнерах, предполагается, что в ближайшие месяцы не будет наблюдаться высокого давления на реальный эффективный обменный курс сума.

С сокращением структурного профицита ликвидности в банковской системе наблюдается активизация операций на денежном рынке. В текущем году также будут созданы необходимые условия для формирования краткосрочных процентных ставок в границах процентного коридора, путем активного применения денежно-кредитных операций.

В условиях высоких положительных реальных процентных ставок по депозитам в национальной валюте ожидается продолжение динамики роста объемов банковских депозитов.

Согласно обновленным прогнозам базового сценария, общая инфляция в 2024 году ожидается на уровне 8-9%, базовая инфляция – около 7-8%.

Сценарий макроэкономического развития в текущем году будет зависеть от внешних экономических факторов и внутренних факторов макроэкономической стабильности – темпов структурных реформ, бюджетной дисциплины и эффективности денежно-кредитной политики.

В то же время принимаются меры по смягчению потенциального разового воздействия на внутренние цены в ближайшие месяцы со стороны ожидаемых изменений некоторых регулируемых цен, последних изменений акцизного налога и налога на добавленную стоимость.

Основные внешние риски будут связаны с усилением глобальной фрагментации и более долгосрочным сохранением повышенных мировых инфляционных процессов.

Рост реального ВВП в 2024 году прогнозируется на уровне 5,5-6%. Основными факторами экономического роста являются, с одной стороны, потребительский спрос, а с другой – увеличение объема прямых иностранных и внутренних инвестиций под влиянием структурных реформ.

Центральный банк будет принимать будущие решения по основной ставке на основе обновленных прогнозов инфляции и обеспечит необходимые денежно-кредитные условия для достижения 5% таргета инфляции.

I. СРЕДНЕСРОЧНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ

1.1. Перспективы развития внешних экономических условий

В 2024 году внешние экономические условия, как ожидается, будут складываться разнонаправленно. С одной стороны, сохранение мирового экономического роста ниже среднего уровня, сложившегося в 2015-2021 годах, окажет существенное давление на товарно-сырьевые рынки, с другой, обострение геополитической ситуации может привести к глобальным ограничениям поставок и затруднить рост международной торговли.

Наряду с этим процессом вероятный рост стоимости энергоресурсов увеличивает риск новой волны инфляции.

Рост мировой экономики в 2024 году прогнозируется на уровне 3,1%¹ на фоне позитивных ожиданий по экономике США, ряда крупных развивающихся стран, включая Китай (рисунки 1.1.1-1.1.2).

Ожидается, что рост мировой торговли составит 3,3% и будет ниже среднего показателя (4,9%) по причине геоэкономической фрагментации² и перебоев в поставках через Красное море и Панамский канал.

Рис. 1.1.1. Рост ВВП в 2023 году, %

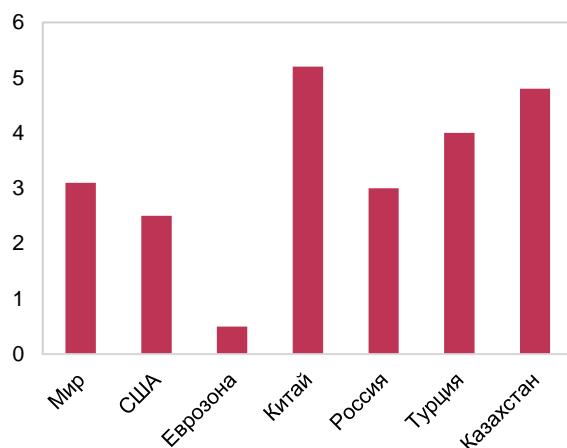
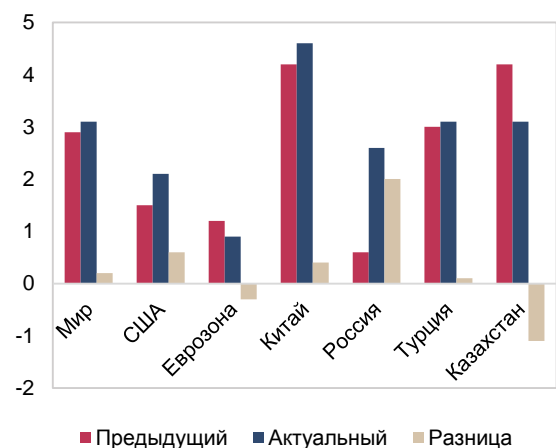


Рис. 1.1.2. Прогнозы роста ВВП в 2024 году, %



Источник: "Перспективы мирового развития", МВФ, январь 2024 года

¹ "Перспективы развития мировой экономики", МВФ, январь 2024 года.

² В 2022-2023 годах страны использовали в общей сложности 6200 торговых ограничений, что в 5,6 раза больше, чем 1100 в 2019 году. "Перспективы развития мировой экономики", МВФ, январь 2024 года.

Обновленные прогнозы развития экономики США улучшились по сравнению с предыдущими и в этом году ожидается рост на 2,1%. Однако отложенный эффект от ужесточения денежно-кредитной и бюджетной политики в 2023 году, постепенное ослабление рынка труда, а также снижение совокупного спроса в целом, окажут определенное влияние на экономику.

Экономический рост в странах Еврозоны может восстановиться с 0,5% в 2023 году до 0,9% в 2024 году на фоне замедления инфляции, роста реальных доходов населения и потребления. Однако эти прогнозы несколько ниже предыдущих прогнозов на 2023 год из-за слабой деловой активности, наблюдаемой в странах Еврозоны.

Для некоторых основных торговых партнеров также прогнозируются более низкие прогнозы экономического роста в 2024 году³.

Основной риск, как ожидается, будет заключаться в замедлении роста экономики Китая. В основном, это обусловлено слабым потребительским спросом, существующими проблемами в сфере недвижимости и строительства, снижением инвестиционной активности и высокой задолженностью в корпоративном секторе.

Прогнозы по экономике России напротив были улучшены. Рост оборонной промышленности и импортозамещающих производств являются одними из основных факторов, поддерживающих позитивные ожидания. Относительно стабильный курс рубля в сочетании с жесткой денежно-кредитной политикой позволит сбалансировать инфляцию в первом полугодии.

Прогнозы экономического роста Казахстана были пересмотрены в сторону небольшого понижения. Данное изменение связано с временным сокращением объемов добычи нефти в 2024 году на основании соглашения группы ОПЕК+. Однако ожидается, что рост в нефтяном секторе экономики останется стабильным.

Рост экономики Турции в 2024 году прогнозируется ниже ожидаемого ранее, в результате реализации жесткой денежно-кредитной политики.

³ Рост Китая в 2024 году оценивается в 4,5%, России – 1,3%, Турции – 3,1%. “Перспективы развития мировой экономики”, МВФ, январь 2024 года.

Рис. 1.1.3. Процентная ставка ФРС

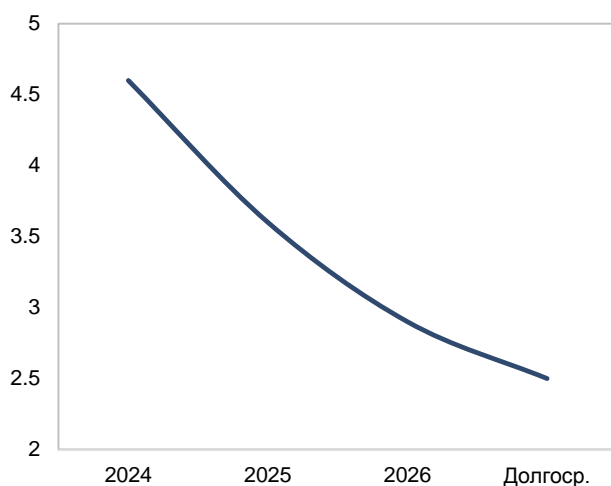
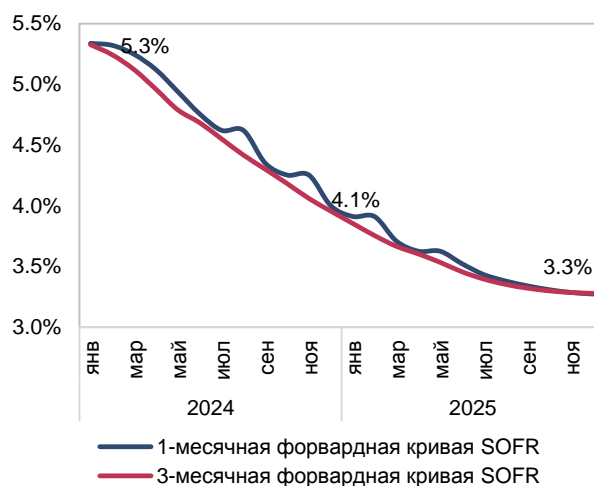


Рис. 1.1.4. Ставки SOFR



Источник: Chatham Financial <https://www.chathamfinancial.com/technology>.

Глобальные финансовые условия. В связи с завершением цикла ужесточения денежно-кредитной политики со стороны Федеральной резервной системы США (ФРС) и Европейского центрального банка (ЕЦБ) существует вероятность смягчения денежно-кредитных условий во второй половине 2024 года.

В результате, ожидаемого рынком, снижения процентной ставки ФРС до 4,6% в 2024 году (рис. 1.1.3) форвардная ставка SOFR, которая является ориентиром стоимости финансирования на мировых финансовых рынках, также снизится с 5,3% до 4% к концу года и до 3,3% по итогам 2025 года (рис. 1.1.4).

Основные рынки сырья. Ожидается, что в 2024 году мировой рынок нефти сохранится в равновесии, несмотря на сокращения объемов добычи стран ОПЕК+. В таком случае средняя цена нефти марки Brent может снизиться до 82 долл. за баррель в 2024 году и 79 долл. в 2025 году (рис. 1.1.5). Однако, в случае геополитической напряженности и перебоев в поставках цены, как ожидается, будут намного выше и более волатильными.

Цены на природный газ продолжат снижаться в 2024 и 2025 годах по мере увеличения мировой добычи газа и экспорта сжатого газа. Перебои в поставках на Ближнем Востоке и холодные погодные условия остаются основными рисками для цен на природный газ.

Цены на медь могут незначительно снизиться в 2024 году на фоне слабых фундаментальных показателей в Китае, главном потребителе меди.

Однако, ослабление доллара и проблемы поставок через Панамский канал, влияющие на поставки меди на мировой рынок, могут привести к небольшому росту цен на медь.

По данным Всемирной ассоциации золота, в 2024 году ожидается, что геополитическая ситуация в мире и высокий спрос на золото со стороны центральных банков станут факторами, повышающими цену золота. Прогнозируется, что средняя цена золота составит около 2000 долл.⁴ за унцию (рис. 1.1.6.).

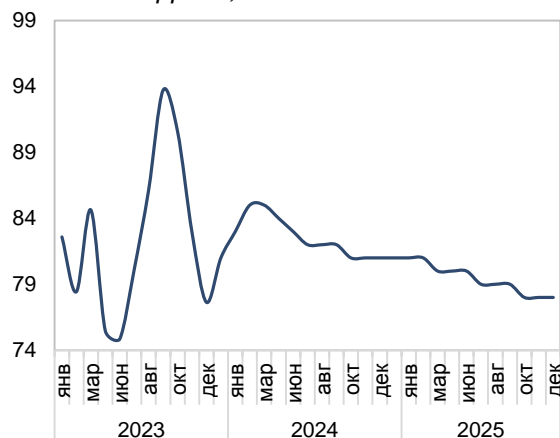
Мировые продовольственные цены. По прогнозам Всемирного банка, цены на продукты питания снизятся еще на 1%⁵ в 2024 году из-за падения цен на зерновые, особенно на кукурузу и пшеницу. Ожидается, что предложение пшеницы в 2024 году будет близким к уровню предыдущего года и стабильным. Прогнозы указывают на то, что цены на пшеницу снизятся на 3% в 2024 году и на 5% в 2025 году.

Также в 2024-2025 годах ожидается увеличение поставок масличных культур в мире, и прогнозируется снижение индексов цен на масло и шрот на 3% в 2024-2025 годах.

Ключевые риски повышения цен на продукты питания в 2024 году включают неблагоприятные погодные условия (*влияние прекращения Эль-Ниньо*⁶), рост затрат на электроэнергию, торговые ограничения и геополитические риски.

Рис.1.1.5. Прогноз цен нефти,

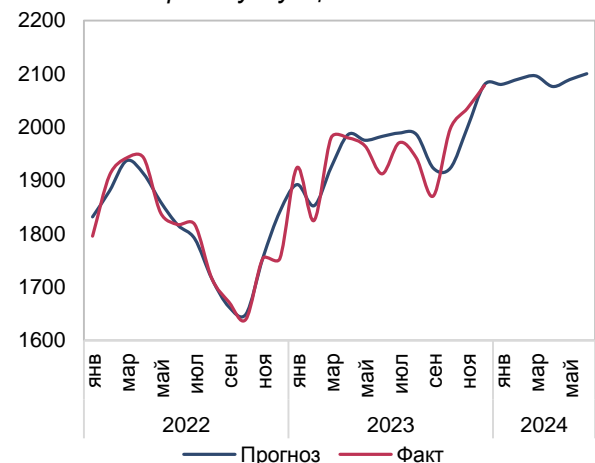
долл. за 1 баррель,



Источник: Агентство энергетической информации США (EIA, Short-term Energy outlook 2024).

Рис.1.1.6. Прогноз цен золота⁷,

долл. за 1 тройскую унцию



Источник: Расчеты Центрального банка.

⁴ Прогнозы сырьевых цен - 2024/2025 (tradingeconomics.com).

⁵ "Перспективы развития мировой экономики", МВФ, январь 2024 года.

⁶ По данным Национального управления океанических и атмосферных исследований США, влияние Эль-Ниньо вновь усилится зимой 2024 года. По историческим данным, Эль-Ниньо в основном повлияло на рост цен на кукурузу, пшеницу и рис в Южной, Центральной, Восточной Азии и некоторых частях Европы.

⁷ Gold Outlook 2024 by World Gold Council, Gold Outlook 2024 | World Gold Council.

1.2. Макроэкономические прогнозы

Учитывая уровень валового спроса и предложения в экономике к концу 2023 года, высокие фискальные стимулы, прогнозы по экономике стран-партнеров, ожидания по мировым ценам на основные экспортные и импортные товары, Центральный банк пересмотрел среднесрочные прогнозы макроэкономического развития.

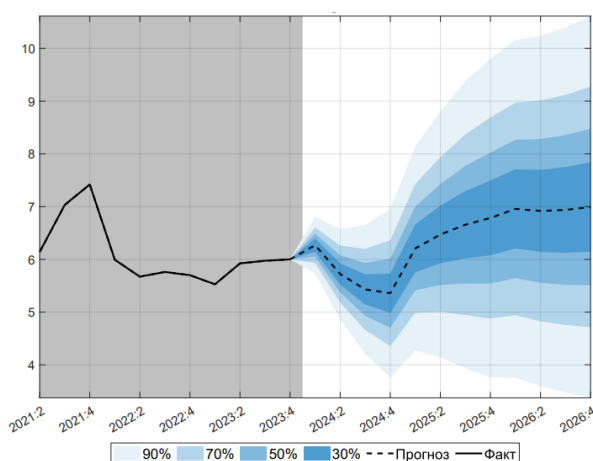
Согласно обновленным прогнозам, экономический рост в 2024 году ожидается на уровне 5,5-6%, что несколько выше предыдущих прогнозов (октябрь 2023 года) (рис. 1.2.1).

В ежегодном январском докладе Группы Всемирного банка экономический рост страны в 2024 году прогнозируется на уровне 5,5%, что выше предыдущих оценок.

В октябрьском докладе Международного валютного фонда (МВФ) отмечается, что прогнозируемый рост реального ВВП Узбекистана также составит 5,5% в период с 2024 по 2025 годы.

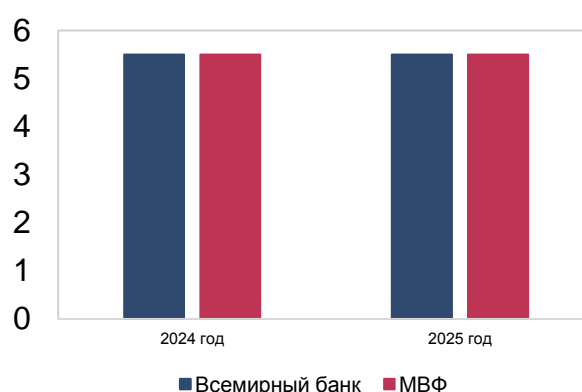
Сохранение эффекта от высоких фискальных стимулов и увеличения частных инвестиций, а также продолжение структурных реформ станут важными факторами, поддерживающими экономический рост в 2024 году.

Рис.1.2.1. Прогноз реального роста ВВП, %



Источник: Расчеты Центрального банка.

Рис.1.2.2. Прогнозы Всемирного банка и МВФ по росту ВВП Узбекистана, %



Источник: "Глобальные экономические перспективы", Всемирный банк, январь 2024 г.; "Перспективы мирового развития", МВФ, январь 2024 года.

В частности, в 2024 году будут иметь большое значение реализуемые в рамках структурных реформ меры, направленные на снижение себестоимости продукции, увеличение добавленной стоимости и производительности труда, ускорение приватизации,

сокращение теневой экономики, активное привлечение иностранных инвестиций, увеличение экспорта, освоение новых возможностей в секторах экономики.

В 2024 году прогнозируется рост объема экспорта (без золота) на 10-12% с учетом динамики цен, формирующихся на мировых рынках, в частности, цен на хлопок⁸ и уран⁹, а также ожидаемого увеличения объема производства меди и цинка в металлургической промышленности (*табл. 1.2.1.*).

Ожидается, что рост объема импорта снизится по сравнению с высоким уровнем последних лет и в текущем году составит около 10-12%. В частности, из-за эффекта высокой базы импорт машин и оборудования ожидается ниже, чем в 2023 году.

Однако риски роста цен на энергетические ресурсы и стоимости их морских перевозок могут оказать повышательное давление на импортные цены.

Стоимость транспортировки энергетических ресурсов сегодня на 166% дороже, чем до пандемии (2019 г.).

В то же время меры по ограничению дефицита бюджета до 4% в 2024 году за счет укрепления бюджетной дисциплины, как ожидается, послужат снижению инфляционного давления в экономике.

Согласно обновленным прогнозам, в 2024 году инфляция составит около 8-9% в годовом выражении, а по итогам 2025 года прогнозируется ее формирование в пределах 5% таргета.

В 2023 году объем денежных переводов, поступающих в нашу страну, рассматриваемый как источник дохода, поддерживающий общий потребительский спрос населения, вернулся к своему долгосрочному тренду. В результате, на фоне высокого спроса на рабочую силу в зарубежных странах, в 2024 году прогнозируется его рост на 6-8%.

⁸ По данным Министерства сельского хозяйства США, в 2023-2024 годах, хотя мировые запасы хлопка выше ожидаемых, его цена ожидается на уровне 1,7-2 доллара за 1 кг.

⁹ Цены на уран растут на фоне глобальных планов декарбонизации.

Таблица 1.2.1. Основные макроэкономические показатели

в %

Показатели	Факт				Прогноз		
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Инфляция (годовых, на конец года)	11,1	10	12,3	8,8	8-9	5-6	5
Инфляция (среднегодовая)	13	10,8	11,4	10	8-9	5,5-6,5	5
Базовая инфляция (годовая, на конец года)	11,7	8,8	13,8	8,5	7-8	4,5-5,5	4,5-5,5
Реальный рост ВВП	2,0	7,4	5,7	6	5,5-6	5,5-6	6-6,5
Расходы на конечное потребление	0,5	9,7	9,2	5,4	5-6	6-7	6,5-7,5
- домохозяйства	0,2	11,5	10,8	6,1	5,5-6	7-7,5	7,5-8
- органы государственного управления	1,4	3,1	3,5	2,9	2-3	1-2	2-3
Общий фискальный баланс (в % к ВВП)	-4,3	-5,5	-3,9	-5,5	-4	-3	-3
Экспорт	-15,5	10,1	18,4	23,8	7-10	9-11	9-11
Экспорт (без золота)	-28,2	34,6	24,4	4,2	10-12	12-14	12-14
Импорт	-12,8	20,5	20,6	24	10-12	10-12	8-11
Денежные переводы	0,3	33,9	110,2	-32,9	6-8	11-13	10-12
Остаток кредитных вложений	34,3	18,4	21,4	23,3	18-20	16-18	14-16

Также в связи с высоким потребительским спросом и расходами домохозяйств ожидается относительно стабильный рост расходов на конечное потребление, который прогнозируется на уровне 5-6% в 2024 году.

Позитивные ожидания относительно притока денежных переводов в 2024 году и повышение размера заработной платы в экономике послужат росту реальных доходов населения около 5-7%.

Денежно-кредитные условия и перспективы денежно-кредитной политики

Центральный банк будет продолжать принимать меры, направленные на достижение 5% таргета инфляции и устранения рисков ее резкого роста.

Для этого необходимо будет сохранить текущие денежно-кредитные условия до конца года. Вместе с тем, денежно-кредитные условия могут быть ужесточены с целью обеспечения стабильности цен в случае реализации инфляционных рисков.

По итогам декабря 2023 года общая ликвидность банковской системы сложилась с профицитом. Объем среднедневной дополнительной ликвидности составила 5,7 трлн сумов. В результате сохранения “относительно жестких” условий до конца 2024 года ожидается небольшой рост процентных ставок на денежном рынке в условиях возможного снижения ликвидности банковской системы.

Также на фоне сокращения дополнительной ликвидности в банковской системе предполагается дальнейшее увеличение активности банков на денежном рынке. При этом ряд изменений, вносимых в операционный механизм денежно-кредитной политики, послужит сбалансированию процентных ставок на денежном рынке, а увеличение выпуска государственных ценных бумаг – увеличению залоговой базы банков и доли операций межбанковского РЕПО.

Процентные ставки по депозитам и кредитам будут формироваться взаимосвязано и в следующих кварталах. На фоне жестких внешних финансовых условий высокий спрос со стороны коммерческих банков на депозиты в национальной валюте сохранится, и это создаст основу для формирования процентных ставок на текущем уровне.

Положительные темпы роста реальных доходов населения и их приток в банковскую систему за счет развития банковской инфраструктуры послужит улучшению депозитной базы банков.

В частности, прогнозируется увеличение совокупных депозитов с 15,6% к ВВП в начале текущего года до 17% в конце 2026 года. При этом, если отношение срочных депозитов населения к ВВП составит 6,5% (4,0% на конец 2023 г.), общий объем вкладов населения увеличится до 9,8% (7,4%) (рис.1.2.3), показатель соотношения кредитов к депозитам также улучшится.

Прогнозируется, что доля вкладов населения в структуре совокупных депозитов увеличится, при этом важную роль будет играть рост срочных депозитов. В частности, ожидается, что доля вкладов населения в общем объеме депозитов увеличится с 48% в 2023 году до 52% в 2024 году, а доля срочных вкладов в общем объеме вкладов населения увеличится с 54% до 60%.

Высокий спрос на кредиты со стороны населения сохранится в ближайшие кварталы и по мере увеличения долговой нагрузки текущие высокие темпы роста розничного кредитования снизятся в среднесрочной перспективе.

В результате прогнозируется, что в 2024 году кредиты в экономику вырастут в среднем на 18-20%, а соотношение кредитов к ВВП достигнет 48,4% (рис.1.2.4).

Рис.1.2.3. Прогноз соотношения депозитов к ВВП, %

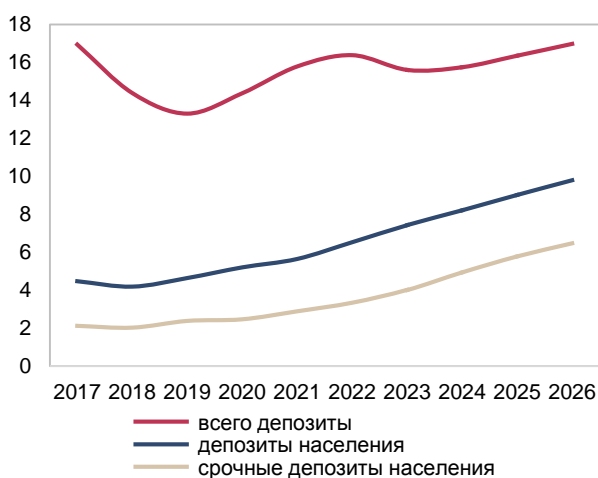
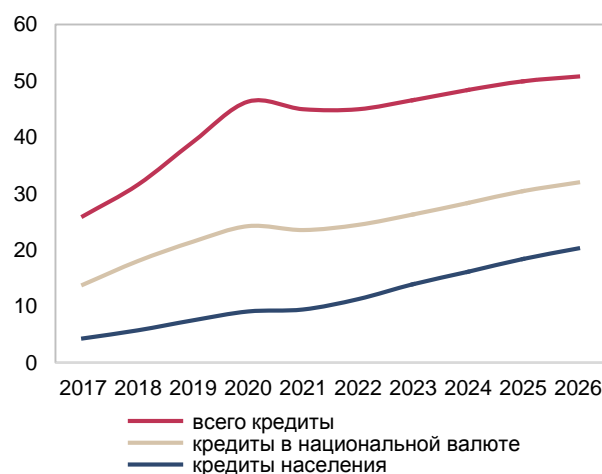


Рис.1.2.4. Прогноз соотношения кредитов к ВВП, %



Источник: Расчеты Центрального банка.

Кредитование в национальной валюте секторов с высоким спросом на импорт (в частности автокредиты, потребительские кредиты, выделяемые на бытовую технику) может создать риски ликвидности в банковской системе, а также давление на обменный курс за счет увеличения спроса на внутреннем валютном рынке.

В свою очередь, давление на обменный курс может стать причиной роста показателей инфляции в экономике за счет «эффекта переноса» ослабления сума.

В этой связи особое внимание уделяется принятию эффективных мер по недопущению перехода рисков финансовой стабильности в риски стабильности цен при проведении денежно-кредитной политики.

1.3. Прогноз инфляции и инфляционные ожидания

К концу 2024 года, согласно базовому сценарию, общая инфляция прогнозируется на уровне 8-9%.

В результате сбалансирования факторов спроса и предложения на внутреннем рынке за счет сохранения «относительно жестких» денежно-кредитных условий и эффектов сокращения бюджетного дефицита прогнозируется, что общий уровень инфляции достигнет 5% таргета во второй половине 2025 года.

Рис.1.3.1. Прогноз общей инфляции, %

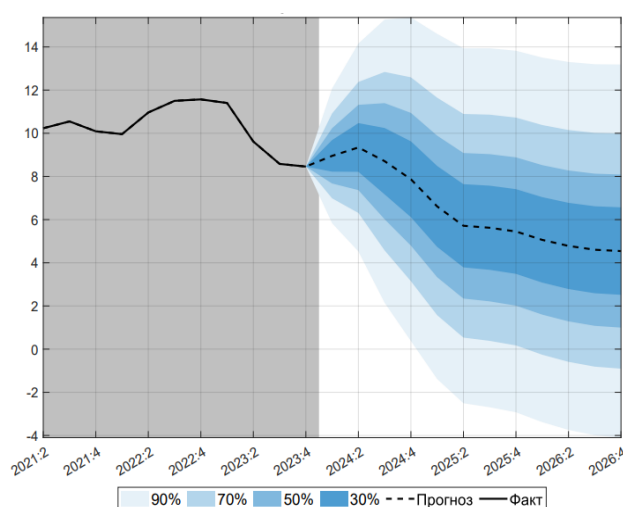
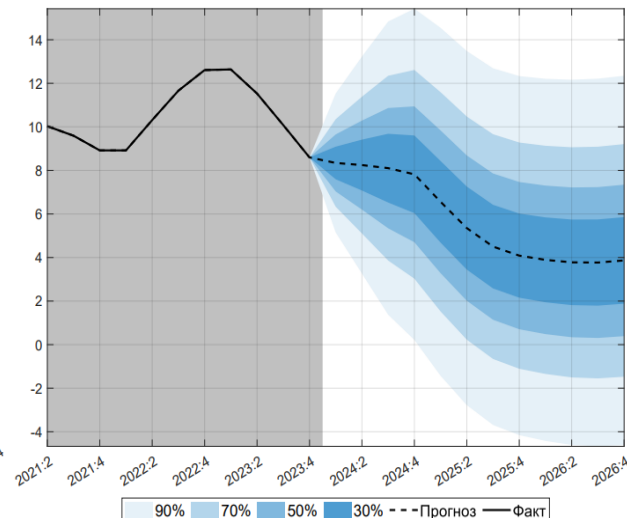


Рис.1.3.2. Прогноз базовой инфляции, %



Источник: Расчеты Центрального банка.

Также в результате поэтапного повышения регулируемых цен и вторичных эффектов в текущем году может не наблюдаться устойчивая тенденция снижения базовой инфляции. Ожидается, что уровень базовой инфляции составит около 7-8% в 2024 году и снизится до 4-5% к концу 2025 года.

При этом среднее значение прогнозов на конец 2024 года несколько выше расчетов октября 2023 года. В основном, это связано с более высокими инфляционными ожиданиями, более медленным, чем ожидалось, снижением базовой инфляции, объявленным повышением регулируемых цен и другими факторами, которые могут создать дополнительное инфляционное давление.

В IV квартале 2023 года снижения инфляционных ожиданий населения практически не произошло, а разрыв с текущей инфляцией остается высоким. Высокие ожидания населения были вызваны изменением валютного курса, ростом цен на энергию и коммунальные услуги, а также ожиданиями относительно увеличения заработной платы и пособий.

В этот период инфляционные ожидания субъектов предпринимательства выросли, несмотря на незначительное снижение в декабре. На это повлияли изменения обменного курса, стоимости энергетических ресурсов и транспорта, а также ожидания увеличения налоговой нагрузки.

В условиях устойчивого снижения уровня инфляции в странах-партнерах и снижения давления на реальный эффективный обменный курс возрастающий вклад импортной инфляции в ближайшие годы будет снижаться.

В прогнозах также учтено влияние высоких бюджетных расходов предыдущих лет на базовую инфляцию - эффект поддержки потребительского спроса, а также влияние роста издержек производства юридических лиц.

В частности, согласно оценкам, резкий рост цен промышленных производителей в IV квартале 2023 года (в основном в сферах добычи энергоресурсов, водоснабжения, канализации, сбора мусора и добычи металлических руд) добавит к базовой инфляции 0,8-1 п.п. в течение следующих 2-4 кварталов и окажет повышательное давление на общую инфляцию в 0,6-0,7 п.п. (*Вставка 2*).

Также в январе-марте индексация тарифов на холодное водоснабжение и канализацию в некоторых регионах, а также рост цен на железнодорожные билеты вызовут небольшое ускорение общей инфляции. В результате в первом полугодии текущего года общая инфляция может остаться неизменной в годовом исчислении.

Рис. 1.3.3. Декомпозиция прогноза общей инфляции, %

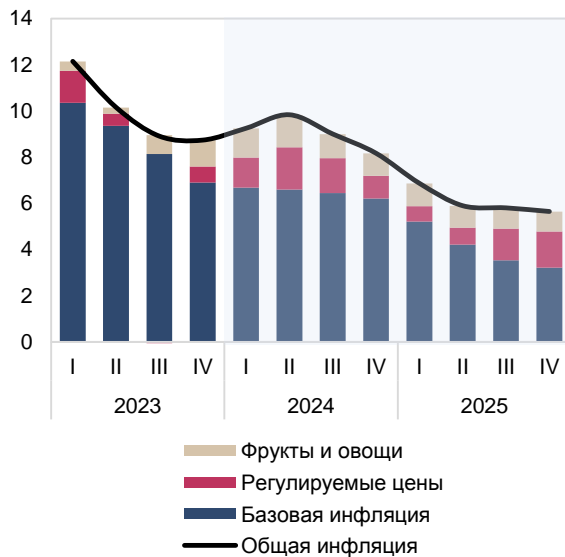
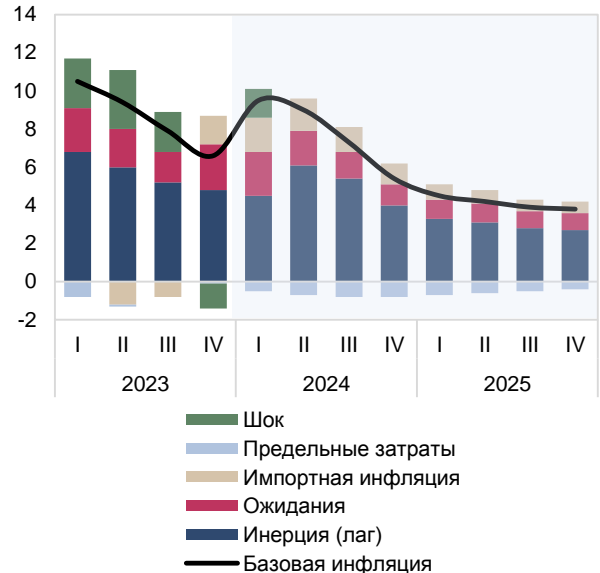


Рис. 1.3.4. Декомпозиция прогноза базовой инфляции, %



Источник: Расчеты Центрального банка.

Кроме того, ожидается, что изменения в налоговой системе окажут влияние на цены. В частности, было объявлено, что с апреля текущего года налогом на добавленную стоимость будут облагаться услуги холодного водоснабжения и теплоснабжения, вывоза мусора и канализации, а также медикаменты и медицинские услуги.

Рис. 1.3.5. Инфляционные ожидания на следующие 12 месяцев, %

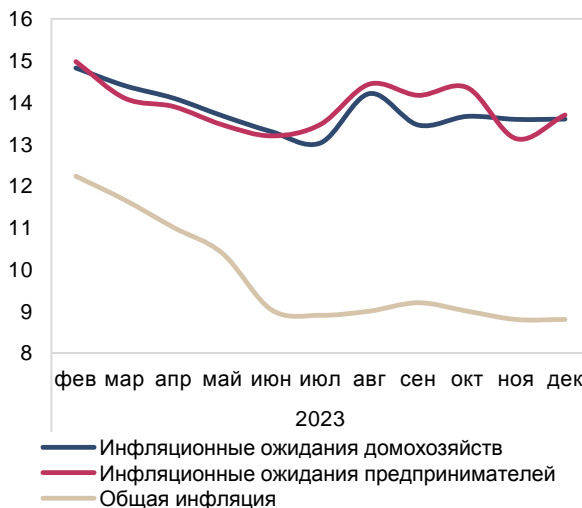
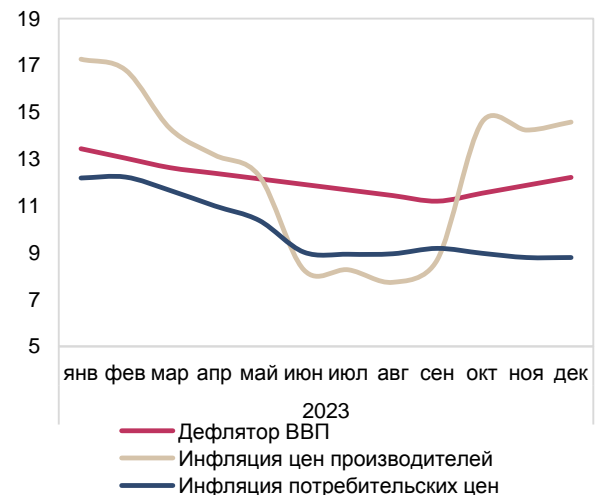


Рис. 1.3.6. Динамика индекса цен производителей и дефлятора ВВП, %



Источник: Расчеты Центрального банка.

В ближайшие кварталы цены на фрукты и овощи будут продолжать находиться под повышательным давлением со стороны факторов предложения. Сохраняется неопределенность в отношении последствий изменения климата, нехватки воды и энергообеспеченности теплиц.

Рис.1.3.7. Реальное изменение совокупного дохода, %

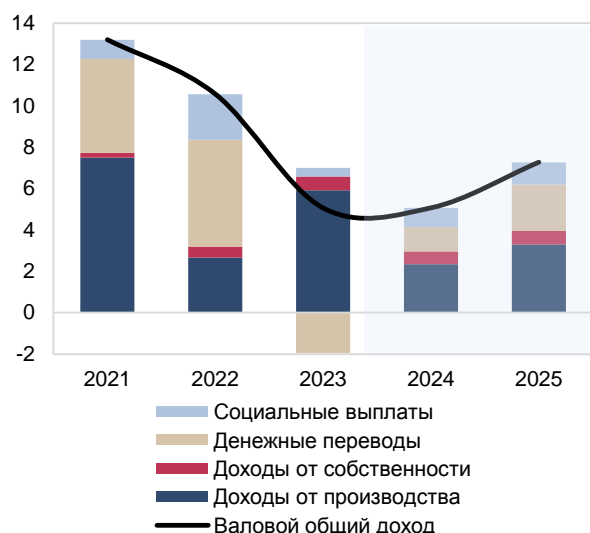
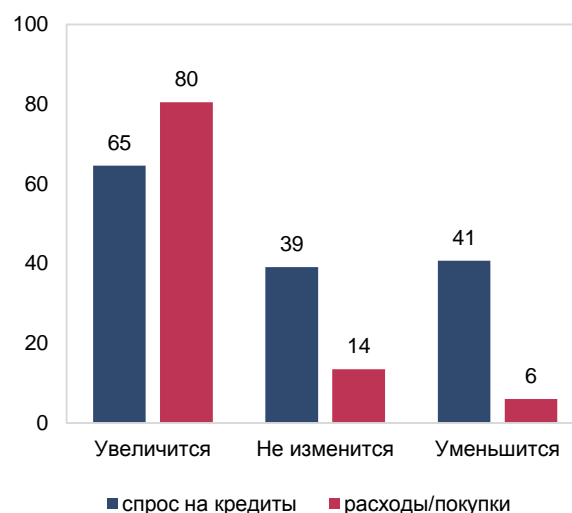


Рис.1.3.8. Ожидания населения по получению кредита, осуществлению расходов/покупок



Источник: Данные Агентства статистики и Центрального банка.

Устойчивый рост доходов населения будет стимулировать потребительскую активность и в текущем году. Ожидается, что в 2024 году доходы от производства и денежные переводы станут основными драйверами роста валового совокупного дохода.

При этом необходимо обратить особое внимание на рост производства и производительности труда, чтобы не допустить формирования дополнительного инфляционного давления в экономике за счет более быстрого роста доходов населения.

Кроме того, позитивное формирование спроса населения на потребительские кредиты в будущем и их ожидания по увеличению расходов и совершению покупок являются важным фактором, стимулирующим потребительскую активность в экономике.

1.4. Неопределенности и риски макроэкономического развития

Неопределенность и риски относительно макроэкономического развития остаются высокими в связи с событиями, происходящими в мире.

Рост неопределенности в отношении геополитических конфликтов, глобальные инфляционные процессы, жесткие финансовые условия, введенные для сдерживания инфляции, а также усиление фрагментации в отношениях между странами оказывают негативное влияние на экономику развивающихся стран.

Сохранение неопределенности и рисков в мировой экономике приводит к формированию волатильной динамики уровня цен на сырьевых рынках.

Также присутствует вероятность, что прогнозы замедления экономики России (*из-за негативных последствий санкций*) и Китая (*из-за углубления проблем в сфере недвижимости*), которые являются одними из основных торговых партнеров, могут создать дополнительное давление на экспорт нашей страны со стороны внешнего спроса.

Сбои в цепочке поставок из-за продолжающихся нападений на грузовые суда в Красном море (*через данное море проходит 11% мировой торговли*) могут привести к росту цен на сырьевые товары и продлить глобальную инфляцию на более долгий период¹⁰.

Рост международной торговли замедлился до 50-летнего минимума в 2023 году из-за сокращения судоходства через Панамский канал и Красное море (0,2%).

В дополнение к этим факторам, глобальные изменения климата, особенно увеличение количества наводнений и засух, могут повысить мировые цены на продовольствие и увеличить риски для поставок продуктов питания.

Риски относительно медленного снижения базовой инфляции в результате увеличения проблем с цепочками поставок приведут к задержке снижения процентных ставок во всем мире. Жесткая глобальная финансовая позиция может создать риски для финансовой стабильности и негативно повлиять на глобальный рост.

¹⁰ “Перспективы развития мировой экономики”, МВФ, январь 2024 года.

В текущем году активное продолжение структурных реформ в экономике, в частности, начало бюджетной консолидации с снижением общего фискального дефицита по сравнению с показателями 2023 года, сокращение доли государства в экономике, будут играть важную роль в увеличении объёмов частных инвестиций и высоких темпов роста экспорта товаров.

Также на формирование уровня цен в 2024 году окажут влияние изменение акцизов и налогов на отдельные товары и услуги, нетарифные ограничения на ввоз техники, а также изменения в логистике оптовой торговли фруктов и овощей.

Кроме того, в случае изменений тарифов для розничных потребителей в 2024 году исходя из целей обеспечения населения и субъектов предпринимательства непрерывными энергоресурсами, а также увеличения объёмов производства, в том числе за счет привлечения частных инвестиций в отрасль, их влияние на инфляцию и другие макроэкономические показатели будут пересмотрены.

В целом, будет осуществляться мониторинг неопределенностей и рисков, возникающих во внутренних и внешних экономических условиях, и вноситься соответствующие корректировки в денежно-кредитные условия на основе обновленных макроэкономических прогнозов.

Врезка 1.

Оценка краткосрочных прогнозов макроэкономических показателей с использованием модели MIDAS

Большинству моделей прогнозирования требуются данные с одинаковой периодичностью. На практике сроки объявления экономических показателей существенно различаются в зависимости от секторов. Например, данные о валовом внутреннем продукте (ВВП) и платежном балансе публикуются ежеквартально, данные по инфляции, производственному сектору и внешней торговле формируются ежемесячно, а такие показатели, как обменные курсы и банковские процентные ставки, генерируются ежедневно.

Вместе с тем, существует множество простых математических методов (усреднение, нормализация по долям и т.п.) для преобразования высокочастотных показателей, публикуемых в короткие периоды (ежедневно, еженедельно, ежемесячно), в низкочастотные данные (ежеквартальные и годовые). Однако при наличии краткосрочных изменений в экономике велика вероятность «упустить» некоторую полезную информацию при использовании этих методов, что может привести к снижению точности прогноза.

Чтобы минимизировать эти ошибки, широко используется модель со смешанными частотами (MIDAS – mixed data sampling). Эту модель и ее различные модификации используют многие центральные банки.

Центральный банк делает предварительные оценки динамики ВВП по модели MIDAS на основе данных, публикуемых ежемесячно.

Для прогноза ВВП в 2023 году были выбраны ежемесячные данные с января 2018 года по октябрь 2023 года, разделены на четыре отдельные составляющие и оценены с использованием различных модификаций модели MIDAS.

Первая группа показателей представляет динамику совокупного предложения в экономике и отражает данные по промышленному производству, услугам и строительству (рис.1).

Рис. 1. Отраслевой выпуск и реальный рост ВВП

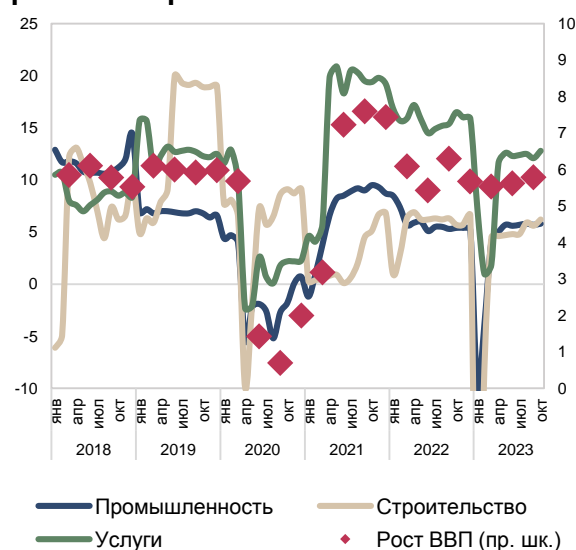
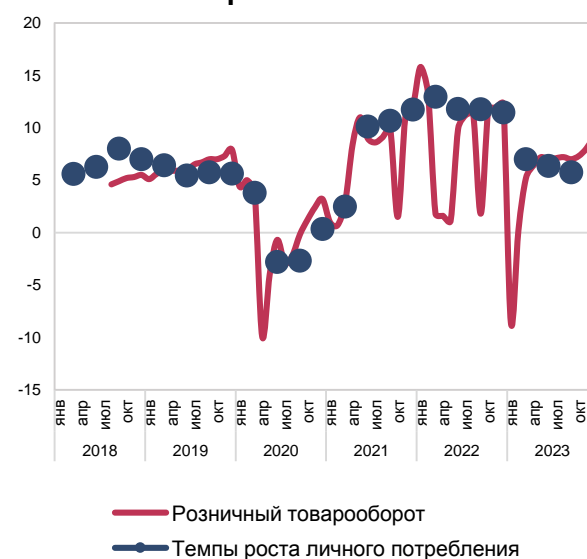


Рис. 2. Темпы роста розничной торговли и частного потребления

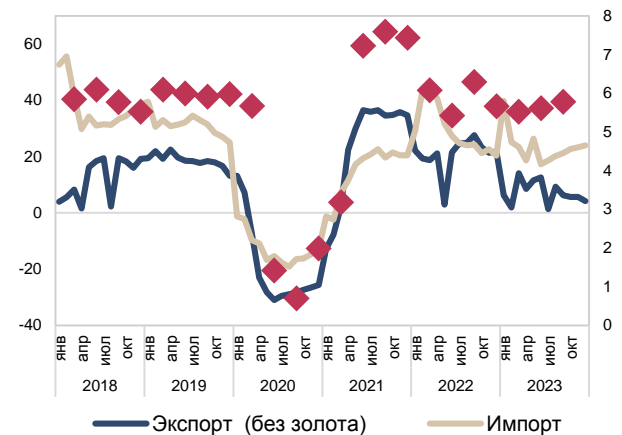


Источник: Центральный банк и Агентство статистики.

Рис.3. Выручка от торговли и платных услуг и рост ВВП



Рис.4. Экспорт (без золота), импорт и динамика ВВП

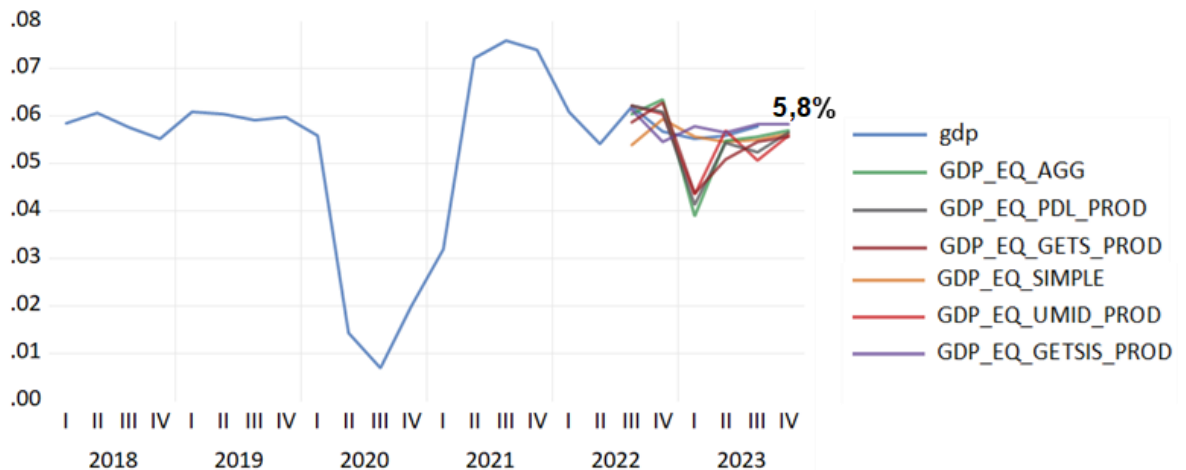


Источник: Центральный банк и Агентство статистики.

Остальные три группы связаны с показателями совокупного спроса: одна из моделей включает рост розничных продаж в качестве показателя частного потребления (рис. 2), вторая модель охватывает поступления от торговли и платных услуг (рис. 3), а третья модель – показатели внешней торговли (рис. 4).

По октябрьским данным на основе двадцати шести комбинаций моделей рост реального ВВП по итогам 2023 года прогнозировался на уровне 5,6-6,0%. Верхняя граница этого прогноза соответствовала экономическому росту в 6,0%, о котором сообщило Агентство по статистике.

Рис. 5. Прогноз ВВП по производственному методу



Источник: Расчеты Центрального банка.

Подробную информацию об этой модели можно получить на официальном сайте Центрального банка: <https://cbu.uz/ru/monetary-policy/analysis/1516233/>.

Врезка 2.

Анализ связи между общей инфляцией и индексом цен производителей

При анализе инфляционных процессов в экономике важным является изучение изменения издержек производства и их переноса в конечные потребительские цены. При этом важна количественная оценка продолжительности и степени воздействия. При анализе ценовой зависимости издержек производства использовался индекс цен производителей промышленной продукции.

Эконометрический анализ связи между общей инфляцией и индексом цен производителей показал высокую статистическую значимость взаимосвязи между этими двумя показателями. В частности, коэффициент корреляции среднегодового изменения индекса цен производителей и общей динамики инфляции за 2018-2023 годы составил 0,77 (2-расм).

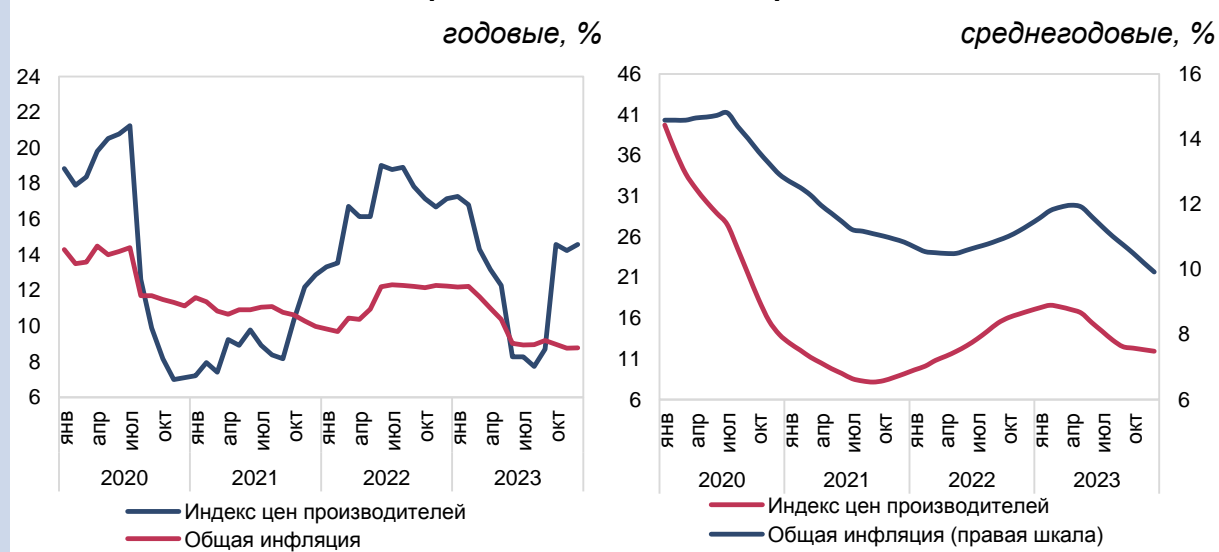
Динамические модели наименьших квадратов (DOLS) и модели авторегрессии с распределенным лагом (ARDL) использовались для количественной оценки этой взаимосвязи, то есть степени и продолжительности воздействия повышения цен производителей на потребительские цены.

Для уменьшения ошибок в количественной оценке связи между общей инфляцией и индексом цен производителей при анализе также были учтены другие показатели (значение общей инфляции в предыдущем периоде, разрыв ВВП, разрыв денежной массы, валютный курс, средняя заработная плата и др.).

Результаты показывают, что увеличение индекса цен производителей на 1 процентный пункт ускоряет общую инфляцию на 0,11-0,12%, а базовую инфляцию - на 0,14-0,16% (рис. 3). Эти коэффициенты имеют высокую статистическую значимость, а период перехода к конечным потребительским ценам составляет в среднем 2-4 квартала.

В IV квартале 2023 года произошло повышение цен производителей электроэнергии и природного газа (на 79,3%), водоснабжения, канализации, сбора мусора (на 62,3%), а также добыча металлических руд (на 28,2%) (рис. 4).

Рис. 1. Динамика общей инфляции и индекса цен производителей



Источник: Расчеты Центрального банка

Рис. 3. Результаты оценки количественной взаимосвязи общей инфляции и индекса цен производителей

Показатели	(DOLS)	(ARDL)
Индекс цен производителей	0.1137*** (0.000)	0.1213*** (0.005)
Количество наблюдений	68	74
F-стат.	13.046	8.769
R ²	0.60	0.73

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1,

Рис. 4. Динамика изменений цен в отдельных отраслях, годовые, %



Источник: Расчеты Центрального банка.

В результате годовое изменение индекса цен производителей ускорилось в декабре до 14,6%, а дополнительный прирост по сравнению с октябрём составил 5,9 процентных пункта.

Это увеличение вероятно повлияет на общую и базовую инфляцию, поскольку в будущем оно отразится на ценах других производственных секторов.

Согласно приведенным расчетам, увеличение индекса цен производителей на 5,9 процентных пункта приведет к увеличению общей инфляции на 0,6-0,7 процентных пункта и базовой инфляции на 0,8-0,9 процентных пункта в первом полугодии текущего года. Ожидается, что основная часть повышающегося эффекта на потребительские цены проявится в марте-апреле текущего года, а в последующие месяцы эффекты будут снижаться.

II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Внутренняя экономическая активность и факторы совокупного спроса

В IV квартале 2023 года основным фактором, поддерживающим экономический рост, стал валовой потребительский спрос, в связи с положительной динамикой кредитов, направляемых в экономику, фискальных стимулов, роста заработной платы и реальных доходов населения. В то же время наблюдается, что некоторые компоненты предложения не могут полностью адаптироваться к условиям высокого совокупного спроса.

Экономический рост. В IV квартале экономическая активность ускорилась, а реальный экономический рост оказался несколько выше объявленного Центральным банком в октябре прогноза в 5,2-5,7% и к концу 2023 года достиг 6,0%.

В 2023 году значительный вклад в ускорение экономического роста со стороны предложения внесли обрабатывающая промышленность, сельское хозяйство и сфера услуг (рис. 2.1.1). В то же время наблюдалось замедление тенденций роста некоторых секторов экономики по сравнению с общими показателями активности.

В частности, в 2023 году наблюдалось снижение объемов производства энергоресурсов и химической продукции, а также замедление темпов роста объемов производства потребительских товаров по сравнению с предыдущим годом (рис. 2.1.2). Динамика показателей грузооборота также в последние годы остается относительно низкой (рис. 2.1.3).

Рис. 2.1.1. Декомпозиция ВВП по производственному методу

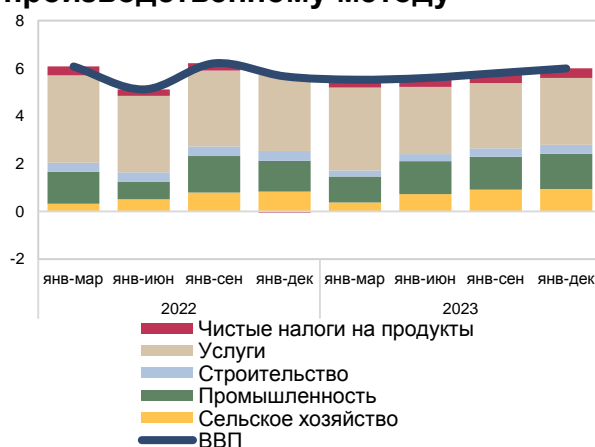
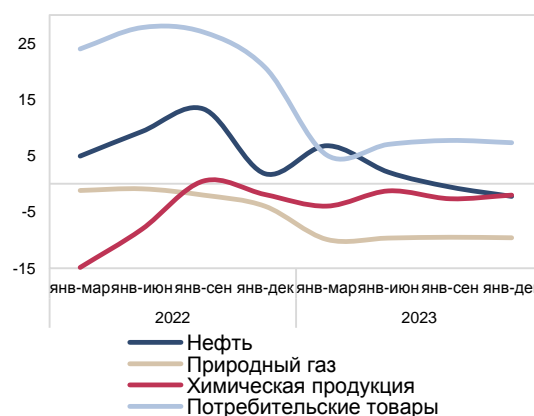
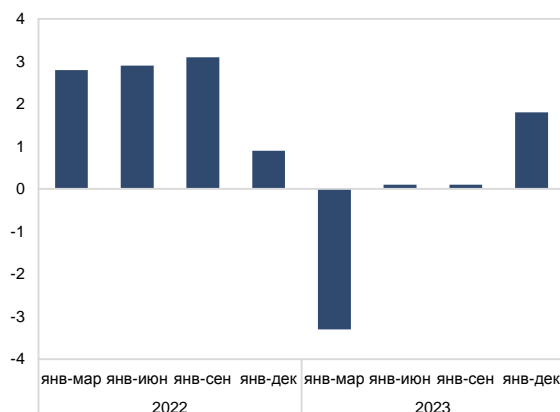


Рис. 2.1.2. Выпуск отдельных отраслей, реальный рост, %



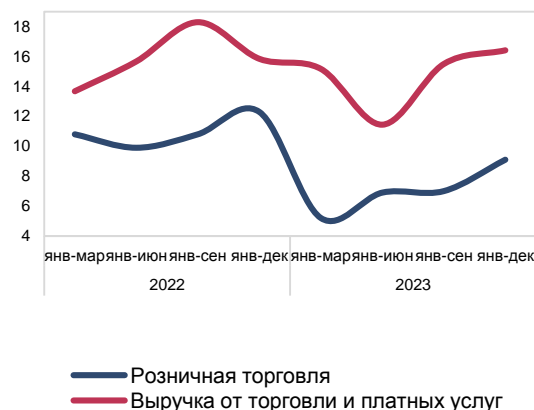
Источник: Агентство статистики.

Рис. 2.1.3. Грузооборот, реальный рост, %



Источник: Агентство статистики.

Рис. 2.1.4. Показатели потребительской активности, реальный рост, %



Экономический рост поддерживался факторами спроса, главным образом активизацией валового потребления и увеличением частных инвестиций. Это, в свою очередь, способствовало увеличению спроса на импорт.

Трансграничные денежные переводы, фискальные стимулы, а также индексация заработной платы на 14,5% послужили увеличению реальных доходов населения и поддерживали личное потребление. В результате наблюдался высокий реальный рост выручки от розничной торговли и платных услуг (рис. 2.1.4).

В этот период важную роль в росте ВВП сыграли высокие темпы роста инвестиционной активности. При этом наблюдается высокая волатильность инвестиций, что, в основном, связано с динамикой прямых иностранных инвестиций.

К концу 2023 года общий приток прямых инвестиций составил 7,2 млрд долл., где основная часть пришлась на IV квартал (3,4 млрд долл.), и увеличился практически вдвое по сравнению с 2022 годом (рис. 2.1.5).

Также увеличиваются инвестиции в строительство, в том числе в сегмент недвижимости и жилья, которые финансируются преимущественно предприятиями и жителями за счет собственных средств (рис. 2.1.6). В результате высокого спроса на жилье темпы роста цен в этом секторе остаются высокими.

Рис. 2.1.5. Инвестиции в основной капитал, реальный рост, %

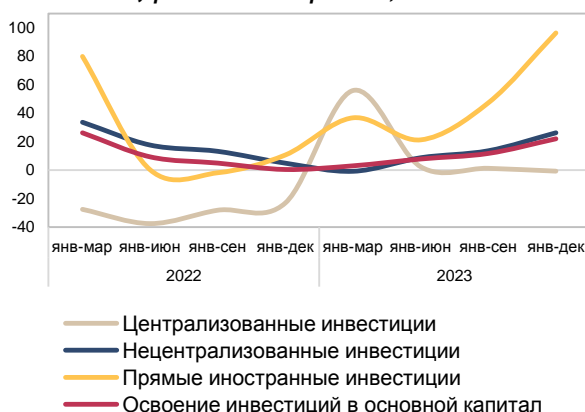


Рис. 2.1.6. Строительные работы, трлн сумов



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики.

Динамика внешней торговли и валютного курса. Объем экспорта в 2023 году увеличился на 23,8%. Увеличение экспорта золота стало основным фактором, поддерживающим общий экспорт в условиях благоприятной мировой конъюнктуры цен на золото. В то же время, темпы роста экспорта без учета золота были относительно низкими и составили 4,2%.

Структурная диверсификация экспорта идет медленно, а доля сырья и полуготовой продукции с относительно низкой добавленной стоимостью остается высокой. Поэтому, хотя объем экспорта цветных и черных металлов, текстиля и химической продукции остался практически неизменным, снижение мировых цен в результате ослабления мирового спроса привело к уменьшению доли этих товаров в экспорте (рис. 2.1.7).

В условиях высокого внутреннего спроса темпы роста импорта продолжали ускоряться, и в 2023 году объем импорта увеличился на 24% по сравнению с предыдущим годом. Отмечено значительное увеличение импорта машин и оборудования, а также нефти и нефтепродуктов (рисунок 2.1.8).

В результате, резкое увеличение импорта, непропорциональное по сравнению с объемом экспорта без учета золота, создало в 2023 году дополнительное давление на внутреннем валютном рынке, значительно увеличив спрос на иностранную валюту.

По итогам 2023 года денежные переводы вернулись на уровень среднесрочного тренда и составили 11,4 млрд долл. Такое снижение объясняется эффектом более высокой базы, отчасти снижением валютных курсов основных стран принимающих мигрантов, а также некоторым снижением потока трудовой миграции.

Рис. 2.1.7. Динамика экспорта в 2023 году, реальный рост, %

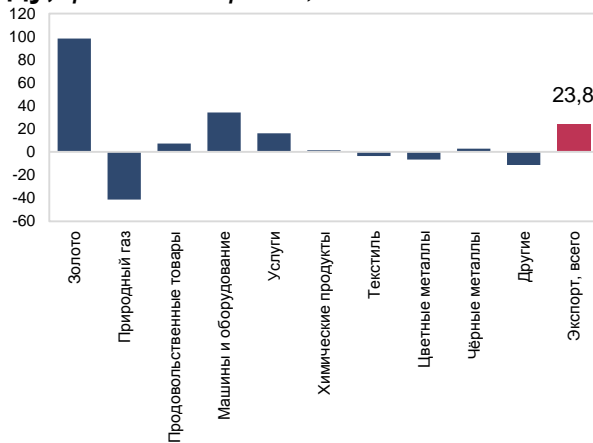
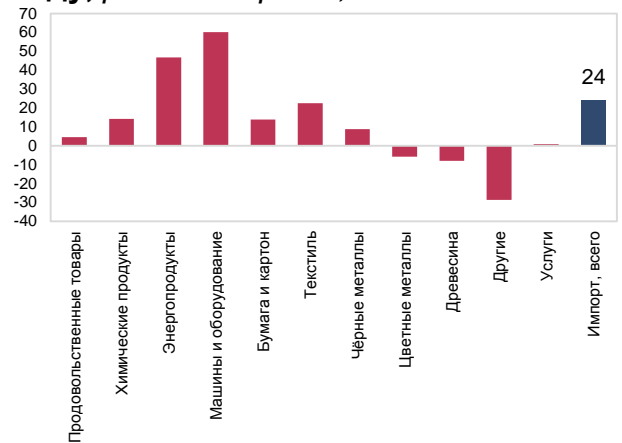


Рис. 2.1.8. Динамика импорта в 2023 году, реальный рост, %



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики.

Под влиянием вышеперечисленных фундаментальных факторов, снижение курса национальной валюты в 2023 году составило 9,8%. Также в IV квартале 2023 года индекс реального эффективного обменного курса продолжил умеренно снижаться и укрепился на 0,8% по сравнению с началом 2023 года. Это объясняется укреплением курсов основных торговых партнёров и ускорением инфляционных процессов в них (рис. 2.1.9-2.1.10).

Рис. 2.1.9. Изменение реального (REER) и номинального (NEER) эффективного обменного курса, в % к декабрю 2022 года

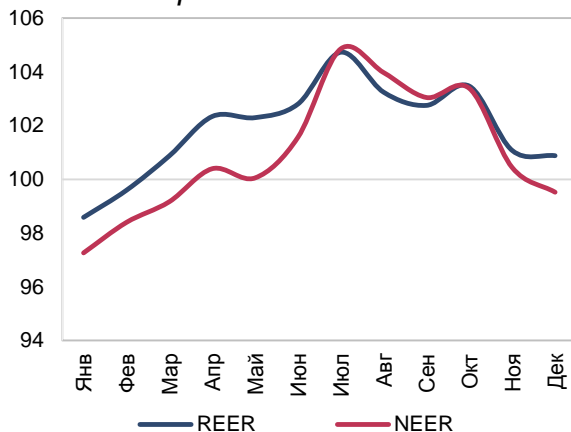
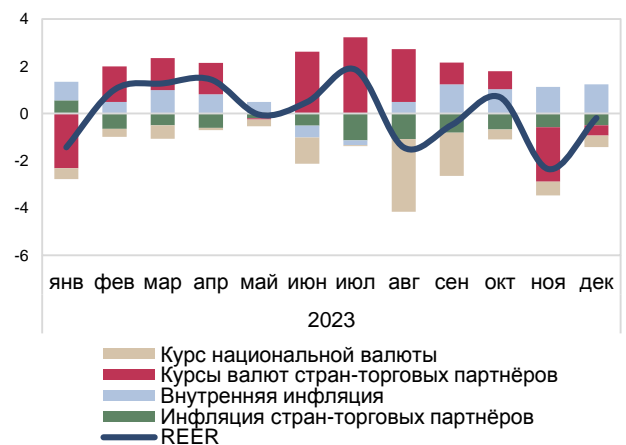


Рис. 2.1.10. Декомпозиция изменений реального эффективного обменного курса, %



Источник: Расчеты Центрального банка.

2.2. Денежно-кредитные условия и инфляция

В течение IV квартала 2023 года сохранялись “относительно жесткие” денежно-кредитные условия и наблюдалась нормализация фискальных факторов. В результате влияние монетарных факторов на инфляцию уменьшилось, а базовая инфляция продолжила снижаться. Однако существенных изменений годового уровня общей инфляции не произошло из-за повышения регулируемых цен и сезонных колебаний цен на фрукты и овощи.

Годовой уровень общей инфляции в декабре 2023 года составил 8,8% и снизился на 3,5 процентных пункта по сравнению с началом года (рис. 2.2.1).

При этом стабилизация цен на непродовольственные товары продолжала приобретать широкий характер и оказала понижающее воздействие на общую инфляцию (рис. 2.2.2). Продовольственная инфляция, несмотря на продолжающуюся тенденцию к снижению, остается выше общей инфляции, что объясняется ускоряющейся и растущей инфляцией в сфере услуг.

Уровень изменения цен на группы продовольственных товаров и услуг формируется неоднородно (рис. 2.2.2). Это, в свою очередь, свидетельствует о том, что влияние факторов, стимулирующих потребительский спрос в экономике велико и создаёт повышательное давление на цены услуг.

Рис. 2.2.1. Динамика общей инфляции и ее основных компонентов, %

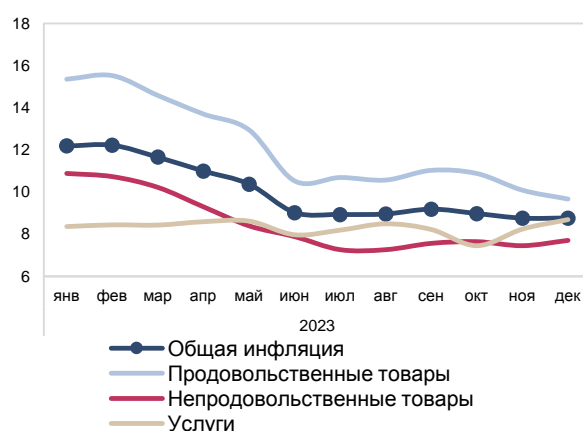


Рис. 2.2.2. Распределение годовых изменений цен в корзине ИПЦ, декабрь 2023 года, %



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики.

В этот период инфляционные процессы формировались под влиянием корректировки некоторых регулируемых цен, сезонных факторов, изменения бюджетных расходов, повышения заработной платы, высоких темпов роста розничного кредитования.

В целом, возникновение и сохранение инфляционных процессов в экономике объясняется неполной адаптацией некоторых компонентов предложения к условиям высокого спроса.

В частности, в 2023 году наблюдалось замедление темпов роста производства потребительских товаров и услуг по сравнению с показателями 2022 года. Присутствует вероятность того, что сохранение данного дисбаланса в текущем году окажет повышательное воздействие на цены.

В течение 2023 года снижение цен на продовольственные товары на мировых рынках оказало балансирующее влияние на внутренние цены. Вместе с тем, положительное влияние роста заработной платы, пособий, стабильности притока трансграничных денежных переводов на доходы населения продолжало стимулировать рост совокупного спроса. Высокий рост кредитов, выделенных физическим лицам, также является одним из драйверов поддержки потребительского спроса.

В данный период в результате снижения влияния монетарных факторов в экономике показатель базовой инфляции продолжал снижаться и на конец года составил 8,5% (снижение на 5,3 процентных пункта по сравнению с началом года) (рис. 2.2.4). Однако в результате поэтапного повышения регулируемых цен и вторичных эффектов базовая инфляция может не продемонстрировать устойчивую тенденцию к снижению в текущем году.

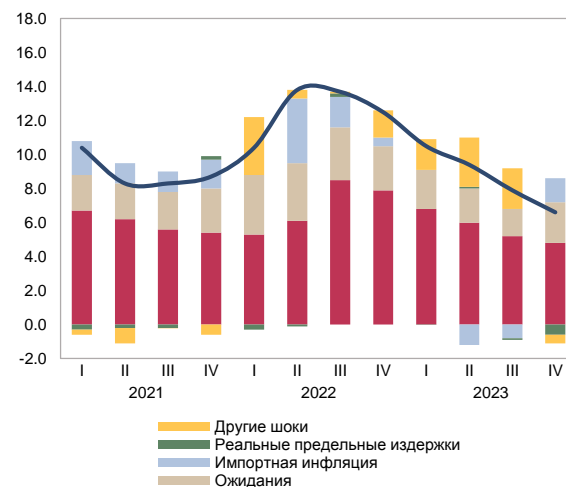
Несмотря на снижение уровня базовой инфляции, общий показатель инфляции остается неизменным из-за роста регулируемых цен и инфляции в группах фруктов и овощей в данный период.

В частности, хотя первичные эффекты повышения цен на энергоресурсы для субъектов предпринимательства отражались в потребительских ценах относительно медленно, давление вторичных эффектов на цены сохранится и в ближайшие месяцы.

Рис. 2.2.3. Показатели инфляции и основная ставка, %



Рис. 2.2.4. Декомпозиция базовой инфляции, %



Источник: Расчеты Центрального банка.

В целом, в течение IV квартала 2023 года рост регулируемых цен на услуги и энергоресурсы стал одним из основных факторов роста инфляции. Увеличение инфляции в сфере услуг также можно объяснить «эффектом переноса» более высоких темпов роста цен на продовольственные товары в предыдущих кварталах.

Несмотря на замедление инфляционных процессов в экономике, по-прежнему сохраняются неопределенности и риски относительно продолжительности этой тенденции. При этом основная ставка Центрального банка не менялась в течение квартала, в целях поддержания “относительно жестких” денежно-кредитных условий в экономике.

В результате, исходя из прогноза инфляции на следующий период (на следующие 6 месяцев), реальный уровень основной ставки Центрального банка в декабре составил 4,5%, что послужило обеспечению “относительно жестких” денежно-кредитных условий (рис. 2.2.5).

В связи со снижением общей ликвидности банковской системы с начала года отрицательное отклонение ставки денежного рынка UZONIA от основной ставки закрылось и в последний квартал данный показатель сформировался около основной ставки (рис. 6). В свою очередь, это служит обеспечению эффективной трансмиссии решений денежно-кредитной политики на денежный рынок.

Рис. 2.2.5. Номинальный и реальный уровень основной ставки, %

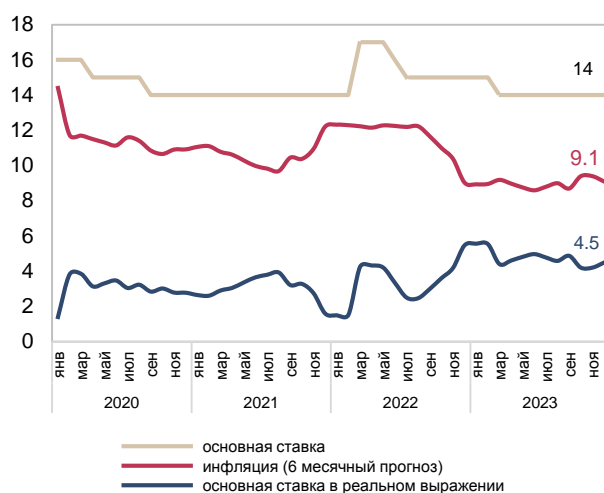
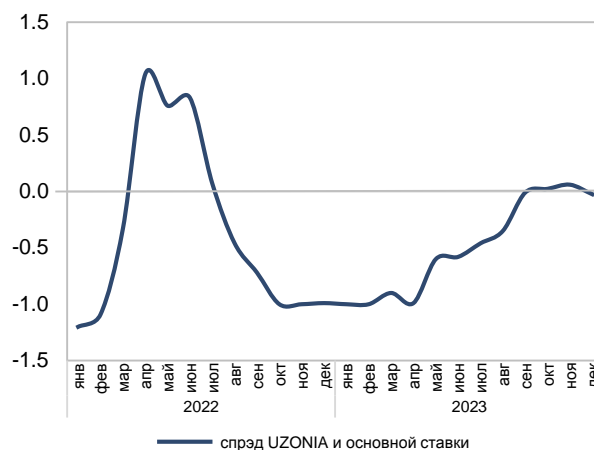


Рис. 2.2.6. Разница UZONIA с основной ставкой, %



Источник: Расчеты Центрального банка и данные Агентства статистики.

Несмотря на формирование процентных ставок на межбанковском денежном рынке на “относительно жестком” уровне, трансмиссия данных условий на депозитный и кредитный рынки была сравнительно низкой. При этом растущая динамика процентных ставок по срочным депозитам в национальной валюте объясняется высоким спросом в сегменте розничных кредитов.

Это, в свою очередь, оказало повышающее влияние на формирование процентных ставок по данным кредитам. В частности, средневзвешенные процентные ставки по кредитам физических лиц в национальной валюте в декабре выросли до 25,2%, а по кредитам юридических лиц – до 23,1% (рис. 2.2.7).

Остаток кредитных вложений в экономику в 2023 году увеличился на 23,3%, из них объем кредитов, выданных населению, увеличился на 47% и стал основным драйвером роста общего кредитования (рис. 2.2.8).

Рост кредитования населения в основном объясняется высоким спросом на ипотеку, микрозаймы и автокредиты. В частности, в 2023 году населению всего выделено кредитов на сумму 100 трлн. сумов. Доля автокредитов составила 36,5%, микрозаймов – 28,4%, ипотечных кредитов – 16,8%.

Увеличение спроса на внутренние финансовые ресурсы на фоне высокого формирования спроса на кредиты и жесткости внешних финансовых условий вызвало рост процентных ставок по срочным депозитам.

Рис. 2.2.7. Процентные ставки по кредитам в национальной валюте, %

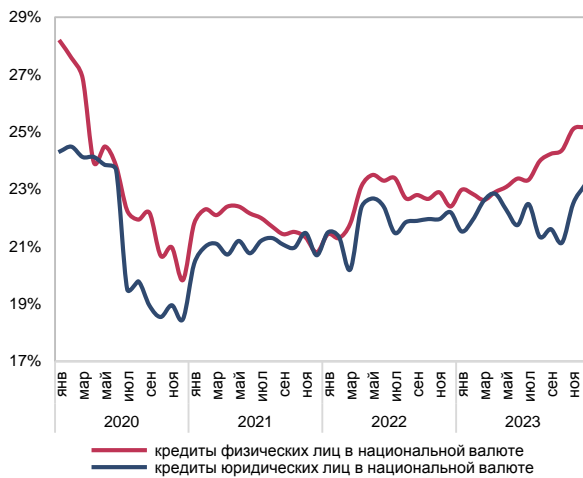
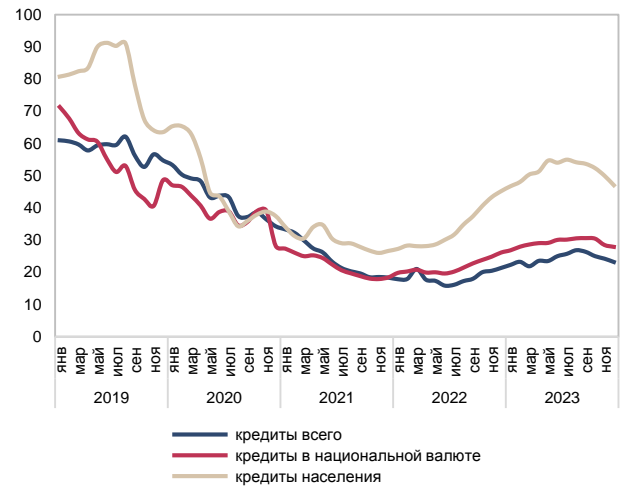


Рис. 2.2.8. Темпы роста кредитных вложений, %



Источник: Расчеты Центрального банка.

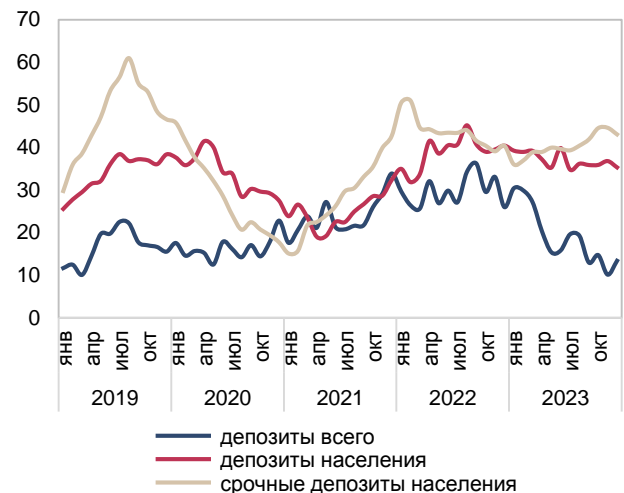
В частности, средневзвешенная номинальная процентная ставка по срочным депозитам физических лиц в декабре составила 21,5%, а реальная процентная ставка, рассчитанная с учетом инфляционных ожиданий населения, находилась на уровне 7% (рис. 2.2.9).

Высокие номинальные и реальные процентные ставки, сформированные по срочным депозитам, способствовали высокому росту объема депозитов. В частности, за 2023 год срочные вклады населения увеличились на 43,7%, в том числе в национальной валюте – в 1,5 раза (рис. 2.2.10).

Рис. 2.2.9. Процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте



Рис. 2.2.10. Темпы роста банковских депозитов, годовые, %



Источник: Расчеты Центрального банка.

В 2024 году ожидается относительно стабильное формирование инфляции, причем основными факторами могут стать внешнее инфляционное давление, возможное повышение регулируемых цен, а также изменение налоговых платежей и пошлин. В такой ситуации Центральный банк сохранит текущие “относительно жесткие” денежно-кредитные условия, чтобы снизить инфляцию до 5% таргета в 2025 году.

В результате ожидается, что рост кредитования составит около 18-20% в год из-за сохраняющегося высокого спроса на розничные кредиты, а положительные реальные процентные ставки обеспечат высокие темпы роста депозитов.

Анализ изменения цен потребительской корзины

При оценке инфляционных процессов важное место занимает анализ распределения изменения цен на все товары и услуги потребительской корзины и динамику этого распределения по годам (рис. 1).

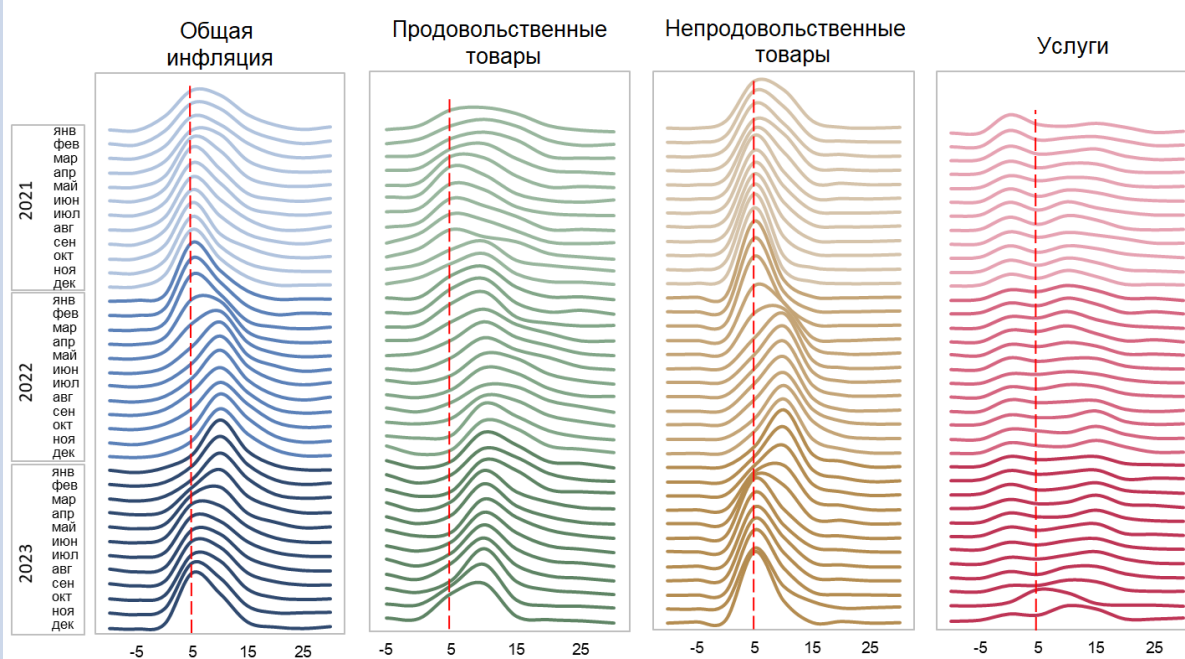
В 2021 году годовая инфляция большинства товаров и услуг в структуре общей инфляции распределилась в коридоре 5-10 процентов. В этот период наблюдалось замедление инфляции непродовольственной группы, а изменение цен на товары, входящие в эту группу, сосредоточилось в диапазоне 5-10% распределения. Напротив, распределение инфляции в сфере продуктов питания и услуг в течение года в целом осталось неизменным.

В 2022 году общая инфляция значительно ускорилась по сравнению с предыдущими годами, это проявилось и в отклонении распределения товаров и услуг от коридора средних значений 5-10%. При этом наблюдалось, что уровень дисперсии инфляции продовольственной и непродовольственной групп увеличился и средние значения распределения обеих групп сместились в сторону роста (вправо).

В 2023 году рост цен относительно замедлился, а общий уровень инфляции снизился. При этом инфляция товаров, в некоторой степени вернулась к распределению 2021 года, а рост цен приблизился к коридору 5-10%. Хотя распределение продовольственной инфляции в этот период превышало 5%, большая часть распределения продовольственной инфляции концентрировалась в диапазоне 5-15%. На фоне устойчивого снижения непродовольственной инфляции распределение этой группы вернулось к уровням 2021 года и сузилось в пределах коридора 5–10%.

Следует отметить, что распределение инфляции услуг в 2021-2023 годах сформировалось в разбросанном состоянии.

Рис. 1. Динамика доли годовых изменений компонентов общей инфляции в отдельных процентных сегментах в 2021-2023 гг.

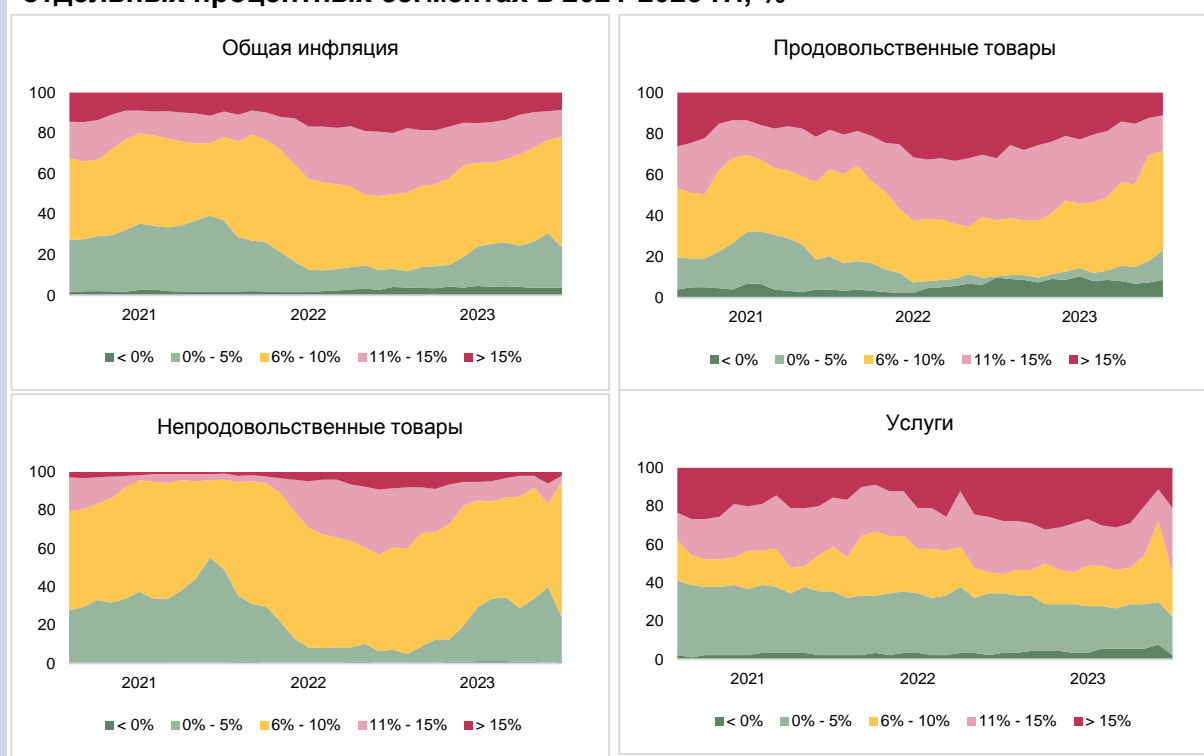


Источник: Расчеты Центрального банка.

Анализ изменения общей инфляции и ее составляющих в разрезе процентных интервалов позволяет оценить наличие характеристик широкого роста цен в этих группах. В частности, в 2021 и 2023 годах рост 70-80% товаров и услуг, включенных в общую инфляцию, составил до 10%. Доля товаров и услуг, с инфляцией 6-10% составляла 40-50%, а доля с инфляцией ниже 5% составляла 20-30%.

В 2022 году рост инфляции товаров и услуг имел широкий характер. При этом доля товаров и услуг, цены на которые выросли более чем на 10%, увеличилась с 20-30% в 2021 году до 40-50% в 2022 году. В этот период рост был более выражен в продовольствии (его доля увеличилась до 60%), и при этом стабилизация цен и сокращение доли товаров с инфляцией выше 10% продолжались дольше.

Рис. 2. Динамика доли годовых изменений компонентов общей инфляции в отдельных процентных сегментах в 2021-2023 гг., %



Источник: Расчеты Центрального банка.

Напротив, в середине 2022 года около 40% непродовольственных товаров имели инфляцию выше 10%, но к концу года доля этой группы снизилась до 15-20%. В сфере услуг снизилась доля с инфляцией до 5%, и увеличилась доля групп, у которых инфляция выросла на 6-10% и выше 10%.

В целом рост цен на продукты питания и услуги оставался высоким в 2023 году и стал основным фактором общей инфляции.

Для того чтобы потребительские цены в ближайшие годы устойчиво снижались, в общей инфляции необходимо сократить вдвое долю товаров, инфляция которых превышает 10% (с 20 до 10%), а также увеличить долю товаров с инфляцией менее 5% в 1,5 раза от текущего уровня минимально до 35%.

Врезка 4.

Развитие сектора туризма и его влияние на экономику

В 2020 году одним из основных секторов, наиболее пострадавших от начала пандемии в большинстве экономик, стал сектор туризма.

Однако в результате снятия ограничений на передвижение туристический сектор начал динамично восстанавливаться.

К концу 2023 года число туристов по всему миру составило 1,3 млрд человек, или 88% от до пандемического уровня (1,5 млрд человек в 2019 г.)¹¹.

При этом в 2023 году на фоне высокого туристического спроса и роста цен доходы от туристической сферы составили 1,4 трлн долл. (93% доходов 2019 года).

По итогам 2023 года количество туристов, посетивших Узбекистан, достигло 6,6 млн человек (рис. 1), увеличившись на 27% по сравнению с предыдущим годом (5,2 млн человек в 2022 г.).

Основной поток туристов (79%) приходится на ближайшие страны – Казахстан, Кыргызстан и Таджикистан (рис. 2).

Обычно большая часть туристов из этих стран приезжает в гости к родственникам, на лечение, учебу и целью торговли.

Доля туристов из других зарубежных стран в последние годы составляет около 15-20%. Основная цель визита туристов из дальних стран непосредственно путешествие.

Расходы туристов отражаются в экспорте поездок. В 2023 году доля туристических услуг в общем экспорте услуг достигла 41% и составила 2,1 млрд долл. (рис. 3).

Рис. 1. Количество туристов посетивших Узбекистан, тыс. чел.

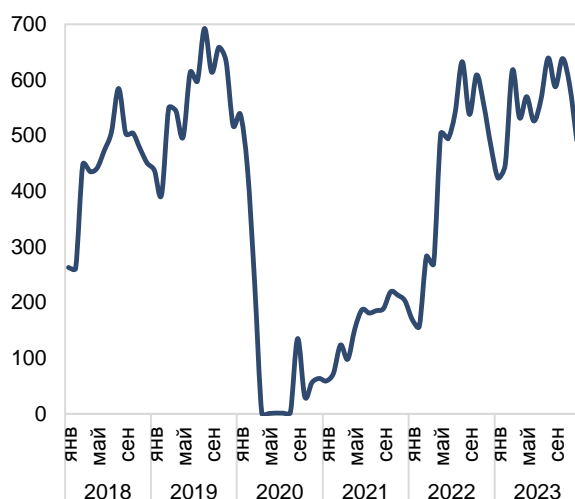
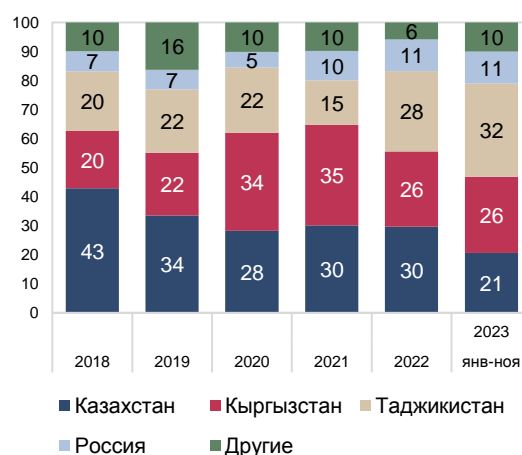


Рис. 2. Доля туристов посетивших Узбекистан в разрезе стран, %



Источник: Агентство статистики, Комитет по туризму

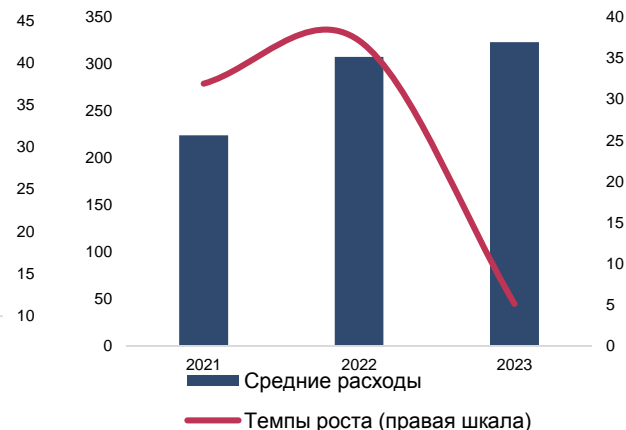
¹¹www.unwto.org/news/international-tourism-to-reach-pre-pandemic-levels-in-2024

При этом средние расходы одного туриста, посетившего Узбекистан, в 2023 году составили 323 долл.¹², что на 5% больше, чем в предыдущем году (рис. 4).

Рис. 3. Экспорт поездок и его доля в экспорте услуг, млн долл., %



Рис. 4. Средние расходы туристов посетивших Узбекистан, долл., %



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики.

Растущий туристический поток положительно влияет на экономический рост, стимулирует расширение сферы услуг, увеличивает занятость, создает стимулы для повышения разнообразия и качества услуг.

В то же время данная тенденция создает дополнительный потребительский спрос на внутреннем рынке. В этом случае увеличение предложения потребительских товаров, особенно продуктов питания и транспортных услуг, позволит предотвратить инфляционное давление на потребительские цены в будущем.

¹²Средние расходы туристов рассчитываются путем деления общего экспорта поездок на количество туристов, посетивших страну.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

Перспективы проведения зеленой денежно-кредитной политики

Изменение климата, в частности, глобальное потепление влияют на экономику по различным каналам. В частности, в связи с изменением климата выделяются преимущественно два типа рисков: физические риски (наводнения, засухи, лесные пожары и т.д.) и риски переходного периода (риски, возникающие в экономике в результате мер, принимаемых по снижению воздействия климатических изменений).

Физические риски, то есть экстремальные погодные условия, могут нанести ущерб цепочке поставок в экономике и замедлить деятельность хозяйствующих субъектов.

В основном эти риски больше влияют на развивающиеся страны, что повышает необходимость применения мер, направленных на предотвращение негативных последствий изменения климата¹³. Однако резкие изменения в экономической политике после того, как страна задержала борьбу с последствиями изменения климата, могут создать риски переходного периода. Это также, вероятно, окажет негативное влияние на цепочку поставок и, как следствие, на стабильность финансовой системы.

Раннее применение мер по предотвращению негативных последствий изменения климата служит снижению рисков, возникающих в переходный период. В этом случае важно выявить источник проблемы, измерить (оценить)¹⁴ ее уровень и разработать соответствующую макроэкономическую политику для построения зеленой экономики в борьбе с изменением климата.

Структурные реформы, фискальная и монетарная политика также могут быть использованы при переходе к «зеленой» экономике. Меры налогово-бюджетной политики включают введение налогов на выбросы углерода, «зеленых» субсидий и трансфертов, в то время как денежно-кредитная политика использует инструменты центрального банка для поддержки экологически безопасной экономической деятельности. В то же время структурные реформы предусматривают регулирование энергопотребления посредством законодательства (введение стандартов энергоэффективности) и «декарбонизацию» институтов (создание углеродных рынков).

В международной практике уделение приоритетного внимания вопросам изменения климата и окружающей среды при проведении денежно-кредитной политики центральными банками называется **«зеленой денежно-кредитной политикой»**.

¹³ Dikau, S., & Ryan-Collins, J. (2017). Green central banking in emerging market and developing country economies.

¹⁴ Общеизвестным показателем изменения климата является концентрация углекислого газа в атмосфере. Под ним подразумевается количество углекислого газа, выбрасываемого в результате использования одной единицы энергии в производстве.

В этом случае, чтобы стимулировать переход к экологически устойчивой экономике, центральные банки требуют выполнения следующих условий для использования своих инструментов (зеленые кредиты рефинансирования, зеленые облигации и т. д.):

- формирование постоянно обновляемой базы данных по выбросам углекислого газа действующих предприятий экономики;

- наличие рейтингов от рейтинговых агентств по энергоэффективности (существующие кредитные рейтинговые агентства могут учитывать климатические риски при оценке портфелей банков или могут быть созданы отдельные рейтинговые агентства по климатическим рискам);

- наличие развитого рынка капитала и зеленых финансовых активов (например, «зеленых облигаций»);

- высокая эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

В международном опыте существуют различные инструменты зеленой денежно-кредитной политики, но механизм их работы построен в целом на одной и той же основе. То есть требования к финансовым активам, которые могут быть использованы в денежно-кредитных операциях центрального банка, должны охватывать вопросы климата.

Зеленые кредиты рефинансирования. С учетом изменения климата процентные ставки по кредитам зеленого рефинансирования определяются в зависимости от уровня экологически чистых активов портфелей банков. То есть банки, которые вложили значительные средства в углеродоемкие отрасли, получают более высокую процентную ставку (процентная ставка + углеродная премия) по кредитам рефинансирования и, наоборот, будет установлена более низкая процентная ставка (процентная ставка – зеленая скидка) для банков с экологически чистыми активами в портфеле. Классифицируя процентные ставки таким образом, центральный банк может сделать более дорогим финансирование секторов, наиболее загрязняющих окружающую среду, и сделать более привлекательными инвестиции в экологически устойчивые отрасли.

Зеленый залог. Предоставляя ликвидность коммерческим банкам, центральные банки устанавливают процентные ставки в зависимости от экологического состояния их залогового обеспечения. Для банков с большим количеством залоговых активов в углеродоемких отраслях использование инструментов центрального банка в целях обеспечения экологической устойчивости обходится дороже.

В целом, зеленая денежно-кредитная политика направлена на повышение энергоэффективности за счет удешевления зеленых инвестиций, увеличения ликвидности экологически устойчивых финансовых активов на рынке. Это, в свою очередь, способствует снижению объема углекислого газа, образующегося в ходе производственных процессов.

Отрицательные стороны. Хотя зеленая денежно-кредитная политика может помочь смягчить проблемы, связанные с климатом, она может привести к конфликту интересов в поддержании ценовой и финансовой стабильности. Поэтому Федеральная резервная система США (ФРС) в данной ситуации предпочитает проводить традиционную денежно-кредитную политику¹⁵.

Центральным банкам придется выбрать поддержку климата в качестве приоритета при проведении зеленой денежно-кредитной политики. Это устраняет механизмы свободного рынка в кредитных вопросах и отключает сигнальную функцию рыночных цен.

Кроме того, предпочтение такого избирательного подхода к кредитованию может поставить под сомнение независимость центрального банка и привести к потере доверия к нему. Для сохранения доверия к центральному банку в проведении зеленой денежно-кредитной политики важно обеспечить рыночные механизмы, а также учитывать изменение климата.

Международный опыт. В 2019 году Совет Европейского Союза пришел к выводу по вопросу изменения климата и поставил цель достижения экологической устойчивости к 2050 году. Помимо своей основной цели, Европейский центральный банк (ЕЦБ) также намерен поддерживать общую экономическую политику Европейского Союза. Это служит правовой основой для проведения ЕЦБ «зеленой» денежно-кредитной политики. В связи с этим ЕЦБ объявил, что с 2020 года «зеленые» ценные бумаги могут использоваться в качестве обеспечения кредитных операций. В 2021 году он разработал дорожную карту по включению вопросов изменения климата в стратегию денежно-кредитной политики.

ЕЦБ столкнулся с некоторыми трудностями при проведении зеленой денежно-кредитной политики. Было обнаружено, что покупки центральными банками зеленых активов в рамках Программы закупок корпоративного сектора (CSPP) оказывают небольшое воздействие и не смягчают изменение климата в долгосрочной перспективе¹⁶.

Кроме того, было изучено, что зеленая денежно-кредитная политика, вероятно, уничтожит преимущества углеродного рынка ЕС (Системы торговли выбросами)¹⁷. Однако введение ЕЦБ климатических требований к залоговым активам оказывает существенное влияние на выпуск зеленых облигаций углеродоемкими предприятиями и увеличение зеленых инвестиций в целом.

Кроме того, стихийные бедствия стали фактором, оказывающим большее давление на инфляцию в ЕС в последние годы, ограничивая доступ ЕЦБ к

¹⁵ В своем заявлении об изменении климата председатель ФРС Дж. Пауэлл заявил, что «ФРС не занимается и не будет заниматься климатом. Борьбой с изменением климата должны заниматься власти, избранные ответственные органы. В обязанности ФРС не входит определять банкам кому давать кредиты или нет».

¹⁶ Daniel, G. R. O. S., & Shamsfakhr, F. (2023). Shades of Green Monetary Policy-Would a green tilt help?

¹⁷ Dobkowitz, S., Hüttl, P., Kriwoluzky, A., & Wittich, J. (2023). Climate Change and Monetary Policy: Risks, instruments, & chances.

некоторым зеленым инструментам (покупка центральными банками зеленых финансовых активов)¹⁸.

Если изменение климата продолжит ухудшаться, это может стать основным фактором, мешающим центральным банкам достичь своих целей по инфляции. Именно эта связь делает действия по борьбе с изменением климата еще более важными.

Китай, на долю которого приходится наибольшая доля выбросов углекислого газа, начал реализацию зеленой денежно-кредитной политики в 2018 году. Первым шагом было разрешение использовать зеленые облигации в качестве залога в среднесрочных кредитных операциях. Исследования, основанные на опыте Китая, показали, что эти меры могут оказать существенное влияние на способность рынка достичь экологической устойчивости¹⁹.

Зеленая денежно-кредитная политика в условиях Узбекистана. В Узбекистане проблемы климата становятся важным вопросом повестки дня. Пыльные бури, наводнения, аномально низкие и высокие уровни температуры наносят ущерб производственной и сельскохозяйственной деятельности страны, городской инфраструктуре, негативно влияют на экономику. Это требует учета экологических рисков при проведении макроэкономической политики. При этом Центральный банк учитывает международный опыт совершенствования денежно-кредитной политики и изучает перспективы реализации успешно применяемых мер.

¹⁸ “Green Quantitative Easing” - способ стимулирования экономики путем предоставления предприятиям дополнительных средств за счет покупки центральным банком больших объемов финансовых активов на открытом рынке. Напоминая операции на открытом рынке, этот инструмент отличается от него объемом и целью покупки.

¹⁹ Macaire, C., & Naef, A. (2021). Greening Monetary Policy: Evidence from the People's Bank of China.

Значение валовых национальных сбережений в экономическом развитии

Изменения в склонности домохозяйств к сбережению и потреблению напрямую влияют на внутренний спрос. Поэтому их среднесрочная динамика важна при принятии решений по денежно-кредитной политике.

Предпочтение домохозяйствами текущего потребления будущему называется **временными предпочтениями**. Увеличение текущих предпочтений населения свидетельствует о снижении склонности к накоплению. Напротив, рост сберегательной активности означает снижение склонности к потреблению и при прочих равных условиях это означает снижение давления на спрос и соответственно на инфляцию.

Вместе с тем, сбережения являются устойчивым источником финансирования инвестиций. Их несоответствие объему инвестиций приводит к дефициту счета текущих операций²⁰ платежного баланса.

В последние годы в нашей стране сохраняется отрицательное сальдо текущего счета (рис. 1). С одной стороны, это связано с тем, что возросшая потребительская активность в последние годы оказывает снижающее влияние на валовые национальные сбережения (рис. 2), а с другой стороны, с тем, что активизация структурных реформ и постепенная либерализация экономики увеличивают спрос на инвестиции.

По состоянию на сентябрь 2023 года объем валовых национальных сбережений составил 24% к ВВП, что ниже среднего уровня последних пяти лет (в 2019-2023 годах средний показатель составлял около 30%).

Рис. 1. Дефицит счета текущих операций, в % к ВВП

*результаты 9 мес. 2023 года



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики.

²⁰ Объем валовых национальных сбережений (S) равен сумме счета текущих операций (CAB) и общих инвестиций (I) (S=CAB+I).

Обычно, когда сумма национальных сбережений ниже общей суммы инвестиций, это означает, что страна испытывает дефицит сбережений и финансирование инвестиций осуществляется за счет внешних заимствований или сокращения золотовалютных резервов.

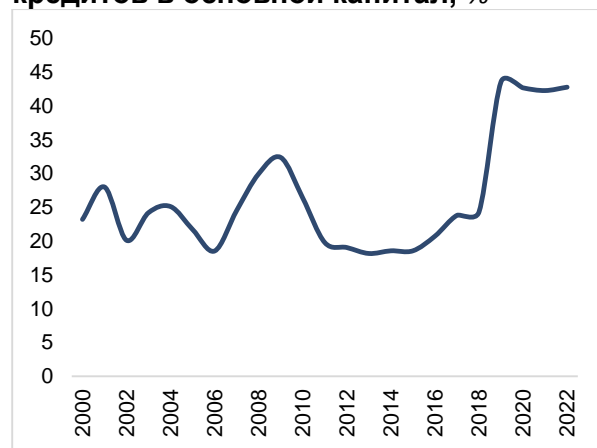
В частности, в результате дефицита долгосрочных сбережений в нашей стране существенно возрастает спрос на внешнее финансирование (рис. 3). Это, в свою очередь, может ослабить устойчивость национальной экономики к внешним шокам.

Сбалансирование национальных сбережений и инвестиций имеет важное значение для обеспечения макроэкономической стабильности, внешнего баланса и долгосрочных перспектив устойчивого роста.

Рис. 2. Потребительская и сберегательная активность, в % к ВВП



Рис. 3. Доля зарубежных инвестиций и кредитов в основной капитал, %



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

Факторы снижающие национальные сбережения

Согласно исследованиям МВФ²¹, на снижение валовых национальных сбережений в развивающихся странах влияют следующие факторы:

1. Помимо прямого воздействия на валовые национальные сбережения, сокращение государственных сбережений в результате реализации стимулирующей бюджетно-налоговой политики может также создать вторичные эффекты, которые уменьшают валовые национальные сбережения за счет стимулирования будущей потребительской активности.

В частности, в условиях неудовлетворенного на протяжении многих лет потребительского и инвестиционного спроса в экономике, увеличение бюджетных расходов, направленных на социальную поддержку и дальнейшее развитие отраслей, приведет к дефициту бюджета и увеличению внешнего долга государства.

²¹ National saving and the world economy. Bijan B. Aghveli, Mr. James, M. Boughton.

Долгосрочное сохранение двойного дефицита (одновременный бюджетный и внешний дефицит) может привести к усилению зависимости от внешнего финансирования и влияния внешних шоков. В последние годы с аналогичными проблемами столкнулись Индия, Турция, Аргентина и Бразилия.

2. В странах с ростом обслуживания внешнего долга более высокие выплаты по долгу на фоне неблагоприятных внешнеторговых условий приводят к сокращению национального дохода и, как следствие, валовых сбережений.

3. В странах с низким уровнем инфляции объем валовых сбережений выше, чем в странах с высоким уровнем инфляции. Такая ситуация объясняется тем, что высокий уровень инфляции препятствует долгосрочному планированию в экономике и концентрирует **временные предпочтения** населения на текущем потреблении.

4. В развивающихся странах значительная часть совокупного потребления находится на уровне прожиточного минимума, особенно в странах с неравномерным распределением доходов. Частным вкладчикам будет сложно сократить текущее потребление в ответ на повышение процентных ставок, чем объясняется менее важная роль процентной политики в этом направлении.

В целом, нынешняя высокая потребительская нагрузка приводит к сокращению объемов сбережений в будущем и увеличению спроса на внешние ресурсы для финансирования экономики. В таких условиях увеличение объемов инвестиций в основной капитал должно обеспечивать рост производительности труда и валового производства. В противном случае для сокращения дефицита счета текущих операций будет возрастать необходимость снижения совокупного потребления для доведения валовых национальных сбережений до уровня инвестиций.

В условиях сохранения двойного дефицита (фискальный и внешний) в Узбекистане в течение сравнительно длительного периода времени, особую актуальность приобретает обеспечение скоординированности мер налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, в частности, снижение уровня инфляции, введение бюджетного правила, консолидация бюджета, повышение эффективности инвестиций и конкурентоспособности торговли.

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2024

Подготовлено Департаментом денежно-кредитной политики.

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

Предложения и замечания можно направить по адресу:

E-mail: achilov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22