



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

ОБЗОР ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

I квартал 2021 года

Ташкент 2021 год

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
I. ВНУТРЕННИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ.....	8
1.1. Восстановление экономической активности и основные макроэкономические показатели.....	8
1.2. Прогнозы макроэкономического развития	11
II. ВНЕШНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ.....	14
2.1. Ситуация с пандемией и восстановление внешнего спроса .	14
2.2. Состояние платежного баланса и его влияние на макроэкономическую стабильность	16
2.3. Инфляция и валютный курс в основных торговых партнерах	18
III. УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ	22
3.1. Анализ динамики инфляции и ее компонентов	22
3.2. Продовольственная инфляция и прогнозы	25
3.3. Инфляционные ожидания	27
3.4. Прогноз инфляции, риски и неопределенности.....	30
IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	35
4.1. Основные показатели межбанковского рынка	35
4.2. Инструменты денежно-кредитной политики	39
4.3. Анализ объемов и процентных ставок депозитов	41
4.4. Анализ изменения кредитных вложений и процентных ставок в экономике.....	43
ГЛОССАРИЙ	49

ВВЕДЕНИЕ

Правление Центрального банка 22 апреля 2021 года приняло решение оставить основную ставку без изменений на уровне 14% годовых.

Данное решение принято в целях обеспечения сбалансированности снижения инфляции и поддержки экономической активности в условиях восстановления экономики, а также сохранения замедляющейся динамики инфляции и инфляционных ожиданий на фоне рисков изменения цен на продукты питания на внешних рынках.

Внутренние экономические условия. Макроэкономическая ситуация, сложившаяся в I квартале текущего года и наблюдаемая в апреле, формируется в рамках условий **базового сценария** основных направлений денежно-кредитной политики на 2021 и период 2022-2023 годов.

В частности, в феврале-марте продолжилось восстановление экономической активности. После снижения в январе месяце, в марте в значительной степени восстановилась динамика по всем компонентам **индикатора экономической активности**, рассчитываемого на основе изменения объема операций на товарно-сырьевой бирже, общего объема межбанковских операций, денежных поступлений от торговли и платных услуг.

По данным Госкомстата, по итогам I квартала 2021 года объем ВВП вырос на **3%** в реальном выражении по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В том числе, выпуск промышленных товаров увеличился на **3,8%**, сельского хозяйства – на **3,1%**, услуг – на **5,8%** и строительных работ – на **0,5%**. Также, в данном периоде наблюдался рост оборота розничной торговли на **2,8%**.

Повышение зарплат работников бюджетных организаций и учреждений, а также стипендий в феврале, рост объемов инвестиций за счет нецентрализованных источников и выделенных кредитов, стали **факторами поддержки совокупного спроса** в экономике.

В частности, в течение I квартала т.г. объем инвестиций в основной капитал составил **35,6 трлн сумов**. При этом, инвестиции за счет нецентрализованных источников составив **31,3 трлн сумов**, выросли на **13,6%** к соответствующему периоду прошлого года.

В январе-марте 2021 года коммерческими банками выделено **32,9 трлн сумов** кредитов в экономику, что **на 11%** больше по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года.

Внешнеэкономические условия. С начала года прослеживается поэтапное восстановление мировой экономики и экономик **основных торговых партнеров.**

Оживление экономической активности в мире также отражается в изменении цен на основные биржевые товары. Положительная динамика роста цен сырьевых товаров в I квартале текущего года послужила росту **экспорта товаров** (без учета золота и газа) на **25%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом экспорт цветных металлов увеличился на **58%**, текстиля - на **38%**, химической продукции - на **21%**.

За первые три месяца текущего года объем трансграничных денежных переводов вырос на **31%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составил **1,4 млрд** долларов.

Вышеобозначенные тенденции, в свою очередь, способствовали стабильности внутреннего валютного рынка, и по состоянию на 1 апреля 2021 года девальвация курса национальной валюты с начала года составила **0,2%**.

Инфляция и инфляционные ожидания. В марте текущего года годовая инфляция составила **10,9%**, что на **0,7 процентных пункта** ниже, чем в январе.

При этом, рост продовольственных цен составив **13,8%** в годовом выражении, сохраняет повышенное влияние (5,8 п.п) на общий уровень инфляции.

Высокие темпы роста цен потребительских товаров первой необходимости объясняются складывающейся под влиянием урожайности и логистики конъюнктурой внешних рынков, а также ограниченностью конкуренции и предложения на внутреннем рынке.

Рост цен на непродовольственные товары и услуги составил **8,8%** и **8,4%** соответственно, и эти группы оказывают понижающее влияние на общую инфляцию.

По итогам марта текущего года **базовая инфляция** (уровень инфляции без учета цен с высокой сезонностью и регулируемых цен) составила **11,6%**, что немного выше общей инфляции. Это, в свою

очередь, свидетельствует о сохранении инфляционных рисков в экономике.

Несмотря на то, что с начала года наблюдается тенденция к снижению **инфляционных ожиданий** населения и бизнеса, они по-прежнему формируются значительно выше фактических темпов инфляции.

В частности, в марте инфляционные ожидания населения на ближайшие 12 месяцев составляли **15,5%**, предприятий - **15,9%**. В целом, поэтапное снижение инфляционных ожиданий, их приближение к показателям начала 2020 года, указывает на снижение в ожиданиях роли прошлогодних повышающих эффектов, связанных с пандемией. В свою очередь, текущие тенденции в ценах на растительное масло и сахар могут стать факторами, повышающими инфляционные ожидания.

Денежно-кредитные условия. В январе-марте 2021 года денежно-кредитные условия формировались **относительно жесткими**. Средневзвешенные процентные ставки на денежном рынке в марте составили **14,4%** или **3%** в положительном реальном выражении. Индекс Uzon1a в течение I квартала также формировался полностью в границах процентного коридора основной ставки.

Рост средневзвешенных процентных ставок по срочным депозитам с **14,8%** в декабре 2020 года до **17,8%** в марте 2021 года, послужил увеличению их объема в I квартале на **10,5%**, в том числе срочных депозитов физических лиц – на **13,8%**.

Средневзвешенная процентная ставка по кредитам в марте составила **21,4%**, снизившись на **3,4 п.п.** по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, формировалась на более высоком уровне по сравнению с декабрем 2020 года.

Прогноз и риски. Ожидается, что в 2021 году рост реального ВВП будет в пределах **4,5-5,5%**, заложенных в базовом сценарии. В то же время, обновленные с учетом итогов I квартала прогнозы показывают, что темпы экономического роста будут **близки к верхней границе** данного прогнозного коридора.

Восстановление совокупного спроса на фоне продолжения **фискального стимулирования** экономики в текущем году и **неизменности денежно-кредитных условий**, а также активизация привлечения **прямых иностранных инвестиций** в результате

структурных реформ по либерализации экономики, будут основными факторами поддержки экономического роста.

В этом году, выделение кредитов, предусмотренных по **программам развития предпринимательства**, послужит поддержке экономической активности в регионах, а направление средств в рамках **программ обеспечения населения жильем**, станет стимулом для строительной и смежных отраслей.

Также ожидаемый рост остатка кредитных вложений в экономику на уровне роста номинального ВВП, не будет оказывать негативного влияния на показатели финансовой стабильности.

Центральный банк, учитывая сохранение влияния изменений на внешних рынках и предложения основных продуктов питания на инфляцию до конца года, а также усиление проинфляционного влияния роста совокупного спроса, предполагает формирование прогноза инфляции по итогам 2021 года на уровне **9,0-10,0%**. При этом инфляционные процессы и ожидания до конца года будут формироваться под влиянием как монетарных, так и немонетарных факторов разнонаправленного действия.

Как отмечалось ранее, неизменность регулируемых цен до конца этого года, эффект высокой базы инфляции в апреле и октябре прошлого года, формирование относительно стабильного обменного курса сума в IV квартале 2020 года и I квартале 2021 года, будут **снижающими факторами** годовой инфляции в ближайшие кварталы.

В свою очередь, значительный рост цен на некоторые основные продукты питания в краткосрочной перспективе, объясняется **с одной стороны** низким урожаем и ростом цен на внешних рынках из-за ограничений, введенных некоторыми странами на экспорт продуктов питания, **с другой стороны**, высоким уровнем концентрации импорта данных продуктов, неразвитой конкурентной средой и относительно высокой себестоимостью продукции отечественного производства.

В условиях растущих рисков роста цен на продукты питания, разработка **единой государственной стратегии** обеспечения продовольственной безопасности страны, реформы по **диверсификации** рынков импорта, снижению **концентрации** импорта и уменьшению **транспортных расходов** дадут свои положительные результаты в обеспечение стабильности цен на внутреннем рынке.

Кроме того, стабилизации цен на продукты питания послужит систематическая работа по увеличению объемов производства фруктов, овощей и кормовых культур, а также выделение **земельных и водных ресурсов**, необходимых для выращивания этих продуктов.

В целом, более **долгое** чем ожидалось **сохранение** рисков, ускорения инфляции под влиянием внутренних и внешних факторов, требует поддержания текущих денежно-кредитных условий.

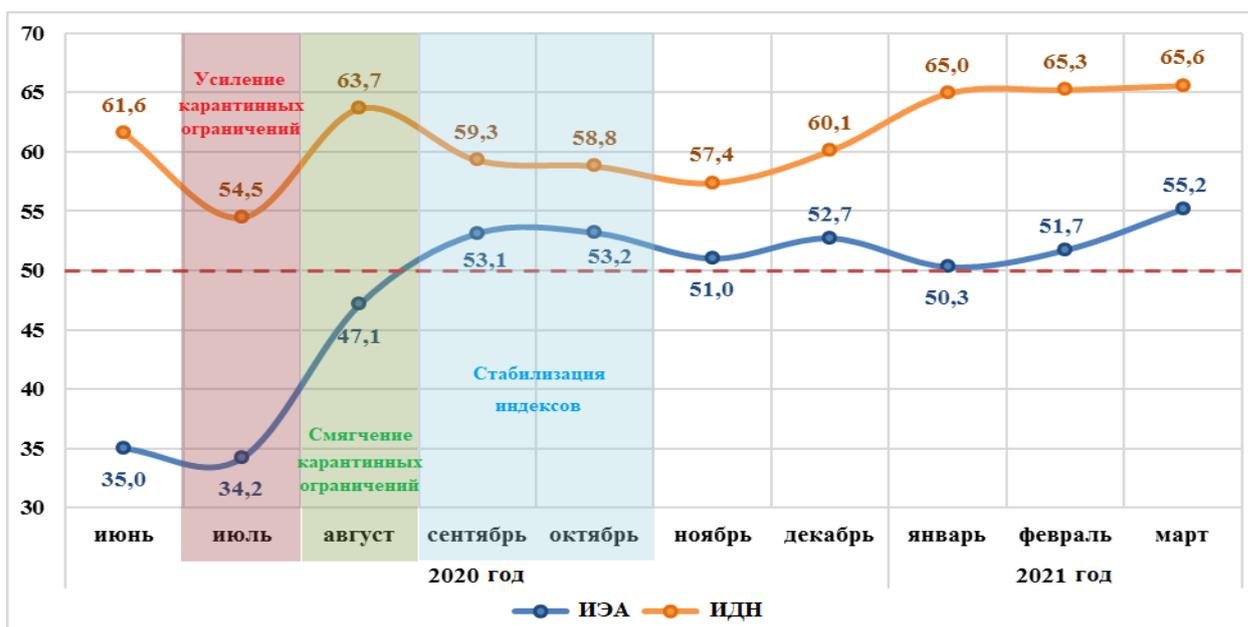
I. ВНУТРЕННИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

1.1. Восстановление экономической активности и основные макроэкономические показатели

В I квартале текущего года макроэкономическая ситуация формировалась в рамках условий **базового сценария** основных направлений денежно-кредитной политики на 2021 и период 2022-2023 годов.

В частности, в феврале-марте 2021 года продолжилось восстановление экономической активности. Согласно проводимым Центральным банком опросам предприятий реального сектора экономики, **индекс экономической активности** вырос с **50,3** в январе до **51,7** в феврале и **55,2** в марте. При этом, после сезонного спада активности в строительном секторе в январе-феврале, в марте наблюдался значительный рост (рис. 1.1).

Рис. 1.1. Изменение индексов экономической активности и деловых настроений



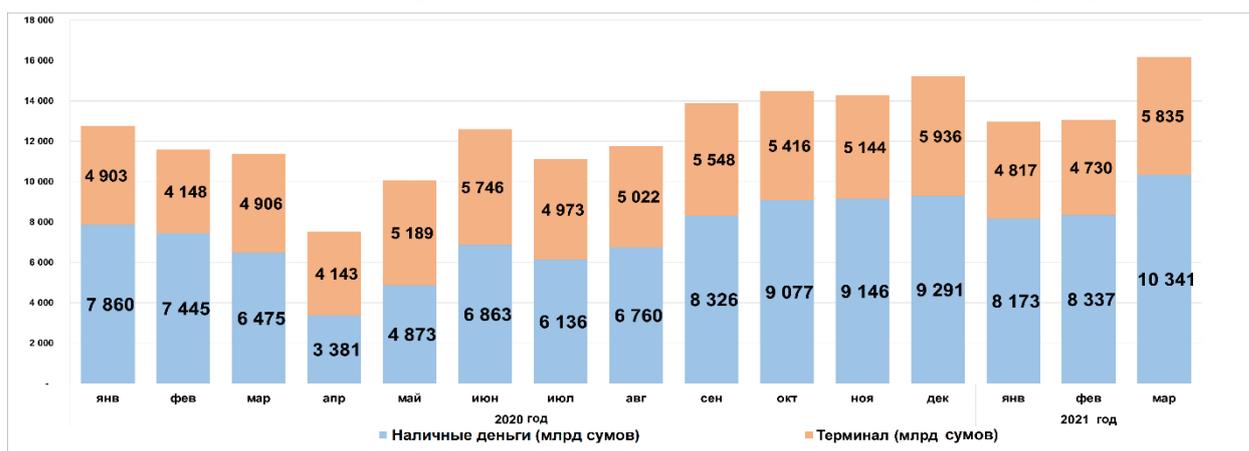
Источник: Центральный банк

Оживление экономической активности также отразилось на увеличении доходов от торговли и платных услуг, объемах транзакций через банковскую систему, количестве сделок на Республиканской товарно-сырьевой бирже.

В I квартале текущего года выручка от торговли и платных услуг составила **42,2 трлн сумов**, увеличившись на **18,2%** по сравнению с соответствующим периодом 2020 года (рис. 1.2).

Кроме того, **36,4%** выручки от торговли и платных услуг поступила через терминалы (39,1% в соответствующем периоде 2020 года), а остальная часть в форме наличных денег.

Рис. 1.2. Денежные поступления в сфере торговли и платных услуг



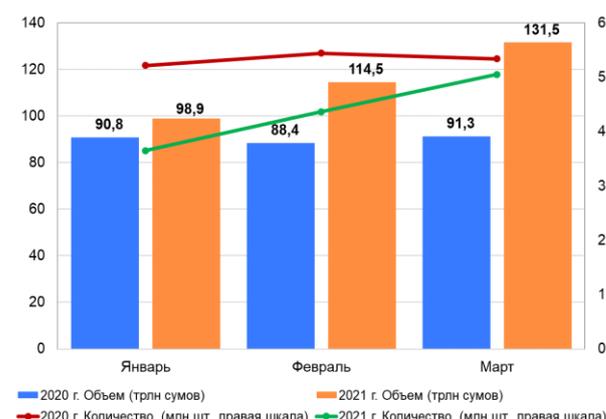
Источник: Центральный банк

В анализируемый период объем сделок на Республиканской товарно-сырьевой бирже увеличился на **47,5%** (5,8 трлн сумов) по сравнению с I кварталом 2020 года и составил **17,9 трлн сумов** (рис. 1.3).

Рис.1.3. Объем сделок на Республиканской товарно-сырьевой бирже (млрд сумов)



Рис.1.4. Объем и количество банковских транзакций



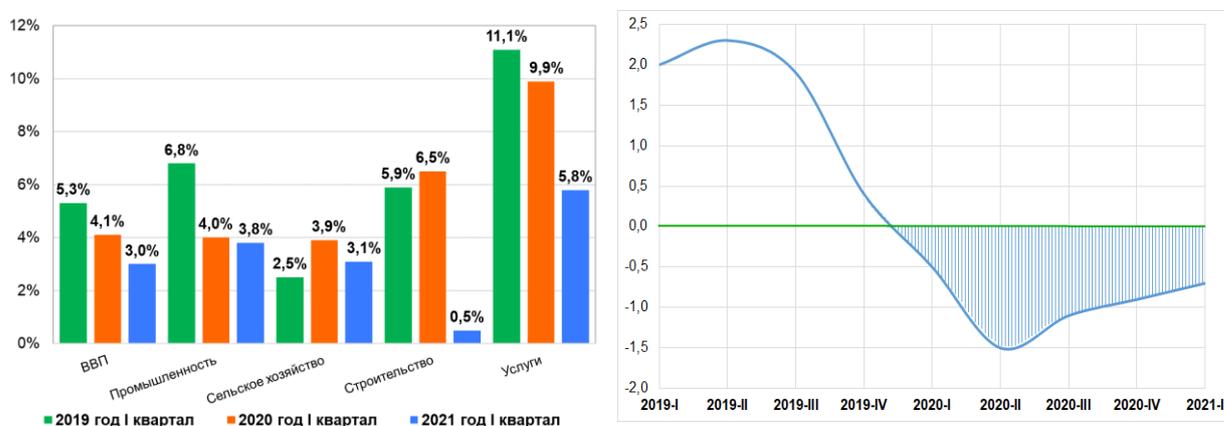
Источник: Республиканская товарно-сырьевая биржа, Центральный банк

Объем межбанковских операций в I квартале 2021 года составил **345 трлн сумов** и увеличился на **27,5%** (74,4 трлн сумов) по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (270,6 трлн сумов) (рис. 1.4).

По данным Госкомстата, в I квартале текущего года объем ВВП достиг **128,6 трлн сумов**, увеличившись на 3,0% в реальном выражении по сравнению с аналогичным периодом 2020 года (рис. 1.5).

При этом промышленное производство увеличилось на **3,8%**, сельское хозяйство - на **3,1%**, услуги - на **5,8%**, строительство - на **0,5%**. Оборот розничной торговли за этот период также увеличился на **2,8%**.

Рис. 1.5. Рост ВВП и его компонентов **Рис. 1.6. Разрыв выпуска**



Источник: Государственный комитет по статистике, Центральный банк

С IV квартала 2020 года **отрицательный разрыв** выпуска начал сокращаться, но несмотря на продолжение этого сокращения, в I квартале текущего года данный показатель все еще был в зоне отрицательных значений (Рис. 1.6).

В последующие кварталы 2021 года, также ожидается сокращение отрицательного разрыва выпуска из-за быстрого восстановления экономической активности и относительно высоких темпов экономического роста.

Объем трансграничных денежных переводов в страну, являющийся одним из факторов формирования совокупного спроса в экономике, в I квартале 2021 года составил **1,4 млрд долларов** и увеличился на **31%** (335 млн долларов США) по сравнению с соответствующим периодом 2020 года (рис.1.7).

Рис.1.7. Денежные переводы в страну (млн долларов)

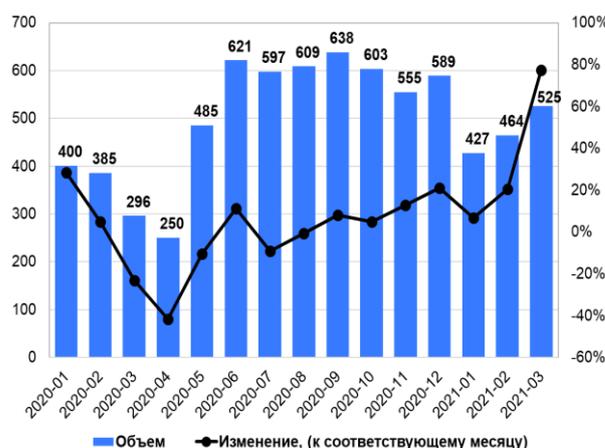
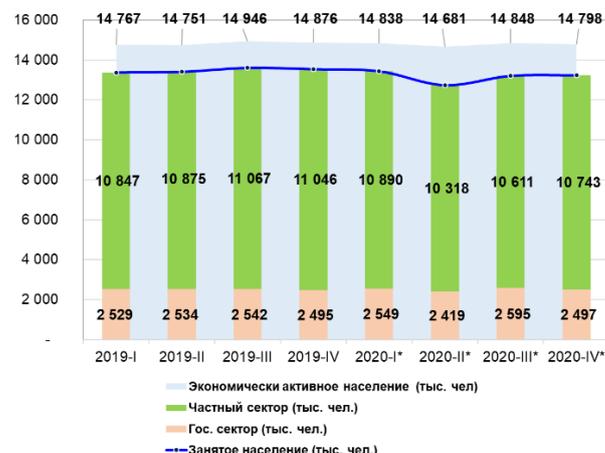


Рис.1.8. Динамика рынка труда



Источник: Государственный комитет по статистике и Центральный банк

По предварительным оценкам, в IV квартале 2020 года экономически активное население составило **14,8 млн чел.**, **89,5%** (13,2 млн чел.) приходится на занятое население. На начало 2019 года этот показатель составлял 90,6% (рис. 1.8).

В том числе, 19% (2,5 млн чел.) занятого населения работают в **государственном секторе** и 81% (10,7 млн чел.) в **частном секторе**.

1.2. Прогнозы макроэкономического развития

Исходя из показателей I квартала 2021 года Центральный банк пересмотрел среднесрочные прогнозы макроэкономического развития.

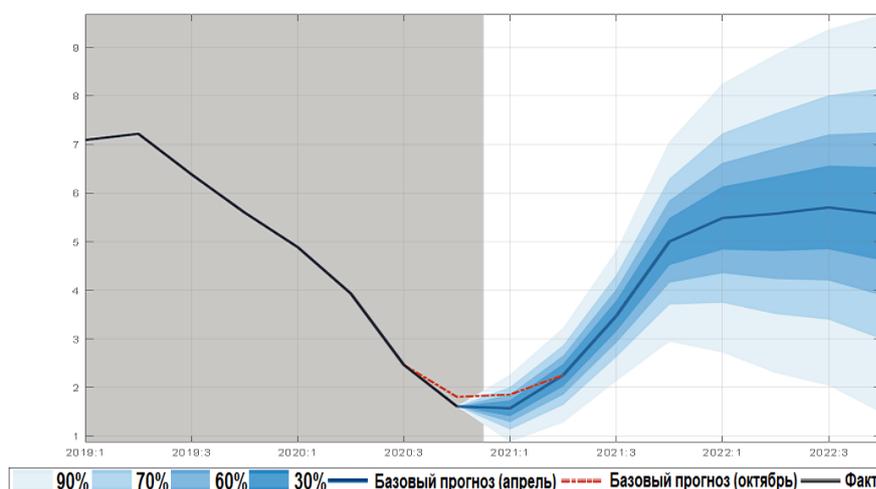
Согласно обновленным прогнозам, реальный рост ВВП в 2021 году ожидается в пределах **4,5-5,5%**, заложенных в базовом сценарии. В то же время, последние прогнозы показывают, что темпы экономического роста будут близки к **верхней границе** данного прогнозного коридора (Рис. 1.14).

В обновленном обзоре Международного валютного фонда «Перспективы развития мировой экономики», опубликованном в апреле этого года, рост реального ВВП Узбекистана в 2021 году прогнозируется на уровне 5%.

Ключевыми факторами поддержки экономического роста в этом году будут продолжение **фискального стимулирования** и восстановление совокупного спроса на фоне **неизменных**

с IV квартала 2020 года денежно-кредитных условий, а также ускорение привлечения **прямых иностранных инвестиций** в результате структурных реформ по либерализации экономики. Ожидаемый общий фискальный дефицит в этом году составит **4,4-5,5%** к ВВП (Табл. 1.1).

Рис. 1.13. Прогноз реального роста ВВП



Источник: Прогнозы Центрального банка

В текущем году темпы роста остатка кредитных вложений в экономику прогнозируются на уровне роста номинального ВВП (16-20%). При этом ожидается, что не произойдет существенного уменьшения объема кредитов, а возвратность по ранее выданным кредитам возрастет.

Наряду с этим, темп роста кредитных вложений в экономику на уровне роста номинального ВВП, не будет оказывать негативного влияния на финансовую стабильность.

Ожидаемый реальный рост расходов на конечное потребление составит около **7-8%**. В частности, расходы домашних хозяйств на потребление увеличатся на **7,5-8,5%**, а расходы органов государственного управления - на **6-6,5%**.

Данный уровень реального роста потребления объясняется **проявлением отложенного** из-за пандемии **спроса** и **восстановлением доходов домохозяйств**.

Ожидается, что по итогам года объем инвестиций в основной капитал вырастет на **12-13%**. В частности, ожидаемый рост централизованных инвестиций составит **20-22%**, а объем нецентрализованных инвестиций – около **13-15%**.

Таблица 1.1. Прогнозы макроэкономических показателей

Показатели	2019 год (факт)	2020 год (факт)	2021 год (прогноз)
Расходы на конечное потребление	27,3%	2,7%	7,0-8,0%
- домохозяйства	5,6%	3%	7,5-8,5%
- органы государственного управления	5,7%	2%	6-6,5%
Инвестиции в основной капитал	38,1%	-8,2%	12-13%
- централизованные	20%	-34,9%	20-22%
- нецентрализованные	39,8%	2%	13-15%
Экспорт (без золота)	10,6%	-25,7%	20-25%
Импорт	25%	-12,8%	12-14%
Рост кредитных вложений	54,5	34,3%	16-20%
Общий фискальный дефицит (в% к ВВП)	1,5	4,4%	4,4-5,5%

После резкого снижения объемов экспорта (без учета экспорта золота) из-за пандемии в прошлом году, в текущем году прогнозируется рост в районе **20-25%** в результате восстановления внутренней и внешней экономической активности. В свою очередь, также прогнозируется увеличение импорта на **12-14%**.

Следует отметить, что реализация среднесрочных макроэкономических прогнозов Центрального банка будет зависеть от формирования мировой ситуации с пандемией и вакцинацией, экономических условий и уровня восстановления основных торговых партнеров, потенциальных рисков и неопределенностей.

При этом разработано несколько сценариев макроэкономического развития, и сложившаяся к настоящему времени экономическая ситуация соответствует **базовому сценарию** макроэкономических прогнозов.

В дальнейшем Центральный банк будет постоянно обновлять свои прогнозы и анализ, а также принимать необходимые меры денежно-кредитной политики в ответ на **изменение макроэкономических условий и прогнозируемой динамики инфляции**.

II. ВНЕШНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Ситуация с пандемией и восстановление внешнего спроса

Перспективы развития мировой экономики характеризуются прежде всего неопределенностью, связанной с распространением пандемии и темпами вакцинации. По данным Международного валютного фонда, ожидается, что мировая экономика вырастет на **6%¹** в 2021 году после резкого спада на **3,3%** в реальном выражении в 2020 году.

Ожидается, что ускорение процесса вакцинации в странах, а также стабилизация ситуации на товарных и финансовых рынках станут ключевыми факторами восстановления мировой экономики.

Согласно обновленным прогнозам МВФ, в 2021 году рост ВВП основных торговых партнеров Узбекистана будет выше, чем ожидалось в начале года.

Рис. 2.1. Реальный рост ВВП основных торговых партнеров (в%)

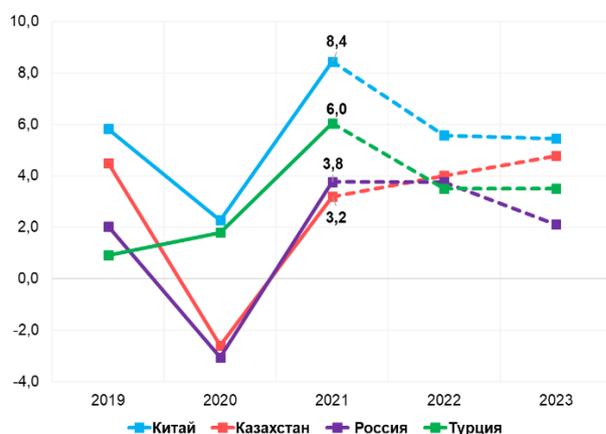
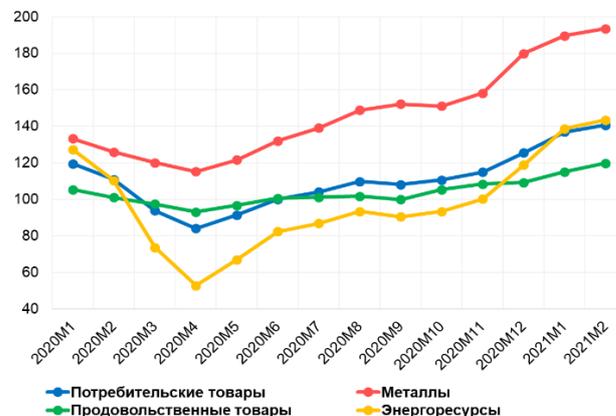


Рис. 2.2. Индексы цен товаров (2016 = 100)



Источник: Перспективы мирового экономического развития, МВФ, апрель 2021 года

В частности, ожидается рост экономики Казахстана на **3,2%**, России - на **3,8%**, Китая - на **8,4%** и Турции – на **6%** в реальном выражении, с учетом существенного влияния эффекта низкой базы, вызванного экономическим кризисом прошлого года (рис. 2.1).

В I квартале 2021 года темп роста ВВП Китая составил **18,3%**. Это, в свою очередь, способствует стабильному восстановлению спроса на

¹ Перспективы мирового экономического развития, обзор МВФ, апрель 2021 г.

мировом рынке на основные товары, включая металлы, энергоресурсы, а также продукты питания и потребительские товары (рис. 2.2).

Ожидается, что после резкого снижения в 2020 году цены на основные экспортные товары Узбекистана - природный газ и хлопок - восстановятся в 2021 году и затем, немного снизятся в 2022-2023 годах (рис. 2.3-2.4).

Рис. 2.3. Прогноз и динамика цен на природный газ (долл. за млн британских тепловых единиц)

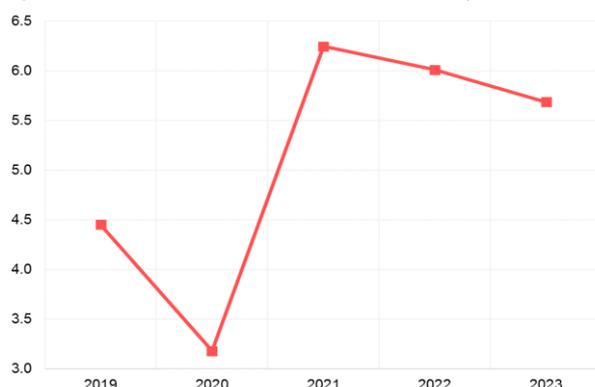
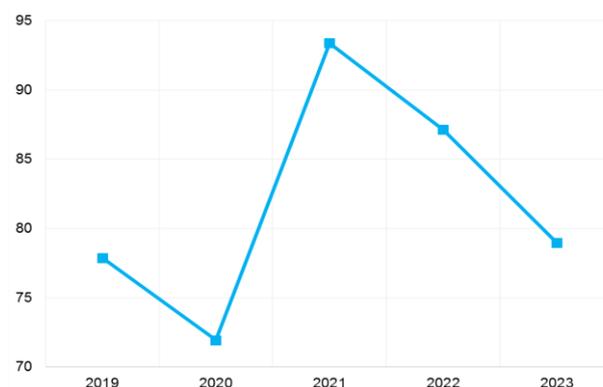


Рис.2.4.Прогноз и динамика цен на хлопок (центов за 1 фунт)



Источник: Перспективы мирового экономического развития, МВФ, апрель 2021 года

Вместе с тем, по мнению международных финансовых организаций, приближающаяся третья волна пандемии, появление новых штаммов коронавируса, а также неравномерное распределение вакцин против коронавируса среди развитых и развивающихся стран остаются серьезной угрозой для мировой экономики. Восстановление экономики в ближайший период будет зависеть от уровня и скорости вакцинации.

Таблица 2.1. Прогнозы международных финансовых институтов по восстановлению в будущем

№	МФИ	Мировая экономика		Узбекистан	
		2021	2022	2021	2022
1.	Международный валютный фонд	6,0	4,4	5,0	5,3
2.	Всемирный банк	4,0	3,8	4,3	4,5
3.	Азиатский банк развития	6,8		6,5	

2.2. Состояние платежного баланса и его влияние на макроэкономическую стабильность

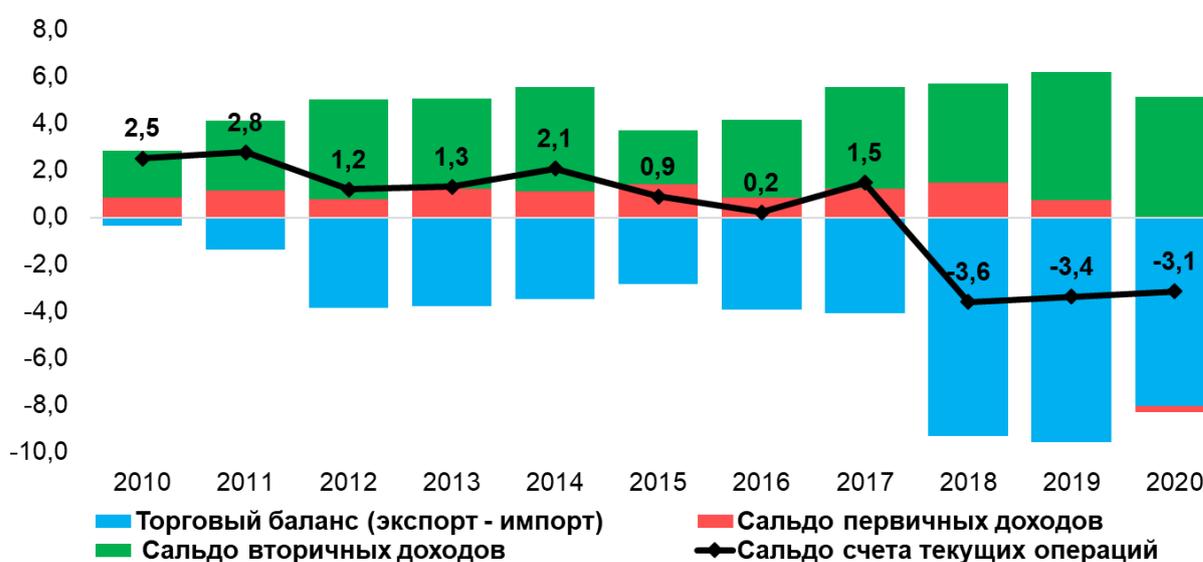
В 2020 году дефицит счета текущих операций в условиях неблагоприятной внешней среды снизился на **7%** по сравнению с 2019 годом (3,4 млрд долларов) и составил **3,1 млрд** долларов. Основными факторами, поддерживающими счет текущих операций, послужили рост цен на золото на мировом рынке, а также положительное сальдо счета вторичных доходов в размере **5,1 млрд** долларов, в том числе, **6 млрд** долларов трансграничных денежных переводов (рис. 2.5).

В январе-марте 2021 года отрицательное сальдо **торгового баланса** составило **2,3 млрд** долларов. (**1,3 млрд** долларов в соответствующем периоде 2020 года).

В I квартале 2021 года стабилизация экономической ситуации в основных странах-торговых партнерах привела к восстановлению внешнего спроса на экспорт страны, в ходе которого экспорт цветных металлов увеличился на **58%**, текстиля - на **38%** и химической продукции – на **21%**.

По предварительным оценкам, дефицит текущего счета платежного баланса по итогам I квартала 2021 года составил около **2,5 млрд** долларов.

Рис. 2.5. Счет текущих операций (млрд долл.)



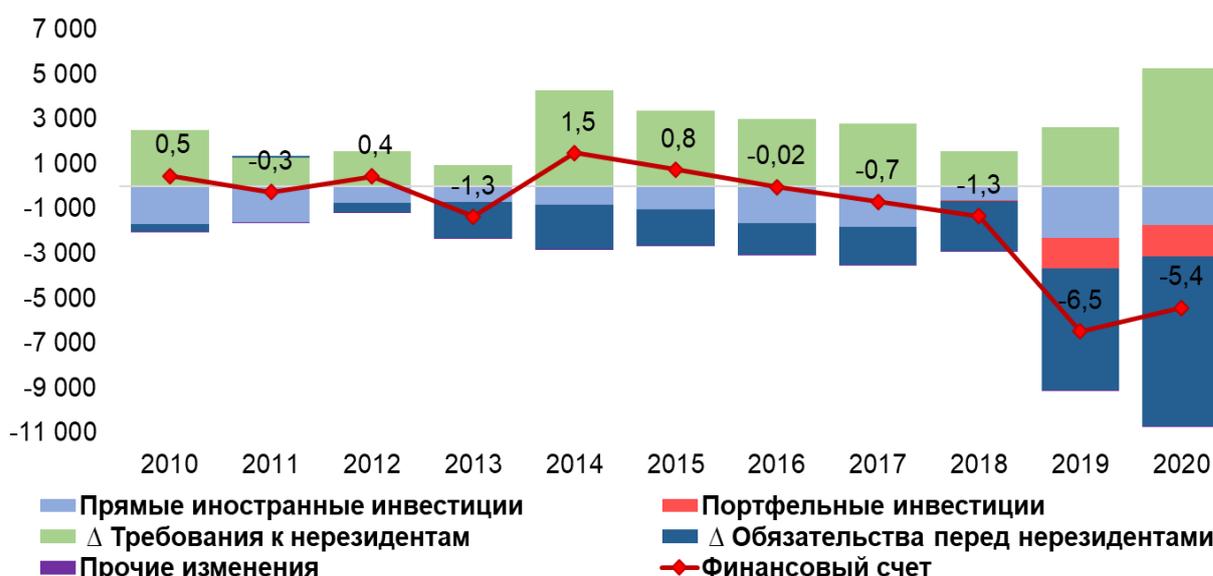
Источник: Центральный банк

Отрицательное сальдо торгового баланса и первичных доходов за этот период, в размере **3,7 млрд** долларов было частично компенсировано положительным сальдо вторичных доходов в размере **1,2 млрд** долларов.

В условиях относительно невысоких прямых и портфельных инвестиций в экономику отрицательное сальдо финансового счета в 2020 году увеличилось до **5,4 млрд** долларов США из-за увеличения внешних финансовых обязательств банковского сектора и государства (2,7 млрд долл. и 2,9 млрд долл. соответственно) (рис. 2.6).

При этом объем прямых иностранных инвестиций в 2020 году достиг **1,7 млрд** долл., что на **26% или 589 млн** долл. меньше показателя 2019 года.

Рис. 2.6. Финансовый счет (млрд долл.)



Источник: Центральный банк

Внеэкономическая стабильность, в свою очередь, определяется состоянием текущего счета платежного баланса. В то же время при принятии мер в части сбалансированности счета текущих операций особого внимания требует обеспечение способности проведения операций с иностранными партнерами и иностранными финансовыми учреждениями без отрицательного влияния на стабильность национальной валюты, без задержек и без привлечения финансовой помощи.

Основным источником улучшения сальдо текущего счета в будущем является экспорт **готовой продукции** с высокой

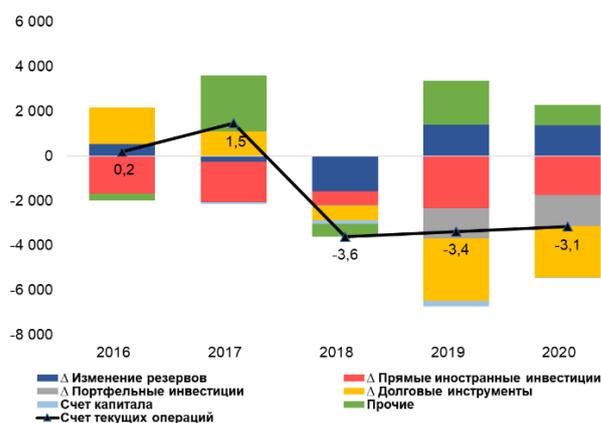
добавленной стоимостью, что может быть достигнуто за счет привлечения и освоения прямых иностранных инвестиций, передового зарубежного опыта и технологий.

Рис. 2.7. Валовой национальный доход и валовые расходы (млрд долл.)



Источник: Центральный банк

Рис. 2.8. Источники финансирования счета текущих операций (млрд долл.)

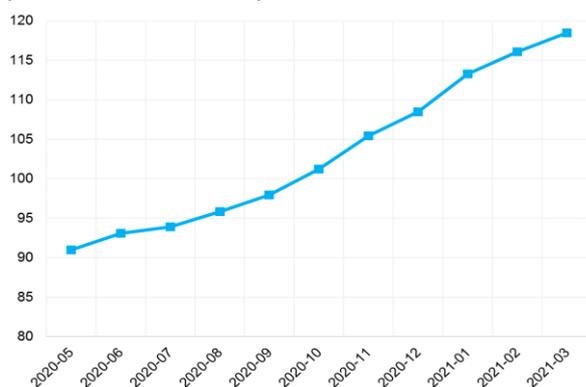


2.3. Инфляция и валютный курс в основных торговых партнерах

Международный валютный фонд прогнозирует значительный рост цен на металлы на мировом рынке в 2021 году на фоне стремительного ускорения инвестиционной активности в Китае. Кроме того, рост цен на продукты питания на мировом рынке также повлияет на инфляцию основных торговых партнеров (рис. 2.9-2.10).

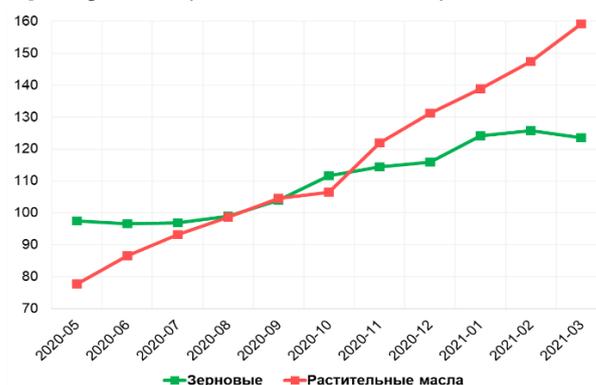
В конце марта 2021 года индекс цен ФАО вырос еще на **2,4 процентных пункта**, достигнув самого высокого уровня с июня 2014 года в **118,5** пункта.

Рис. 2.9. Индекс продовольственных продуктов (2014-2016 = 100)



Источник: ФАО, апрель 2021 года

Рис. 2.10. Индексы цен растительных масел и зерновых продуктов (2014-2016 = 100)

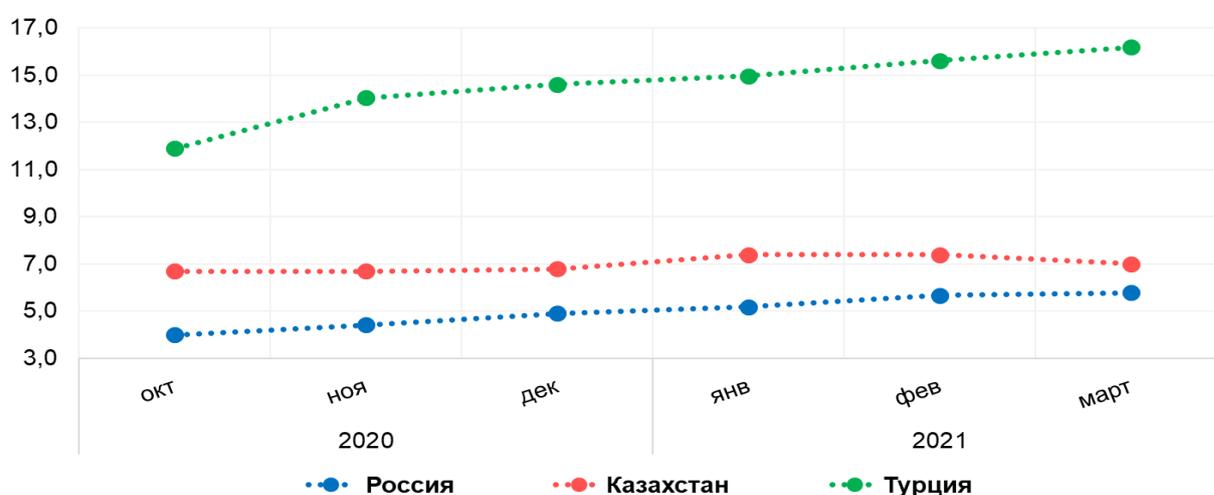


При этом с выходом нового урожая давление на цены на зерно постепенно ослабевает, а ситуация с растительными маслами остается неопределенной из-за дисбаланса мирового спроса и предложения.

Однако ожидается, что этот фактор будет краткосрочным из-за положительных прогнозов по урожайности масличных в новом сезоне 2021-2022 годов.

В январе-марте этого года инфляция у основных торговых партнеров также формируется выше целевых показателей (таргетов).

Рис. 2.11. Изменение индекса потребительских цен
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Центральные банки соответствующих стран

В частности, на конец марта 2021 года годовые темпы инфляции в России, Казахстане и Турции составили **5,8%**, **7%** и **16,2%** соответственно (рисунок 2.11). В то время как продукты питания были основным фактором роста цен, уровень спроса на услуги который еще не полностью восстановился в этих странах, стал одним из факторов, снижающих цены.

Вместе с тем, в марте наблюдался рост цен в Китае, после их падения (дефляции), в январе и феврале. В частности, по итогам марта годовая инфляция составила **0,4%**.

Учитывая рост цен на энергоносители, а также высокое давление на цены продуктов питания, инфляция в странах – торговых партнерах, вероятно, останется высокой и во II квартале этого года, что отразится на показателях импортируемой инфляции.

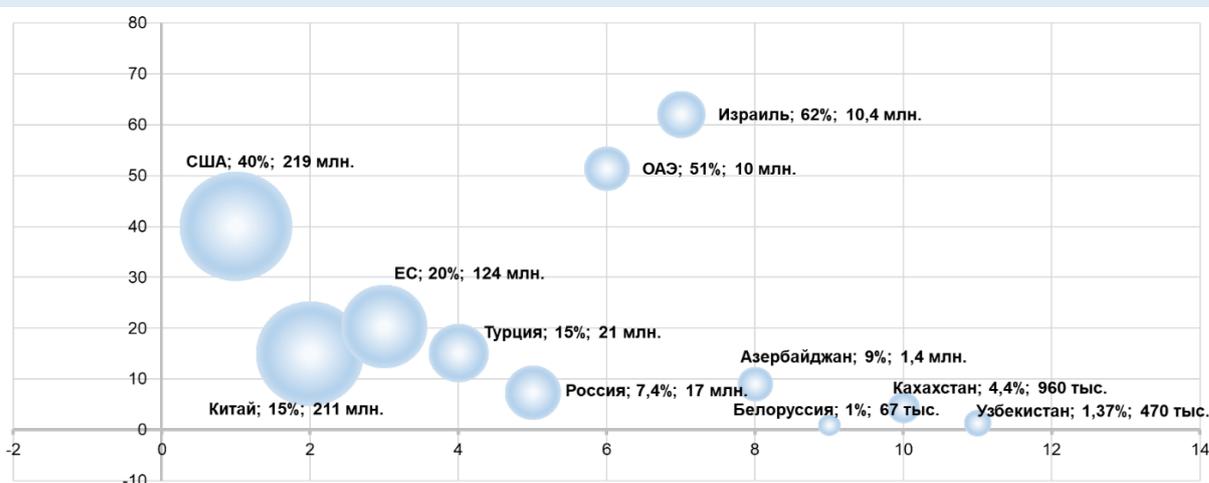
Вставка

Вакцинация и ее влияние на глобальный экономический рост

Социальное дистанцирование, вакцинация и лечение помогли замедлить развитие пандемии и спасти множество жизней. В то же время кризис выявил существенные различия в способности стран к оказанию поддержки населению, особенно наиболее уязвимому. Вторая и третья волны распространения вируса могут привести к возобновлению (введению) ограничений во многих странах.

Международные финансовые институты отмечают, что скорость распространения вакцины важна для восстановления экономического роста. Ожидается, что ВВП стран со средней финансовой поддержкой из бюджета в 2020 году вернется к допандемическому уровню к 2022 году. И наоборот, страны с уровнем поддержки ниже среднего не вернуться к уровню 2019 года до 2023 года.

Рис. 1. Общее количество и доля населения, вакцинированного против COVID-19 (по состоянию на 22 апреля 2021 г.)



Источник: <https://ourworldindata.org/grapher/covid-vaccination-doses-per-capita>

По состоянию на 22 апреля этого года были использованы 953 млн доз вакцины против COVID-19, **45%** из которых приходится на США и Китай (рис. 1). В то время как ВВП развитых стран, как ожидается, превысит допандемический уровень в 2021 году, во многих других странах восстановление ВВП до уровня, предшествующего пандемии, ожидается в 2022 году.

Вместе с тем, эксперты считают, что поддержка развитыми странами развивающихся стран и стран с переходной экономикой, имеет решающее значение для достижения устойчивого экономического развития. Чем выше уровень вакцинации, тем быстрее восстановится экономическая активность и темпы экономического роста вернутся к докризисному уровню.

III. УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

3.1. Анализ динамики инфляции и ее компонентов

Годовая инфляция после незначительного ускорения в январе (**11,6%**), имела тенденцию к снижению в течение следующих двух месяцев и составила **10,9%** в годовом исчислении в конце I квартала 2021 года. (рис. 3.1).

Рис. 3.1. Траектория инфляционного таргета и промежуточных целевых показателей



Источник: Государственный комитет по статистике, Центральный банк

Анализ структуры ИПЦ, в январе-марте этого года, показывает, что относительно большая доля приходится на продовольственную инфляцию. В частности, в марте годовой рост цен на продукты питания составил **13,9%**, тогда как цены на непродовольственные товары и услуги выросли на **8,8%** и **8,3%** соответственно.

В **январе-марте 2021** года основными факторами продовольственной инфляции были рост цен на **растительное масло** (4,7%), **сахар** (5,1%), **картофель** (4,8%) и **мясные продукты** (1,7%), а также **сезонные колебания** цен на фрукты и овощи.

Из непродовольственных товаров, тенденции к резкому росту цен на **бензин** (8,5%), **метан** (4,0%), **медикаменты** (2,6%) и **цемент** (4,2%), а также их вторичные эффекты, способствовали общему высокому уровню инфляции.

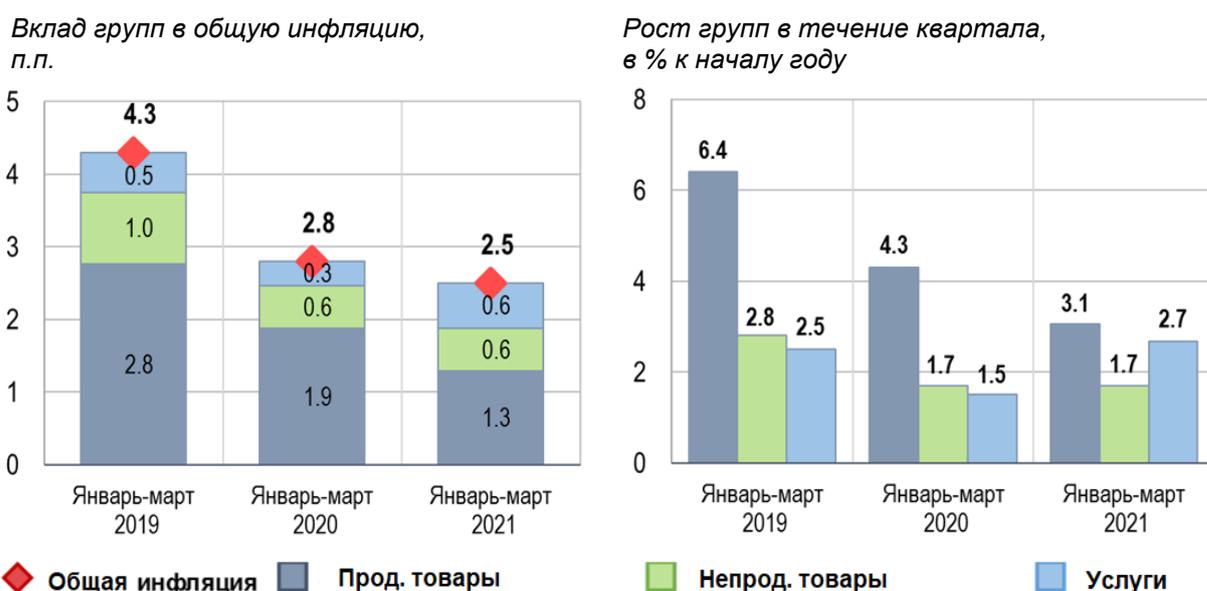
Следует отметить, что в I квартале текущего года уровень инфляции был ниже, чем в соответствующем периоде предыдущих лет.

В частности, в январе-марте 2019-2020 годов квартальный уровень инфляции составил **4,3%** и **2,8%** соответственно, тогда как в I квартале текущего года этот показатель снизился до **2,5%** (рис. 3.2).

Как отмечалось выше, доля продовольственной инфляции в общей структуре инфляции (**1,3 процентных пункта**) остается высокой в течение наблюдаемого периода. Однако ее доля снизилась по сравнению с предыдущими годами (2,8 п.п. в 2019 г., 1,9 п.п. в 2020 г.).

При этом доля непродовольственных товаров в структуре общей квартальной инфляции не изменялась последние 2 года (0,6 п.п), а доля услуг увеличилась (0,3 процентных пункта в 2020 году). В I квартале значительный рост цен в сфере услуг произошел в основном за счет повышения тарифов на холодную воду и канализацию.

Рис. 3.2. Общая инфляция и ее основные компоненты



Источник: Государственный комитет по статистике

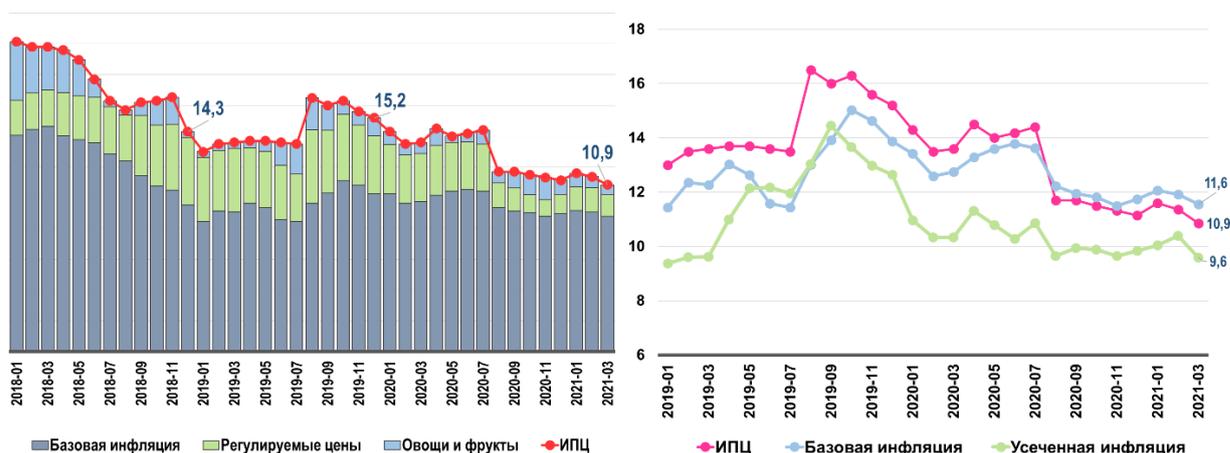
Базовая и усеченная инфляция

Центральный банк рассчитывает показатели базовой и усеченной инфляции, за динамикой которых ведется постоянный мониторинг. Эти показатели используются при изучении сезонных тенденций инфляции и анализе факторов, влияющих на нее.

Согласно результатам анализа, уровень базовой инфляции в марте 2021 года снизился на **0,5 процентного пункта** по сравнению

с январем, достигнув **11,6%** годовых, и увеличил общую инфляцию на **8,8 процентного пункта**. Хотя уровень базовой инфляции снижается по сравнению с предыдущими годами, ее вклад в общую инфляцию остается высоким (рис. 3.3).

Рис. 3.3. Динамика базовой и усеченной инфляции



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике

В свою очередь, в последние месяцы можно заметить что, рост регулируемых цен на товары в структуре ИПЦ несколько ускорился.

В частности, в IV квартале 2020 г. вклад регулируемых цен на товары (услуги) в инфляцию в среднем составил 1,2%, а в I квартале 2021 года, влияние регулируемых цен на общую инфляцию увеличилось до **1,5 процентных пунктов** в связи со значительным повышением тарифов на водоснабжение (на **59,8%**).

В то время как сезонный рост цен на фрукты и овощи продолжался в январе и феврале, с марта, с поступлением на рынки нового урожая, наблюдается тенденция к снижению их цен.

Также в анализируемый период усеченная инфляция показала относительно стабильную тенденцию, достигнув **9,6%** в годовом исчислении в конце марта.

Следует отметить, что в связи с тем, что реальные доходы населения и бизнеса не полностью восстановились до докоронавирусных уровней, а также текущий курс «**относительно жесткой**» денежно-кредитной политики в экономике, повышательное давление на цены товаров и услуг со стороны спроса сохраняется относительно невысоким.

3.2. Продовольственная инфляция и прогнозы

В январе-марте текущего года годовой рост цен на продукты питания снизившись на **1,4 процентных пункта** по сравнению с предыдущим кварталом, составил **13,9%** годовых и был выше общего уровня инфляции (10,9%).

При этом квартальная инфляция продовольственных товаров в январе-марте снизилась на **1,2 процентных пункта** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила **3,1%** (рис. 3.4).

Рис. 3.4. Месячное изменение ИПЦ и продовольственных цен



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике

В I квартале 2021 года на внутреннем рынке произошла относительная стабилизация цен за счет значительного увеличения **импорта** мяса и картофеля. В частности, цена на картофель в январе-марте выросла на **4,8%**, что на **14,1 процентных пункта** ниже, чем за аналогичный период прошлого года (19%).

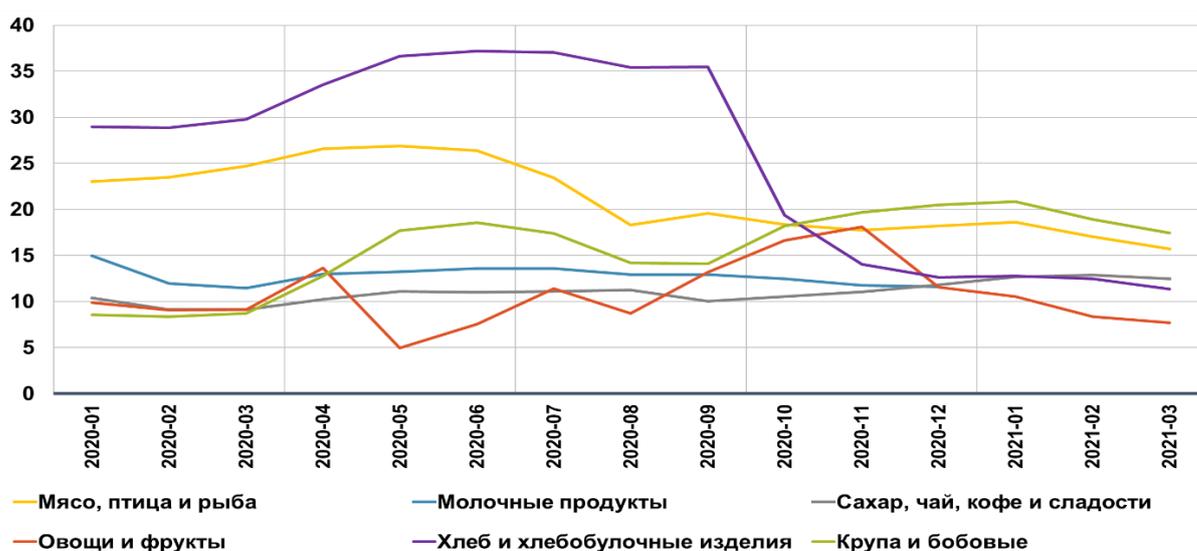
Также за этот период цены на мясные продукты выросли на **1,9%**, в том числе на говядину на **1,5%** (в аналогичном периоде 2020 года на 4,1% и 5,1% соответственно).

В данный период сезонный рост цен на фрукты составил 7,6%, в частности, рост цен на яблоки на **9,1%**, цитрусовые на **3,8%** и на овощи на **18,2%** оказал повышательное влияние на инфляцию (рис. 3.5).

В целом за квартал цены на растительное масло выросли на **4,7%**. В частности, подсолнечное масло подорожало на **7,3%**, а хлопковое - на **2,3%**.

По данным Министерства сельского хозяйства США (USDA), мировое производство подсолнечного масла в этом году снизилось на **2,1 млн тонн**, по сравнению с прошлым годом (на 10%) и составит **19,3 млн тонн**.

Рис. 3.5. Изменение продовольственных цен



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике

В свою очередь, в результате возобновления с начала года акцизов и таможенных пошлин на **сахарную продукцию** и сокращения производства в основных странах-экспортерах цена на сахар выросла на 5,1% (1,3% за аналогичный период прошлого года).

Повышение цен на сахар в основных странах-импортерах, а также появление новых фруктов в апреле-июне, в частности клубники, вишни и черешни, создадут дополнительный спрос на сахар на местных рынках.

В целом влияние продуктов питания на годовую инфляцию в I квартале текущего года остается высоким. В частности, масложировая продукция подорожала на **29,9%**, яйца на **32,7%**, алкогольные напитки на **9%** и табачные изделия на **13,4%**, а влияние мяса и хлеба на инфляцию относительно снизилось.

Следует отметить, что для обеспечения внутренней продовольственной безопасности и стабильности цен в условиях

глобальной пандемии некоторые страны-экспортеры вводят экспортные ограничения на основные потребительские товары. В частности, введение Россией экспортных пошлин на **подсолнечник** и **зерновые продукты** привело к снижению предложения данных продуктов для основных стран-импортеров.

Повышение заработной платы в феврале 2021 года, а также резкий рост мировых цен на потребительские товары и ограничение предложения оказали повышательное влияние на инфляцию основных продуктов питания.

На мировых рынках наблюдается постепенное восстановление совокупного спроса на потребительские товары. В частности, активное участие крупных азиатских стран (Китай, Индия, Турция) в создании запасов, а также сбои в глобальной цепочке поставок приводят к росту цен на мировом рынке.

Также ожидается **рост внутреннего и внешнего спроса** на основные продукты питания в среднесрочной перспективе, в условиях активного восстановления внутренних экономических показателей.

Учитывая риски и неопределенность, которые остаются в связи с пандемией, одной из важных задач на повестке дня является создание достаточных резервов основных продуктов питания для обеспечения стабильности цен на в будущем, за счет увеличения объемов внутреннего производства и импорта.

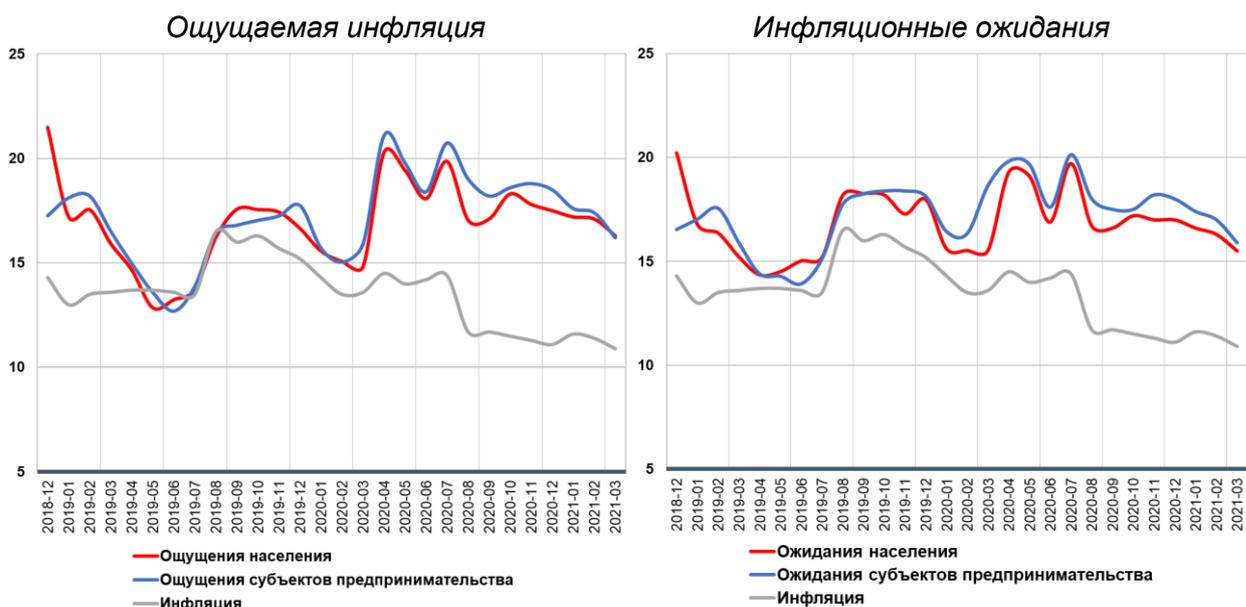
3.3. Инфляционные ожидания

Согласно опросу населения и хозяйствующих субъектов, уровень **ощуцаемой инфляции** в январе-марте текущего года показал тенденцию к снижению после относительно стабильного формирования в последнем квартале 2020 года (рис. 3.6).

В частности, в марте 2021 года уровень инфляции ощущаемой населением составил **16,3%**, что на 0,9 процентного пункта меньше, чем в январе, уровень инфляции ощущаемой предприятиями также снизился на 1,4 процентного пункта до **16,2%**.

Основными факторами формирования уровня инфляции, ощущаемой населением и бизнесом выше фактической инфляции стали рост цен на основные продукты питания, автомобильное топливо и индексация тарифов на водоснабжение.

Рис. 3.6. Динамика ощущаемой инфляции и инфляционных ожиданий (%)



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных государственного комитета по статистике

Инфляционные ожидания населения и бизнеса в IV квартале 2020 года формировались на стабильном уровне, тогда как в I квартале текущего года наблюдалась тенденция к их снижению. В частности, в марте инфляционные ожидания населения находились на уровне **15,5%**, снизившись по сравнению с январем на 1,1 п.п. Ожидания субъектов предпринимательства также снизились на 1,5 п.п. - до **15,9%**.

Рис. 3.7. Основные факторы инфляционных ожиданий (доля респондентов, %)

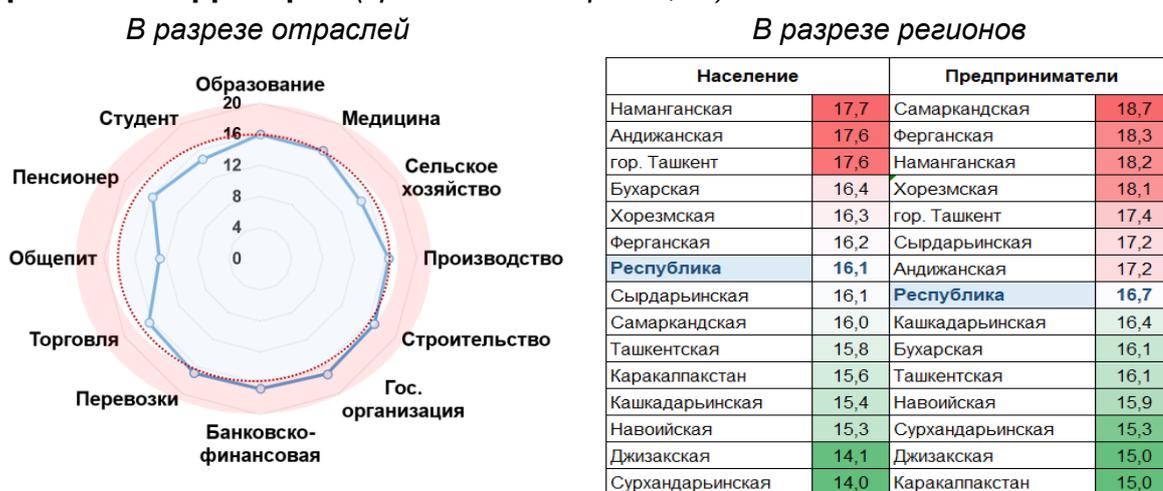
Факторы инфляционных ожиданий населения	2021			2021			Факторы инфляционных ожиданий субъектов предпринимательства
	Январь	Февраль	Март	Январь	Февраль	Март	
Рост курса доллара	48	42	42	44	43	45	Рост курса доллара
Рост зарплат и пенсий	40	36	31	27	18	31	Влияние коронавируса
Влияние коронавируса	25	17	28	31	27	29	Рост зарплат и пенсий
Рост монопольных цен	24	23	24	18	17	21	Повышение налоговой нагрузки
Сезонные факторы	20	21	24	21	18	21	Рост транспортных расходов
Ухудшение конкурентной среды	17	16	19	18	18	21	Сезонные факторы
Повышение налоговой нагрузки	16	16	17	23	18	17	Подорожание энергоресурсов и коммунальных услуг
Рост транспортных расходов	19	15	16	13	13	16	Ограничение импорта отдельных товаров
Подорожание энергоресурсов и коммунальных услуг	21	18	16	13	15	16	Ухудшение конкурентной среды
Ограничение импорта отдельных товаров	14	15	16	14	13	14	Рост цен на мировых рынках
Рост объемов кредитования населения	12	12	13	8	8	12	Сокращение объемов производства
Сокращение объемов производства	10	10	12	12	14	12	Рост объемов кредитования населения

Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных опроса об инфляционных ожиданиях

Снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса в основном было связано с постепенным снижением годового уровня инфляции и ее приближением к однозначному уровню, формированием стабильного обменного курса национальной валюты по отношению к доллару США, а также с стабильностью регулируемых цен.

Анализ результатов опроса по направлениям деятельности, показал, что инфляционные ожидания респондентов, работающих в сфере строительства, банковского и финансового сектора, торговли, транспорта и государственных организаций, выше общереспубликанского уровня. Ожидания в отношении будущих изменений цен в сфере общественного питания, сельского хозяйства и студентов напротив, были ниже, чем в среднем по стране. Инфляционные ожидания в сферах образования, науки, медицины и пенсионеров также были близки к общереспубликанскому уровню (рис. 3.8).

Рис. 3.8. Инфляционные ожидания в I квартале 2021 года в разрезе отраслей и территорий (средние за квартал, %)



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных опроса об инфляционных ожиданиях

Относительно высокие инфляционные ожидания населения наблюдались в Наманганской (17,7%), Андижанской областях (17,6%) и городе Ташкенте (17,6%), а относительно низкие показатели в Сурхандарьинской (14,0%) и Джизакской (14,1%) областях.

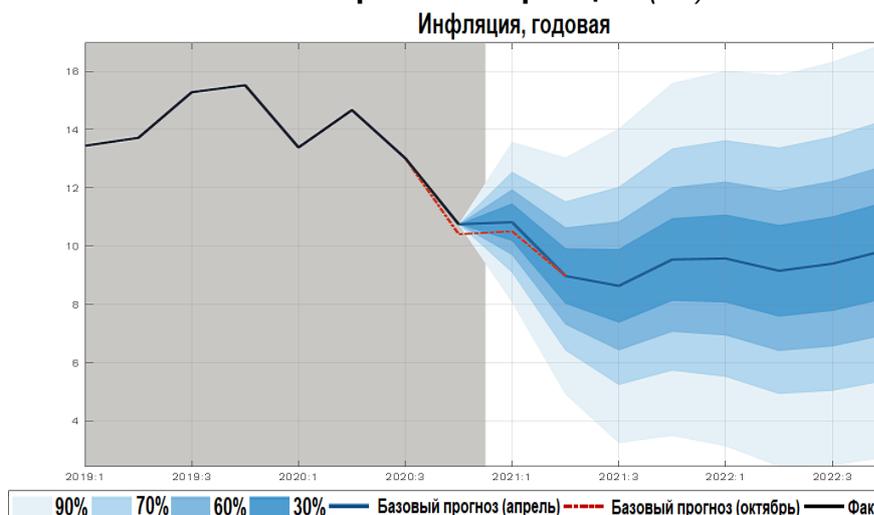
Относительно высокие инфляционные ожидания субъектов предпринимательства зафиксированы в Самаркандской (18,7%), Ферганской (18,3%), Наманганской (18,2%) и Хорезмской (18,1%) областях, а относительно низкие показатели в Джизакской области (15,0%) и в Республике Каракалпакстан (15,0%).

3.4. Прогноз инфляции, риски и неопределенности

По прогнозам Центрального банка, годовая инфляция к концу 2021 года ожидается на уровне **9-10%**.

При этом, из-за ожидаемой либерализации цен на некоторые регулируемые товары и услуги, инфляция может незначительно вырасти в 2022 году. С исчерпанием данного разового фактора, ожидается, что инфляция будет близка к своему долгосрочному целевому показателю **5%** с 2023 года (рис. 3.9).

Рис. 3.9. Прогноз инфляции (%)



Источник: Расчеты Центрального банка

При этом ожидается, что в 2021 году **базовая инфляция** достигнет **10,1%**. В 2022-2023 годах этот показатель будет иметь понижающуюся динамику и будет находиться в пределах **7-7,5%** и **5-6%** годовых соответственно.

В свою очередь, ежегодный рост цен на регулируемые товары и услуги ожидается на уровне **5,5-6,0%** в текущем году, а в 2022 году - **до 15-20%** из-за вышеуказанной либерализации. С исчерпанием эффекта данного временного роста, в 2023 году прогнозируется повышение регулируемых цен на уровне **3-4%** в год.

Также прогнозируется, что цены на фрукты и овощи будут расти в среднем на **13-14%** в год.

Прогнозные показатели инфляции в среднесрочной перспективе будут зависеть от хода структурных реформ, формирования внутренних экономических условий, формирования глобальной

ситуации с пандемией и вакцинацией, а также изменения мировых цен на продукты питания.

Следует отметить, что с ослаблением карантинных ограничений странами по всему миру наблюдается значительное восстановление совокупного спроса, что с одной стороны положительно сказывается на росте ВВП за счет увеличения внешнего спроса, а с другой, на **ускорение инфляционных процессов** в результате повышения спроса на продовольственные товары.

Кроме того, одним из основных факторов, влияющих на инфляцию в среднесрочной перспективе, являются **инфляционные ожидания** населения и бизнеса. Тот факт, что инфляционные ожидания населения и субъектов предпринимательства остаются выше фактической инфляции, может создать инфляционное давление на экономику в будущем.

Вместе с тем, с восстановлением экономической активности в стране, на фоне повышения реальных доходов населения и бизнеса может произойти **увеличение совокупного спроса на непродовольственные товары и услуги**, что в свою очередь окажет повышательное давление на цены этих товаров и услуг.

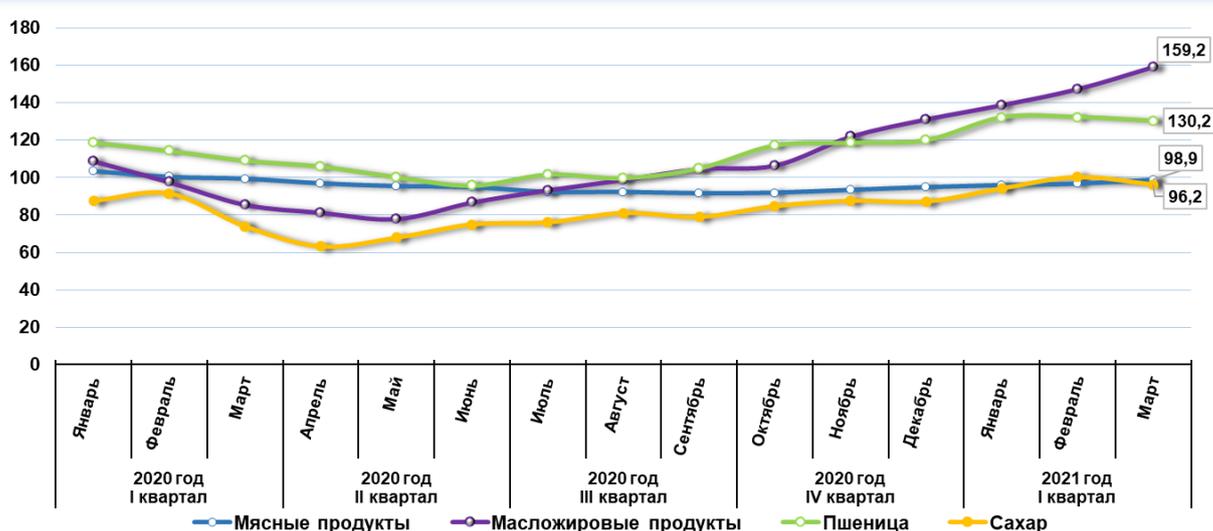
Вставка

Динамика и прогнозы цен основных продовольственных товаров на мировых рынках

В последние месяцы цены на продукты питания на мировом рынке неуклонно растут. Это может оказать существенное влияние на стабильность внутренних цен в странах, которые сильно зависят от импортных товаров.

Поскольку Узбекистан является страной со значительной долей импорта мяса, масла, зерна, картофеля и сахара, он очень чувствителен к изменениям мировых цен на эти товары.

Рис. 1. Динамика цен основных продовольственных товаров на мировых рынках (2014-2016=100, %)



Источник: ФАО, Всемирный банк

Масложировые продукты

В I квартале текущего года мировые цены на масложировую продукцию выросли на **21,4%** по сравнению с началом года.

Департамент сельского хозяйства США (USDA) прогнозирует, что в 2021 году производство **семян подсолнечника**, как ожидается, сократится на **9,3%**, а резервы - на **38,6%**, соответственно производство **подсолнечного масла**, сократится на **9,9%**, а резервы – на **43,1%**.

Существенный рост цен на пальмовое и рапсовое масла в группе растительных масел, объясняется более низкой урожайностью в прошлом сезоне, а также сокращением запасов

в основных странах-экспортерах (сокращение запасов пальмового масла на **10%**, рапсового масла – на **26%**).

Также активный спрос на **сою** со стороны сектора биодизеля оказывает дополнительное давление на цены данной культуры на мировом рынке.

Основными причинами роста цен на подсолнечное масло являются прогнозы снижения объемов производства на 2021 год (**10,6%** по сравнению с прошлым годом), а также снижение экспорта из Евросоюза, Турции, Украины и России.

Мясные продукты

Мировые цены на мясо в марте упали на **0,5%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Однако в последние 6 месяцев наблюдается рост цен на этот товар. При этом, рост цен мясной продукции в I квартале текущего года составил **4,3%**.

В I квартале текущего года цены на говядину в России выросли на **2,9%**, в Казахстане - на **1,2%** и в Кыргызстане - на **5,1%**.

По данным Департамента сельского хозяйства США (USDA), общее производство мяса в мире в 2020 году снизилось на **2%** по сравнению с 2019 годом и составило **257,9** млн тонн. В то же время, в 2021 году прогнозируется рост мирового производства мяса на **2,8%**, в том числе говядины - на **1,6%** (0,97 млн тонн) и курятины - на **1,5%** (1,47 млн тонн).

Однако темпы роста производства мяса отстают от роста спроса. Кроме того, ключевым фактором сохранения высоких цен на мясо на мировом рынке является рост цен на корма.

Пшеница

В январе-феврале текущего года цены на пшеницу сначала имели тенденцию к повышению, а к марту - к снижению. При этом в I квартале текущего года цены выросли на **8,5%**.

Также повышаются риски уменьшения запасов пшеницы на фоне опасений по поводу урожая осенней пшеницы в США и Черноморском регионе, а также протекционистской политики России и высокого спроса на импорт в ряде крупных рынков.

Согласно апрельским прогнозам международных аналитиков, ожидается, что в 2021 году общий урожай пшеницы в мире вырастет на **1,7%** по сравнению с предыдущим годом.

Также рост населения и доходов в развивающихся странах, включая азиатский регион, создает высокий спрос на потребительские товары на мировом рынке. В том числе, ожидается сокращение запасов пшеницы на **1,5%**.

Тем не менее, из-за положительных ожиданий относительно урожая пшеницы в мире на 2021 год, цена на этот продукт, по прогнозам, будет стабильной. К концу года средняя цена 1 тонны пшеницы может снизиться с **290 до 250 долларов**.

Сахар

В январе-марте текущего года мировые цены на сахар выросли на **10,4%**. Значительный рост цен можно объяснить увеличением **спроса на биотопливо**, которое считается альтернативным топливом в условиях роста цен на нефть на мировом рынке. При этом, из-за использования этанола из сахарного тростника в производстве биотоплива существует дополнительное давление на цены данного сырья для сахара в мире.

Также проблема отсутствия транспортных контейнеров в Индии является серьезным препятствием для экспорта сахара. По мнению аналитиков, такая ситуация может сохраниться до первой половины 2021 года.

По оценкам Департамента сельского хозяйства США, производство сахара в основных странах-производителях значительно увеличится (на **16 млн тонн**) в сезоне 2020/21 года. В частности, в Бразилии ожидается увеличение урожая на **12,1 млн тонн**. В Индии производство сахара увеличится на **17%** года до **33,8 млн тонн** в год в сезоне 2020/21.

Позитивные прогнозы мирового производства и экспорта сахара на 2021 год послужат стабилизации его цен на внешних рынках.

IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

Денежно-кредитные условия в экономике в I квартале 2021 года формировались относительно жесткими, на фоне небольшого роста ставок по депозитам и кредитам, и в частности реальных ставок в результате эффекта от снижения основной ставки Центрального банка на **2 процентных пункта** в прошлом году и отмены политики **приемлемых процентных ставок**, временно применяемой в условиях пандемии.

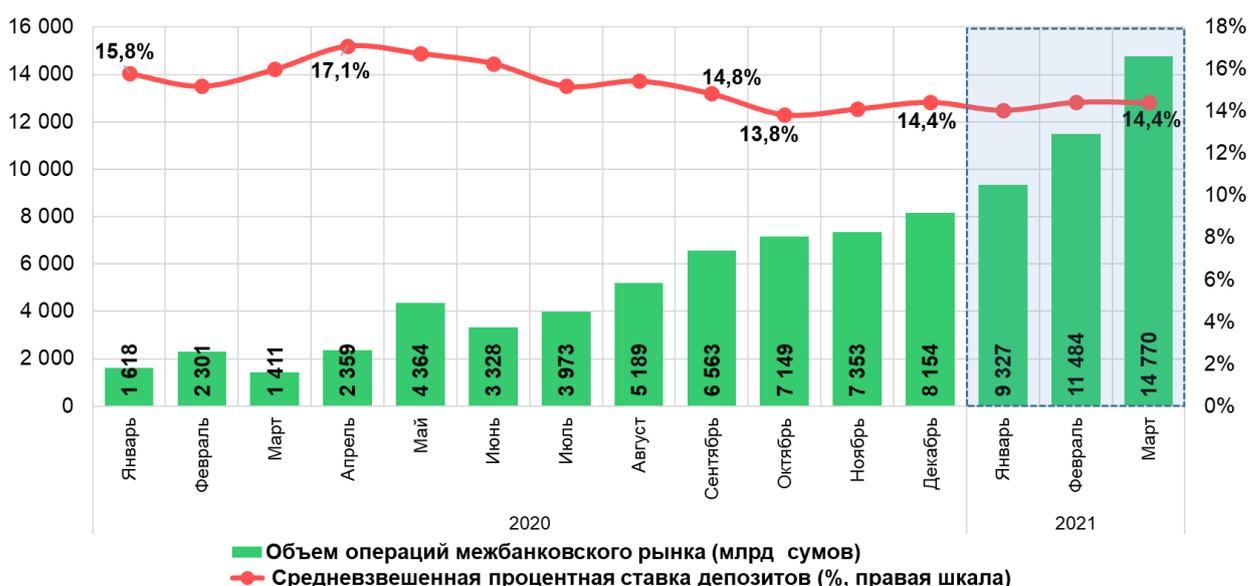
4.1. Основные показатели межбанковского рынка

В I квартале 2021 года активность банков на денежном рынке резко возросла за счет сбалансированности ликвидности в банковской системе, более эффективного управления ликвидностью банками и активного использования краткосрочных инструментов денежно-кредитной политики.

В частности, в I квартале текущего года на денежном рынке было проведено депозитных операций на **35,6 трлн сумов**, что на **57,1%** больше чем в IV квартале 2020 года (**13 трлн сумов**) (рис. 4.1).

При этом существенно изменилась структура депозитных операций, увеличился объем краткосрочных операций.

Рис. 4.1. Объемы операций на денежном рынке (млрд сумов) и процентные ставки



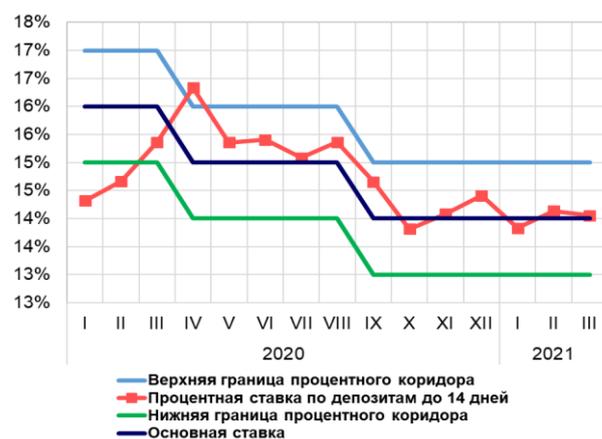
Источник: Центральный банк

Увеличение объема операций на денежном рынке и активности банков на нем, в свою очередь, послужит усилению влияния процентного канала трансмиссионного механизма и повышению эффективности передачи решений денежно-кредитной политики в экономику.

В частности, за счет совершенствования операционного механизма Центрального банка и непрерывного проведения краткосрочных денежно-кредитных операций, со второй половины 2020 года наблюдается сбалансированность процентных ставок по депозитным операциям на денежном рынке в границах процентного коридора основной ставки. Такая же ситуация наблюдалась и в I квартале текущего года, когда средняя процентная ставка по операциям денежного рынка составляла **14,1%** в январе и **14,4%** в феврале-марте.

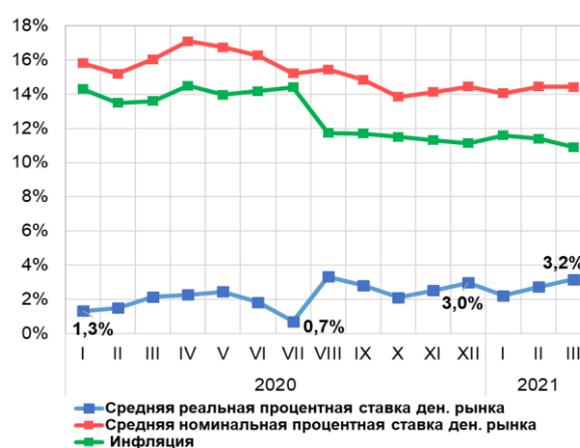
При этом операционная цель денежно-кредитной политики - обеспечение формирования процентных ставок по депозитам на денежном рынке на срок до 14 дней в процентном коридоре, близко к основной ставке Центрального банка, была полностью выполнялась в течении I квартала текущего года (рис. 4.2).

Рис. 4.2. Процентные ставки денежного рынка по срочным депозитам до 14 дней



Источник: Центральный банк

Рис. 4.3. Реальные процентные ставки денежного рынка



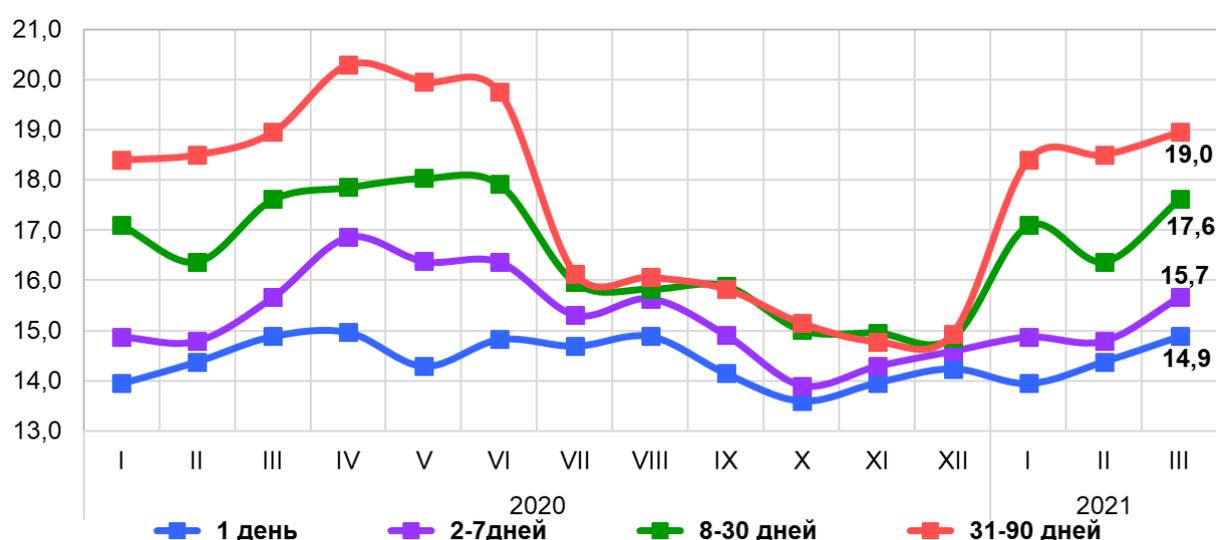
Учитывая годовой уровень инфляции в экономике, реальные процентные ставки по депозитам на денежном рынке в I квартале 2021 года оставались на уровне около **3%** и обеспечивали **относительно жесткие** денежно-кредитные условия (рис. 4.3).

При анализе процентных ставок по депозитам на межбанковском денежном рынке по срокам, можно сделать вывод о том, что после достижения равновесия во второй половине 2020 года, в I квартале текущего года произошло повышение процентных ставок по **относительно долгосрочным** депозитам. Данная ситуация, объясняется с отменой с начала года временного механизма приемлемых процентных ставок, который использовался во время пандемии, и небольшим повышением процентных ставок по депозитам и кредитам на рынке банковских услуг.

Следует отметить, что более **60%** операций на денежном рынке составляют **однодневные** депозиты, по которым процентные ставки формируются полностью в границах процентного коридора основной ставки Центрального банка (рис. 4.4).

В свою очередь, в I квартале текущего года процентные ставки по долгосрочным депозитам со сроками до **30 дней и более 30 дней** формируются выше процентного коридора основной ставки Центрального банка. Однако доля таких операций в общем объеме была невысокой и составляла в течение квартала в среднем **10%** и **4%** соответственно.

Рис. 4.4. Распределение процентных ставок депозитов денежного рынка по срокам (%)

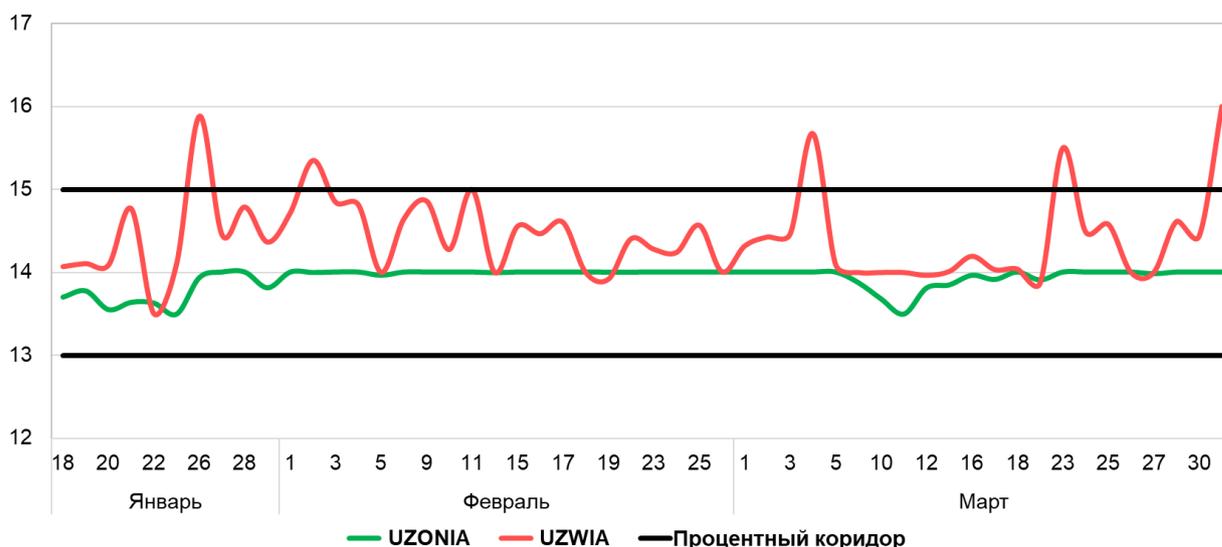


Источник: Центральный банк

Сформировавшиеся на денежном рынке процентные ставки объясняются высоким спросом и низким предложением относительно долгосрочной ликвидности среди банков. В целом денежно-кредитные операции Центрального направлены на формирование цен

краткосрочных ресурсов на денежном рынке. В этой связи, исходя из международной практики, для отражения стоимости ресурсов, с января текущего года введены индексы “UZONIA” (средняя процентная ставка для однодневных операций) и “UZWIA” (средняя процентная ставка для 2-7-дневных операций) (рис. 4.5).

Рис. 4.5. Индексы денежного рынка “UZONIA” и “UZWIA”



Источник: Центральный банк

Ежедневный расчет этих индексов и их распространение среди населения через официальные каналы коммуникации Центрального банка дает информацию о «цене денег», формирующейся на денежном рынке. В будущем эти показатели будут использоваться в качестве «бэнчмарка» при установлении «плавающих» процентных ставок на банковские услуги и при расчете стоимости финансовых активов.

В течение I квартала текущего года индекс денежного рынка “UZONIA” формировался на **уровне основной ставки** с незначительными колебаниями, индекс “UZWIA” также практически полностью находился в **процентном коридоре** основной ставки Центрального банка, за исключением нескольких дней.

Следует отметить, что в 2021 году с ожидается дальнейшее повышение активности коммерческих банков на денежном рынке, в частности пассивно участвующих банков, увеличение объема государственных ценных бумаг в обращении, внедрение рынка межбанковского РЕПО и сбалансирование таким образом общего уровня ликвидности.

Это, в свою очередь, будет способствовать дальнейшему развитию процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и более эффективной передаче решений, принимаемых Центральным банком, в экономику через коммерческие банки.

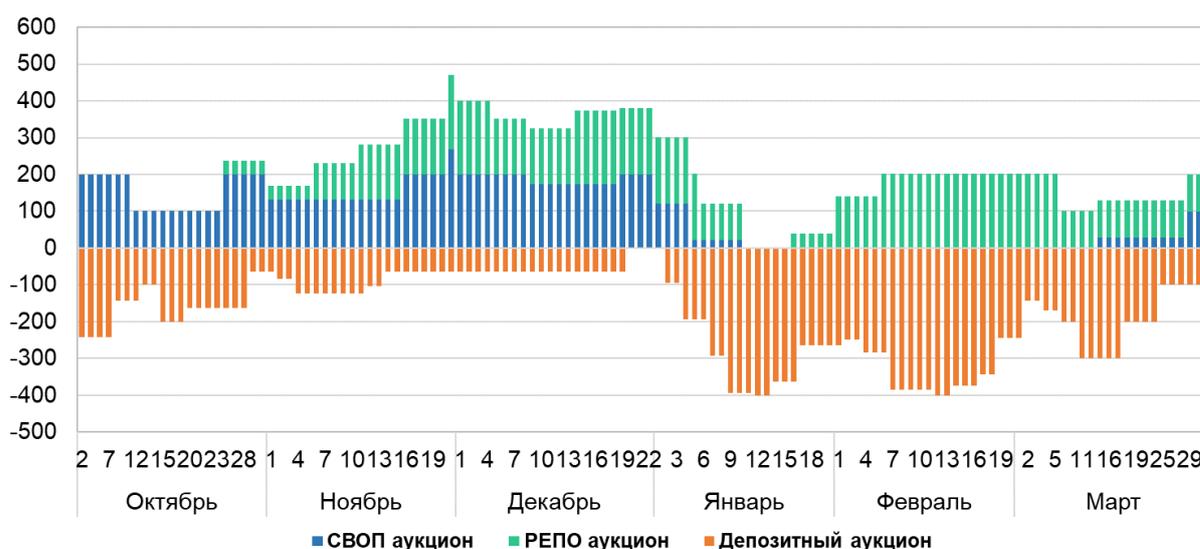
4.2. Инструменты денежно-кредитной политики

В I квартале 2021 года Центральный банк продолжил активно использовать краткосрочные инструменты денежно-кредитной политики для регулирования общего уровня ликвидности. Объем этих операций зависел от состояния ликвидности банковской системы и уровня соблюдения установленных нормативов коммерческими банками.

В частности, в конце 2020 года произошло существенное увеличение ликвидности банковской системы за счет активного размещения Министерством финансов средств бюджета и внебюджетных фондов на депозиты в коммерческих банках, что привело к снижению спроса на операции Центрального банка по предоставлению ликвидности в I квартале 2021 года.

В связи с увеличением общего уровня ликвидности спрос на аукционы РЕПО и СВОП снизился, а спрос на депозитные аукционы увеличился (рис. 4.6). При этом, спрос на аукцион СВОП резко снизился, а спрос на депозитные аукцион приобрел сезонный характер.

Рис. 4.6. Дневной остаток депозитных, РЕПО и СВОП аукционов Центрального банка (млрд сумов)

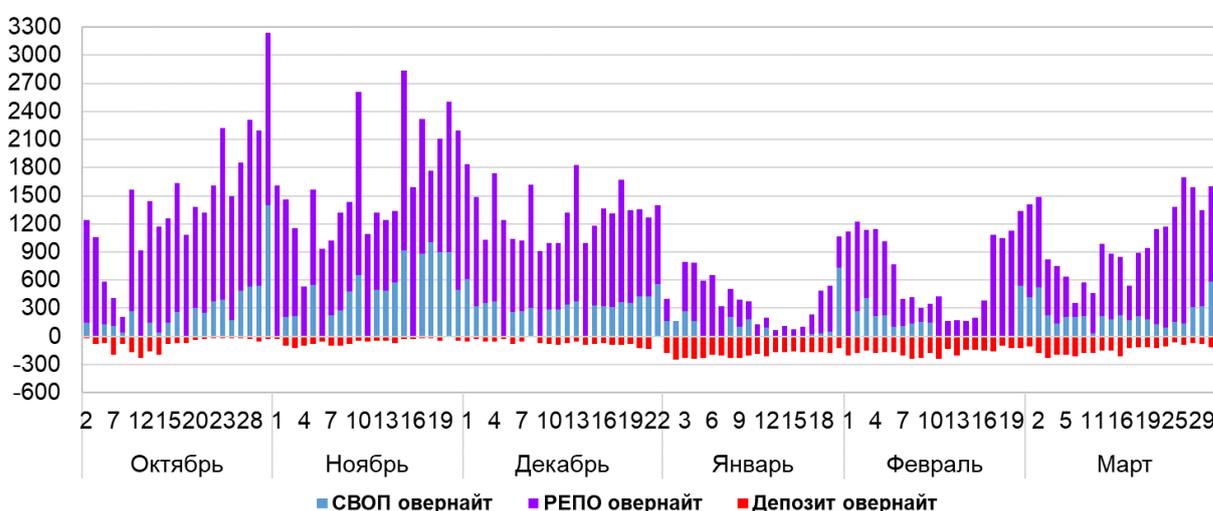


Источник: Центральный банк

Это, в свою очередь, объясняется вливанием Министерством финансов дополнительной ликвидности в банковскую систему в первой половине каждого месяца за счет выплаты заработных плат работникам бюджетных организаций и пенсий, а также, снижением ликвидности за счет налоговых и других обязательных платежей в бюджет за последние 10 дней месяца.

Аналогичная ситуация наблюдалась с операциями Центрального банка «овернайт». В течение I квартала текущего года произошла стабилизация депозитных операций «овернайт» и значительное снижение спроса на операции РЕПО овернайт и СВОП (рис. 4.7).

Рис.4.7. Дневной остаток депозитных, РЕПО и СВОП операций Центрального банка (млрд сумов)



Источник: Центральный банк

Кроме того, с начала года и Центральный банк, и Министерство финансов объявили график выпуска облигаций в I квартале 2021 года, что позволило коммерческим банкам заранее планировать практику управления ликвидностью.

При этом наблюдалась активность по выпуску государственных ценных бумаг, было выпущено облигаций Центрального банка на **1,8 трлн** сумов и облигаций Министерства финансов на **1,1 трлн** сумов (рис.4.8).

Анализ кривой доходности этих облигаций, показывает, что средневзвешенные процентные ставки по ценным бумагам с разным сроком погашения больше реагируют на ситуацию с ликвидностью

в банковской системы на момент выпуска и рыночный спрос, чем на макроэкономические ожидания (рис. 4.9).

При этом, увеличение эмиссии государственных ценных бумаг и сотрудничество Министерства финансов и Центрального банка по их выпуску, послужит увеличению объема первичных и вторичных торгов в будущем и сформирует эффективную «кривую доходности».

Рис.4.8. Эмиссия государственных ценных бумаг (млрд сумов)

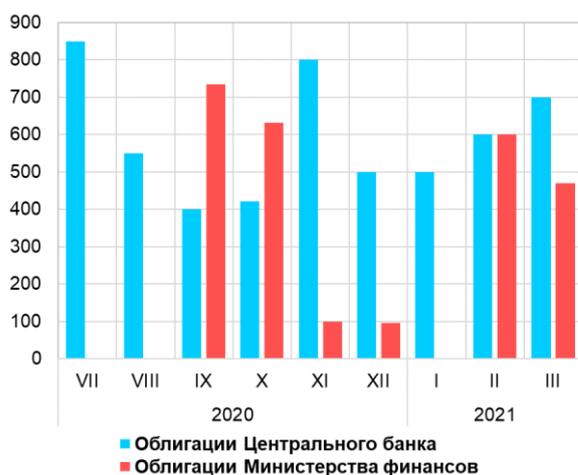
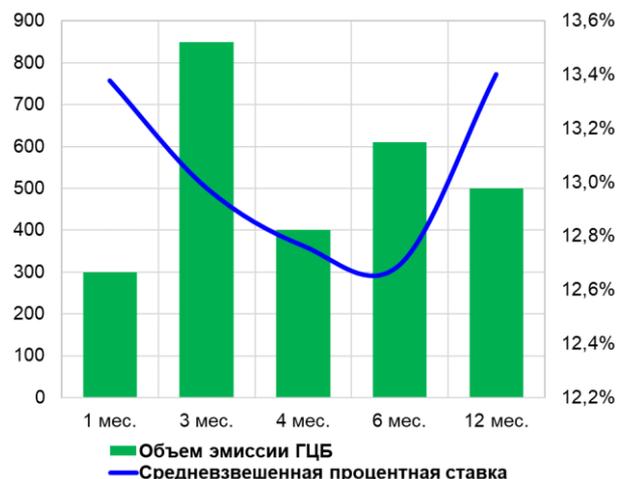


Рис. 4.9. Кривая доходности по ГЦБ



Источник: Центральный банк

В результате постоянного и активного проведения операций денежно-кредитной политики в I квартале также заложена основа для формирования процентных ставок денежного рынка в границах процентного коридора. В ближайшие кварталы Центральный банк поставил цели дальнейшего совершенствования операционного механизма, эффективного регулирования процентных ставок на денежном рынке за счет активного использования денежно-кредитных операций и выпуска облигаций, а также повышение влияния процентного канала трансмиссионного механизма для обеспечения необходимых денежно-кредитных условий в экономике.

4.3. Анализ объемов и процентных ставок депозитов

Процентные ставки на межбанковском денежном рынке и инфляционные ожидания населения и бизнеса на ближайший период сыграли важную роль в формировании процентных ставок по депозитам в экономике. В то же время на процентные ставки по срочным депозитам в I квартале текущего года повлияла и отмена

с начала года механизма приемлемых процентных ставок, временно применяемого во время пандемии.

В частности, процентные ставки по срочным депозитам физических лиц в национальной валюте во втором полугодии 2020 года составили около 17%, а в марте текущего года выросли до 19,1%. Ставки по срочным депозитам юридических лиц в национальной валюте выросли с 14,4% в декабре до 16,7% в марте (рис. 4.10).

Рис. 4.10. Номинальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте

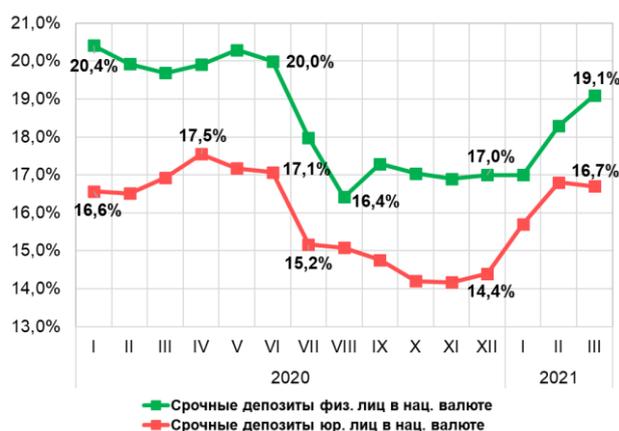
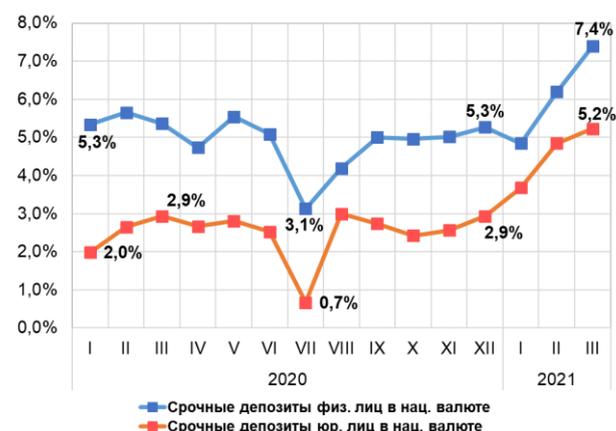


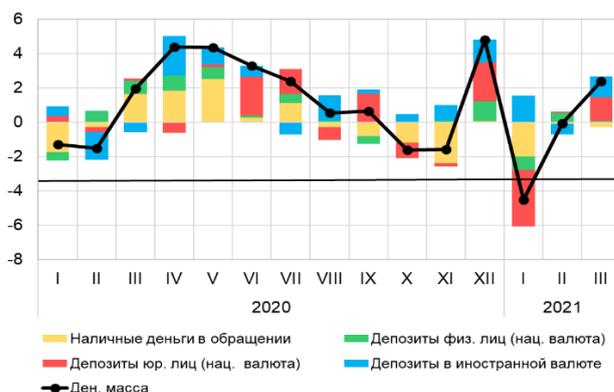
Рис. 4.11. Реальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте



Источник: Центральный банк

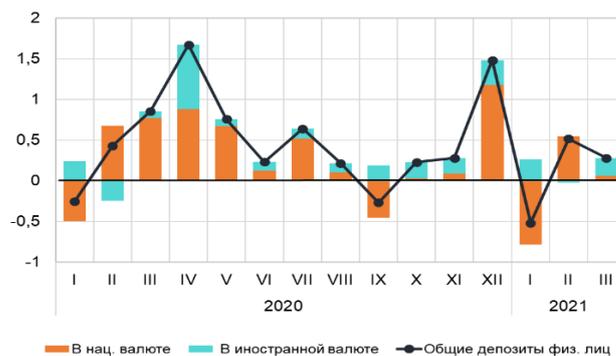
В течение I квартала, наряду со снижением номинальных процентных ставок по данным депозитам, наблюдался рост реальных процентных ставок по депозитам в связи со стабильным формированием инфляции в экономике на уровне около 11%. При этом реальные процентные ставки по депозитам физических лиц в марте составили 7,4%, а для юридических лиц 5,2% (рис. 4.11).

Рис. 4.12. Изменение денежной массы и ее компонентов (трлн сумов)



Источник: Центральный банк

Рис. 4.13. Изменение депозитов населения (трлн. сўм)



В марте **инфляционные ожидания** населения и бизнеса на следующий период составили **15,5%** и **15,9%** соответственно. Учитывая, что экономические субъекты формируют свои инфляционные ожидания при принятии решений о потреблении, сбережениях или инвестициях, остаются положительные реальные процентные ставки в размере **2-3%** по вкладам населения.

В I квартале 2021 года общая денежная масса снизилась на **2,1%** до **105,4** трлн сумов. При этом, возврат наличных денежных средств в банковскую систему за квартал составил **9,6%** или **2,4** трлн сумов (рис. 4.12).

В течении квартала общая сумма вкладов физических лиц формировалась без существенных изменений и составила около **27** трлн сумов. При этом в январе наблюдалось сезонное снижение депозитов в национальной валюте, а в феврале-марте – восстановление (рис. 4.13).

Повышение средневзвешенных процентных ставок по срочным депозитам с **14,8%** в декабре 2020 года до **17,8%** в марте 2021 года послужило увеличению объема срочных депозитов на **10,5%** в I квартале, в том числе срочных депозитов физических лиц - на **13,8%**.

С учетом текущих реальных процентных ставок по депозитам в национальной валюте и текущей стабильной динамики обменного курса в ближайшие кварталы ожидается значительный рост сбережений населения, в том числе вкладов в национальной валюте. В то же время с восстановлением экономической активности произойдут положительные изменения в доходах населения, что также станет одним из основных факторов роста сбережений.

4.4. Анализ изменения кредитных вложений и процентных ставок в экономике

Процентные ставки по депозитам также напрямую влияют на процентные ставки по кредитам. В I квартале текущего года произошло небольшое повышение процентных ставок по кредитам в связи с увеличением процентных ставок по депозитам и отменой механизма приемлемых процентных ставок, как отмечалось выше.

В частности, процентные ставки по краткосрочным кредитам в национальной валюте повысились с **18,4%** в декабре до **21,9%** в марте, а по долгосрочным кредитам - с **19,1%** до **21,2%** соответственно (рис. 4.14).

Рис. 4.14. Номинальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте



Источник: Центральный банк

В свою очередь, за квартал процентные ставки по кредитам физических лиц в национальной валюте выросли с **19,8%** до **22,1%**, а по кредитам юридических лиц - с **18,5%** до **21,1%** (рис. 4.15).

Основными факторами формирования процентных ставок по кредитам в экономике являются уровень инфляции, стоимость ресурсов на денежном рынке, инфляционные ожидания хозяйствующих субъектов и формируемые на их основе процентные ставки по депозитам.

В частности, в течение I квартала текущего года годовой уровень инфляции составлял около **11%**, а основная ставка Центрального банка оставалась неизменной на уровне **14%** годовых для обеспечения относительно жестких денежно-кредитных условий в экономике (рис. 4.16).

Средневзвешенные процентные ставки по депозитам на межбанковском денежном рынке составили около **14%**, и разрыв от основной ставки был незначительным, что свидетельствует об эффективности работы операционного механизма денежно-кредитной политики.

Процентные ставки по кредитам в национальной валюте имеют положительный спрэд в среднем **4%** с депозитными, что отражает премию коммерческих банков за риски и операционные расходы. В то же время процентные ставки по депозитам и кредитам оказывают существенное влияние на инфляцию, поскольку отражаются в решениях населения и бизнеса по потреблению, сбережениям и инвестициям.

Рис. 4.15. Номинальные процентные ставки по кредитам юридических и физических лиц

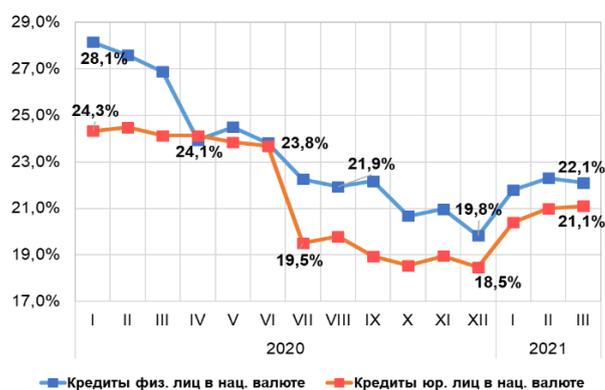
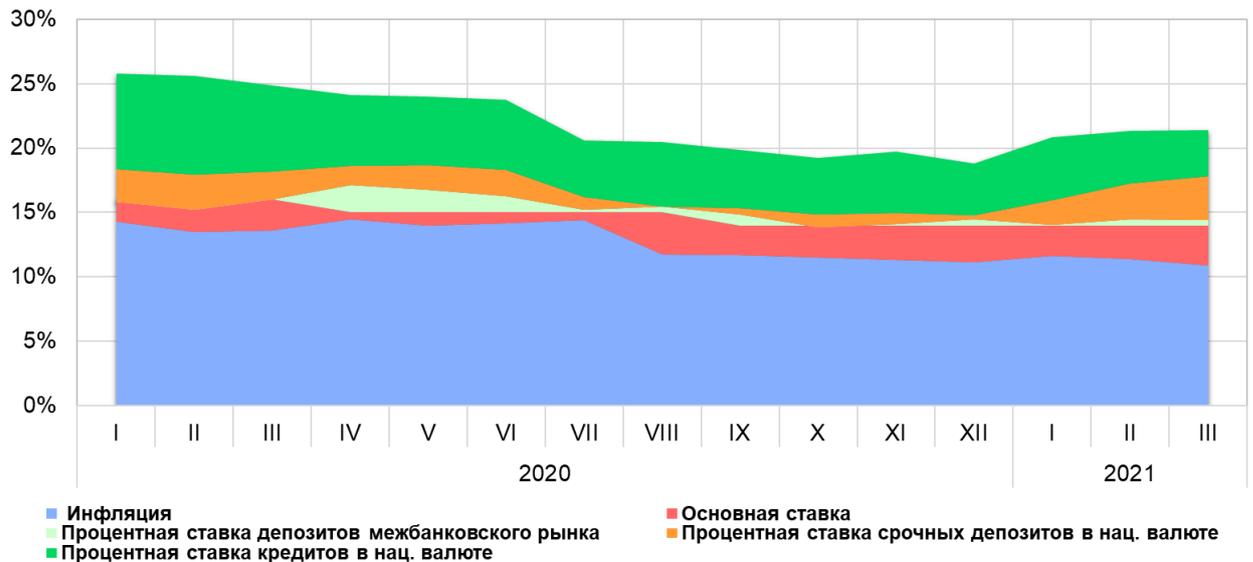


Рис. 4.16. Динамика формирования процентных ставок в экономике



Источник: Центральный банк

По итогам I квартала 2021 года кредитные вложения в экономику увеличились на **2,6%** (7,4 трлн сумов) до **287,8 трлн сумов** (рис. 4.17). При этом при замедлении роста кредитных вложений по сравнению с соответствующим кварталом 2020 года (6,1%) объем выдачи кредитов увеличился.

В частности, в I квартале текущего года в экономику было выдано кредитов на сумму **32,9 трлн сумов**, что на **10,6%** больше, чем за аналогичный период прошлого года. Повышение уровня возвратности кредитов с **63%** в I квартале 2020 года до **73%** в текущем году является фактором, замедляющим рост кредитных вложений, что заслуживает положительной оценки.

Рис. 4.17. Изменение кредитных вложений в экономику и их компонентов (трлн сумов)

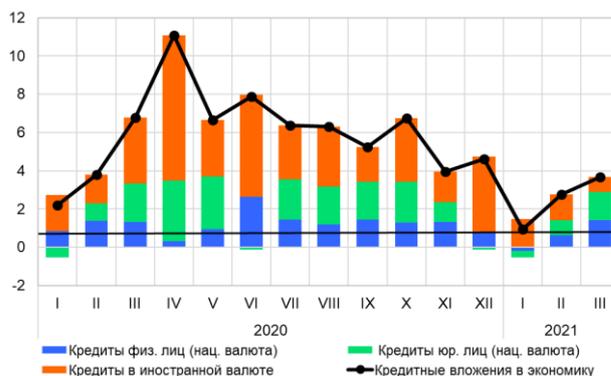
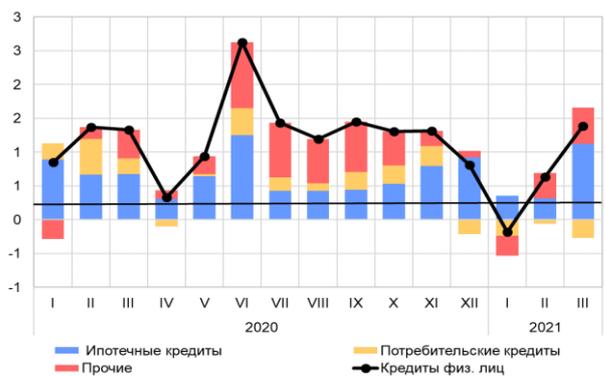


Рис. 4.18. Изменение остатка кредитов населению (трлн сумов)



Источник: Центральный банк

За анализируемый период остаток кредитов населению увеличился на **3,4%** или на **1,9 трлн сумов**, что в основном связано с выделением ипотечных кредитов в рамках государственной программы обеспечения населения жильем и ростом объемов кредитов на развитие семейного предпринимательства (рис. 4.18).

В частности, в I квартале текущего года населению было выдано кредитов на **7,3 трлн сумов**, что на **271 млрд сумов** или на **3,8%** больше, чем за аналогичный период прошлого года.

Вставка

Кредитный разрыв в экономике и его влияние на макроэкономическую стабильность

Согласно концепции Базель III, разрыв между отношением кредита к ВВП и его долгосрочным трендом (разрыв кредита к ВВП) является важным индикатором раннего предупреждения о надвигающейся финансовой нестабильности (Borio and Lowe, 2002, 2004). Быстрый рост кредитования по сравнению с ростом экономики оказал значительное влияние на возникновение многих экономических кризисов (например, финансовый кризис 2007-2008 годов).

Постоянный мониторинг и стабилизация этого показателя обеспечат соразмерность кредитных вложений размеру экономики. Базельский комитет рекомендовал использовать фильтр Ходрика-Прескотта (HP)¹ для расчета долгосрочного тренда отношения кредитов к ВВП, в котором учитываются все данные (для более точной оценки). При этом, с поступлением новых данных прошлые оценки должны пересматриваться.

Рис.1. Разрыв кредитов к ВВП в разрезе стран (годовой, %)



Рис. 2. Декомпозиция разрыва кредитов к ВВП в Узбекистане



Поддержка экономической активности за счет активного стимулирования экономической активности посредством смягчения денежно-кредитных условий, предоставления целевых кредитов на социальную поддержку населения в условиях пандемии, привела к некоторым корректировкам кредитного разрыва стран (рис. 1).

Вышеприведенные данные показывают, что в 2020 году, сохраняющийся в последние годы отрицательный разрыв кредита

¹ BIS Working Papers No 744/Why you should use the Hodrick-Prescott filter – at least to generate credit gaps

к ВВП в России и США стремительно перешел в положительную зону, составив **2,2%** и **4,9%** к ВВП соответственно.

Согласно последним расчётам Центрального банка в последние годы **в экономике сохраняется положительный разрыв кредита к ВВП**, что означает более быстрый рост кредитования по сравнению с ростом экономики.

Так, по итогам 2020 года положительный разрыв кредита к ВВП составил **1,5%**, снизившись **на 3 п.п.** по сравнению с 2019 годом. В целях изучения факторов, влияющих на ускоренный рост темпов кредитования, проведен анализ самого кредитного разрыва (*credit gap*)¹.

Рис. 3. Декомпозиция кредитного разрыва



Рис. 4. Разрыв кредита к ВВП по типу заёмщиков



Согласно результатам анализа, основным фактором положительного кредитного разрыва являются высокие темпы роста кредитования из централизованных источников (рис.3). В разрезе заемщиков, наблюдался более ощутимый рост кредитного разрыва физических лиц по сравнению с юридическими (рис.4)².

Для обеспечения макроэкономической стабильности в стране необходим устойчивый рост экономики при полной занятости и **стабильно низкой инфляции**. Рост экономики на фоне чрезмерного кредитования является краткосрочным и нестабильным, повышает риски в экономике, а также приводит к росту давления на цены. Поэтому важно обеспечить темпы роста кредитования экономики на уровне роста ВВП.

¹ Кредитный разрыв (*credit gap*) – разрыв между фактическим уровнем кредитования и его долгосрочным трендом.

² «Household credit cycles and financial crises» / ECB. Jan Hannes Lang, Peter Welz /11 March 2019

ГЛОССАРИЙ

Административно регулируемые цены	– цены, которые формируются не под воздействием рыночных сил (предложения и спроса), а устанавливаются государственными органами, организациями и предприятиями административным путем на отдельные товары (услуги) с целью ограничения изменения их цен.
Базовая инфляция	– инфляция, рассчитанная без учёта изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят сезонный и административный характер (плодоовощная продукция, топливо, отдельные услуги пассажирского транспорта, услуги связи, жилищно-коммунальные услуги и др.).
Валютные интервенции Центрального банка	– участие Центрального банка на валютном рынке путём покупки и продажи иностранной валюты с целью стерилизации дополнительной ликвидности в банковской системе, сформированной в результате покупки Центральным банком монетарного золота, а также с целью сглаживания или предотвращения резких колебаний обменного курса.
Временной лаг	– показатель, отражающий отставание во времени одного экономического явления по сравнению с другим, связанным с ним явлением; промежуток времени между двумя связанными явлениями или событиями.
Денежная масса	– совокупность наличных денег в обращении и денежных средств на банковских счетах. Для анализа денежной массы рассчитываются различные денежные агрегаты, которые классифицируются по степени ликвидности: M0 – наличные деньги в обращении; M1 – M0 + депозиты до востребования в национальной валюте; M2 – M1 + срочные, сберегательные и другие депозиты в национальной валюте + депозиты в иностранной валюте.
Денежно-кредитная политика	– часть макроэкономической политики, проводимая Центральным банком Республики Узбекистан с целью обеспечения стабильности цен на внутреннем рынке. Денежно-кредитная политика осуществляется посредством использования денежно-кредитных инструментов для поддержания объёма ликвидности в банковской системе, уровня процентных ставок и других монетарных показателей на целевом уровне.
Денежный агрегат «эффektivный M0»	– сумма наличных денег в обращении, а также средств физических лиц и индивидуальных предпринимателей на банковских картах.
Длинные деньги	– выражение, используемое в экономике и финансах для характеристики долгосрочных (более года) заимствований (инвестиций) или кредитов, предоставляемых на длительный срок.
Инвестиционный спрос	– спрос со стороны бизнес-субъектов на объекты физического капитала (машины, оборудование) и услуги, используемые для поддержания или расширения своей деятельности. Инвестиционный спрос является частью совокупного спроса в экономике.
Индекс инфляционных ожиданий	– количественный показатель инфляционных ожиданий, который сигнализирует о дальнейшем ускорении или замедлении инфляции.

Индекс потребительских цен (ИПЦ)	– показатель изменения общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. ИПЦ рассчитывается как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода.
Инерционность инфляции	– тенденция инфляции возвращаться медленно к своему долгосрочному (равновесному) уровню после шока, который отклонил её от этого долгосрочного уровня.
Инфляционные ожидания	– предположения населения и предпринимателей о будущем уровне инфляции, который они учитывают при принятии ими экономических решений. Исходя из инфляционных ожиданий, производители и потребители, продавцы и покупатели строят свою будущую кредитно-финансовую и ценовую политику, оценивают уровень доходов, расходов и предполагаемый объём прибыли.
Ликвидность банковской системы	– остатки денежных средств в национальной валюте на корреспондентских счетах коммерческих банков в Центральном банке Республики Узбекистан.
Макропруденциальные меры (англ. macroprudential policy)	- комплекс упреждающих мер, направленных на минимизацию системного риска финансового сектора в целом либо в его отдельных секторах.
Межбанковский денежный рынок	– система организации и осуществления биржевых торгов краткосрочных операций (как правило, до одного года) по размещению и привлечению денежных средств в национальной и иностранной валютах.
Монетарные факторы инфляции	– факторы инфляции, на которые Центральный банк может оказывать непосредственное влияние при помощи инструментов денежно-кредитной политики на среднесрочном горизонте.
Немонетарные факторы инфляции	– факторы, влияющие на инфляцию, которые находятся вне влияния денежно-кредитной политики Центрального банка. В эту группу входят внешнеэкономические условия, структурные факторы (состояние основных фондов, продуктивность и эффективность производства, предложение и качественные параметры рабочей силы, технологический уровень производства, транспортная, логистическая инфраструктура, уровень концентрации рынков), нормативно-правовая среда, фискальная политика, факторы со стороны предложения товаров и услуг.
Обязательные резервы коммерческих банков	– денежные средства, депонируемые коммерческими банками в Центральном банке с целью выполнения обязательных резервных требований Центрального банка. Минимальный уровень обязательных резервов, депонируемых в Центральном банке, определяется нормативно-правовыми актами Центрального банка с учётом целей денежно-кредитной политики и зависит от размера, вида и срока депозитов, других обязательств банков. Размеры обязательных резервов одинаковы для всех банков по каждой категории привлеченных средств.
Платёжный баланс	– статистический отчёт, в котором отражаются все экономические операции между резидентами и нерезидентами за определённый период времени.
Потребительский спрос	– часть совокупного спроса в экономике, относящаяся к потребительским товарам и услугам.
Процентная политика Центрального банка	– часть денежно-кредитной политики Центрального банка, с помощью которой Центральный банк влияет на стоимость финансовых ресурсов и уровень процентных ставок в экономике,

а также на финансовые и инвестиционные решения населения и бизнеса. Процентная политика направлена на поддержание определенного уровня процентных ставок в экономике с целью обеспечения положительных реальных ставок по активам в национальной валюте. Изменение процентной ставки центрального банка влияет на уровень процентных ставок в экономике в целом, что приводит к соответствующим изменениям в инвестициях/сбережениях и, следовательно, в совокупном спросе.

Разрыв выпуска (англ. Output gap)	— разница между фактическим ВВП и потенциальным ВВП. Положительный разрыв ВВП называют инфляционным разрывом, который указывает, что рост совокупного спроса опережает рост совокупного предложения, возможно, приводя к инфляции. Отрицательный разрыв ВВП называют рецессионным разрывом, который, возможно, приводит к дефляции.
Режим инфляционного таргетирования	— режим денежно-кредитной политики, при котором центральный банк объявляет среднесрочную цель по уровню инфляции и сосредоточивает все свои усилия на приведении текущей инфляции к её целевому показателю посредством применения денежно-кредитных инструментов.
Системный риск	— это риск краха всей финансовой системы или всего финансового рынка в отличие от риска, связанного с каким-либо участником финансового рынка, группы участников или отдельной компоненты финансовой системы.
Средневзвешенная процентная ставка	— средняя ставка, рассчитанная с учётом веса изучаемого показателя в общем объёме. В качестве весов берётся доля каждой ставки в совокупном объёме.
Стерилизация ликвидности	— изъятие излишней ликвидности из банковской системы, возникшей в результате различных факторов.
Стресс-тестирование (англ. stress testing)	— метод анализа рисков финансовых организаций, отдельных секторов, рынков или финансовой системы в целом и оценки их устойчивости к реализации исключительных, но вероятных шоков.
Счёт текущих операций	— раздел платёжного баланса страны, в котором отражаются потоки товаров, услуг, первичных и вторичных доходов (оплата труда работников, инвестиционные доходы и прочие) между резидентами и нерезидентами.
Трансграничные денежные переводы	— перевод денежных средств в страну или из страны посредством международных систем денежных переводов.
Трансмиссионные (передаточные) каналы денежно-кредитной политики	— каналы влияния решений в области денежно-кредитной политики на динамику цен и экономику в целом. Процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении процентной ставки и будущей её траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня процентной ставки транслируется в экономику по следующим основным каналам: процентному, кредитному, валютному, цен активов и ожиданий.
Тренд	— основная тенденция изменения показателя. Тренды могут быть описаны различными уравнениями — линейными, логарифмическими, степенными и так далее. Фактический тип тренда устанавливают на основе подбора его функциональной модели статистическими методами либо сглаживанием исходного временного ряда.

Финансовая система	– совокупность финансовых организаций и финансовых рынков, обеспечивающих с помощью различных финансовых инструментов формирование и использование денежных средств государства, организаций, населения. При этом финансовые институты (рынки и финансовые организации) осуществляют перераспределение ограниченных финансовых ресурсов от одних экономических субъектов к другим.
Финансовая стабильность	– состояние, при котором финансовая система эффективно выполняет свои функции, обеспечивая перераспределение ресурсов и управление финансовыми рисками, отсутствует чрезмерная волатильность на финансовом рынке (его сегментах), обеспечивается бесперебойное осуществление расчетов, а также способность финансовой системы функционировать в экстремальных условиях, предотвращая влияние негативных шоков, и восстанавливаться в состоянии стресса.
Финансовый рынок (от лат. <i>financia</i> — наличность, доход)	– система экономических отношений, возникающая в процессе обмена экономических благ.
Экономический цикл	– естественная форма развития экономики, при которой подъем производства, уровня занятости, роста ВВП сменяется периодами спада.
Эмпирический анализ	– подход к изучению и интерпретации информации, основанный на анализе фактических данных. Эмпирический подход основан на реальных данных, метриках и результатах, а не на теориях и концепциях.
Эффект низкой базы	– состояние, когда чрезмерные темпы роста того или иного индикатора объясняются его крайне низким стартовым показателем т.е. если в рассматриваемом периоде, не было зафиксировано значительных изменений в ценах, но в базовом периоде отмечалось нестандартное резкое снижение, то за счёт возвращения цены на свой “естественный” уровень и обычную динамику роста наблюдается значительное увеличение текущего годового показателя инфляции по отношению к базовому. Обратный эффект называется эффектом высокой базы. Эффекты базы более явно проявляются в ценах товаров и услуг подверженных сезонным колебаниям.
Реальный эффективный обменный курс (англ. <i>Real effective exchange rate</i>)	Расчетный валютный курс, который является индикатором изменения ценовой конкурентоспособности отечественных товаров по отношению к продукции основных торговых партнёров страны. Экономическое содержание реального эффективного обменного курса заключается в отображении изменения обменного курса, откорректированного на уровень инфляции в странах-торговых партнёрах.

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2021

Подготовлено Департаментом денежно-кредитной политики

Вы можете направить Ваши предложения и замечания по адресу:

E-mail: achilov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22