



**II квартал
2023**

ОБЗОР ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

**Ташкент
2023**

Центральный банк Республики Узбекистан

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

5%



СОДЕРЖАНИЕ

| | |
|--|-----------|
| РЕЗЮМЕ | 3 |
| I. ВНУТРЕННИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ | 6 |
| 1.1. Экономический рост и динамика совокупного спроса | 6 |
| 1.2. Фискальные условия и ожидания..... | 9 |
| <i>Вставка 1. Оценка равновесной (нейтральной) реальной процентной ставки для экономики Узбекистана.....</i> | <i>11</i> |
| II. ИНФЛЯЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ И ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ | 14 |
| 2.1. Динамика инфляции и покомпонентный анализ | 14 |
| 2.2. Внутренние факторы инфляции и инфляционные ожидания | 18 |
| <i>Вставка 2. Динамика индекса цен оптовой торговли</i> | <i>24</i> |
| <i>Вставка 3. Изменения цен, отслеживаемые Центральным банком.....</i> | <i>26</i> |
| <i>Вставка 4. Мировые продовольственные цены.....</i> | <i>27</i> |
| <i>Вставка 5. Анализ ощущаемой инфляции</i> | <i>30</i> |
| <i>Вставка 6. Количественная оценка воздействия изменения валютного курса на базовую инфляцию</i> | <i>32</i> |
| III. ВНЕШНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ..... | 34 |
| 3.1. Глобальные экономические условия | 34 |
| 3.2. Экономическое положение стран – основных торговых партнёров..... | 37 |
| 3.3. Влияние внешней экономической среды на внутреннюю экономику | 40 |
| <i>Вставка 7. Динамика реального эффективного валютного курса</i> | <i>43</i> |
| IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ..... | 45 |
| 4.1. Меры денежно-кредитной политики и её трансмиссия | 46 |
| 4.2. Объём депозитов и анализ процентных ставок..... | 48 |
| 4.3. Кредиты экономике и анализ процентных ставок..... | 50 |
| <i>Вставка 8. Оценка изменений финансовых условий в экономике</i> | <i>53</i> |
| V. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ НА СРЕДНЕСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ..... | 56 |
| 5.1. Ожидаемые внутренние макроэкономические процессы..... | 56 |
| 5.2. Прогнозы инфляции и меры денежно-кредитной политики | 57 |
| <i>Вставка 9. Проинфляционные факторы.....</i> | <i>59</i> |

РЕЗЮМЕ

27 июля 2023 года по итогам заседания Правления Центрального банка основная ставка оставлена без изменений на уровне 14% годовых. Данное решение направлено на формирование инфляции в границах прогнозного коридора до конца года, принимая во внимание сохранение в экономике давления на цены, связанного с факторами спроса несмотря на снижение инфляции и инфляционных ожиданий.

С начала года **инфляция** имела тенденцию к снижению и в июне составила **9%** в годовом исчислении. Основными факторами замедления инфляции выступили исчерпание прошлогодних эффектов высокой базы и относительная стабилизация импортных и регулируемых цен. Вместе с тем, не наблюдалось значительного снижения сервисной инфляции по причине сохраняющегося высокого спроса в секторе услуг.

Базовая инфляция, рассчитываемая без учета влияния административных и сезонных факторов на цены, снижалась медленнее, чем ожидалось, и в июне составила **11,3%**. В результате, наблюдается увеличение разрыва между базовой и общей инфляцией. Кроме того, среднегодовая инфляция сформировалась выше текущего уровня инфляции.

Данная тенденция свидетельствует о сохранении влияния фундаментальных факторов спроса на формирование цен, неполной сбалансированности совокупного спроса и предложения на потребительских рынках, что также отражается в высокой доле товаров и услуг, цены на которые выросли более чем на 10%.

Инфляционные ожидания населения и субъектов предпринимательства снизились и в июне составили **13-13,5%**. При этом, увеличилась доля респондентов, отметивших изменение курса валют, повышение заработных плат и пособий в качестве основных факторов ожиданий.

Экономический рост в первом полугодии текущего года составил **5,6%** и был выше показателя аналогичного периода прошлого года. Ускорение темпов роста кредитования, увеличение расходов бюджета, в том числе повышение заработных плат и пособий стали одними из основных факторов, поддержавших экономическую активность.

Существенные темпы роста объемов поступлений от торговли и платных услуг, розничного товарооборота, межбанковских операций и количества сделок на рынке недвижимости свидетельствуют о высоком уровне потребительского спроса в экономике.

Наблюдается значительный рост и в динамике импорта, что, с одной стороны, связано с возрастанием внутренней активности, а с другой стороны, является фактором, повышающим спрос на валютном рынке.

Трансграничные денежные переводы растут в соответствии с фундаментальным трендом.

Несмотря на более быстрый, чем ожидалось, рост **мировой экономической активности**, неопределенность в отношении ее будущей траектории остается высокой. На фоне относительной стабилизации цен на мировых сырьевых рынках и исчерпания влияния эффекта высокой базы наблюдается снижение **глобальной инфляции**. При этом, в большинстве стран прогнозируется сохранение высокой базовой инфляции до конца текущего года.

Вместе с тем, несмотря на относительно положительное воздействие экономических изменений в странах-торговых партнерах, давление на курсы национальных валют отдельных стран сохраняется, что, в свою очередь, может оказать определенное влияние на внутреннюю экономику.

В первом полугодии текущего года были обеспечены **«умеренно жесткие» денежно-кредитные условия**. Активность на межбанковском денежном рынке значительно возросла, ставка **Uzonia** и процентные ставки по операциям межбанковского РЕПО сформировались в пределах процентного коридора, на уровне близком к основной ставке.

Процентные ставки на кредитном и депозитном рынках формируются без существенных изменений по сравнению с предыдущими месяцами.

Рост **кредитования экономики** преимущественно поддерживается кредитами населению. По итогам июня текущего года объёмы кредитов, предоставленных физическим лицам увеличились **в 1,7 раза** по отношению к соответствующему периоду предыдущего года. При этом годовые темпы роста остатков розничных кредитов несколько замедлились в сравнении с показателями прошлого месяца. Выделенный **в первом полугодии** текущего года **объем**

корпоративных кредитов составил 116 трлн. сумов и вырос **на 13%** по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года.

Сохраняется динамика роста **депозитов в национальной валюте**, что способствует снижению уровня долларизации депозитов. Увеличение объема депозитов в национальной валюте объясняется высокими реальными процентными ставками по срочным депозитам.

Согласно **обновленным прогнозам**, с учетом продолжающейся адаптации экономики к внешнеэкономическим условиям и сохранения некоторой неопределенности, рост реального ВВП в 2023 году ожидается на уровне **5,0-6,0%**.

При этом рост доходов населения, фискальные стимулы и высокая активность в сфере услуг будут оставаться основными драйверами экономического роста.

В рамках базового сценария макроэкономического развития прогноз **инфляции** на конец 2023 года оставлен без изменений на уровне **8,5-9,5%**.

Сохранение базовой инфляции на высоком уровне в условиях стабилизации мировых цен на сырьевые товары, восстановления цепочек поставок и роста внутренней экономической активности свидетельствует о превалировании **фундаментальных факторов спроса** в росте цен, что, в свою очередь, требует сохранения текущих денежно-кредитных условий на более длительный срок.

Вместе с тем, сохраняется неопределенность в отношении продолжительности динамики недавнего улучшения импортных поставок продовольственных товаров. Кроме того, рост затрат, связанных с выращиванием сельскохозяйственной продукции, может создать дополнительное давление на цены в условиях растущего спроса.

Для обеспечения ценовой стабильности в среднесрочной перспективе важно обеспечить согласованную реализацию денежно-кредитной и фискальной политики, что предусматривает соблюдение установленных параметров фискального дефицита.

Переход прогноза базовой инфляции и инфляционных ожиданий в стабильную нисходящую траекторию увеличивает вероятность снижения основной ставки в ближайшей перспективе.

I. ВНУТРЕННИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Во втором квартале 2023 года ускорение темпов кредитования экономики по сравнению с прошлогодними показателями, высокие бюджетные расходы, в частности, повышение заработных плат и пособий, явились важными факторами, поддержавшими высокую экономическую активность и совокупный спрос.

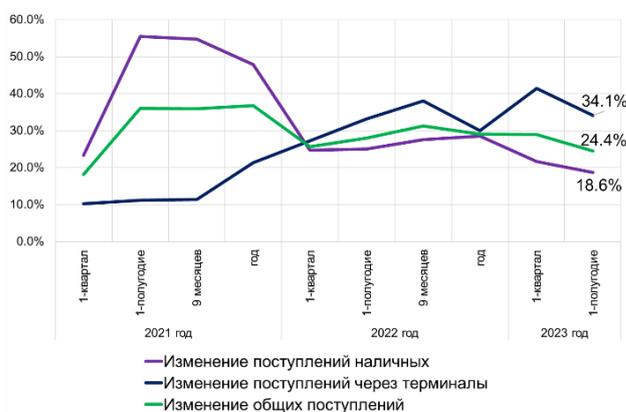
1.1. Экономический рост и динамика совокупного спроса

После некоторого снижения в первом квартале, ускорение экономической активности отразилось в изменении доходов от торговли и платных услуг, количестве сделок на рынке недвижимости, объемах межбанковских операций и розничного товарооборота.

В частности, в первом полугодии текущего года объем поступлений от торговли и платных услуг увеличился на 24,4% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, причем положительные показатели роста сохранялись на протяжении всех месяцев (рис. 1.1.1).

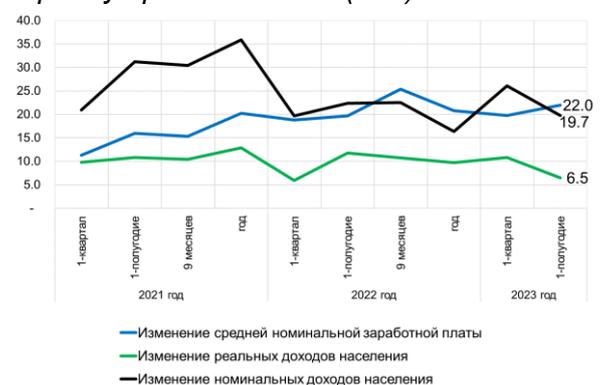
Среднемесячная заработная плата в экономике во II квартале составила 4,3 млн. сумов и увеличилась на 22% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. За этот период реальные совокупные доходы населения увеличились на 6,5% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года (рис. 1.1.2).

Рис.1.1.1. Изменение поступлений от торговли и оказания платных услуг, к соответствующему периоду прошлого года (в %)



Источник: Центральный банк

Рис.1.1.2. Средняя номинальная заработная плата, изменение номинальных и реальных доходов населения, к соответствующему периоду прошлого года (в %)



Источник: Агентство статистики

Рис.1.1.3. Сделки по купле-продаже недвижимости, (в тыс.шт.)

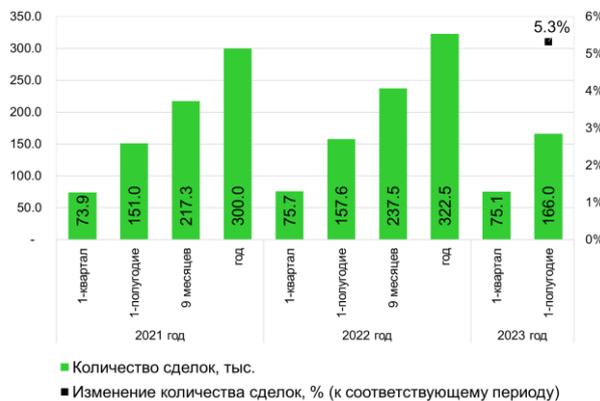
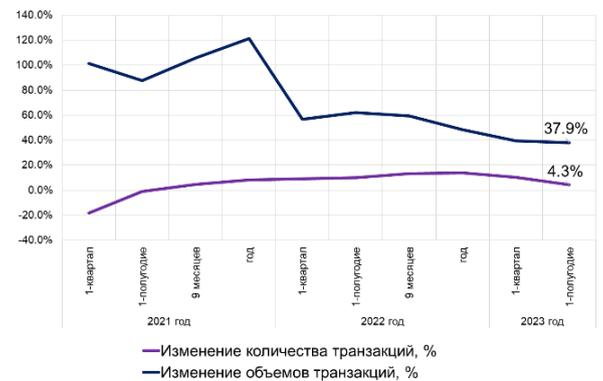


Рис.1.1.4. Изменение количества и объёма межбанковских транзакций, к соответствующему периоду прошлого года (в %)



Источник: Министерство юстиции, e-notarius

Источник: Центральный банк

В первом полугодии 2023 года количество сделок с недвижимостью составило 166 тысяч, увеличившись по сравнению с соответствующим периодом прошлого года на 5,3%. Вместе с тем, объем ипотечных кредитов, выданных населению, вырос на 6,7%. В результате, на рынке недвижимости сохраняется положительная динамика спроса (рис. 1.1.3).

Высокая экономическая активность также отразилась в увеличении объемов межбанковских операций на 37,9% в первом полугодии по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года (рис. 1.1.4).

Рис.1.1.5. Изменение объёма производства потребительских товаров, к соответствующему периоду прошлого года (в %)

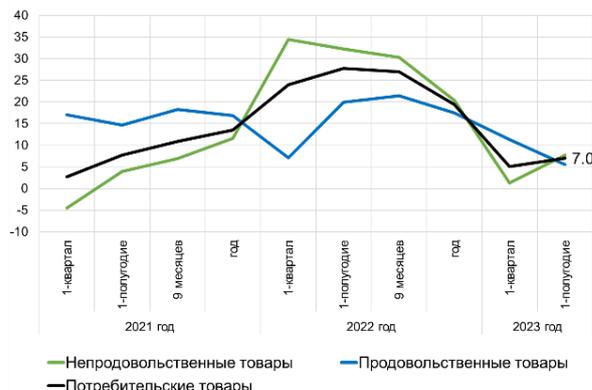
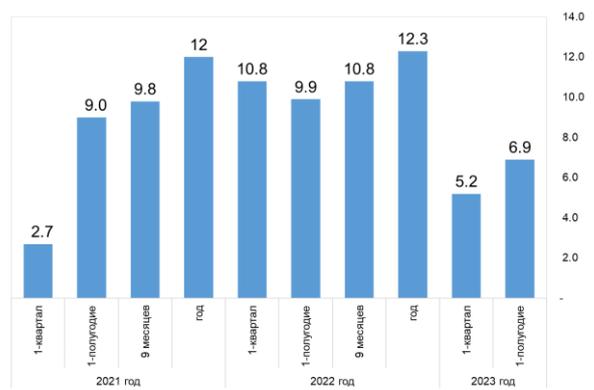


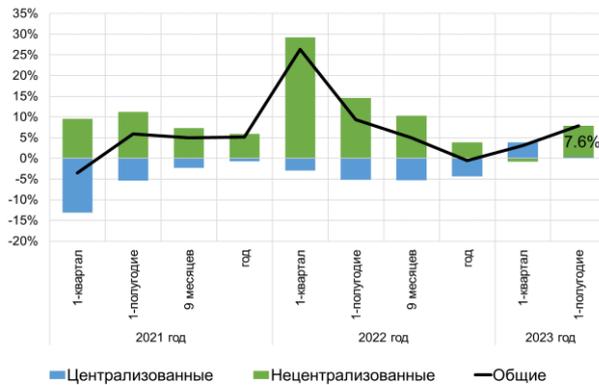
Рис.1.1.6. Изменение розничного товарооборота, к соответствующему периоду прошлого года (в %)



Источник: Агентство статистики

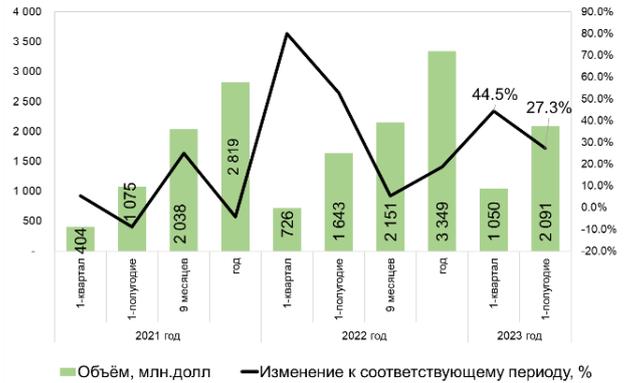
Источник: Агентство статистики

Рис.1.1.7. Реальное изменение инвестиций в основной капитал, к соответствующему периоду прошлого года (в %)



Источник: Агентство статистики

Рис.1.1.8. Прямые иностранные инвестиции и их изменение



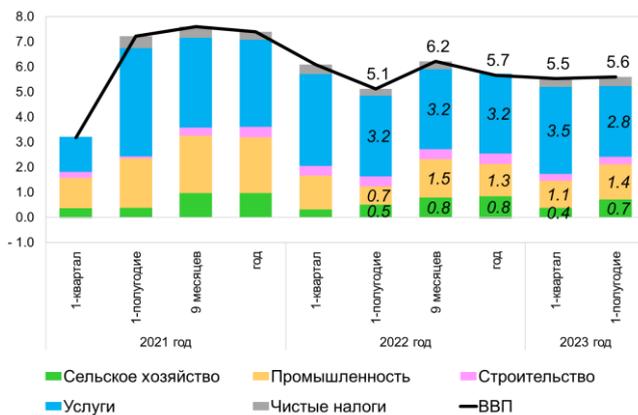
Источник: Агентство статистики

В первом полугодии, увеличение объема спроса в экономике послужило увеличению объема производства потребительских товаров на 7% и объема розничной торговли на 6,9% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. (рис. 1.1.5-1.1.6).

Реальный темп роста **инвестиций** составил 7,9% к аналогичному периоду прошлого года.

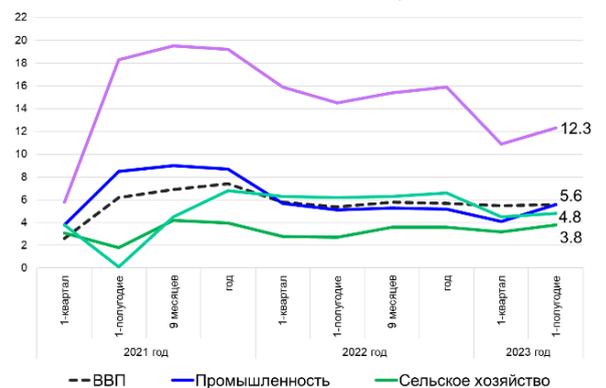
Частные инвестиции увеличились за этот период на 8,7%, обеспечив 7,6 п.п. прироста общего объема инвестиций (рис.1.1.7). Также в первом полугодии в экономику поступило 2,1 млрд. долларов прямых иностранных инвестиций, рост которых составил 27,3% относительно аналогичного периода прошлого года (рис. 1.1.8).

Рис.1.1.9. Изменение реального ВВП, к соответствующему периоду прошлого года (в %)



Источник: Агентство статистики

Рис.1.1.10. ВВП и изменение его компонентов, к соответствующему периоду прошлого года (в %)



Источник: Агентство статистики

Ускорение экономической активности и увеличение доходов населения отразилось и на показателях **валового внутреннего продукта**. В первом полугодии 2023 года его реальный рост составил **5,6%** к соответствующему периоду прошлого года (рис. 1.1.9).

При этом производство промышленной продукции выросло на 5,6% (вклад в прирост ВВП – 1,4 п.п.), объем оказанных рыночных услуг – на 12,3% (2,8 п.п.), сельского хозяйства – на 3,8% (0,7 п.п.) и строительной отрасли – на 4,8% (0,3 п.п.) (рис. 1.1.9-1.1.10).

1.2. Фискальные условия и ожидания

По данным Министерства экономики и финансов¹, в первом квартале текущего года **общий фискальный баланс** сформировался с отрицательным сальдо составившим 13,9 трлн. сумов (рис. 1.2.1).

Высокие фискальные стимулы являются одним из факторов, положительно влияющих на экономическую активность и ускорение инвестиционных процессов.

В условиях высоких процентных ставок на мировых финансовых рынках доля внешних ресурсов в финансировании бюджетного дефицита снижается и растет привлекательность внутреннего долга. Всего в первом полугодии текущего года Министерство экономики и финансов выпустило в обращение **государственных ценных бумаг** на сумму 8,8 трлн. сумов (рис. 1.2.2).

Рис.1.2.1. Общий фискальный баланс (в млрд.сум)

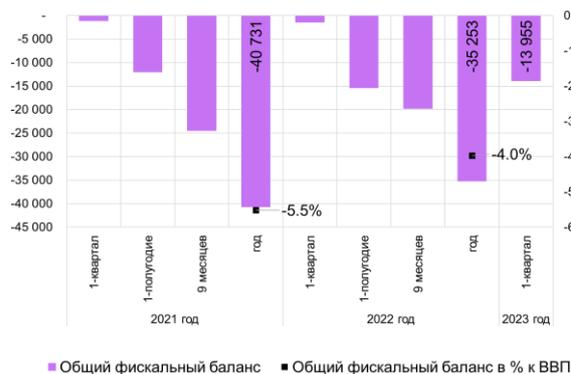
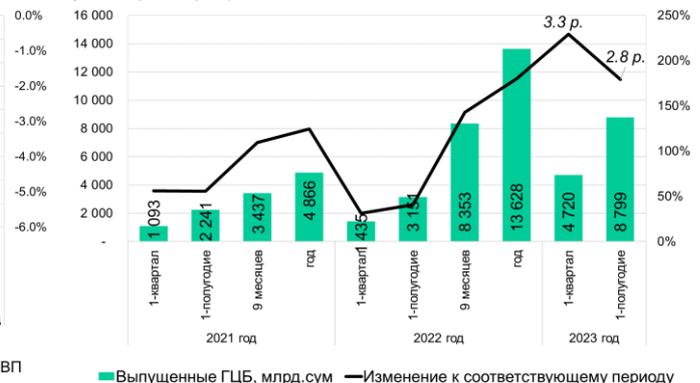


Рис.1.2.2. Объем выпущенных государственных ценных бумаг (в млрд.сум)



Источник: Агентство статистики

Источник: Министерство экономики и финансов

¹ www.ngdp.stat.uz - General Government Operations

Одним из ключевых факторов, повлиявших на доходную часть бюджета в первом полугодии, стала благоприятная конъюнктура цен основных экспортных товаров (золото, медь) на мировом рынке.

Продолжение стимулирующей налогово-бюджетной политики может стать одним из основных факторов ускорения инфляции за счет чрезмерного потребительского спроса в экономике.

Для обеспечения стабильности цен в среднесрочной перспективе важно, чтобы дефицит бюджета не превышал заданных параметров, исходя из целей согласованного взаимодействия денежно-кредитной и фискальной политик.

*Вставка 1.***Оценка равновесной (нейтральной) реальной процентной ставки для экономики Узбекистана**

В режиме инфляционного таргетирования основным инструментом ЦБ, влияющим на совокупный спрос, и сдерживающим инфляционные процессы, является основная ставка. Управляя ставкой, ЦБ влияет на процентные ставки во всей экономике, начиная от межбанковского денежного рынка и доходностей государственных ценных бумаг, и заканчивая розничными ставками по банковским продуктам, таким как депозиты и кредиты. Именно эти процентные ставки, в конечном счете, определяют совокупный спрос в экономике, а также влияют на решение хозяйствующих субъектов о потреблении, сбережениях и инвестициях.

Позицию денежно-кредитной политики Центрального банка нельзя в полной мере оценить исходя из изменения основной ставки, потому что основной ставкой ЦБ является номинальная процентная ставка.

Разница между реальной процентной ставкой, сложившейся в экономике, и равновесной реальной процентной ставкой показывает степень «жесткости», или «мягкости» денежно-кредитной политики. Если реальная процентная ставка выше равновесного уровня, денежно-кредитная политика является **«жесткой»**, в противном случае - **«мягкой»**.

Реальная процентная ставка представляет собой разницу между номинальной процентной ставкой и ожидаемым уровнем инфляции. Реальная процентная ставка представляет собой реальную стоимость денег в экономике.

Равновесная (нейтральная) реальная процентная ставка – это долгосрочная реальная процентная ставка, при которой инфляция находится на целевом уровне (таргете), и экономический рост на своем потенциальном, равновесном уровне (в отсутствии циклических шоков).

Нейтральная ставка зависит от многих факторов в экономике, в частности, от производительности факторов производства, демографических особенностей, наличия, либо отсутствия развитых финансовых рынков, страновой риск-премии, реального эффективного обменного курса, глобальной равновесной процентной ставки и других факторов.

Оценка этой ставки важна в деятельности центральных банков и помогает оценить позицию их денежно-кредитной политики. Обычно центральные банки предоставляют аналитическую информацию о динамике равновесной реальной процентной ставки.

Равновесная реальная процентная ставка для экономики Узбекистана оценена с помощью полуструктурной квартальной прогнозной модели Центрального банка (Quarterly projection model of the Central Bank of Uzbekistan), с использованием фильтра Калмана. Модель также известна как модель «разрывов», где переменные рассматриваются через их отклонение от долгосрочных трендов. Разрывы и тренды выводит фильтр Калмана.

Основными переменными, формирующими равновесную реальную процентную ставку, являются глобальная равновесная реальная процентная ставка, изменение реального эффективного обменного курса по отношению к доллару США и динамика страновой риск премии (рис. 1).

Рис.1. Динамика переменных, которые учитываются при оценке равновесной реальной процентной ставки Узбекистана



Рис.2. Декомпозиция равновесной реальной процентной ставки



Источник: Результаты моделирования.

Равновесная реальная процентная ставка, оцененная для нашей экономики за 2019-2022 гг., находится на уровне 2% (рис.2).

Увеличение премии за риск во II квартале 2022г., ужесточение денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы США (ФРС) в условиях высокой глобальной инфляции, сдвиг тренда глобальной равновесной реальной процентной ставки вверх, все эти факторы повлияли на рост равновесной реальной процентной ставки для экономики Узбекистана. В результате, равновесная ставка выросла с 2% до 2,9% в I квартале 2023 года.

Рис.3. Реальная процентная ставка и равновесная реальная процентная ставка



Источник: По результатам модельного анализа.

Как уже отмечалось, для определения состояния «жесткости», или «мягкости» денежно-кредитной политики, необходимо сравнить реальную процентную ставку и равновесную реальную процентную ставку.

В первом квартале 2023 года реальная процентная ставка денежного рынка составила 4,3%, что было выше равновесной реальной процентной ставки на 1,4 п.п., соответственно, в экономике были «умеренно жесткие» денежно-кредитные условия.

II. ИНФЛЯЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ И ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ

Во II квартале 2023 года **общая инфляция продолжила снижаться** до однозначных цифр. В основном, это было связано с сезонным влиянием сельского хозяйства, исчерпанием эффекта «высокой базы» прошлого года, стабильными ценами на импорт и неизменными регулируруемыми ценами. При этом показатель **базовой инфляции в этот период оставался относительно высоким**, несмотря на его некоторое снижение.

2.1. Динамика инфляции и покомпонентный анализ

Индекс потребительских цен (ИПЦ) снизился на 2,7 п.п. во втором квартале, и в июне составил **9%** годовых (рис.2.1.1). Снижение произошло в основном за счет замедления инфляции продовольственных и непродовольственных групп (4,1 п.п. и 2,3 п.п., соответственно). Значительного снижения инфляции услуг не произошло (0,4 п.п.).

Динамика дефлятора ВВП и индекса цен производителей также указывает на ослабление инфляционного давления в экономике. За этот период дефлятор ВВП снизился до 11,9%, а индекс цен производителей (ИЦП) до 8,1% (рис.2.1.2).

Рис.2.1.1. Динамика общей инфляции и ее компонентов (годовых, в %)

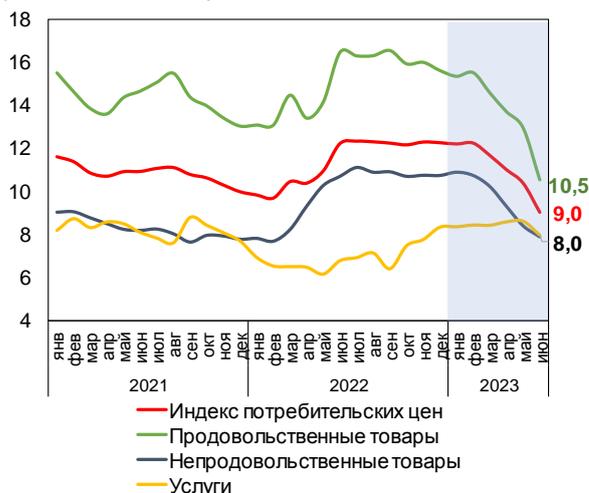
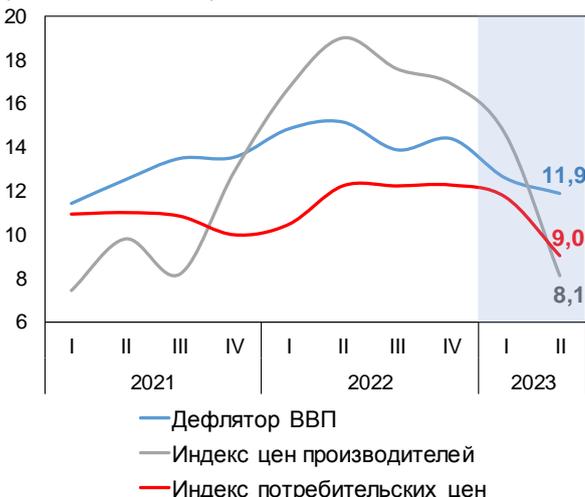


Рис.2.1.2. Динамика дефлятора ВВП и индекса цен производителей (годовых, в %)



Источник: На основе данных Агентства статистики.

Эта динамика стала отражаться в снижении доли товаров и услуг, цены на которые выросли более, чем на 10% в потребительской корзине (рис.2.1.3). Однако для уравнивания спроса и

предложения на потребительских рынках требуется существенное снижение доли товаров и услуг, цены на которые выросли, более чем на 10%. Это, в свою очередь, требует сохранения в течение определенного периода мер для борьбы с инфляционным давлением, вызванным монетарными факторами.

Во II квартале 2023 года основной вклад в снижение годовой **продовольственной инфляции** внесла высокая урожайность овощей и фруктов в сельском хозяйстве, а также исчерпание эффекта высокого роста цен на сахар, растительное масло и пшеничную муку в мае-июне прошлого года (рис.2.1.4).

В то же время давление на цены на мясо, молочные продукты и рис в этот период оставалось высоким, ввиду проблем производства этих продуктов, что было вызвано неблагоприятными погодными условиями (рис.2.1.5).

Важным фактором снижения **непродовольственной инфляции** стало восстановление товарно-сырьевых цепочек поставок и снижение влияния импортной инфляции на фоне относительно стабильного обменного курса.

Рис.2.1.3. Изменение доли товаров и услуг, подорожавших более, чем на 10% в ИПЦ

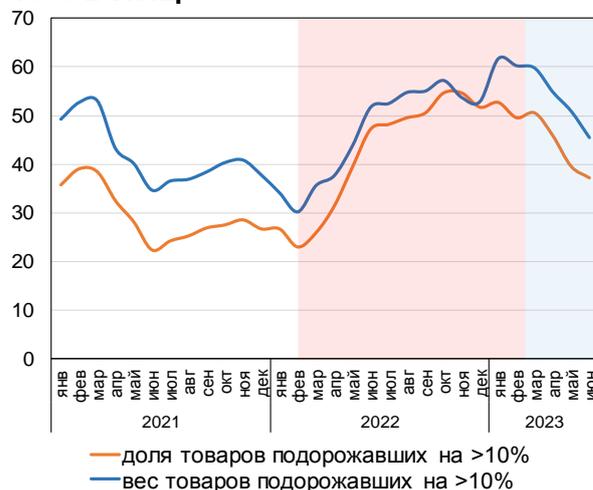
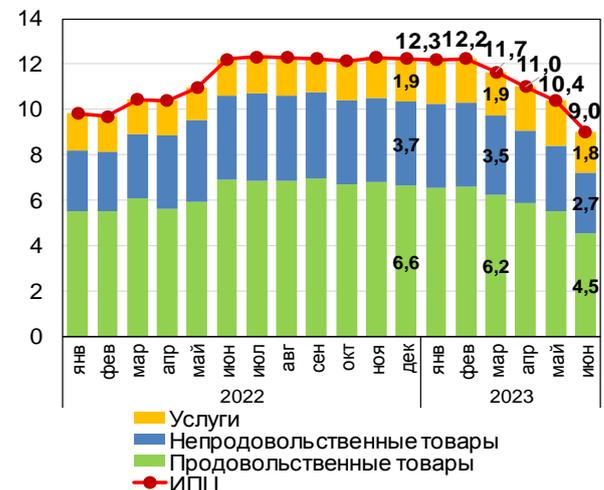
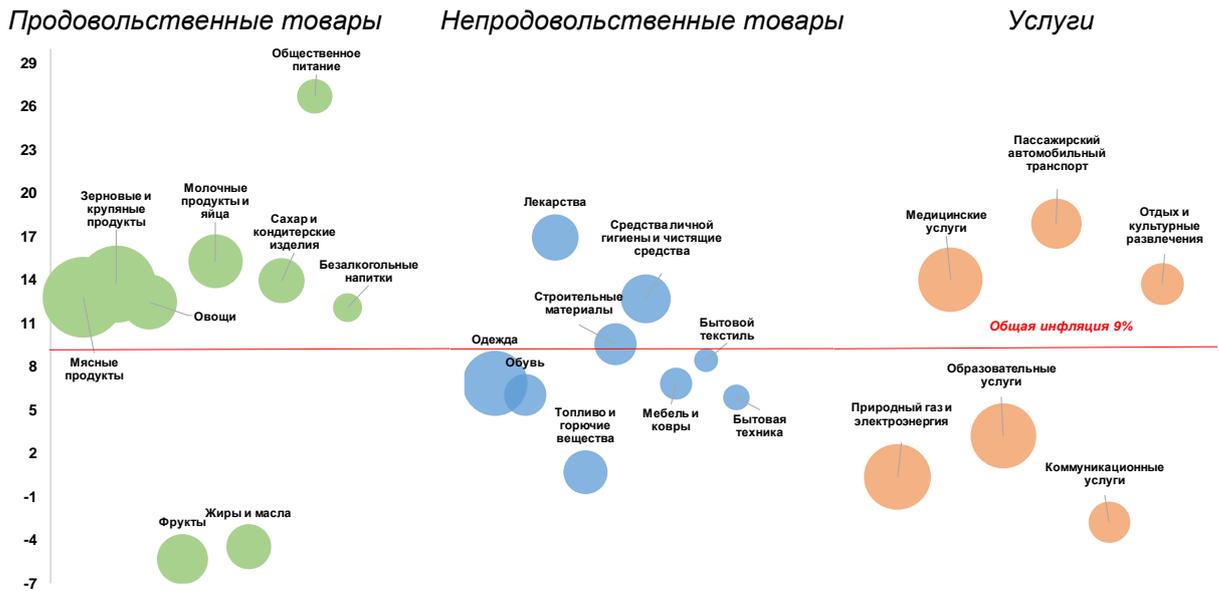


Рис.2.1.4. Изменение структуры декомпозиции ИПЦ (годовых, в %)



Источник: расчёты Центрального банка на основе данных Агентства статистики.

Рис.2.1.5. Изменение цен на основные товары и услуги (годовых, в %)



Источник: расчёты Центрального банка на основе данных Агентства статистики.

Инфляция услуг не продемонстрировала существенного снижения из-за сохраняющегося высокого потребительского спроса и адаптации цен.

Наблюдается значительный рост цен на рыночные услуги, (общепит, гостиницы, здравоохранение, рекреационный отдых) (рис.2.1.5).

Следует отметить, что в течение II квартала большинство регулируемых цен (в частности, на коммунальные услуги, городской общественный транспорт и услуги образования) оставались неизменными, что сдерживало ускорение сервисной инфляции и способствовало снижению общей инфляции.

Инфляционное давление в рыночных услугах обусловлено, в основном, высоким потребительским спросом и эффектом Балассы-Самуэльсона, когда рост цен на товары переходит в инфляцию услуг, и проходит некоторое время, прежде чем услуги абсорбируют товарные ценовые шоки. В результате, устойчивое снижение инфляции услуг, как правило, происходит в течение более длительного периода времени, чем снижение инфляции товаров.

В целом, цены на услуги после их роста фактически не возвращаются к своим прежним уровням. Поэтому, достижение ценовой стабильности в секторе услуг в среднесрочной перспективе потребует структурных изменений экономики.

снижение базовой инфляции в период фискального смягчения, вызванного значительным увеличением государственных расходов.

2.2. Внутренние факторы инфляции и инфляционные ожидания

Несмотря на значительное снижение общей инфляции в прошлом квартале, более высокая базовая инфляция и более медленное ее снижение по сравнению с прогнозами, означают, что инфляционное давление в экономике остается на прежнем уровне, что вызывает обеспокоенность по поводу продолжающегося воздействия факторов спроса.

Увеличение доходов населения является одним из факторов, поддерживающих потребительский спрос.

Во II квартале наблюдался положительный рост доходов населения. В частности, отмечено увеличение заработной платы населения и высоколиквидных средств (на банковских картах) (рис.2.2.1-2.2.2).

Рис.2.2.1. Средняя заработная плата (сводный индекс)

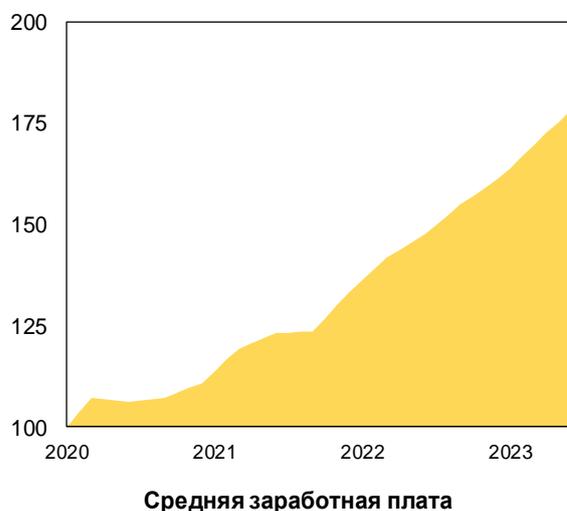
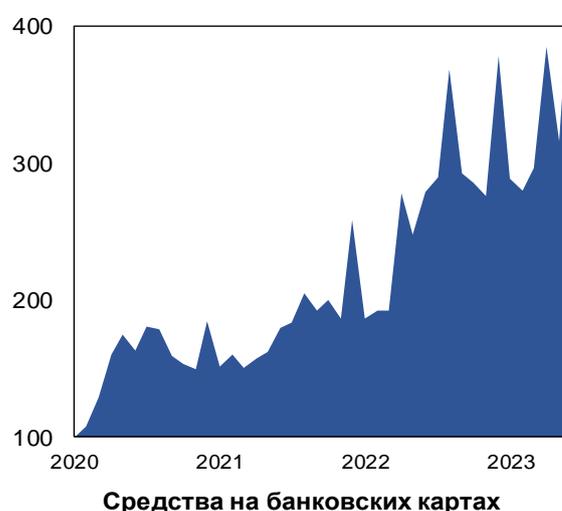


Рис.2.2.2. Средства на банковских картах (сводный индекс)



Источник: расчёты Центрального банка.

В качестве основных драйверов роста доходов населения можно отметить рост заработной платы и пособий в апреле-мае, оживление деловой активности на фоне роста валового спроса, а также стабильный приток денежных переводов, отправляемых трудовыми мигрантами из-за рубежа.

Наблюдается повсеместный рост реальной заработной платы. За последние три года реальная заработная плата выросла в среднем на 6,5%, причем этот рост наблюдается во всех отраслях и приобретает все более массовый характер.

Следует отметить, что в I квартале реальная заработная плата в сфере жилищно-коммунального хозяйства, транспорта, услуг отдыха и культурно-массового обслуживания значительно увеличилась по сравнению с предыдущими кварталами (рис.2.2.3).

С другой стороны, более высокий рост реальной заработной платы в данных отраслях относительно других отраслей свидетельствует о недостаточной их обеспеченности квалифицированной рабочей силой (относительно напряженный рынок труда).

Рис.2.2.3. Реальный рост доходов в разрезе отраслей (годовых, в %)

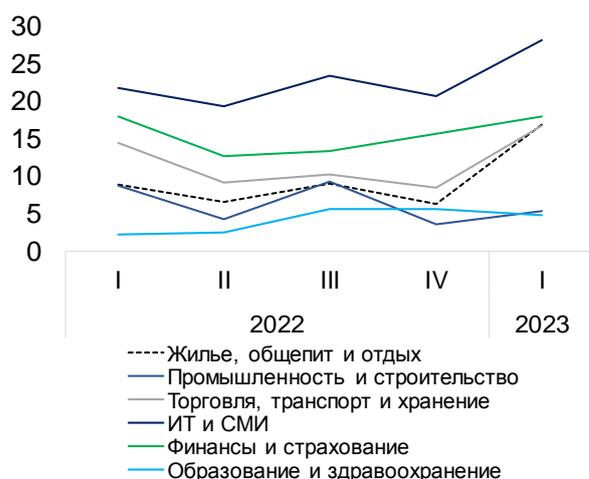


Рис.2.2.4. Поступления наличных и через терминалы (в млрд. сум), количество банковских транзакций



Источник: данные Агентства статистики и Центрального банка.

Увеличение доходов населения отражается в увеличении спроса на арендуемое жильё, услуги общественного питания и перевозок.

В целом, во всех отраслях продолжается рост реальных доходов населения. С одной стороны, он ведет к удорожанию продукции и услуг за счет более высоких затрат на рабочую силу, а с другой к росту потребления и спроса.

Высокий потребительский спрос проявляется в увеличении количества банковских транзакций, расчётов наличными и через терминалы. Тем временем, рост потребительского спроса вызывает

опасения по поводу сохранения инфляционного давления в долгосрочной перспективе (рис.2.2.4).

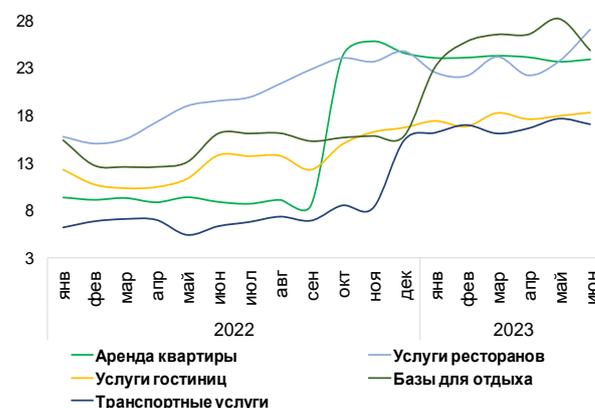
Средства нерезидентов все еще находятся на высоком уровне. Со второй половины 2022 года поток нерезидентов в нашу страну резко возрос. Одновременно с этим, наблюдались высокие темпы роста денежных средств на счетах нерезидентов.

В первом полугодии текущего года объем этих средств оставался на уровне начала года, без резких изменений. Однако постепенный перевод этих средств в национальную валюту создаёт дополнительные ликвидные средства на счетах нерезидентов (рис.2.2.5).

Рис.2.2.5. Динамика денежных средств на счетах нерезидентов (в млрд. сум)



Рис.2.2.6. Услуги, которые росли наиболее быстро темпами (в %, годовых)



Источник: данные Центрального банка и Агентства статистики.

Увеличение потребительского спроса нерезидентов наиболее заметно в инфляции услуг, в частности, инфляции услуг аренды, ресторанов и гостиниц, баз отдыха (рис.2.2.6).

Потребительские кредиты растут быстрыми темпами.

Объем кредитов, выделенных населению, значительно увеличился в первом полугодии текущего года. Высоким спросом пользуются автокредиты, микрозаймы, микрозаймы и ипотечные кредиты (рис.2.2.7).

Спрос населения на кредит растет на фоне роста уверенности в будущих доходах и на фоне высоких инфляционных ожиданий.

Высокий спрос на кредиты со стороны населения также выявлен из результатов опроса домохозяйств. Согласно исследованиям, большинство респондентов, планирующих в будущем взять кредит,

сообщают, что вырастут их расходы на приобретение жилья, мебели, бытовой техники и автомобилей.

Кредиты юридическим лицам носят характер капитальных вложений и стимулируют предложение в экономике. Однако исходя из последних данных, рост кредитов юридическим лицам отстаёт от роста кредитов физических лиц (рис.2.2.8).

Тот факт, что сегодняшние кредиты, в основном, стимулируют потребление, свидетельствует о том, что инфляция, обусловленная спросом, будет сохраняться в течение более длительного периода времени в будущем.

Большой, чем ожидалось фискальный дефицит стал фактором высокого спроса в экономике. Ввиду не полного исчерпания эффектов политики фискального стимулирования прошлых лет, а также накладываемые на них эффекты от более высоких, чем ожидалось, расходов текущего года станут одним из основных источников сильного потребительского и инфляционного давления в экономике, и до конца года стать фактором отклонения прогнозных показателей инфляции от своих целей.

В этом случае, для обеспечения формирования инфляции в диапазоне среднесрочного прогноза, наряду с ужесточением монетарных условий, необходимо ослабление мер фискального стимулирования.

Рис.2.2.7. Изменение объёмов кредитов физическим лицам (январь-май к соответствующему периоду прошлого года, в %)

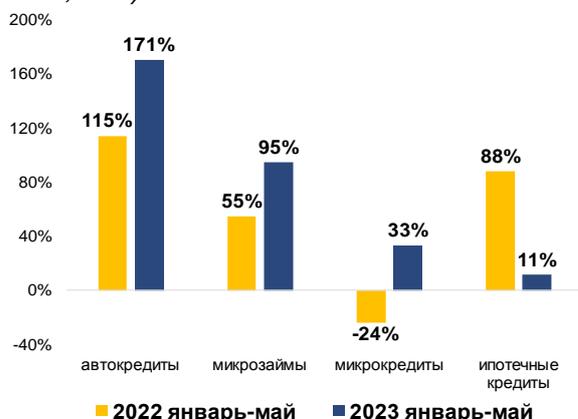
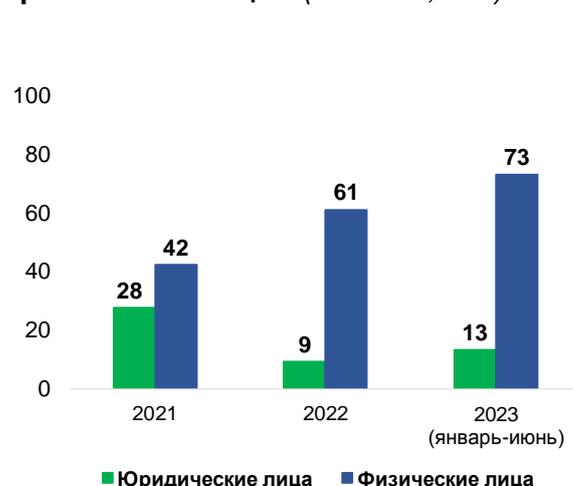


Рис.2.2.8. Рост кредитов юридическим и физическим лицам (годовых, в %)



Источник: расчёты Центрального банка.

Инфляционные ожидания населения и предпринимателей снижаются. Инфляционные ожидания населения и

предпринимателей относительно предыдущего квартала снизились на 1.п.п. и составили 13-13,5% (рис.2.2.9).

Рис.2.2.9. Инфляционные ожидания населения и субъектов предпринимательства (среднее, в %)

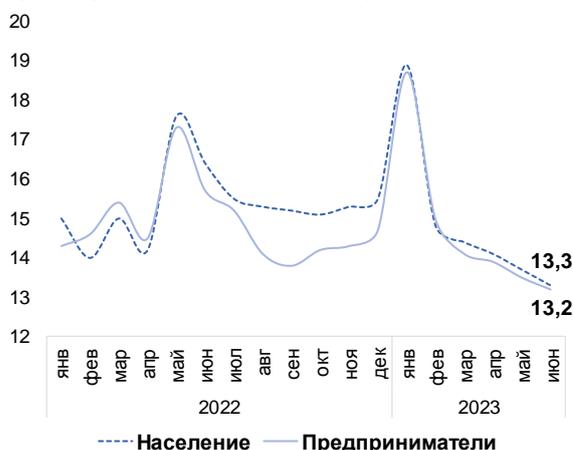


Рис.2.2.10. Инфляционные ожидания предпринимателей в разрезе секторов (доля респондентов, в %)

| Ожидания | 2023 | | | | | |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | янв | фев | мар | апр | май | июн |
| Производство | 15,0 | 14,8 | 14,4 | 13,6 | 12,3 | 12,3 |
| Строительство | 17,3 | 14,0 | 14,6 | 14,5 | 13,1 | 12,6 |
| Сельское хозяйство | 17,1 | 13,3 | 13,5 | 14,0 | 13,3 | 12,9 |
| Кафе-рестораны | 18,4 | 15,8 | 13,2 | 14,2 | 14,2 | 14,9 |
| Транспортные услуги | 14,7 | 14,2 | 17,9 | 12,9 | 13,2 | 14,2 |
| Наука/образование | 15,1 | 16,4 | 14,3 | 14,4 | 13,4 | 14,0 |
| Здравоохранение | 16,8 | 14,2 | 14,4 | 15,8 | 13,8 | 11,4 |
| Культура/искусство | 14,2 | 14,5 | 14,6 | 12,9 | 14,0 | 13,5 |
| Программное обеспечение | 14,6 | 16,4 | 15,0 | 14,8 | 12,7 | 13,3 |
| Торговля | 17,6 | 14,6 | 13,4 | 13,6 | 13,9 | 12,4 |
| Ремесленничество | 18,3 | 16,5 | 13,9 | 12,0 | 11,1 | 13,2 |
| Маркетинг/консалтинг | 16,6 | 16,6 | 13,3 | 13,9 | 14,4 | 13,4 |

Источник: расчёты Центрального банка.

В ответах респондентов, наблюдается сужение диапазона значений инфляции по сравнению с предыдущими периодами, и ответы формируются больше в районе 9-12%, что свидетельствует о снижении уровня неопределенности в отношении инфляции в будущем (рис.2.2.11 и 2.2.12).

Рис.2.2.11. Распределение инфляционных ожиданий населения (доля респондентов, в %)

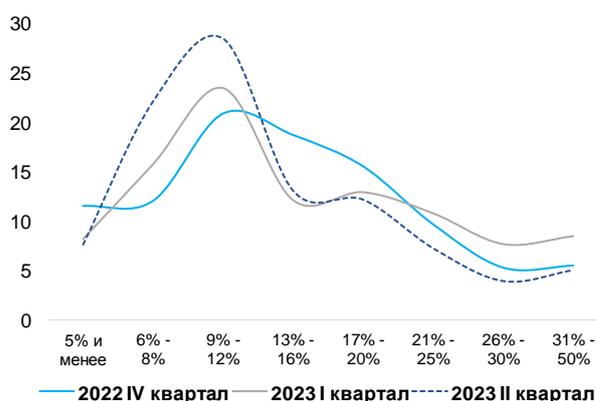
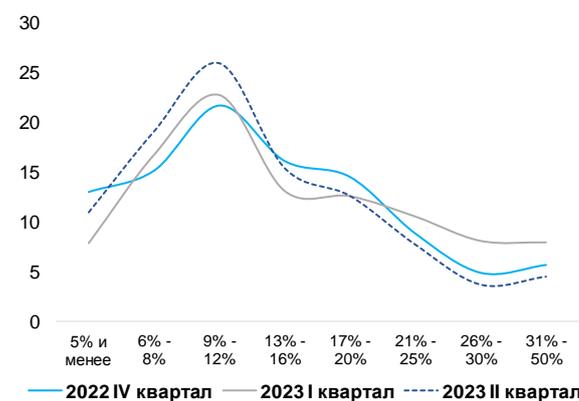


Рис.2.2.12. Распределение инфляционных ожиданий предпринимателей (доля респондентов, в %)



Источник: расчёты Центрального банка.

Основными факторами, способствующими снижению инфляционных ожиданий населения в последние месяцы, являются стабильные цены на основные продукты питания, топливо и энергетику,

а также их ожидания по поводу сохранения данной тенденции в будущем.

На снижение инфляционных ожиданий предпринимателей положительно повлияло улучшение поставок сырья из-за рубежа, а также увеличение топливно-энергетических ресурсов.

В то же время, усилилась обеспокоенность жителей и предпринимателей относительно валютного курса, повышения заработной платы и пособий, неблагоприятных погодных условий.

Рис.2.2.13. Основные факторы инфляционных ожиданий населения (доля респондентов, в %)

| | 2023 | | | | | |
|---|------|-----|-----|-----|-----|-----|
| | янв | фев | мар | апр | май | июн |
| Изменения обменного курса | 42 | 46 | 51 | 45 | 47 | 50 |
| Повышение заработной платы и пособий | 24 | 24 | 38 | 50 | 36 | 40 |
| Наличие монополий на рынке | 35 | 37 | 39 | 40 | 36 | 38 |
| Искусственное повышение цен | 37 | 38 | 18 | 40 | 36 | 34 |
| Рост цен на топливо и энергию | 47 | 45 | 36 | 31 | 32 | 33 |
| Снижение производительности из-за изменения климата | 27 | 25 | 27 | 33 | 24 | 26 |

Рис.2.2.14. Основные факторы инфляционных ожиданий субъектов предпринимательства (доля респондентов, в %)

| | 2023 | | | | | |
|---|------|-----|-----|-----|-----|-----|
| | янв | фев | мар | апр | май | июн |
| Изменения обменного курса | 44 | 48 | 50 | 43 | 44 | 55 |
| Повышение заработной платы и пособий | 21 | 25 | 34 | 41 | 36 | 39 |
| Рост цен на топливно-энергетические ресурсы | 38 | 46 | 33 | 29 | 30 | 32 |
| Увеличение транспортных расходов | 38 | 46 | 33 | 29 | 30 | 26 |
| Снижение производительности из-за изменения климата | 20 | 17 | 18 | 21 | 21 | 21 |
| Перебои в поставках сырья из-за рубежа | 17 | 20 | 18 | 19 | 17 | 18 |

Источник: расчёты Центрального банка.

Рост инфляционных ожиданий по категории кафе-рестораны и транспортные услуги объясняется тем, что потребительский спрос в этих сферах будет и дальше расти на фоне увеличения доходов, в то время, как адаптация предложения к спросу займет некоторое время.

Вставка 2.

Динамика индекса цен оптовой торговли

Альтернативные индикаторы изменения цен, такие как Индекс цен на рынке Куйлюк² и Индекс цен товарно-сырьевой биржи³, разрабатываются Центральным банком в целях всестороннего изучения и углубленного анализа инфляционных процессов в экономике.

По наблюдениям, на конец II квартала т.г. индекс цен на рынке Куйлюк составил 79,3 пункта (рис. 1). То есть оптовые цены на продовольственные товары, входящие в этот индекс, снизились в среднем на 21% по сравнению с базовым периодом (январь 2022 года) и на 40% по сравнению с предыдущим кварталом. Такое резкое квартальное снижение обусловлено сезонным фактором, а именно, созреванием нового урожая фруктов и овощей.

Рис.1. Ценовой индекс на рынке Куйлюк (2022 янв. = 100)

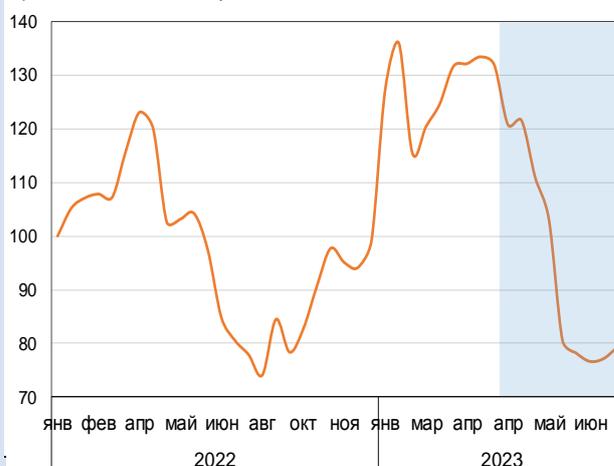
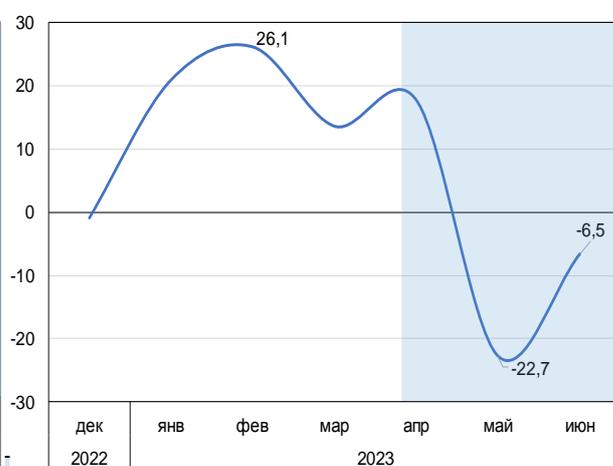


Рис.2. Годовое изменение ценового индекса на рынке Куйлюк (в %)



Источник: расчёты Центрального банка.

Годовой индекс цен рынка Куйлюк резко снизился в мае после значительного роста в первом квартале из-за аномальных холодов. В основном, это связано со снижением цен на сезонную сельскохозяйственную продукцию: картофель, капусту, огурцы и яблоки (рис.2). Резкое снижение цен на эти овощи и фрукты произошло за счет увеличения объемов сезонного предложения и расширения географии импорта, в результате чего они стали дешевле по сравнению с маем-июнем прошлого года (картофель - 11% , капуста - 27%, огурцы - 37%, яблоки - 51%).

Тем не менее, рост цен на отдельные продукты в последнюю неделю июня после резкого снижения оптовых цен и роста опасений по поводу нехватки водных ресурсов в регионе, может оказать повышательное давление на общую инфляцию в конце года, поскольку эти цены вернутся к уровня предыдущей зимы.

Чтобы снизить влияние этих факторов, необходимо расширить инфраструктуру сезонного хранения продуктов питания и увеличить их перерабатывающие мощности.

На конец июня т.г. индекс цен товарно-сырьевой биржи составил 98 пунктов и снизился на 3,4% к первому кварталу. В свою очередь, с начала 2023 года цены на сырье выросли на 1,1%, а в годовом исчислении снизились на 9,2%. (рис.3, 4).

Во II квартале текущего года годовой индекс цен на товарно-сырьевой бирже снизился, в частности, за счёт на сахара (-14%), семян технического хлопка (-14%), хлопкового волокна (-18%), бензина (-20%) и хлопкового масла (-49%). В то же время, цены на хлопковый шрот (7%), мягкие корма (27%), цемент (5%) и катодную медь (4%) вносили повышательный вклад в индекс.

Ценообразование на сахар очень чувствительно к сезонности, а также к мировым ценам. Его стоимость с февраля по май росла, а затем снижалась.

Рис.3. Индекс цен товарно-сырьевой биржи (2022 янв. = 100)

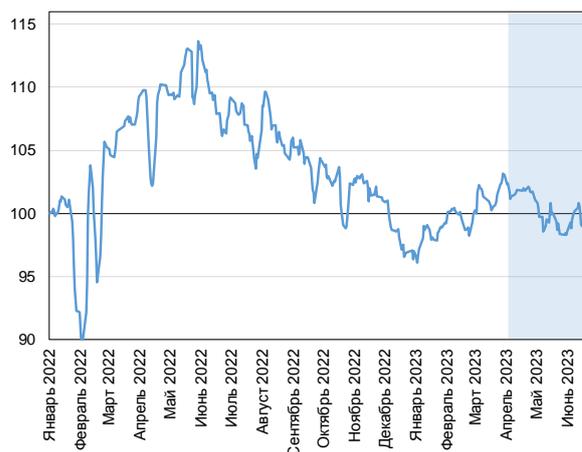
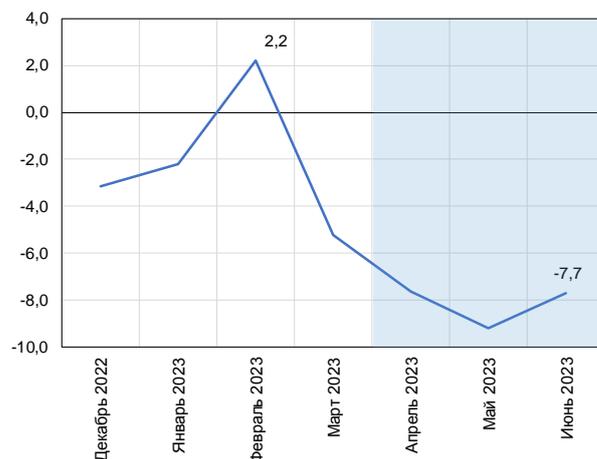


Рис.4. Годовое изменение индекса цен на товарно-сырьевой бирже (в %)



Источник: расчёты Центрального банка на основе данных товарно-сырьевой биржи.

Также в первом квартале снижались цены на пшеницу, и оставались относительно стабильными во втором квартале, в то время, как хлопок-волокно и семена дорожали в феврале-мае. Цена на грубый корм также росла в апреле-июне в связи с уменьшением сезонного предложения, а с марта – рост цен отмечен на цемент, в связи с увеличением сезонного спроса.

В перспективе основным приоритетом в обеспечении стабильных цен на товарно-биржевых торгах является принятие мер по полному циклу работы производственных предприятий и обеспечению достаточных поставок основных потребительских товаров для повседневной торговли.

2 Индекс цен Куйлюк отражает динамику оптовых цен на сельскохозяйственную продукцию (картофель, лук, морковь, капуста, помидоры, огурцы, куриное мясо, яйца, рис, яблоки, бананы и лимоны) на фермерском рынке.

3 Индекс цен товарно-сырьевой биржи - основные потребительские товары и строительные материалы (пшеница и пшеничная мука, сахар, семена хлопка и хлопковое волокно, бензин (АИ 80, АИ 91, АИ 92, АИ 95), хлопковое масло, хлопок) на товарной бирже Узбекистана по ценам реализации.

Изменения цен, отслеживаемые Центральным банком

В июне этого года альтернативный индекс потребительских цен (АИПЦ), который рассчитывается на основе данных, полученных со страниц интернет-магазинов, через систему онлайн-мониторинга цен⁴, вырос на 0,1% и достиг 9,3% в годовом исчислении. При этом, согласно АИПЦ, продовольственные товары выросли на 15,7%, непродовольственные товары – на 1,2%, услуги – на 6,8%.

Рис.1. Динамика цен, отслеживаемых по АИПЦ (годовых, в %)

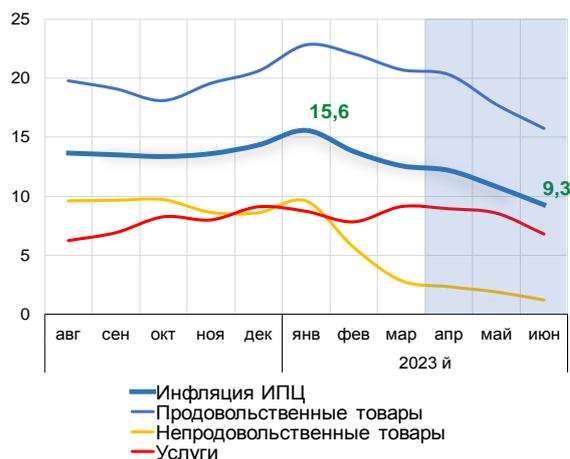


Рис.2. Динамика цен, отслеживаемых Центральным банком (годовых, в %)



Источник: Цены, отслеживаемые Центральным банком.

Также, согласно **еженедельным исследованиям**⁵, проводимым региональными управлениями ЦБ на центральных фермерских рынках, в июне текущего года наблюдалось значительное (до **-1,8%**) снижение месячных цен, а годовой показатель установился на уровне **8,4%**. Продовольственные товары выросли на 8,8%, непродовольственные товары - на 6,1%, услуги - на 7,9%.

Во II квартале продовольственная инфляция стала снижаться на фоне восстановления предложения, столкнувшегося с проблемами в начале года, и сезонного снижения цен на плодоовощную продукцию. Кроме того, на снижение оказал влияние эффект «высокой базы» прошлого года.

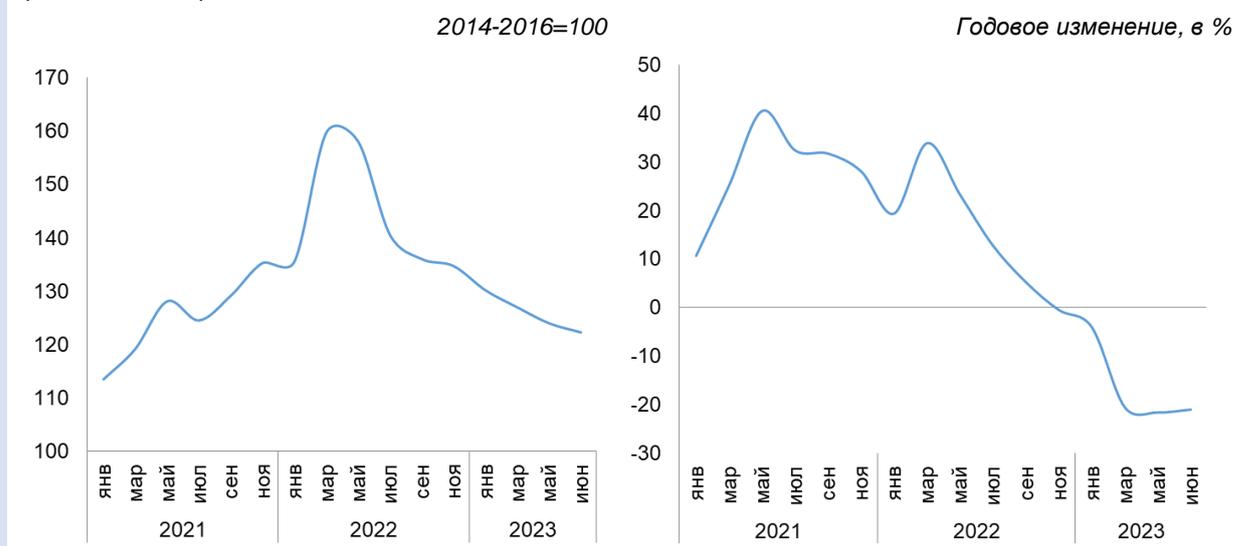
4 Система онлайн мониторинга цен - это система оперативного онлайн мониторинга потребительских цен на основе вэб-скрэппинга сайтов крупнейших супермаркетов, начатая Центральным банком с августа 2021 года. В настоящее время еженедельно проводится мониторинг цен на 262 вида товаров и услуг, наиболее потребляемых населением, что составляет 72% корзины.

5 Еженедельные исследования – еженедельный мониторинг за ценами 114 основных товаров народного потребления на центральных фермерских региональных рынках республики, осуществляемый областными управлениями Центрального банка с января 2018 года (охват наблюдений – 55% от общей корзины ИПЦ).

Мировые продовольственные цены

По данным ФАО, в июне индекс мировых цен на продовольствие снизился на 1,4% месяц к месяцу, и на 20,9% год к году. В то время как цены на мясо и сахар росли, стоимость зерна, масел и молочных продуктов упала.

Рис.1. Изменение мировых цен на основные продовольственные товары (индекс ФАО)



Источник: Данные ФАО.

В июне **зерновые продукты** подешевели на 23,9% в годовом исчислении. Снижение цен наблюдалось по всем крупам.

Мировые цены на пшеницу снижаются из-за начала уборки зерна в странах северного полушария, рекордного урожая в России и снижения налога на экспорт пшеницы, а также улучшения условий посева в США.

Цены на кукурузу падают пятый месяц подряд. Урожаи в Бразилии и Аргентине приводят к сезонному увеличению предложения кукурузы и снижению ее стоимости.

Падение цен на пшеницу и кукурузу, в свою очередь, привело к снижению цен на ячмень и просо. Также, в результате усилий Пакистана по увеличению экспорта риса, произошло снижение цен и на эту крупу.

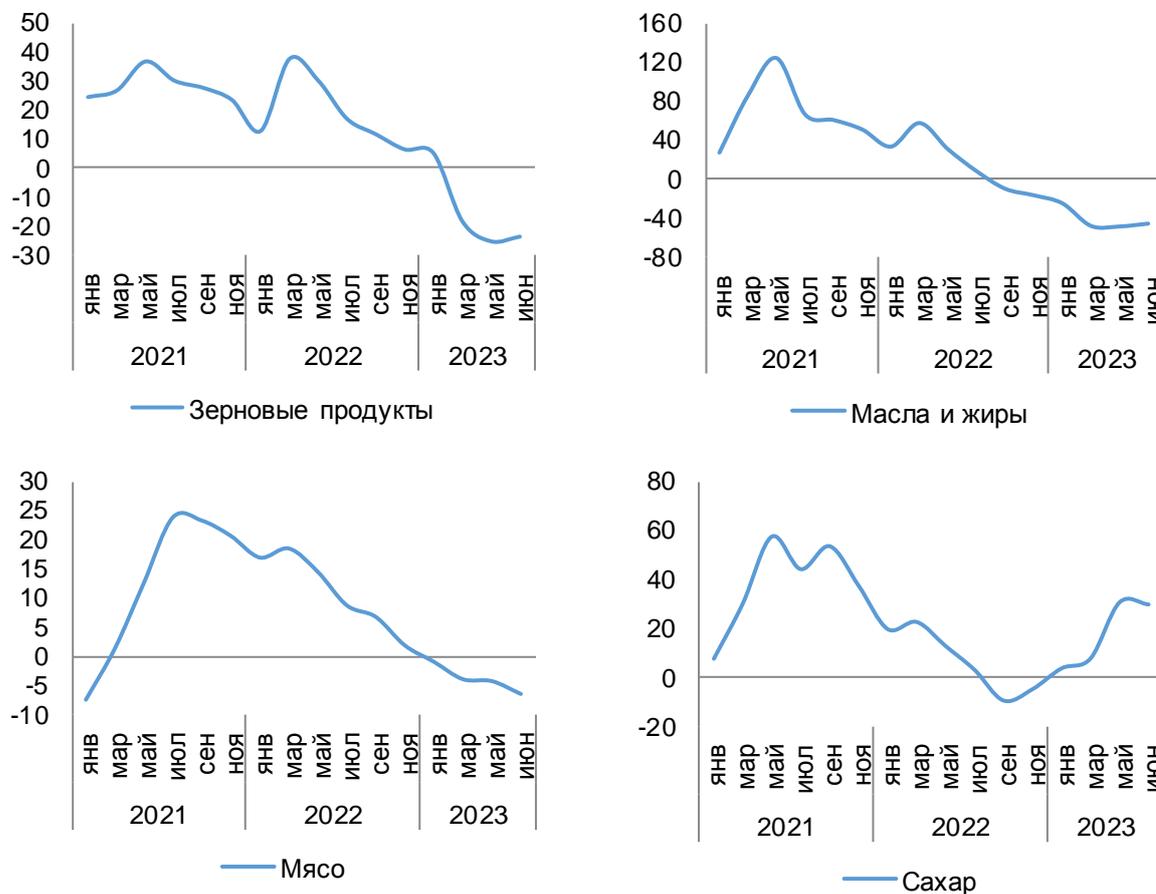
Цены на растительные масла снизились на 45,3% по сравнению с прошлым годом, несмотря на рост цен на соевое и рапсовое масла, в основном, за счет снижения цен на пальмовое и подсолнечное.

Увеличение объемов производства в ведущих странах-производителях пальмового масла и стабилизация мирового спроса оказали понижающее влияние на цены. Мировые цены на подсолнечное масло также продолжали снижаться из-за больших экспортных запасов.

Цены на мясо снизились на 6,4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Несмотря на рост международных котировок мяса птицы, снижение котировок говядины и баранины способствовало снижению общего индекса.

Вспышка птичьего гриппа вызвала проблемы, связанные с поставками мяса птицы в страны Восточной Азии. Это, в свою очередь, увеличило импортный спрос, и цены.

Рис.2. Изменение мировых цен на основные продовольственные товары (годовых, в %)



Источник: данные ФАО.

Увеличение объема экспорта говядины из Австралии оказало понижающее давление на стоимость говядины, а увеличение поставок из Океании – на цену баранины.

В июне **цены на сахар** снизились на 3,2% по сравнению с предыдущим месяцем. Это первое снижение после четырех месяцев роста подряд. Однако годовой прирост сахара был значительно выше и составил 29,7%.

Падение мировых цен на сахар в июне в основном, объясняется позитивными ожиданиями относительно урожая сахарного тростника в Бразилии и вялостью импортного спроса на мировом рынке (особенно со стороны Китая).

Однако негативное влияние Эль-Ниньо⁶ на текущий и будущий урожай, а также ожидания укрепления бразильского реала по отношению к доллару США могут оказывать повышательное давление на стоимость сахара.

⁶ **Эль-Ниньо** - явление, связанное с потеплением вод в восточной экваториальной части Тихого океана, которое происходит раз в 3-8 лет и длится до 8-10 месяцев, а его последствия – экстремальные перемены погоды вызывают засуху в одних регионах мира и наводнения – в других.

Согласно анализу Министерства сельского хозяйства США (USDA), продукты, цены на которые неуклонно росли в 2022 году, могут продолжить расти в 2023 году.

В том числе ожидается рост цен на мясо птицы (3%), прочие мясные продукты (4,6%), молочные продукты (3,9%), жировая продукция (11,0%), фрукты и овощи (2,5%), сахар и сладости (8,9%), крупы и хлебобулочные изделия (9,1%), безалкогольные напитки (8,6%) и другие продукты питания (7,9%).

Анализ указывает на вероятность роста цен и на другие товары. Прогнозируется удорожание яиц на 6,2%, говядины – на 1,6%, свежих фруктов – на 0,9% и овощей - на 1,2%.

Анализ ощущаемой инфляции

По результатам опроса, проведенного ЦБ, ощущаемая населением инфляция во II квартале снижалась, и в июне достигла 12,9% (по сравнению с 13,9% в марте).

Хотя инфляция, измеряемая по индексу потребительских цен (ИПЦ), снижается пятый месяц подряд, ощущаемая инфляция все еще остается высокой. Наблюдается увеличение числа респондентов, для которых ощущаемая инфляция выше инфляции по ИПЦ.

Такая ситуация возникла в связи с тем, что ощущаемая инфляция, в основном, формируется за счет цен на повседневные продукты питания. Это также можно увидеть в высокой корреляции между ощущаемой инфляцией и показателями продовольственной инфляции по ИПЦ (рис. 1).

Рис.1. Динамика ощущаемой инфляции (годовых, в %)

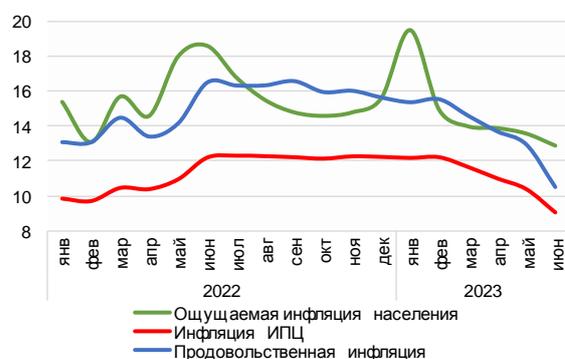


Рис.2. Ощущаемая инфляция в разрезе регионов (по итогам июня, в %)



Источник: расчёты Центрального банка.

По результатам анализа в регионах, в большинстве из них наблюдается тенденция снижения ощущаемой инфляции. Однако в конце II квартала в Самаркандской и Ташкентской областях, а также в г. Ташкенте отмечено ускорение ощущаемой инфляции. По состоянию на июнь, инфляция в столице составила 17%, отражая самый высокий уровень среди регионов (рис.2).

Во II квартале, ощущаемая хозяйствующими субъектами инфляция в производственном секторе, ускорилась, и в июне была самой высокой среди наблюдаемых сфер деятельности. Также с наступлением сезона сбора урожая, респонденты в сельском хозяйстве, отметили замедление роста цен (рис.4).

В этот период усилились опасения населения по поводу роста цен на сахар, кондитерские изделия, мясо, молоко и строительные материалы. Напротив, процент респондентов, сообщивших о повышении цен на фрукты, овощи и транспортные услуги, снизился (рис.3).

При формировании взглядов на инфляцию, потребители склонны больше ориентироваться на подорожавшие товары, чем на те, цены на которые снижались. С другой стороны, уровень ощущаемой населением инфляции становится важным в формировании их инфляционных ожиданий.

Рис.3. Товары и услуги, цены на которые выросли значительно (процент от общего числа респондентов, в %)

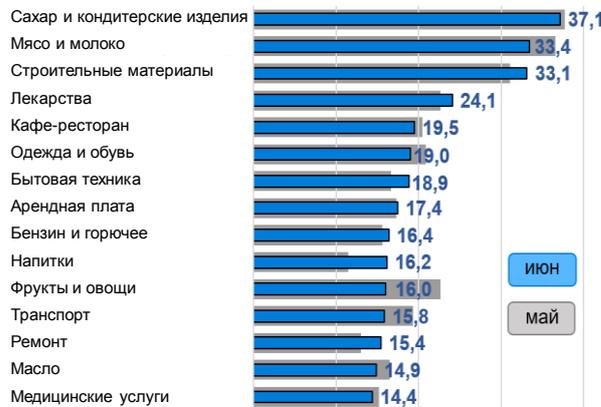


Рис.4. Ощущаемая инфляция по сферам деятельности (в %)



Источник: расчёты Центрального банка.

Одним из основных шагов в сдерживании инфляционных ожиданий является стабилизация цен на продукты питания, особенно потребляемые в повседневной жизни.

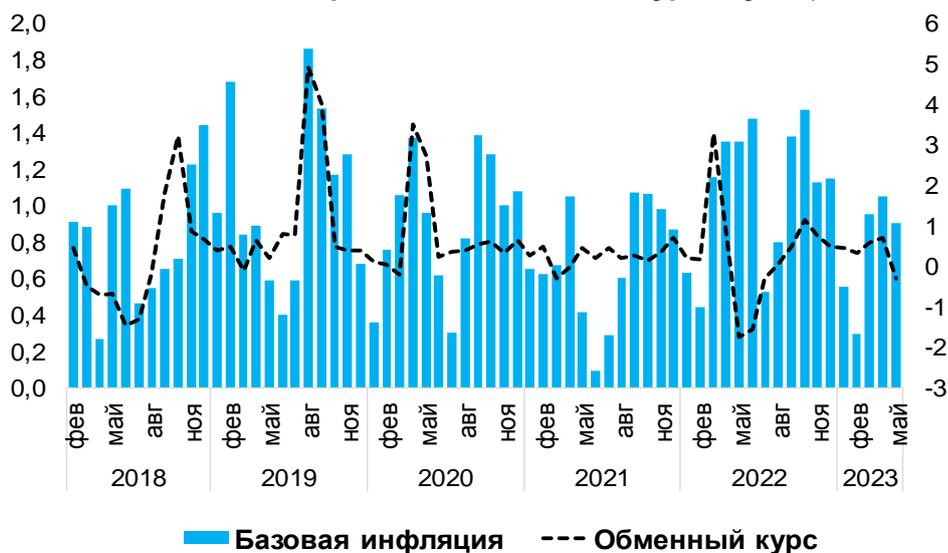
Вставка 6.

Количественная оценка воздействия изменения валютного курса на базовую инфляцию

Изменение валютного курса влияет на уровень цен напрямую, через цены на ввозимые из-за рубежа потребительские товары, и косвенно, через цены на импортное сырье, технологии и запасные части, используемые в отечественном производстве, а также через канал ожиданий изменения валютного курса.

Динамика валютного курса и базовой инфляции свидетельствует о наличии высокой корреляции между двумя показателями (рис. 1).

Рис.1. Изменение базовой инфляции и обменного курса сума (месячное, в %)



Источник: расчёты Центрального банка.

Для количественной оценки эффекта изменения валютного курса сума на базовую инфляцию использована авторегрессионная модель с распределенными лагами (ARDL⁷).

Уравнение оценки базовой инфляции:

$$\Delta CPI_t^{core} = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \alpha_i \Delta CPI_{t-i}^{core} + \sum_{i=0}^n \beta_i \Delta EXR_{t-i} + \sum_{i=0}^n \delta_i \Delta REM_{t-i} + \sum_{i=0}^n \gamma_i \Delta I_RATE_{t-i} + \sum_{i=0}^n \eta_i \Delta IM_INDX_{t-i} + \phi_1 \Delta CPI_{t-1}^{core} + \phi_2 \Delta EXR_{t-1} + \phi_3 \Delta REM_{t-1} + \phi_4 \Delta I_RATE_{t-1} + \phi_5 \Delta IM_INDX_{t-1} + \varepsilon_t.$$

Здесь, $\alpha, \beta, \delta, \gamma, \eta$, – коэффициенты, описывающие краткосрочную динамику;

$\phi_1, \phi_2, \phi_3, \phi_4, \phi_5$, – коэффициенты, описывающие долгосрочную динамику;

Δ – первая разность (к предыдущему месяцу);

ε_t – ошибка;

$i, n = 4$, эндогенные и экзогенные переменные с лагом до 4 периодов;

CPI_{t-i}^{core} – базовая инфляция;

EXR_{t-i} – обменный курс (натуральный логарифм);

REM_{t-i} – международные денежные переводы (натуральный логарифм);

I_RATE_{t-i} – ставка денежного рынка (натуральный логарифм);

IM_INDX_{t-i} – индекс импорта (натуральный логарифм).

Приведённое выше уравнение использовано для оценки влияния курса на базовую продовольственную инфляцию, базовую непродовольственную и базовую инфляцию услуг. Период охвата – с января 2019 года по май 2023 года.

Переменные преобразованы в индексы, а затем в разности их натуральных логарифмов.

Выбранный метод оценки удовлетворяет всем требованиям стационарности, отсутствия автокорреляции в остатках и стабильности временных рядов.

Модельные результаты

По результатам оценки установлено, что ослабление валютного курса сума на 1% приводит к ускорению базовой инфляции на 0,11% в первые три месяца.

Рис.2. Краткосрочный и долгосрочный эффекты от ослабления валютного курса сума на 1% на базовую инфляцию и ее компоненты (в %)

| Наименование показателя | | Краткосрочный эффект | Долгосрочный эффект |
|-------------------------|-----------------------------------|----------------------|---------------------|
| <i>Базовая инфляция</i> | | <i>0,11</i> | <i>0,17</i> |
| <i>Базовая</i> | <i>Продовольственные товары</i> | <i>0,25</i> | <i>0,33</i> |
| | <i>Непродовольственные товары</i> | <i>0,07</i> | <i>0,14</i> |
| | <i>Услуги</i> | <i>0,09</i> | <i>0,12</i> |

Источник: расчёты Центрального банка.

Согласно результатам анализа, самые высокие краткосрочные эффекты от ослабления сума к доллару приходятся на базовую продовольственную инфляцию +0,25%, в то время, влияние на базовую непродовольственную инфляцию, и базовую инфляцию услуг составляет +0,07 и +0,09%, соответственно (рис.2).

Кроме того, в долгосрочной перспективе снижение обменного курса на 1% может ускорить базовую инфляцию на 0,17%, а снижение обменного курса на 10% в течение года может ускорить базовую инфляцию на 1,7%.

Анализируя долгосрочное влияние по компонентам, следует отметить, что наибольшее влияние валютный курс оказывает на продовольственные цены + 0,33%. Долгосрочный инфляционный эффект от изменения обменного курса на основные непродовольственные товары и услуги относительно меньше и составляет 0,14 и 0,12%, соответственно.

7 Авторегрессионная модель с распределенными лагами (ARDL) — модель, которая оценивает влияние эндогенной переменной в прошлом периоде и экзогенной переменной в текущем и прошлом периодах на изменение интересующей зависимой переменной. Также позволяет оценить долгосрочную коинтеграционную связь (сооправленное движение) между переменными.

III. ВНЕШНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Несмотря на улучшение глобальной экономической активности во II квартале относительно начала года, неопределенность остается высокой. В ближайшие кварталы ожидается умеренный рост мирового совокупного спроса из-за несколько более жестких финансовых условий и более сдержанного роста экономики Китая.

Глобальная потребительская и производственная инфляция замедляется по мере ослабления последствий повышения мировых цен на сырьевые товары, однако базовая инфляция, по прогнозам, останется высокой в большинстве стран из-за сохраняющихся фундаментальных факторов со стороны спроса.

Хотя влияние экономических изменений в странах торговых партнерах на внутреннюю экономику в некоторой степени является положительным, повышенная волатильность курсов национальных валют партнеров могут привести к нарастанию неопределенности в среднесрочной перспективе.

3.1. Глобальные экономические условия

Глобальная экономика в течение II квартала развивалась разнонаправленно. Импульс глобальному выпуску со стороны экономики Китая постепенно снижался из-за сохраняющейся низкой потребительской активности в стране и слабого внешнего спроса.

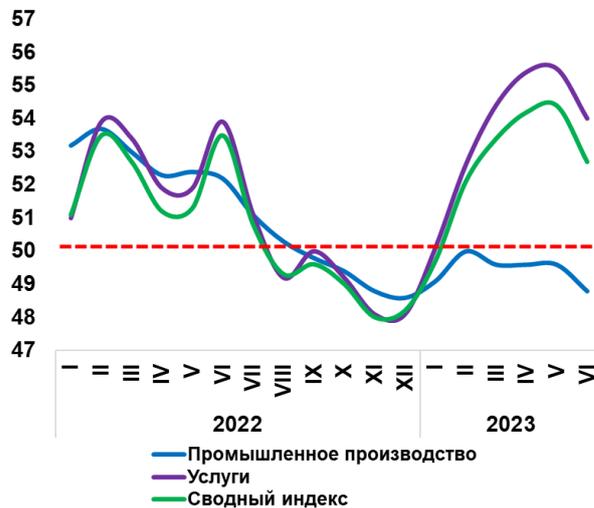
В Еврозоне два квартала подряд фиксировалось снижение активности. Во многом это объясняется падением государственных расходов и снижением реальных доходов населения. В США, напротив, частные расходы сложились выше ожиданий, а экономика демонстрировала более высокие темпы роста.

В целом, глобальная экономическая активность поддерживается ростом сферы услуг, а промышленное производство с начала года всё ещё остаётся сдержанным (рис. 3.1.1).

Общая инфляция в ряде стран продолжила снижаться за счёт ряда факторов, в числе которых стабилизация цен энергоресурсов и продовольствия, эффекта высокой учётной базы, а также сезонные факторы на стороне предложения (рис. 3.1.2).

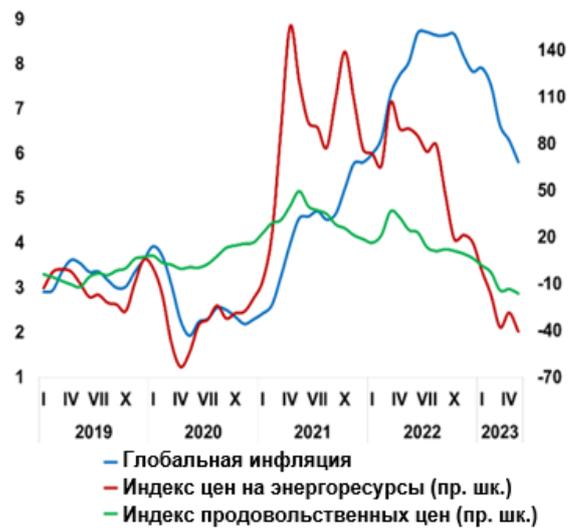
При этом, базовая инфляция остаётся на высоком уровне, что обусловлено сохранением высокого спроса, напряженным рынком труда, ростом заработных плат и, соответственно, стоимости услуг.

Рис.3.1.1. Индекс деловой активности (PMI) (в п.п.)



Источник: *spglobal.com*.

Рис.3.1.2. Глобальная инфляция, цены на продовольствие, индекс цен на энергоресурсы (в %)



Источник: *расчёты Центрального банка, World Bank*.

Большинство центральных банков сходятся во мнении, что инфляция приобрела более устойчивый характер и будет находиться выше целевых значений продолжительный период времени.

Между тем, политика центральных банков большинства развивающихся стран уже близка к завершению цикла ужесточения, однако регуляторы развитых стран сигнализируют участникам рынка о дальнейшем ужесточении условий и указывают на дополнительное повышение основной ставки (*рис.3.1.3*).

На этом фоне в глобальном контексте финансовые условия остаются жесткими. При этом, волатильность на рынках, связанная с напряженностью в банковской системе, постепенно снизилась. Фондовые рынки за этот период продемонстрировали рост, отражая снижение неприятия риска и за счёт высоких показателей технологического сектора. Однако, процентные ставки и премии за риск остаются по историческим меркам высокими.

Цены на сырьевых рынках несколько снизились, что отражает слабые перспективы глобального роста и опасения по поводу показателей Китая.

Цены на золото, в ответ на некоторое снижение неопределенностей в банковско-финансовой системе незначительно снизились, однако продолжают формироваться в диапазоне 1900-1950 долл./унц. (рис.3.1.4).

Рис.3.1.3. Динамика основных ставок центральных банков отдельных стран (в %)

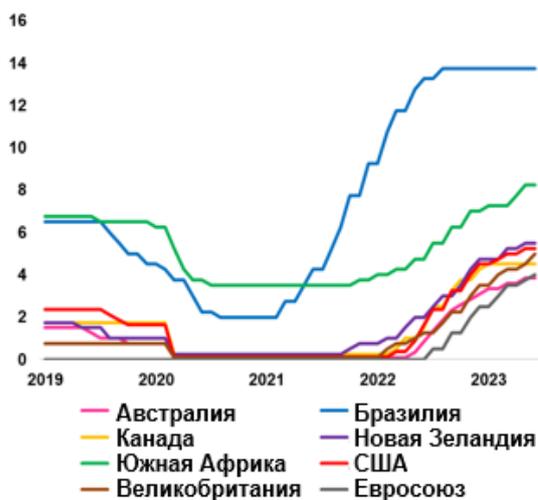
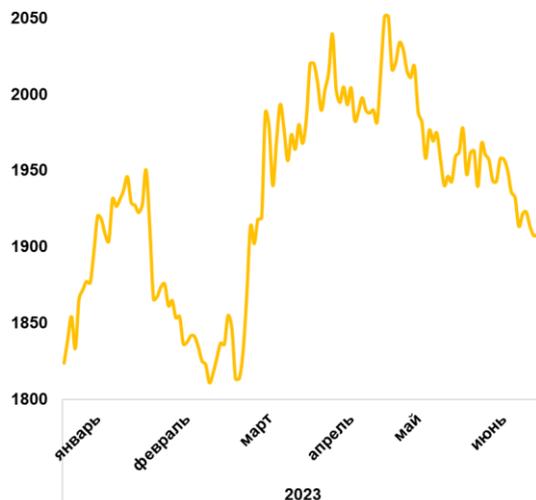


Рис.3.1.4. Цены на золото (в долл./унц.)



Источник: данные центральных банков соответствующих стран. Источник: gold.org.

Несмотря на напряженность рынка, в ценах на медь и нефть доминирует неопределенность в отношении будущей мировой активности. Между тем, сообщения по сокращению добычи нефти в моменте повышают цену сырья, однако в среднесрочном периоде фундаментальные факторы преобладают. Цены на медь сильно реагируют на макроэкономические показатели Китая в силу того, что страна является основным потребителем драгоценного металла.

Благоприятное начало года в некоторых странах нашло свое отражение в улучшении перспектив экономической активности на

2023 год. Однако ожидания остаются слабыми в связи с неблагоприятными финансовыми условиями, высокой инфляцией и внешней неопределенностью.

В Китае недавние признаки свидетельствуют о том, что динамизм, связанный с восстановлением после открытия, был временным. Показатели уверенности по-прежнему слабые на фоне высокой безработицы среди молодого населения (более 20%).

В США и еврозоне ужесточение условий кредитования, вызванное ограничительной денежно-кредитной политикой и напряженностью в

банковской сфере, может предвещать снижение динамичности инвестиций и потребления.

3.2. Экономическое положение стран – основных торговых партнёров

Во II квартале продолжилось замедление инфляции в странах – основных торговых партнёрах Узбекистана. В то же время, к концу года ожидается некоторое ускорение темпов роста цен, в результате влияния различных факторов, в том числе давления на курсы национальных валют Китая, России и Турции.

Китай. В Китае продолжается ежемесячная дефляция потребительских цен и цен производителей на фоне сдержанных потребительских настроений. В июне цены на потребительские товары остались на том же уровне, что и в мае (рис.3.2.1), а снижение производственных цен на 5,4% привело к замедлению производственной активности (рис.3.2.2).

Экспорт Китая демонстрирует снижение третий месяц подряд, указывая на сокращение мирового спроса.

Рис.3.2.1. Потребительская инфляция стран-основных торговых партнёров (годовых, в %)

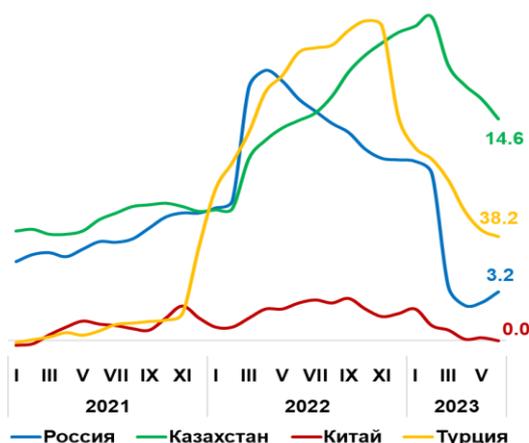
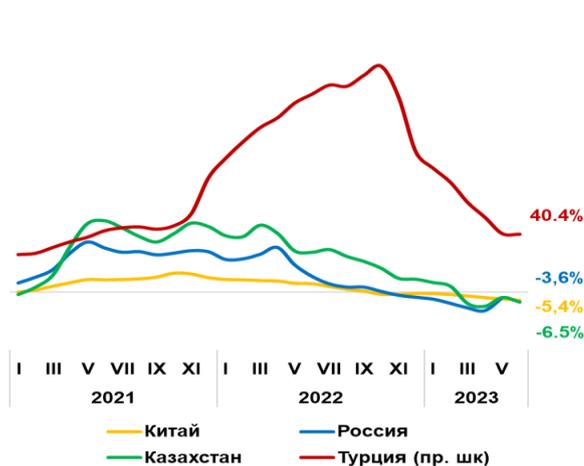


Рис.3.2.2. Производственная инфляция в странах-основных торговых партнёрах (годовых, в %)



Источник: статистические ведомства соответствующих стран.

В июне Народный банк Китая снизил ключевую процентную ставку для поддержания внутренней активности. Ожидаются дополнительные меры по стимулированию экономики.

В то же время большинство международных финансовых институтов прогнозируют продолжение умеренного роста экономики

Китая. В частности, по данным Всемирного банка, экономический рост КНР в 2023 г. составит 5,6%, а Азиатского банка развития ожидается рост в 5%, обусловленный восстановлением потребительского спроса, и стабильными капитальными вложениями в инфраструктуру и производство.

Россия. На фоне восстановления деловой активности во многих отраслях российской экономики начали формироваться позитивные ожидания относительно экономической ситуации. В частности, с июня улучшились показатели промышленного производства и деловой уверенности. Однако ввиду удорожания логистических затрат и рабочей силы (на фоне ее дефицита) растёт себестоимость производимой продукции.

На рынке потребительских товаров цены в июне выросли на 0,45%, а годовая потребительская инфляция ускорилась до 3,2% (рис.3.2.1).

За первое полугодие, в результате уменьшения положительного сальдо счета текущих операций, российский рубль к доллару ослаб на 26% (рис.3.2.3). На этом фоне ускоряется рост инфляционных ожиданий населения.

Рис.3.2.3. Изменение валютных курсов национальных валют торговых партнёров к доллару США (январь, 2023 = 100)

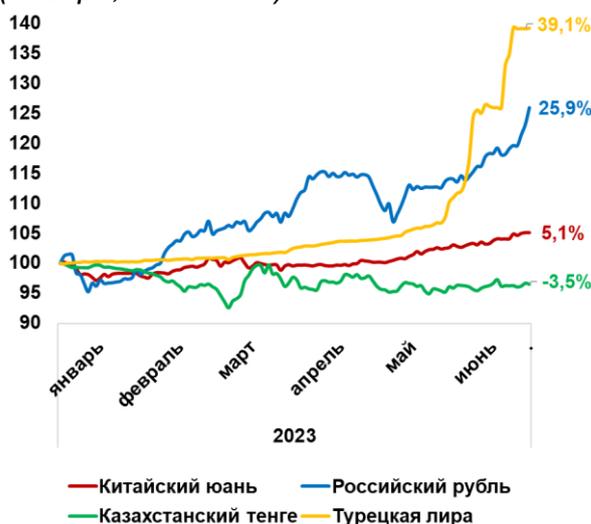
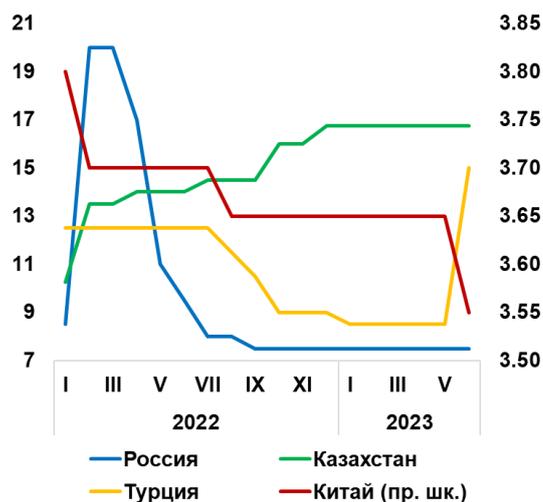


Рис.3.2.4. Ключевые ставки центральных банков основных торговых партнёров (годовых, в %)



Источник: статистические ведомства соответствующих стран.

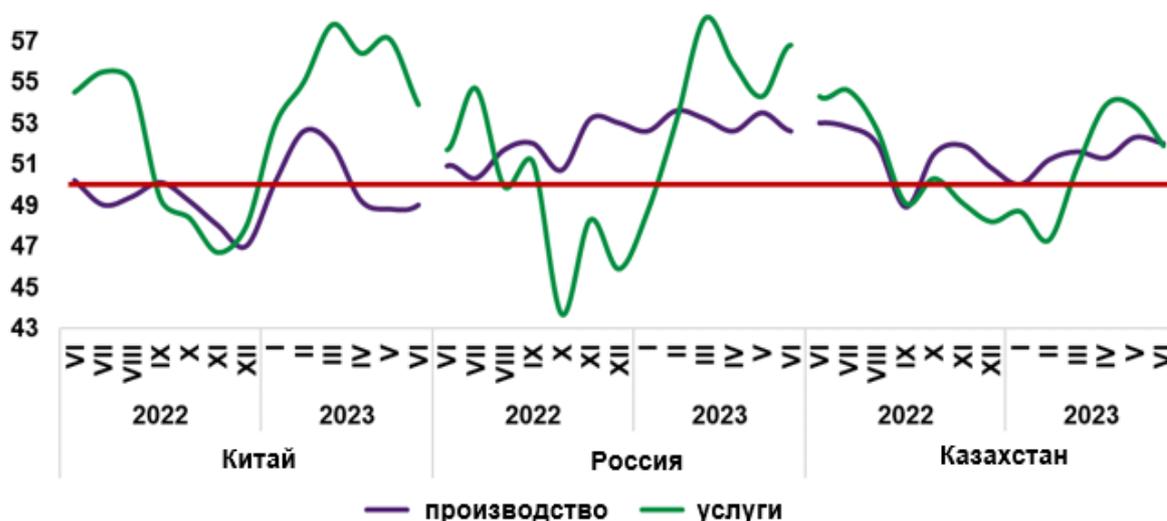
Казахстан. Последние макроэкономические показатели Казахстана свидетельствуют об улучшении экономического роста (5% годовых в июне), расширении внутреннего спроса за счет фискального

стимулирования и росте экспорта. В результате в июньском отчете Национального банка Казахстана прогнозы экономического роста пересмотрены в сторону повышения.

С конца февраля деловая активность в отраслях экономики ускорилась, что отражает стабильность потребительского спроса и высокую инвестиционную активность (рис.3.2.5).

Исходя из данных Национального бюро статистики, инфляционное давление постепенно ослабевает. В июне потребительская инфляция снизилась до 14,6% в годовом исчислении.

Рис.3.2.5. Индекс деловой активности (в п.п.)



Источник: G.P.Morgan.

В целом, стабильное развитие казахстанской экономики положительно влияет на активность во всем регионе.

Турция. В Турции сохраняется тенденция высокой экономической активности и потребительского спроса.

Инфляция остается значительно выше целевого параметра, хотя заметно снизилась. Девальвация национальной валюты создает дополнительное давление на ценообразование.

Рост потребительских цен в июне в годовом исчислении составил 38,2%, а цены производителей выросли на 40,8%.

В июне турецкий Центральный банк вошел в цикл повышения ставок после длительного периода нетрадиционной стимулирующей политики, подняв ключевую ставку сразу на 6,5 п.п. до 15% (рис.3.2.4).

Высокий потребительский спрос и волатильность турецкой лиры могут создавать дополнительное инфляционное давление в будущем.

3.3. Влияние внешней экономической среды на внутреннюю экономику

Внешние экономические условия продолжают оказывать влияние на внутреннюю экономику. В первой половине текущего года стабилизация на внешних рынках создаёт условия для возврата макроэкономических показателей к их долгосрочным трендам.

Во II квартале экономика под воздействием различных внешних факторов, в целом, формировалась устойчиво.

Цены на мировом товарном рынке. Мировые цены на экспортные товары сначала года, и в частности, во II квартале демонстрируют снижающуюся динамику. По причине ценового эффекта, экспорт в отдельных группах товаров по сравнению с аналогичным периодом прошлого года сохраняет отрицательные темпы роста. Среди них текстильная продукция (пряжа и ткани), цветные металлы (медь) и отчасти энергоресурсы (рис.3.3.1).

В то же время, формирование благоприятных цен на золото, экспорт продуктов питания, черных металлов и машин поддержали общий рост экспорта.

Рис.3.3.1. Динамика экспорта по товарным группам (в %, янв-май, к соответствующему периоду предыдущего года)

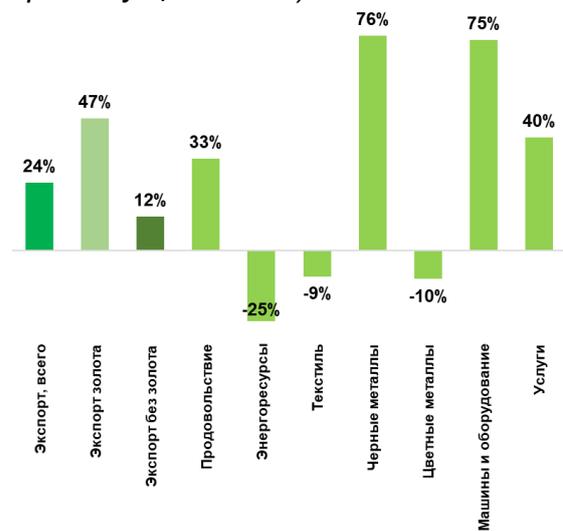
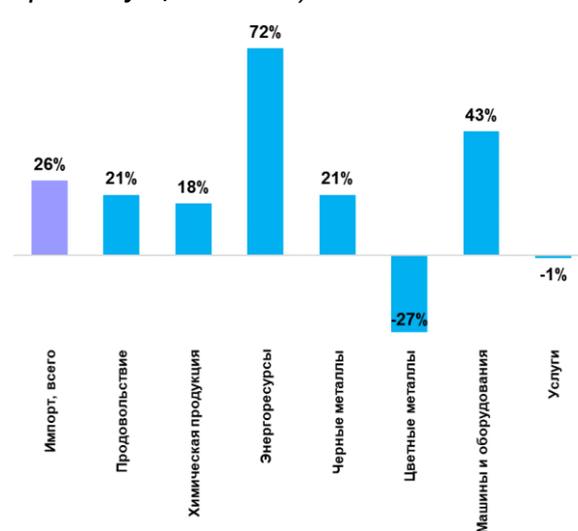


Рис.3.3.2. Динамика импорта по товарным группам (в %, янв-май, к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Агентство статистики.

В динамике импорта несмотря на некоторое ценовое снижение на мировых товарных рынках практически по всем категориям (за исключением черных и цветных металлов) наблюдаются высокие темпы роста. Это связано преимущественно с преобладанием в структуре импорта готовой продукции, эффектом роста физического объема из-за высокого внутреннего спроса, который компенсируется импортом (рис.3.3.2).

Денежные переводы. С апреля месячная динамика трансграничных денежных переводов стала снижаться к соответствующему периоду прошлого года (рис.3.3.3). Ослабление курса российского рубля в последние периоды года создает дополнительное понижающее давление на итоговые объемы денежных переводов в республику до конца 2023 года.

В то же время повышение заработной платы в условиях высокого спроса на рабочую силу в странах-основных реципиентах трудовых мигрантов, может частично компенсировать снижение денежных переводов, вызванного ослаблением национальных валют этих стран.

Финансовые условия. Относительная нормализация внешних условий находит свое отражение и в альтернативном показателе - премии за риск страны, которая с начала года снизилась, и во II квартале составила около 3,5% (рис.3.3.4).

Рис.3.3.3. Динамика денежных переводов (в млн. долл. США)

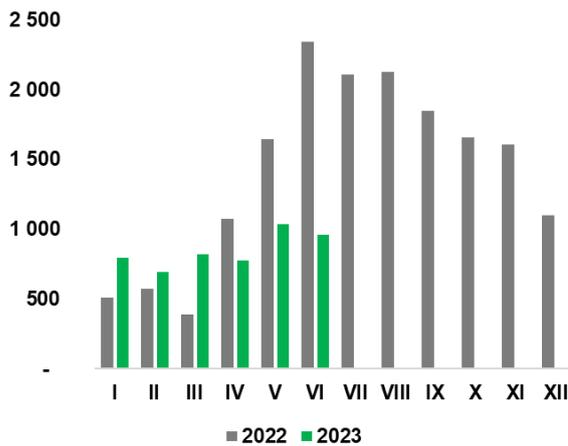
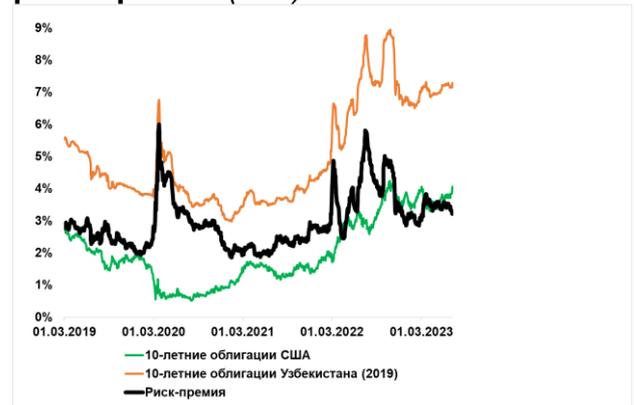


Рис.3.3.4. Альтернативный индикатор риск-премии (в %)

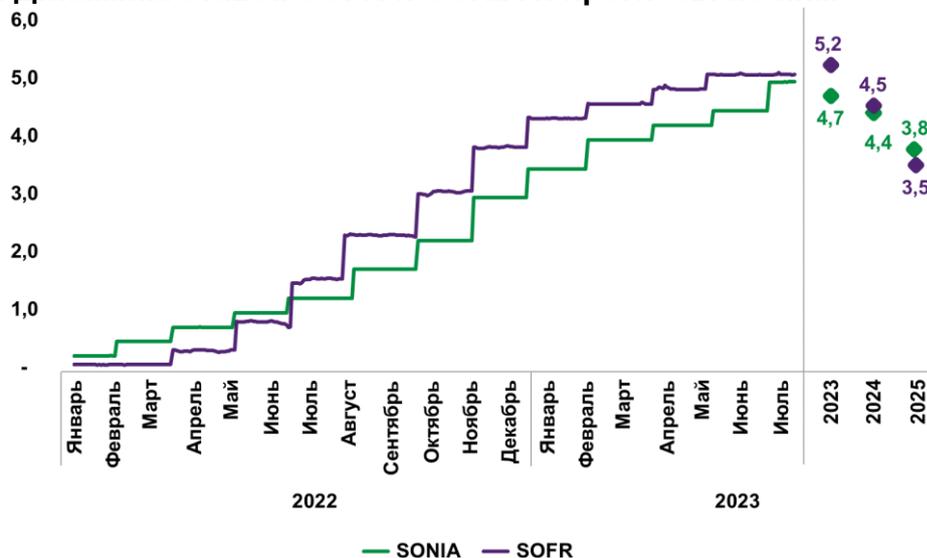


Источник: Центральный банк РУ.

Источник: bloomberg.org.

Мировые финансовые рынки постепенно адаптируются к глобальным жестким денежно-кредитным условиям. Несмотря на то, что процентные ставки по привлечению долга остаются на высоком уровне, в условиях обуздания инфляции хозяйствующие субъекты при принятии решений учитывают возможное смягчение монетарных условий в будущем. В результате, со второй половины года ожидается постепенное расширение возможностей по внешним заимствованиям частного и государственного секторов.

Рис.3.3.5. Динамика ставок SOFR и SONIA и прогнозы по ним



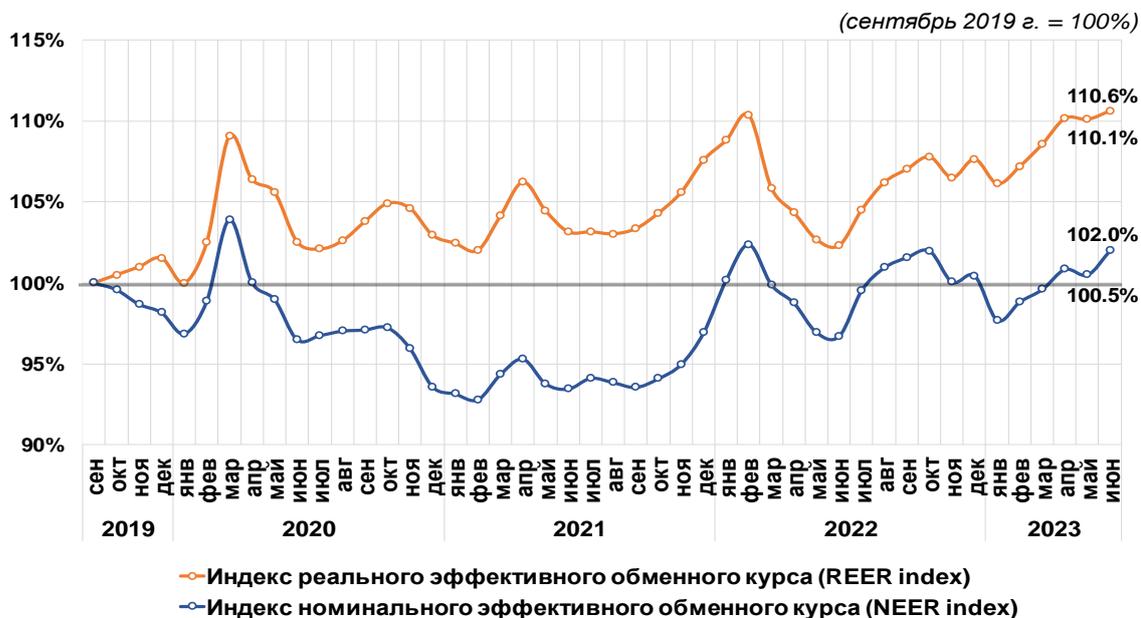
Источник: bankofengland.co.uk, newyorkfed.org.

Ожидаемое снижение ставок SOFR и SONIA облегчит привлечение заемных средств в среднесрочной перспективе.

Динамика реального эффективного валютного курса

Реальный эффективный обменный курс (РЭОК) продолжил укрепляться во II квартале 2023г., демонстрируя растущую динамику (на 8,3% к соответствующему периоду 2021г., на 10,6% к базовому – сентябрь⁸ 2019 г.).

Рис.1. Динамика индексов номинального и реального эффективного валютного курса сума



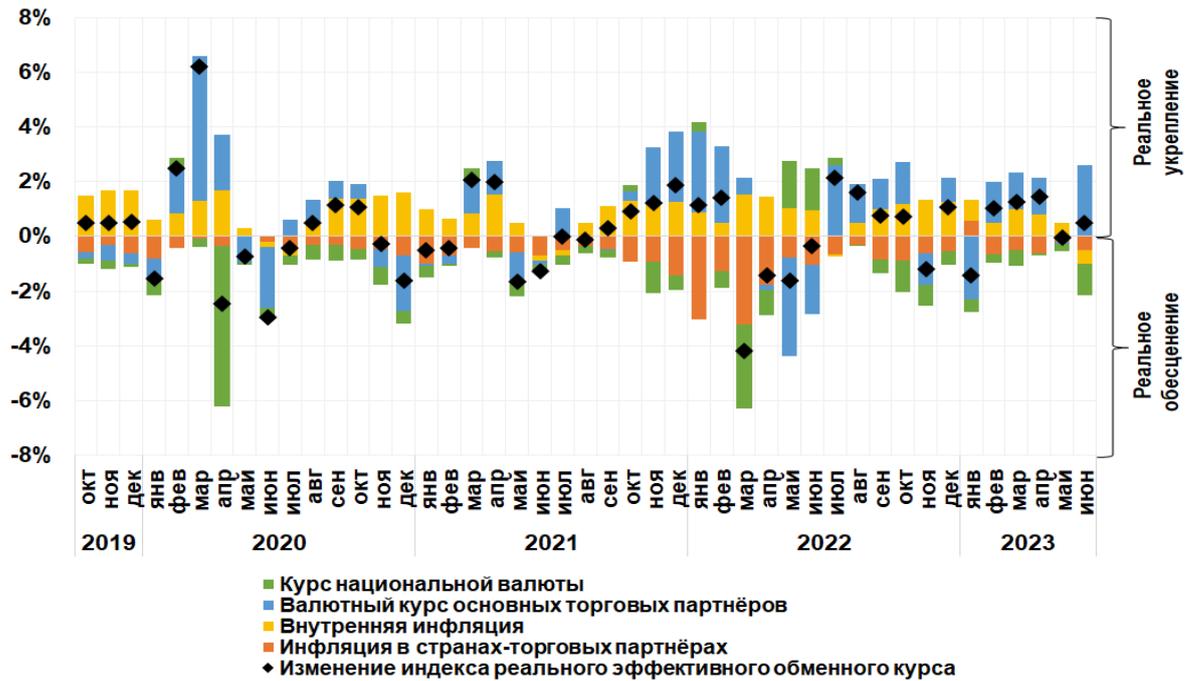
Источник: расчёты Центрального банка.

В этот период укрепление РЭОК можно объяснить эффектом ослабления валютных курсов на фоне замедления инфляции практически во всех странах-основных торговых партнёрах Узбекистана.

Во втором квартале 2023 года темпы инфляции продолжали замедляться почти во всех странах-основных торговых партнёрах.

- В частности, несмотря на то, что **ослабление российского рубля** создавало дополнительное давление на цены, инфляция, оставалась низкой из-за эффекта высокой базы.
- В **Казахстане** прогнозы по инфляции повышены на фоне высоких инфляционных ожиданий, а также планов правительства по повышению цен на топливо и ЖКХ.
- Уменьшение внутреннего и внешнего спроса в **Китае** во II квартале оказывает влияние на снижение цен.
- Высокая неопределенность существует в отношении **турецкой инфляции**, так как с одной стороны, ее будет сдерживать традиционная, более жёсткая политика центрального банка, с другой - разгонять обесценивание лиры.

Рис.2. Декомпозиция месячного изменения индекса РЭОК



Источник: расчёты Центрального банка.

Валюты основных торговых партнёров ослабли по отношению к доллару США во втором квартале.

В частности:

- Во втором квартале **российский рубль** обесценился на 10,8% (с 73,2 до 81,2). Ослабление рубля, в первую очередь, связано с состоянием платежного баланса страны и котировок нефти.
- В среднем, резких изменений в динамике **казахстанского тенге** во втором квартале не наблюдалось.
- На фоне технологической конкуренции с США и другими развитыми странами, замедления экономического роста, в том числе поддержки экспорта, курс **юаня** во II квартале обесценился на 2,4% (с 6,84 до 7,01).
- **Турецкая лира** ослабла в среднем на 10,8% (с 18,87 до 20,92) во втором квартале. Отмена с мая механизма поддержки центральным банком лиры стала одним из основных факторов ее девальвации.

8 В рамках реализации мер по дальнейшей либерализации валютного рынка коммерческие банки с 20 августа 2019 года приступили к продаже наличной иностранной валюты. Поэтому **сентябрь 2019** года обозначен как **базовый период** для расчета индекса реального эффективного обменного курса сума.

IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

Во II квартале 2023 года в экономике складывались «умеренно жесткие» **денежно-кредитные условия** на фоне сохранения основной ставки на уровне 14% годовых и снижения общей инфляции. В то же время, базовая инфляция и инфляционные ожидания оставались относительно высокими.

В этот период увеличение **государственных расходов** стало одной из основных причин роста ликвидности банковской системы. В связи с ростом спроса на внутреннем валютном рынке, важное значение в снижении ликвидности приобрели интервенции ЦБ и операции, связанные с наличностью. В результате, объем дополнительной ликвидности в банковской системе в течение квартала уменьшился, что, в свою очередь, послужило ослаблению воздействия монетарных факторов на инфляцию.

Активность коммерческих банков на **денежном рынке и рынке РЕПО возросла**, а доля операций РЕПО в общем объеме управления ликвидностью достигла 17% (2,5% в I квартале). Рост активности также положительно сказался на ценообразовании на денежном рынке, и в течение квартала средневзвешенные процентные ставки по депозитным операциям и операциям РЕПО формировались вблизи основной ставки, в пределах процентного коридора.

В связи с тем, что перенос процентных ставок денежного рынка на депозиты и кредиты происходит с определенным временным лагом, существенного изменения средних номинальных процентных ставок по депозитам и кредитам в национальной валюте в течение квартала не наблюдалось. При этом снижение инфляции стало одним из ключевых факторов роста реальных процентных ставок.

В целом, во II квартале сохранение сберегательной активности населения за счет обеспечения положительных реальных процентных ставок в экономике свело к минимуму влияние монетарных факторов на инфляцию.

При этом высокие темпы роста наблюдаются по кредитам населению, что требует активного применения макропруденциальных мер в дополнение к уже существующим мерам денежно-кредитной политики.

4.1. Меры денежно-кредитной политики и её трансмиссия

В целях создания таких денежно-кредитных условий в экономике, которые будут способствовать замедлению инфляции и достижению ее прогнозных параметров 8,5-9,5% к концу года, основная ставка Центрального банка оставалась неизменной, на уровне 14% годовых в течение всего квартала.

В результате, уровень реальной ставки ЦБ, рассчитанный с учётом прогнозных значений инфляции на следующий период, в июне составил 4,3%, что обеспечило «умеренно жесткие» денежно-кредитные условия в экономике (рис.4.1. 1).

Рис.4.1.1. Динамика номинальной и реальной основной ставки Центрального банка⁹

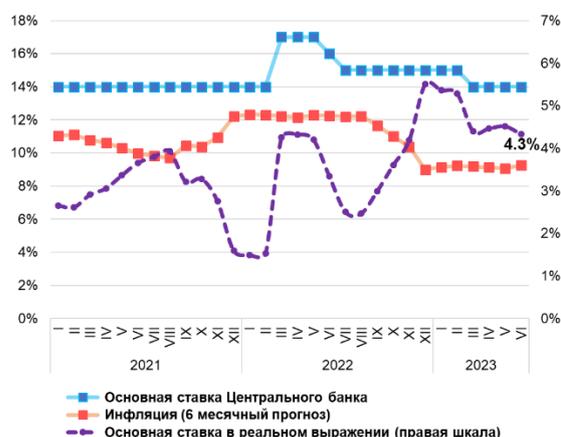
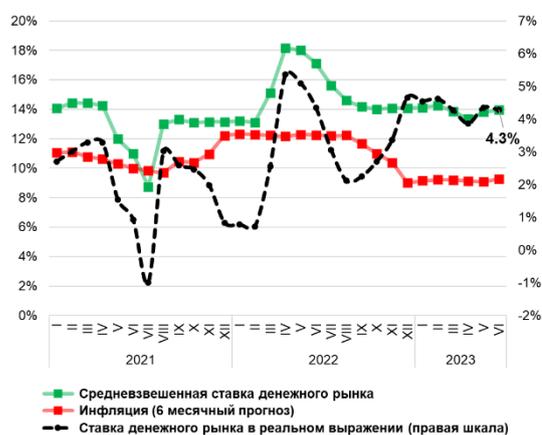


Рис.4.1.2. Динамика номинальной и реальной ставки межбанковского денежного рынка



Источник: расчёты Центрального банка.

Средневзвешенные процентные ставки на денежном рынке приближаются к основной ставке, и в июне составили 13,9%, что ниже основной ставки на 0,1 п.п. Реальные процентные ставки денежного рынка также находились в области 4,3%, формируя диапазон, достаточный для обеспечения «умеренно жестких» условий (рис.4.1.2).

Значительно возросла активность коммерческих банков по распределению межбанковской ликвидности на рынке. В частности, всего на межбанковском денежном рынке за второй квартал произведено операций на 80,3 трлн. сумов, или на 8,1% больше, чем в I квартале (в 2,1 раза больше, чем за соответствующий период 2022 года).

⁹ Реальные процентные ставки рассчитываются на основе прогноза уровня инфляции через 6 месяцев (с использованием модели ARIMA).

Рис.4.1.3. Объем операций на денежном рынке (в трлн. сум) и процентные ставки

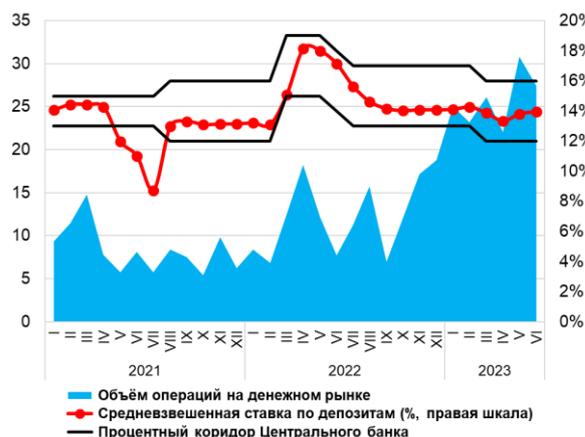
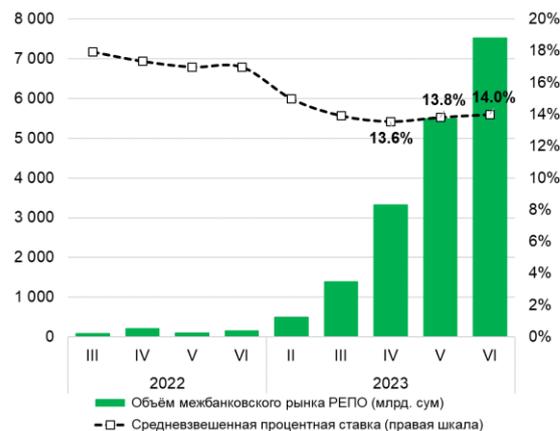


Рис.4.1.4. Объем операций РЕПО (в млрд. сум) и процентные ставки



Источник: расчёты Центрального банка.

Активность банков на денежном рынке объясняется снижением объема избыточной ликвидности и повышением эффективности управления ликвидностью в банках (рис.4.1.3).

В отчетном периоде произошел резкий рост активности банков на рынке РЕПО, операции которого составили 16,3 трлн. сумов. При этом доля межбанковского РЕПО в общем объеме денежного рынка увеличилась до 16,9% (2,5% в первом квартале).

Процентные ставки по сделкам РЕПО были близки к процентным ставкам денежного рынка, а средневзвешенная процентная ставка в июне составила 14% (рис.4.1.4). Сближение процентных ставок по данным операциям к основной ставке является результатом проведения Центральным банком денежно-кредитных операций. Это означает, что изменения основной ставки ЦБ в будущем будет эффективно транслироваться на денежный рынок.

В этот период формирование ставки «UZONIA», являющаяся бенчмарком денежного рынка, с определенными колебаниями на уровне близком к основной ставке, объясняется сокращением структурного профицита общей ликвидности и активным участием банков в ценообразовании на денежном рынке (рис.4.1.5).

В свою очередь, срочные ставки «UZONIA» также менялись в соответствии со ставкой UZONIA. В частности, 7-дневные и 30-дневные ставки, сформировавшись вблизи ставки овернайт, находились в пределах 13-14%. Ставки UZONIA на срок до 90 и 180 дней, находясь

под влиянием предыдущей динамики основной ставки ЦБ, также имели нисходящую динамику и сформировались в диапазоне 13,5-14,5%.

Это свидетельствует о том, что долгосрочные процентные ставки постепенно корректируются к снижению процентных однодневных ставок «овернайт» (рис. 4.1.6).

Рис.4.1.5 Динамика бенчмарка UZONIA

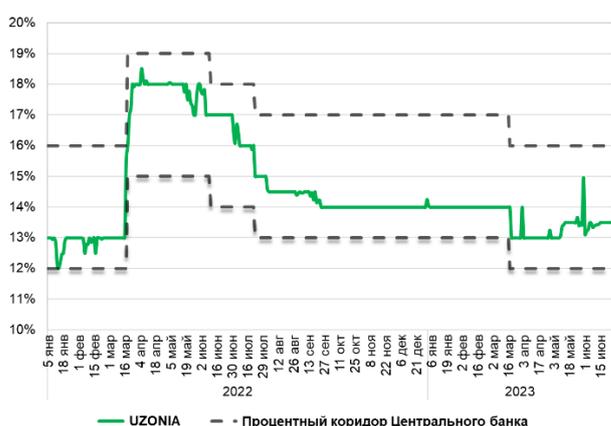
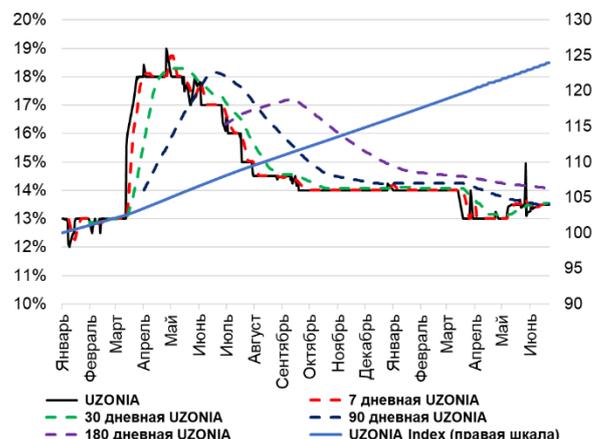


Рис.4.1.6 Срочные ставки UZONIA и индекс UZONIA



Источник: расчёты Центрального банка.

В ближайшие кварталы т.г., в связи с реализуемыми мерами по совершенствованию платформы рынка межбанковского РЕПО и дальнейшей автоматизации операций, ожидается дальнейший рост активности банков на этом рынке. Это, в свою очередь, повысит активность и на межбанковском денежном рынке.

В рамках политики управления рисками, введенные в банках ограничения на беззалоговые операции и необходимости управления кредитными рисками, будут способствовать повышению активности на рынке РЕПО и будут играть важную роль в распределении ликвидности на денежном рынке. Наличие альтернативных рынков положительно влияет на формирование краткосрочных процентных ставок в управлении ликвидностью.

4.2. Объем депозитов и анализ процентных ставок

Совокупные депозиты в национальной валюте во II квартале выросли на 7,1% (6,8 трлн. сумов) после их небольшого снижения в первом, а депозиты в иностранной валюте сократились на 9,3% (4,2 трлн. сумов в эквиваленте). В структуре депозитов в иностранной валюте произошло уменьшение депозитов до востребования частных и государственных предприятий, сберегательных депозитов

совместных предприятий, а также средств, переведенных на счета аккредитива для будущих платежей.

Динамика роста наблюдалась по **депозитам физических лиц**, увеличившихся за II квартал на 15,2% до 69,6 трлн.сумов. При этом депозиты в национальной валюте выросли на 18,7% (8,7 трлн. сумов), из них объем срочных вкладов увеличился на 13,7% (3,3 трлн.сумов).

По состоянию на 1 июля 2023 года, годовой прирост вкладов населения в национальной валюте составил 54,7%, при этом прирост срочных вкладов составил 59%. Высокий темп роста сбережений населения в национальной валюте объясняется привлекательностью вкладов, в частности, высокими реальными процентными ставками, стабильностью валютного курса сума и снижающейся инфляцией.

Средневзвешенные номинальные процентные ставки по депозитам физических лиц в июне выросли до 21,1%, по депозитам юридических лиц – до 17,9% (рис.4.2.1).

Реальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте (с учетом уровня инфляции) сложились в июне на уровне 11,1% для физических лиц и 8,2% для юридических лиц (рис.4.2.2).

Рис.4.2.1. Номинальные процентные ставки по депозитам в национальной валюте

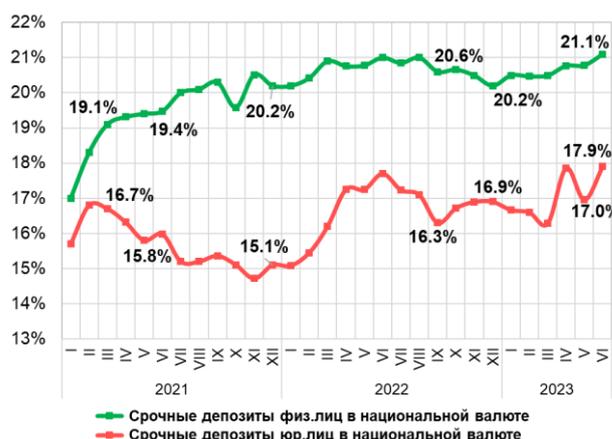
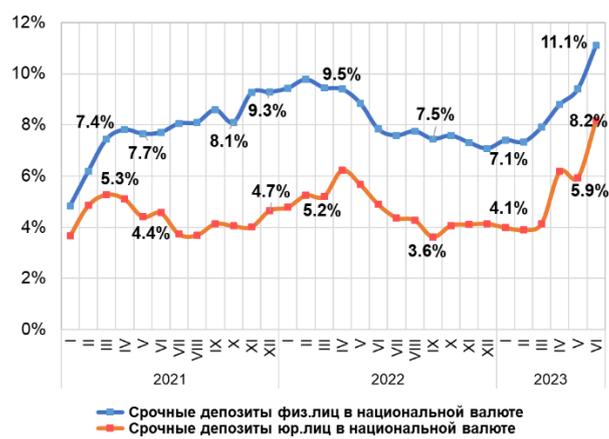


Рис.4.2.2. Реальные процентные ставки по депозитам в национальной валюте



Источник: расчёты Центрального банка.

Тот факт, что процентные ставки по срочным депозитам населения в национальной валюте на 5-6 п.п. выше инфляционных ожиданий, является одним из основных факторов, способствующих приросту сбережений, и нормализующих валовое потребление.

В сложившихся условиях реальных процентных ставок по депозитам в национальной валюте, и стабильности валютного курса положительная динамика по депозитам населения в национальной валюте в ближайшие кварталы будет сохраняться.

4.3. Кредиты экономике и анализ процентных ставок

Во II квартале 2023 года остаток кредитов экономике вырос на 4% (на 17 трлн. сумов) до 442 трлн. сумов. Без учета курсовых изменений прирост кредитов составил 3,8% (квартальное ослабление сума к доллару составило 0,5% и 0,8% к евро).

Объем кредитов в национальной валюте вырос на 6% (14 трлн. сум) во II квартале, а доля в общем объеме кредитов составила 56,1% (рис.4.3.1). Таким образом, уровень долларизации кредитов на конец квартала составляет 43,9%, что является одним из основных факторов, снижающих эффективность денежно-кредитной политики.

Остаток кредитов, выделенных физическим лицам увеличился на 13,3% (14,5 трлн. сумов), а доля розничных кредитов в общем объеме кредитов на конец квартала составила 28% (рис.4.3.2).

Рис.4.3.1. Остаток кредитов экономике и его изменение по компонентам (в трлн. сум)

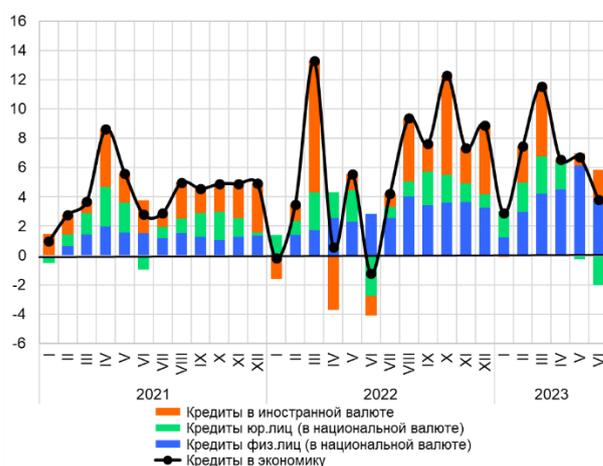
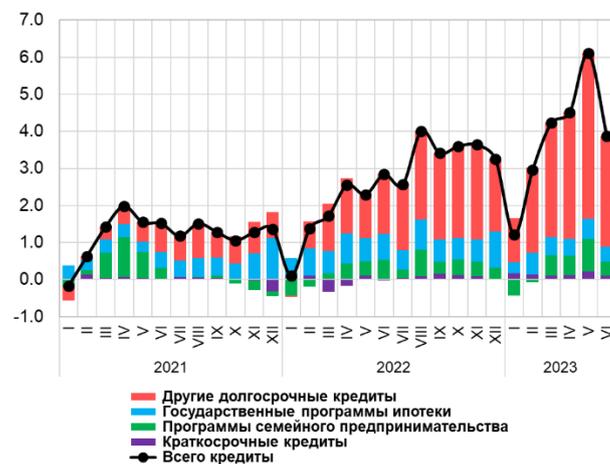


Рис.4.3.2. Изменение остатка кредитов физическим лицам (в трлн. сум)



Источник: расчёты Центрального банка.

Всего за II квартал 2023 года коммерческими банками выделено 62,1 трлн. сумов кредитов. Рост на 15,8% (8,5 трлн. сумов) к I кварталу и на 25,4% (12,6 трлн. сумов) к соответствующему периоду 2022 года. При этом кредиты физическим лицам, увеличились в 1,7 раза, с относительно высокой долей автокредитов, ипотечных кредитов и микрозаймов.

По состоянию на 1 июля 2023 года годовой прирост кредитов в экономику составил 25,1%, годовой прирост кредитов населению – 54%. Темпы роста розничных кредитов объясняются высоким спросом населения на кредиты. Резкое увеличение кредитов населению может повысить вероятность возникновения рисков для финансовой и макроэкономической стабильности за счет увеличения долговой нагрузки.

В этом случае «кредитный голод» считается более сильным фактором, чем жесткость монетарных условий, и необходимо гармонично использовать меры макропруденциальной и денежно-кредитной политики, чтобы сбалансировать рост кредитов домашних хозяйств.

Процентные ставки по кредитам в основном формируются исходя из уровня инфляции, стоимости ресурсов на денежном рынке, инфляционных ожиданий хозяйствующих субъектов и формируемые на их основе депозитных процентных ставок.

Рис.4.3.3. Номинальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте



Рис.4.3.4. Номинальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте



Источник: расчёты Центрального банка.

В последние несколько кварталов процентные ставки по кредитам в национальной валюте в среднем составляли 22-23% годовых.

В частности, в июне средневзвешенные процентные ставки по краткосрочным кредитам в национальной валюте составили 22,3%, по долгосрочным кредитам - 22,7% (рис. 4.3.3).

В июне средневзвешенные процентные ставки по кредитам физических и юридических лиц в национальной валюте составили 23,4 и 21,7%, соответственно (рис. 4.3.4).

По мере прогнозируемого замедления инфляции, снижение основной ставки Центрального банка в будущем послужит снижению процентных ставок по кредитам экономике.

В этом случае, несмотря на снижение общей инфляции, **сохранение высокого уровня базовой инфляции будет сигнализировать о наличии в экономике фундаментальных инфляционных факторов**, что требует «осторожного» подхода со стороны Центрального банка к смягчению денежно-кредитных условий, в частности снижению основной ставки.

Оценка изменений финансовых условий в экономике

Финансовые условия – текущее состояние финансовых переменных, влияющих на экономическое поведение участников рынка. К таким финансовым переменным можно включать показатели, отражающие спрос или предложение финансовых инструментов.

Изменения в денежно-кредитной политике сначала влияют на условия на финансовых рынках и в течение определенного периода времени на реальную экономическую деятельность. Индексы, измеряющие финансовые условия, позволяют устранить промежуточную задержку этого эффекта и сформировать определенные ожидания относительно будущей деловой активности.

Большинство центральных банков разработали сводные индексы, отражающие финансовые условия. Для одних регуляторов они служат в целях заблаговременного прогнозирования финансовых шоков, а для других - помогают оценить влияние денежно-кредитной политики на экономику и отслеживать изменения финансовых условий.

Индекс национального финансового состояния Чикагского ФРБ (NFCI) разработан на основе более 100 показателей финансовой деятельности и еженедельно предоставляет всеобъемлющую информацию по финансовому состоянию денежных рынков США, долговых обязательств, фондовых рынков и банковской системе.

Международный валютный фонд рассчитывает сводный индекс финансовых условий для 43 стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком с использованием набора из 10 финансовых показателей. Набор финансовых переменных включает изменение долгосрочных ставок, доходности акций и цен на жильё, кредитный рост, межбанковские спреды и другие.

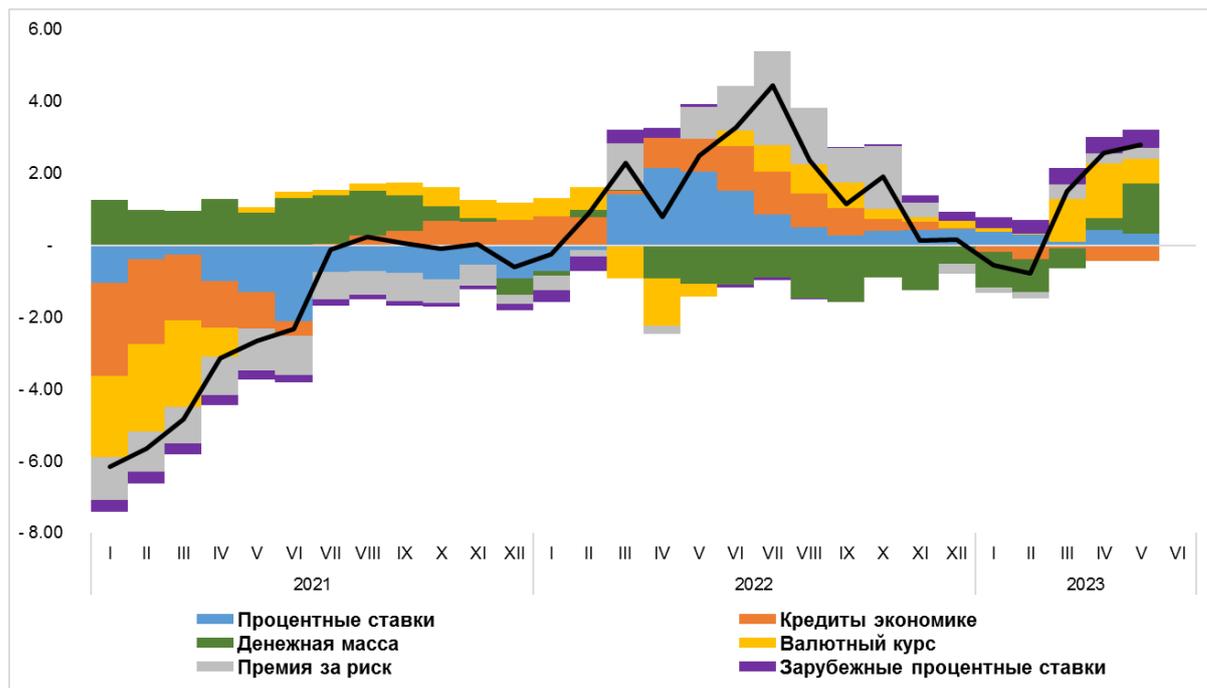
С учётом актуальности и необходимости мониторинга общего направления финансовых условий для экономики Узбекистана также рассчитан аналогичный индекс финансовых условий (рис. 1).

Индекс включает 10 основных компонентов, составляющих 6 широких категорий: процентные ставки, кредитование, денежная масса, валютный курс, риск премии страны и зарубежные процентные ставки. Данные представлены в виде стандартных отклонений от их средних значений с 2021 года.

Положительные значения индекса говорят о том, что финансовые условия являются более «жесткими» (ограничительными), а **отрицательные значения** отражают относительно «мягкие» (стимулирующие) условия.

В период пандемии и последующего восстановления которые постепенно начали переходить на ограничительную позицию с нормализацией ситуации в стране, что позволило минимизировать влияние монетарных факторов на инфляцию во второй половине 2021 года..

Рис.1. Индекс финансовых условий для Узбекистана



Источник: расчёты Центрального банка.

В 2022 году, для минимизации воздействия внешнеэкономических шоков и складывающейся геополитической конъюнктуры на экономику, основная ставка Центрального банка была повышена до 17% годовых, с последующим ее снижением на фоне улучшения внешних условий. Это стало важным фактором, сформировавшим финансовые условия в стране.

В тоже время ужесточение глобальных монетарных условий на фоне отклонения инфляции большинства стран от целевых параметров несколько затруднило привлечение внешних финансовых ресурсов за счёт роста риск премии страны.

При этом, резкий рост денежных переводов в страну в прошлом году (в 2,1 раза), и использование этих средств населением на потребление, в частности, путём продажи банкам поступившей иностранной валюты, явился одним из основных факторов, смягчивших финансовые условия, что отразилось в росте денежной массы.

Несмотря на формирование относительно жёстких финансовых условий с начала текущего года, темпы кредитования населения оказались выше среднего.

Формирование положительного разрыва между фактическим показателем отношения кредитного роста к росту ВВП и его потенциальным уровнем, а также опережение роста кредитования физических лиц по сравнению с ростом их совокупных доходов свидетельствуют об увеличении долговой нагрузки в экономике (рис.2).

При этом за счёт высоких темпов кредитования, наблюдавшихся в предыдущие годы, увеличилось соотношение кредитов к ВВП, а в последние 2 года в результате нормализации роста кредитных вложений, потенциальный уровень этого показателя продемонстрировал понижающую динамику, и

приблизился к 1 ед. В дальнейшем ожидается, что соотношение кредитов к ВВП будет колебаться вокруг потенциального уровня в 1 единицу, что означает, что рост кредитов будет соответствовать росту номинального ВВП.

Увеличение показателя роста кредитов физическим лицам к росту их совокупных доходов в будущем может отразиться на качестве кредитного портфеля банковской системы (рис.3). Это, в свою очередь, потребует усиления мер макропруденциальной политики.

Рис.2. Отклонение соотношения кредитов к ВВП от долгосрочного тренда

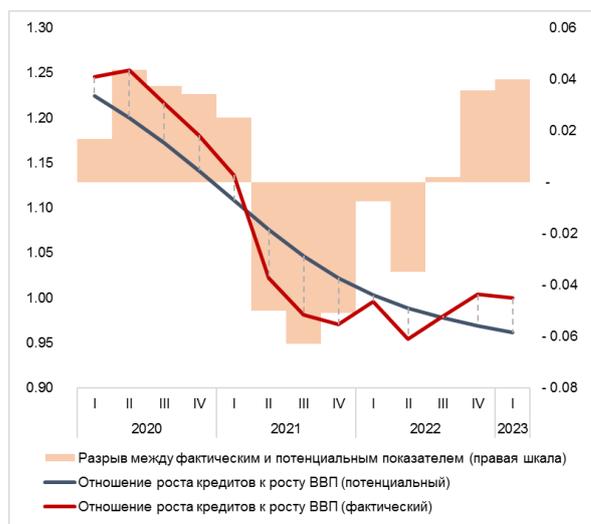
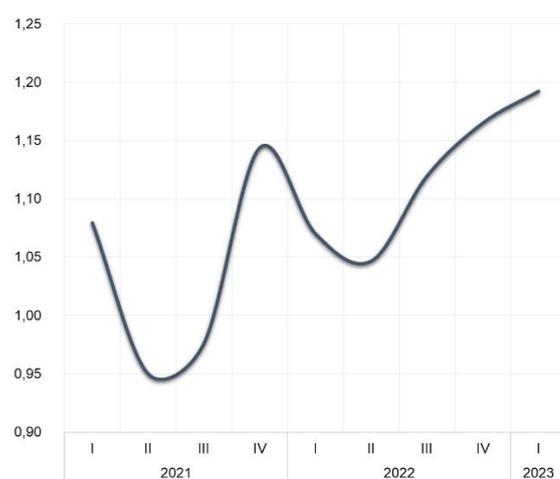


Рис.3. Отношение роста кредитов физическим лицам к росту совокупных доходов населения



Источник: расчёты Центрального банка.

Продолжение умеренно жёсткой денежно-кредитной политики и ужесточения внешних финансовых условий, сохранение страновой риск премии на высоком уровне и укрепление реального эффективного обменного курса служат формированию относительно жёстких финансовых условий в стране с начала года.

При сохранении до конца года текущей динамики вышеуказанных финансовых переменных, в экономике ожидается относительно стабильная финансовая конъюнктура.

Ожидаемое снижение и стабилизация инфляции в среднесрочной перспективе послужит соответствующему снижению процентных ставок в экономике и формированию нейтральных финансовых условий.

V. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ НА СРЕДНЕСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ

5.1. Ожидаемые внутренние макроэкономические процессы

Среднесрочные прогнозы макроэкономического развития страны были пересмотрены Центральным банком исходя из поступивших по итогам первого полугодия текущего года статистических данных, а также с учётом уровня валового спроса и предложения в экономике, бюджетных расходов, состояния экономик стран – основных торговых партнёров, мировых цен на основные экспортно-импортные товары.

По прогнозам, к концу текущего года **реальный рост ВВП** ожидается на уровне **5-6%** (рис.5.1.1).

Рис.5.1.1. Прогноз роста реального ВВП, (в %)

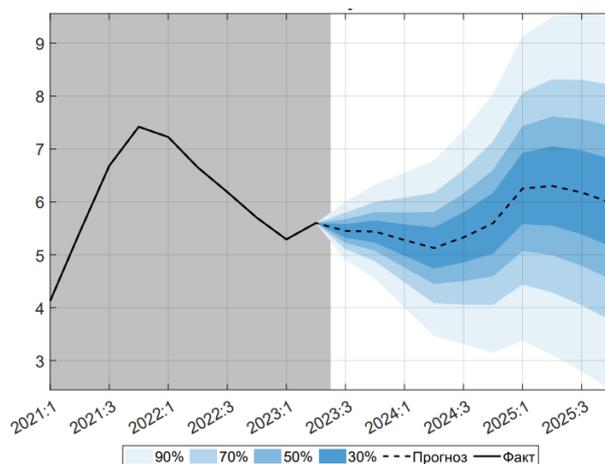
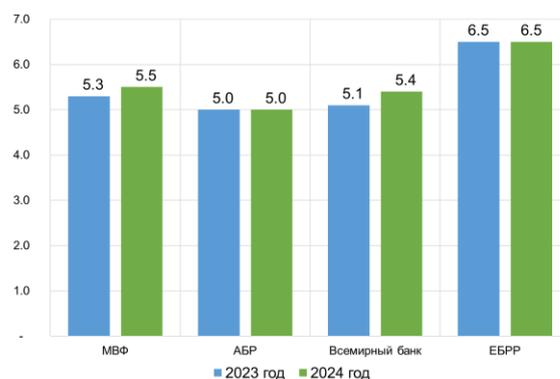


Рис.5.1.2. Прогнозы международных организаций по росту ВВП, (в %)



Источник: Центральный банк.

Источник: Центральный банк.

Международные финансовые организации также обновили свои прогнозы по экономическому росту стран с учетом текущих экономических условий. В частности, согласно прогнозам Всемирного банка от июня 2023 года, экономика Узбекистана вырастет на **5,1%** в 2023 году и на **5,4%** в 2024 году (рис.5.1.2).

В этом году рост доходов населения, активность в сфере услуг, фискальные стимулы и высокие темпы роста кредитования, послужат одними из основных факторов, поддерживающих экономический рост.

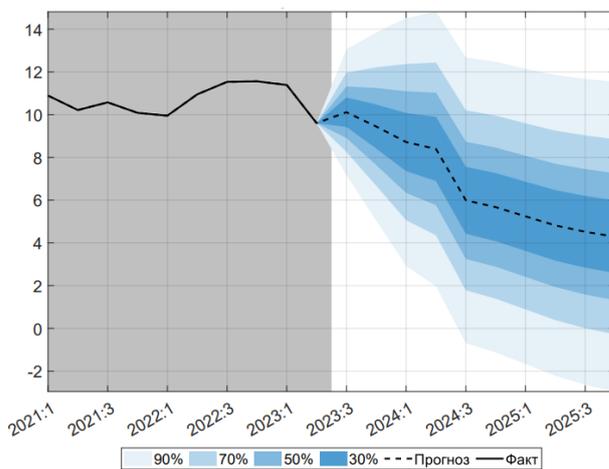
В 2023 году внешняя торговля будет стабильной, объем экспорта (без золота) вырастет на **10-15%**, а объем импорта - на **12-17%**.

5.2. Прогнозы инфляции и меры денежно-кредитной политики

В I полугодии 2023 года внешняя инфляционная среда улучшилась, а инфляционные эффекты через стоимость импорта снизились. Однако высокие бюджетные расходы, рост реальных доходов населения во всех секторах и высокие темпы роста розничного кредитования будут основными драйверами потребительского спроса во втором полугодии.

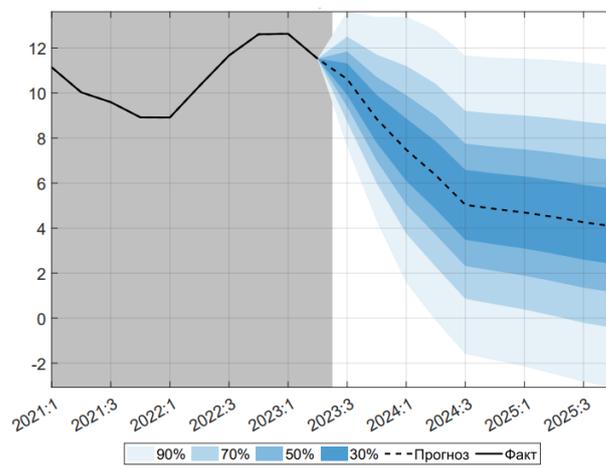
В свою очередь, неполное устранение проблем с поставками продовольственных товаров, а также высокий потребительский спрос в экономике отражаются в инфляции основных продуктов питания и услуг.

Рис.5.2.1. Прогноз общей инфляции, (в %)



Источник: Центральный банк.

Рис.5.2.2. Прогноз базовой инфляции, (в %)



Источник: Центральный банк.

Кроме того, на фоне серьезного дефицита воды в регионе, возможны сильные колебания цен на фрукты и овощи.

Согласно базовому сценарию прогноза, представленному в «Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2023 и 2024-2025 годы», инфляция к концу года ожидается на уровне **8,5-9,5%** (рис.5.2.1).

В свою очередь, устойчивое формирование общей инфляции в диапазоне 8,5-9,5% потребует **снижения базовой инфляции до 7,5-8,5%** к концу года (рис.5.2.2).

Более медленное, чем ожидалось, снижение базовой инфляции и увеличивающийся разрыв с общей инфляцией усиливают опасения по поводу долгосрочного сохранения инфляционного давления. Он

показывает, что денежно-кредитные условия должны оставаться «умеренно жесткими» в течение более длительного срока.

Исходя из этого и необходимости обеспечения положительных реальных процентных ставок на денежном рынке, на уровне не ниже 3-4% (положительная разница в 1-1,5 п.п. по сравнению с нейтральной процентной ставкой) ЦБ до конца года сохранит текущие денежно-кредитные условия. В случае снижении уровня инфляции могут быть приняты решения о снижении номинальных ставок.

Однако, в случае значительного усиления инфляционного давления, вследствие внешних факторов, или внутренних экономических шоков, будут приняты меры по дальнейшему ужесточению денежно-кредитных условий. В базовом сценарии макроэкономического развития вероятность таких инфляционных рисков низка.

Вставка 9.

Проинфляционные факторы**Внутренние:**

Расходы бюджета, которые в первом полугодии 2023 года оказались выше ожидаемых.

Рост реальной заработной платы во всех секторах в условиях более медленной адаптации предложения к спросу.

Высокие темпы роста розничных кредитов, что может стать одним из основных драйверов потребительского спроса.

Дефицит воды в регионе может привести к увеличению себестоимости производства сельскохозяйственной продукции (зерна, плодоовощной продукции, продукции животноводства).

Внешние:

Сохранение высокого инфляционного давления в мировой экономике.

Высокая неопределенность относительно продолжительности сохранения предложения импортных продовольственных (в частности, пшеницы, сахара, растительного масла).

Истечение срока действия и непродление «зерновой сделки» и последствия для мировых цен на основные продовольственные товары.

Эффекты глобального потепления и климатического явления «Эль-Ниньо» на текущие и будущие урожаи основных видов продовольствия и его предложения на мировом рынке.

© Центральный Банк Республики Узбекистан, 2023

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