



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

# ОБЗОР ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

за I квартал 2020 года

Ташкент 2020 г.

## Содержание

<b>Резюме .....</b>	<b>3</b>
<b>I. Прогнозы развития экономики .....</b>	<b>7</b>
<b>II. Внешние и внутренние экономические условия.....</b>	<b>12</b>
Внешние экономические условия.....	12
Внешнеторговые операции.....	14
Валютный курс.....	15
Внутренние экономические условия .....	17
Индикаторы экономической активности.....	17
Экономический рост .....	18
Врезка. Восстановление экономики пост пандемический (эпидемический) период: Краткий обзор мирового опыта .....	20
<b>III. Инфляция и инфляционные ожидания .....</b>	<b>22</b>
Дефлятор ВВП.....	22
Индекс потребительских цен .....	23
Базовая инфляция .....	26
Инфляционные ожидания.....	27
<b>IV. Денежно-кредитные условия .....</b>	<b>29</b>
Денежно-кредитные операции.....	29
Денежный рынок.....	31
Денежная масса и депозиты.....	33
Процентные ставки.....	35
Динамика кредитов.....	37

## Резюме

Решением Правления Центрального банка от 14 апреля 2020 года основная ставка была снижена на 1 процентный пункт и установлена на уровне 15% годовых.

Данное решение принято с учетом пересмотра прогноза инфляции в сторону понижения на фоне замедления экономической активности в условиях сокращения внешнего и внутреннего спроса.

Следует отметить, что из-за введения ограничительных мер, связанных с карантином, в третьей декаде марта наблюдалось расхождение между спросом и предложением на ряд товаров народного потребления, в том числе на базовые продовольственные товары и медикаменты. В результате адаптации сферы розничной торговли к условиям карантина, цены на данные виды товаров повысились. Ожидается, что по мере снятия мер карантина влияние данного эффекта на уровень цен будет постепенно исчерпываться.

Согласно обновленным прогнозам, учитывая ослабление со второго квартала и до конца 2020 года факторов спроса, и как следствие, снижение давления на инфляцию, к концу 2020 года уровень инфляции в стране дополнительно снизится на 1 процентный пункт относительно первоначальных оценок (12-13,5%) и составит 11-12,5%.

На прошлом заседании Правления (от 5 марта т.г.) основная ставка была оставлена без изменений, ввиду сохранения неопределенностей, связанных с либерализацией регулируемых цен и возможным воздействием пандемии коронавируса на инфляцию через факторы предложения.

Впоследствии, реформы по либерализации регулируемых цен были отсрочены, а влияние пандемии коронавируса на инфляцию в текущих экономических условиях в большей степени проявляется со стороны факторов спроса, и влияние данных факторов на рост цен в дальнейшем будет носить понижательный характер.

**Экономическая активность.** Начиная с марта текущего года, в мире и странах - основных торговых партнерах Узбекистана, в результате усиления мер по борьбе с распространением коронавирусной инфекции и падения цен на нефть, наблюдается замедление экономического роста.

Снижение экономической активности, в свою очередь, приводит к значительному уменьшению доходов населения и сокращению внутреннего спроса.

Падение деловой активности, в первую очередь, отразилось на количестве транзакций, осуществляемых через банковскую систему, а также на объемах сделок, проводимых через Узбекскую республиканскую товарно-сырьевую биржу.

Со снятием ограничительных мер экономическая активность будет возвращаться к докризисным уровням постепенно, на достижение которых потребуется некоторое время.

Наряду с этим, прослеживается определенная тенденция снижения активности кредитования в экономике. В январе-апреле 2020 года темпы прироста остатка кредитов в экономику, выданных коммерческими банками, замедлились на 3,5 п.п. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, и составили 7%.

Банками пролонгированы сроки платежей по 75% кредитов физических и 58% юридических лиц, по которым наступили сроки оплаты. Это, в свою очередь, приводит к определенному снижению возможностей банковского кредитования в результате сокращения притока денежных средств в банки.

**Инфляция и инфляционные ожидания.** Уровень инфляции в I квартале т.г. снижался быстрее первоначальных прогнозных показателей, и в марте текущего года годовая инфляция составила 13,6%.

Рост потребительских цен в первом квартале 2020 года замедлился на 1,5 п.п. по сравнению с соответствующим периодом прошлого года и составил 2,8%, что на 0,5 п.п. ниже предварительного прогноза.

Это, в основном, объясняется неизменностью некоторых регулируемых цен на протяжении данного периода времени, а также замедлением базовой инфляции за счет умеренно-жесткой фискальной и денежно-кредитной политики.

Вместе с тем, согласно наблюдениям, в первой половине апреля т.г., в связи с удорожанием некоторых базовых продовольственных продуктов питания, уровень ощущаемой инфляции вырос.

По нашей оценке, рост цен базовых продуктов носит кратковременный характер и увеличивает показатели месячной

инфляции. С постепенным ослаблением карантинных мер и насыщением рынков новым урожаем плодоовощной продукции, цены данной группы товаров в предстоящих месяцах стабилизируются.

В апреле текущего года произошла коррекция обменного курса сума по отношению к доллару, главным образом, под влиянием внешних факторов. Это, в определенной степени, может оказать воздействие на уровень импортных цен. При этом ограниченный спрос на импортные непродовольственные товары будет нивелировать влияние данного фактора в течение карантинного и восстановительного периода.

**Инфляционные ожидания** населения в марте остались неизменными на уровне 15,5%. Дальнейшее снижение инфляции в экономике, особенно ощущаемой инфляции, и смягчение карантинных ограничений, в свою очередь, поспособствует снижению инфляционных ожиданий.

**Денежно-кредитные условия.** В январе-апреле 2020 года уровень ликвидности в банковской системе формировался под влиянием денежно-кредитных операций, проводимых Центральным банком, и был достаточным для обеспечения стабильности банковской системы.

Использование денежных операций, как для предоставления ликвидности, так и для абсорбирования избыточной ликвидности у коммерческих банков, послужило умеренному перераспределению ликвидности в банковской системе, и формированию процентных ставок денежного рынка вблизи основной ставки Центрального банка.

Средневзвешенная процентная ставка на денежном рынке в первом квартале текущего года составила 15,6%, а за прошедший период апреля – 16,6%.

За январь-апрель 2020 года остаток срочных депозитов населения в национальной валюте увеличился на 10%.

В период карантина наблюдается рост остатков средств на пластиковых картах физических лиц. За апрель средства на пластиковых картах увеличились на 26%.

В феврале и марте основная часть спроса со стороны коммерческих банков наблюдалась на депозитные инструменты Центрального банка, а, начиная с апреля произошли значительные изменения, и спрос формируется, в основном, на инструменты по предоставлению банкам ликвидности.

Объем операций по обеспечению банков ликвидностью в форме аукционов в апреле вырос на 23% по сравнению с мартом, а в форме овернайт - более чем в 3 раза.

**Неопределенность и риски.** Сохраняется неопределенность в отношении степени и продолжительности воздействия пандемии коронавируса на экономику.

Ожидается, что на фоне ухудшения внешних экономических условий объем трансграничных денежных переводов, поступающих в страну, к концу года значительно сократится по сравнению с прошлым годом.

При этом, Центральный банк продолжит углубленное изучение характера факторов и рисков инфляции под влиянием внешних и внутренних условий и будет принимать соответствующие решения по основной ставке исходя из формирования прогнозной динамики инфляции.

## I. Прогнозы развития экономики

В 2020 году экономики стран – основных торговых партнеров Узбекистана, и мировая экономика в целом, переживают очень сложные времена. Начиная со второй половины марта т.г. в стране наблюдается снижение экономической активности, падение внутреннего и внешнего спроса.

Необходимо отметить что, в условиях высокой неопределенности относительно масштабов и продолжительности кризисной ситуации, обновленные прогнозы вырабатывались на основе текущей динамики макроэкономических показателей, при этом в большей степени на базе экспертных суждений специалистов касательно будущих тенденций.

Более затяжные сроки нормализации ситуации могут привести к дальнейшему ухудшению финансово-экономических показателей и их отклонению от прогнозных параметров.

По мере снижения неопределенностей и формирования прочных основ для выработки долгосрочных прогнозов, оценочные показатели будут корректироваться. Пересмотр основных макроэкономических показателей исходит из предпосылок о замедлении экономической активности как внутри страны, так и в основных торговых партнерах Узбекистана, снижении цен на основные экспортные товары, а также сокращении внутреннего инвестиционного и потребительского спроса в экономике и совокупных доходов населения.

### Прогноз основных макроэкономических показателей (прирост в % к предыдущему году)

Показатели	2019	2020	
	факт	первоначальный прогноз	обновленный прогноз
Реальный ВВП	5,6	5,2-5,5	1,5-2,5
Годовая инфляция	15,2	12-13,5	11-12,5
Расходы на конечное потребление	6,6	2,8	-1,4
Трансграничные переводы	19	10	(-30) – (-35)
Валовое накопление основного капитала	33,9	10	6,4
Остаток кредитов в экономику	54,8	20-25	18-22

Источник: Расчеты Центрального банка

Согласно предварительным оценкам Центрального банка, ожидается замедление темпов роста валового внутреннего продукта (ВВП) до 1,5-2,5%.

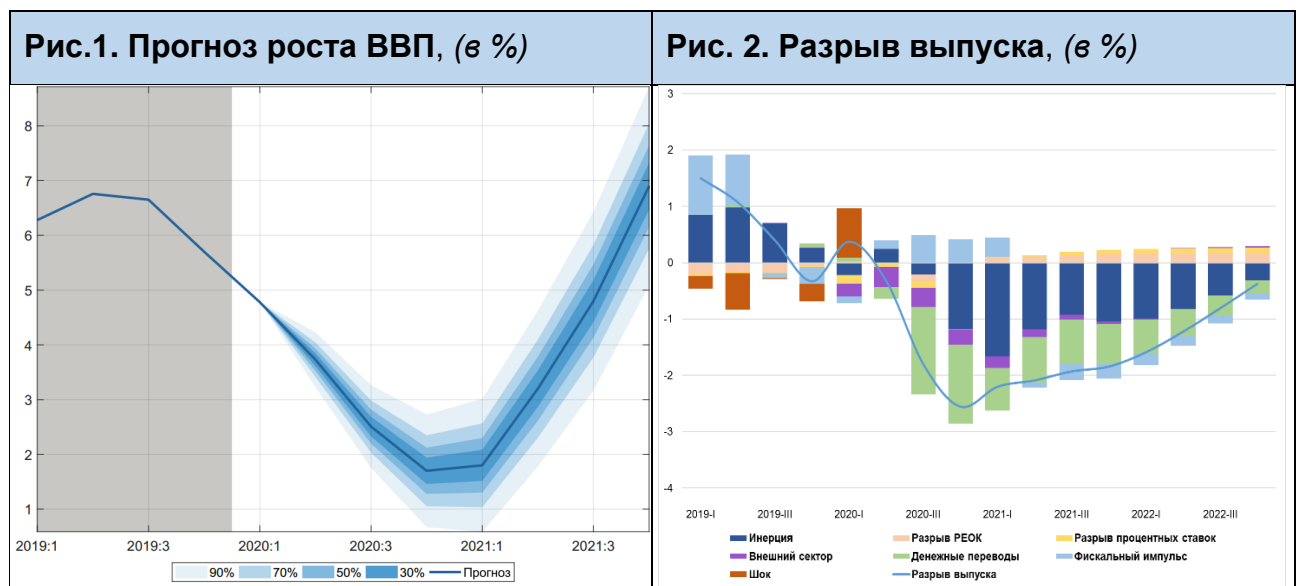
Наиболее значительное замедление роста прогнозируется в отраслях туризма, гостиничного бизнеса, международных перевозок, развлечений, спорта, эксклюзивных услуг и др.

Текущие расчеты показывают, что в 2020 году расходы на конечное потребление могут снизиться на 1,4%, а темпы роста валового накопления основного капитала замедлятся с 34% в 2019 году до 6,4% в 2020 году.

Вместе с тем, рост цен на золото и увеличение объемов экспорта плодоовощной продукции окажут положительное влияние на доходы государственного бюджета и субъектов предпринимательства, и в определённой степени нивелируют эффекты сокращения налоговых поступлений.

Создание антикризисного фонда и его пополнение в том числе за счет привлечения средств международных финансовых институтов, а также аккумулирование средств в специальных фондах с их дальнейшим направлением для оказания помощи той части населения, что потеряла доходы в период карантина, будут способствовать сглаживанию отрицательных последствий от пандемии.

Согласно расчетам, в течение 2020 года ожидается расширение отрицательного разрыва выпуска до -2,5%, то есть, более медленный рост фактического выпуска по сравнению с потенциальным. Отрицательный разрыв выпуска будет сохраняться и в 2021 году.

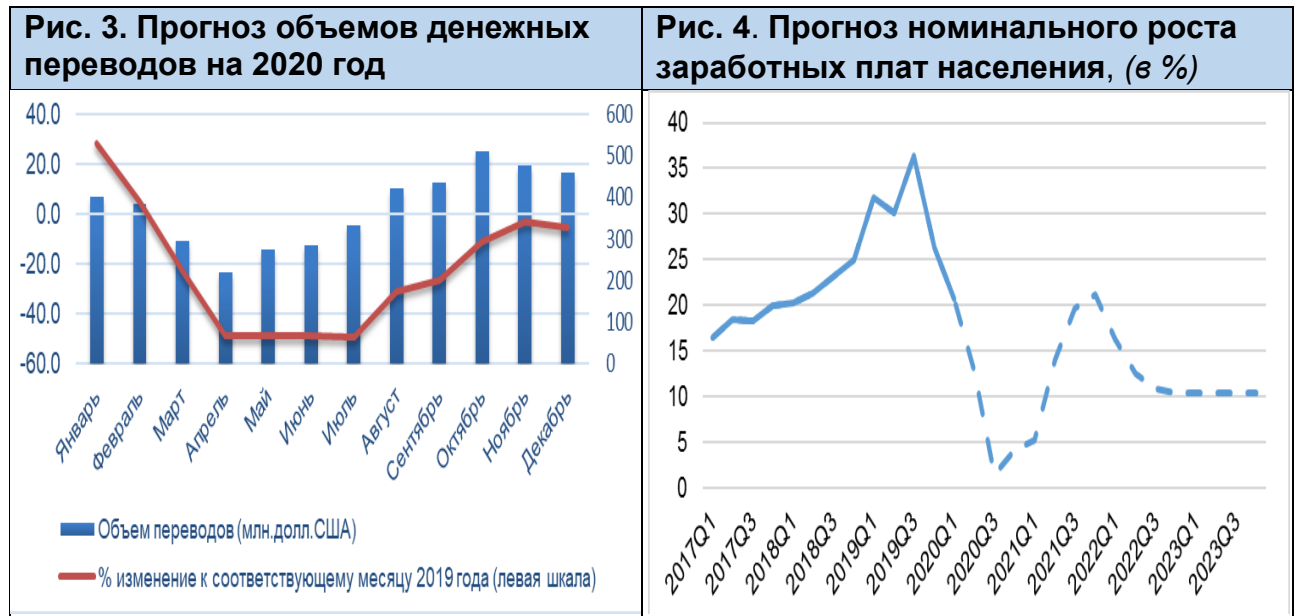


Источник: Расчеты Центрального банка



Понижение экономической активности в странах – основных торговых партнерах негативно скажется на объемах валютных потоков в Узбекистан.

По расчетам Центрального банка, негативное влияние внешних экономических условий на сокращение денежных переводов в Узбекистан в полной мере начнет проявляться со II квартала 2020 года, и их объемы будут ниже прошлогодних показателей до конца текущего года.



Источник: Расчеты Центрального банка

По предварительным оценкам, объем трансграничных денежных переводов сократится на 30-35% по сравнению с прошлым годом. При этом падение денежных переводов в апреле-июле (месяц к месяцу аналогичного периода прошлого года) может составить до 50%, с последующим постепенным восстановлением.

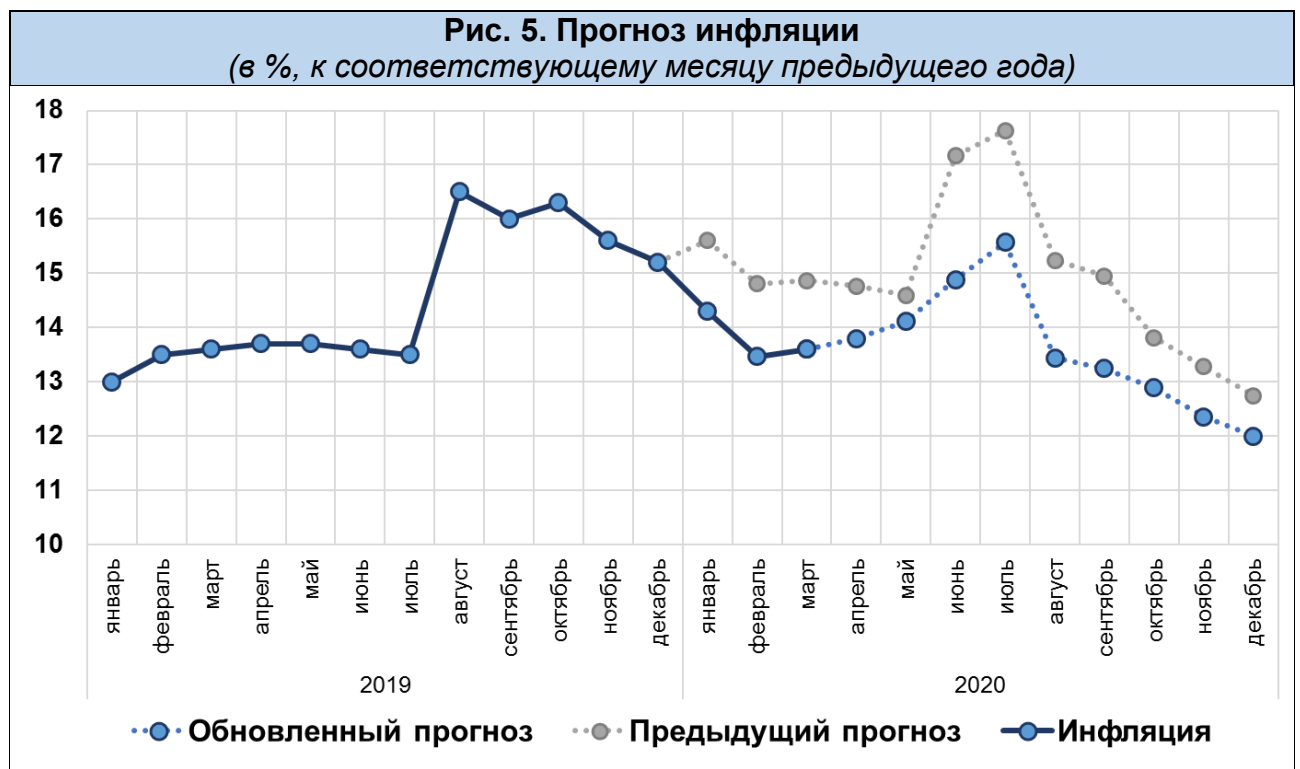
Снижение внешнего спроса и падение цен на сырье на мировых рынках отразится в нисходящем тренде по экспортным операциям. Так, сокращение объемов экспорта оценивается в пределах 11-12% по сравнению с 2019 годом. Падение экспорта, в основном, ожидается в секторе энергоносителей, цветных металлов и продукции из них, а также в сфере туристических услуг. При этом рост цен на золото в определенной степени будет оказывать компенсирующий эффект.

Кроме того, снижающаяся динамика внутреннего инвестиционного и потребительского спроса и кратковременный срыв в глобальных цепочках поставок приведет к сокращению спроса на импорт товаров и услуг до 10%. В основном, ожидается сокращение импорта машин и оборудования, строительных материалов, черных металлов и продукции из них и услуг.

В результате, согласно оценкам, дефицит счета текущих операций платежного баланса в 2020 году увеличится с 7,2% к ВВП в 2019 году до 9,5-9,8% к ВВП. Финансирование данного дефицита путем обеспечения достаточного объема валютных поступлений (привлечения внешних кредитов, прямых иностранных инвестиций или использования золотовалютных резервов) имеет важное значение для поддержания макроэкономической стабильности в стране.

Вышеперечисленные факторы в значительной степени повлияют на бюджетные поступления и, соответственно, на общий фискальный баланс. К концу 2020 года ожидается увеличение дефицита общего фискального баланса до 3,5-4,5% к ВВП.

Принимая во внимание ряд факторов, в том числе ослабление давления на инфляцию со стороны факторов спроса, базовый прогноз инфляции к концу 2020 года пересмотрен в сторону понижения на 1 п.п. относительно первоначальных оценок (12-13, 5 %) и составляет 11-12,5%.



Источник: Расчеты Центрального банка

При разработке обновленных прогнозов инфляции учитывались следующие факторы:

Во-первых, снижение внешней и внутренней экономической активности сказывается на доходах населения, что приводит к значительному сокращению спроса на товары и услуги, которые не являются товарами первой необходимости.

Во-вторых, нулевые ставки таможенных пошлин и акцизного налога на импорт ряда основных потребительских товаров и сырья для них, установление до 31 декабря 2020 года, предотвратят резкий рост цен на товары, пользующиеся высоким спросом в период карантина.

В-третьих, в результате приостановки следующего этапа повышения цен на энергоносители в рамках реформ по либерализации цен в этом году, этот фактор не окажет повышательного влияния на инфляцию.

В-четвертых, динамика роста цен на определенные продукты питания и потребительские товары первой необходимости в условиях карантина носит временный характер. Насыщение рынков данными товарами в результате сбора нового урожая сельскохозяйственной продукции в последующие месяцы, а также меры, предпринимаемые Правительством для обеспечения продовольственной безопасности, будут служить стабилизации цен на данную группу товаров.

В вопросе обеспечения рынков жизненно важными потребительскими товарами и недопущения резкого роста цен Правительством принимаются системные меры по налаживанию цепочек поставок и стимулированию предложения товаров на внутреннем рынке. Кроме того, эффективная координация действий с соседними странами по обеспечению непрерывного товарооборота и логистики основных потребительских товаров нивелирует возможные скачки цен на основную группу этих товаров.

Кроме того, вышеперечисленные факторы снижения инфляции, помогут смягчить негативное влияние девальвации национальной валюты на внутренние цены.

В свою очередь, интервенции Центрального банка на внутреннем валютном рынке, основанные на принципе нейтральности золотовалютных резервов, будут проводиться без влияния на фундаментальный тренд обменного курса.

## II. Внешние и внутренние экономические условия

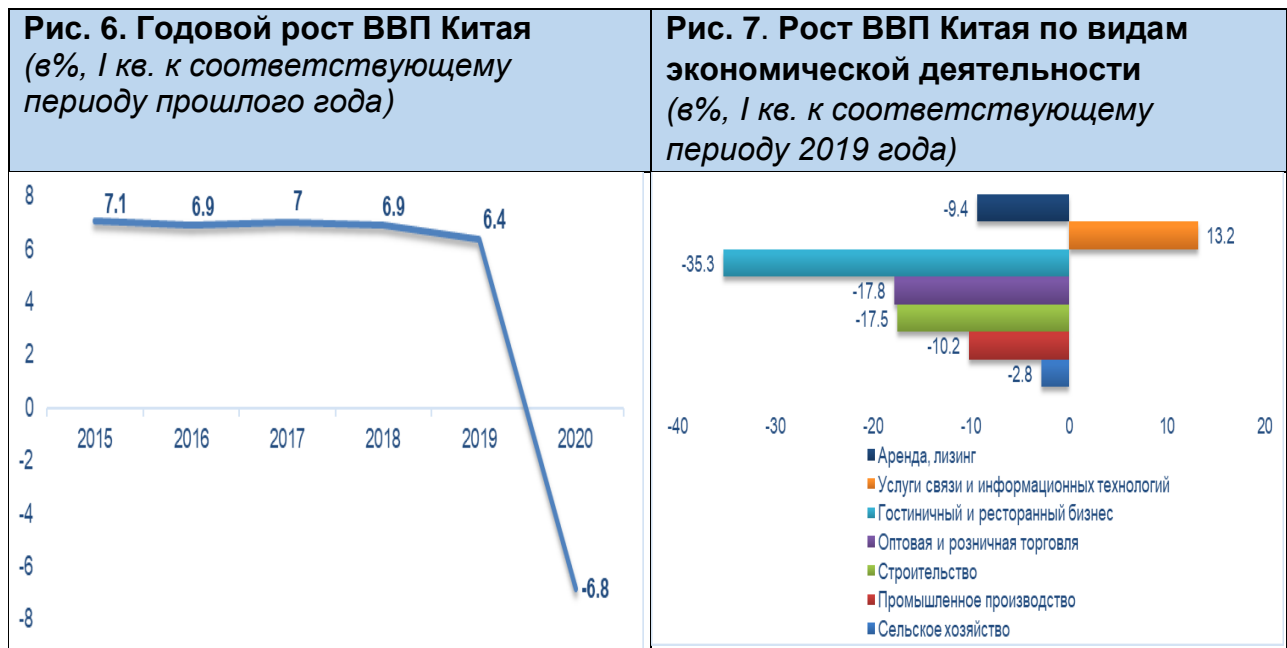
### Внешние экономические условия

В январе 2020 года МВФ прогнозировал рост мирового ВВП на уровне 3,3% с учетом ожидаемого улучшения в мировой торговле, а также более динамичного роста в некоторых развивающихся странах Европы, Латинской Америки, Ближнего Востока и Азии.

Однако начавшаяся в конце 2019 года пандемия коронавируса внесла свои коррективы в январские прогнозы и нанесла серьезный удар по мировому производству, международной торговле и ценам на сырье.

Так, в Китае, на долю которого приходится четверть всего мирового производства и от которого зависят многие страны, вовлеченные в глобальные цепочки поставок, рост экономики в I квартале 2020 года в годовом выражении упал на 6,8% (Рис. 6.), а в квартальном – на 9,8%.

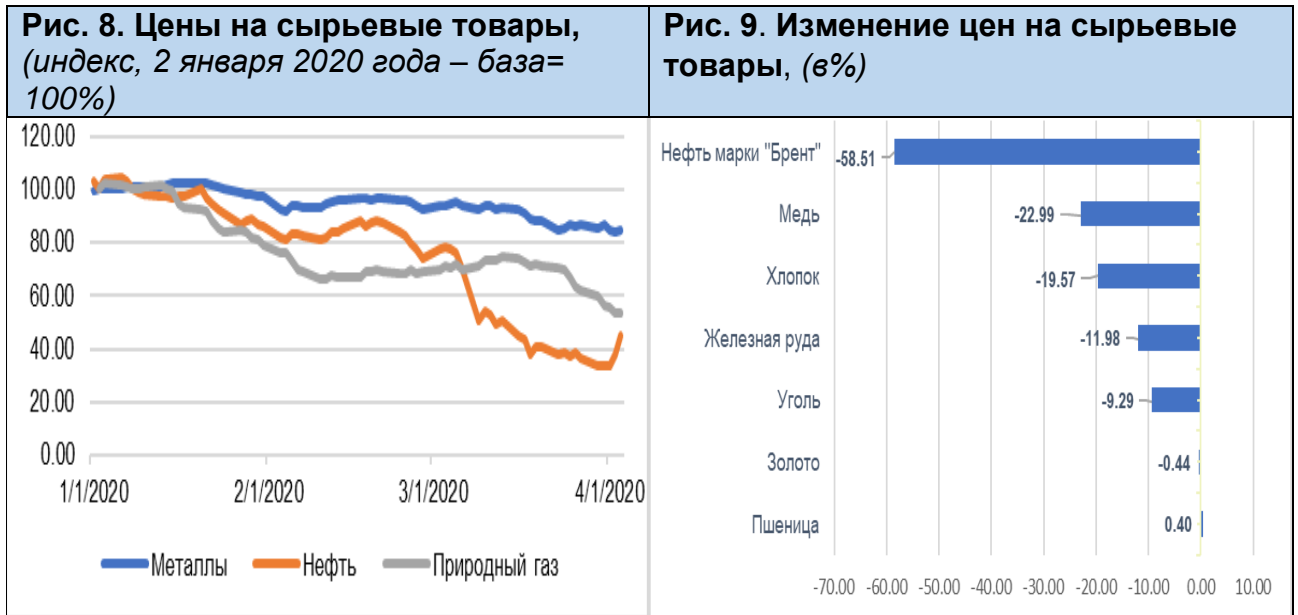
При этом основными пострадавшими отраслями оказались гостиничный и ресторанный бизнес, оптовая и розничная торговля, строительство и промышленное производство (Рис. 7.).



Источник: Национальное бюро статистики КНР, расчеты Центрального банка

Подобное снижение экономической активности в Китае и, в целом, в мире, в первую очередь, отразилось на ценах основных экспортных сырьевых товаров Узбекистана – природного газа, меди, хлопка, железной руды, угля, цветных металлов, за исключением золота (Рис. 8.).

Так, в период с января по апрель цена природного газа снизилась на 38%, базовых металлов, в которые входит также медь – на 15%, нефти – почти на 65% (Рис.9.).



Источник: Интернет ресурс Блумберг

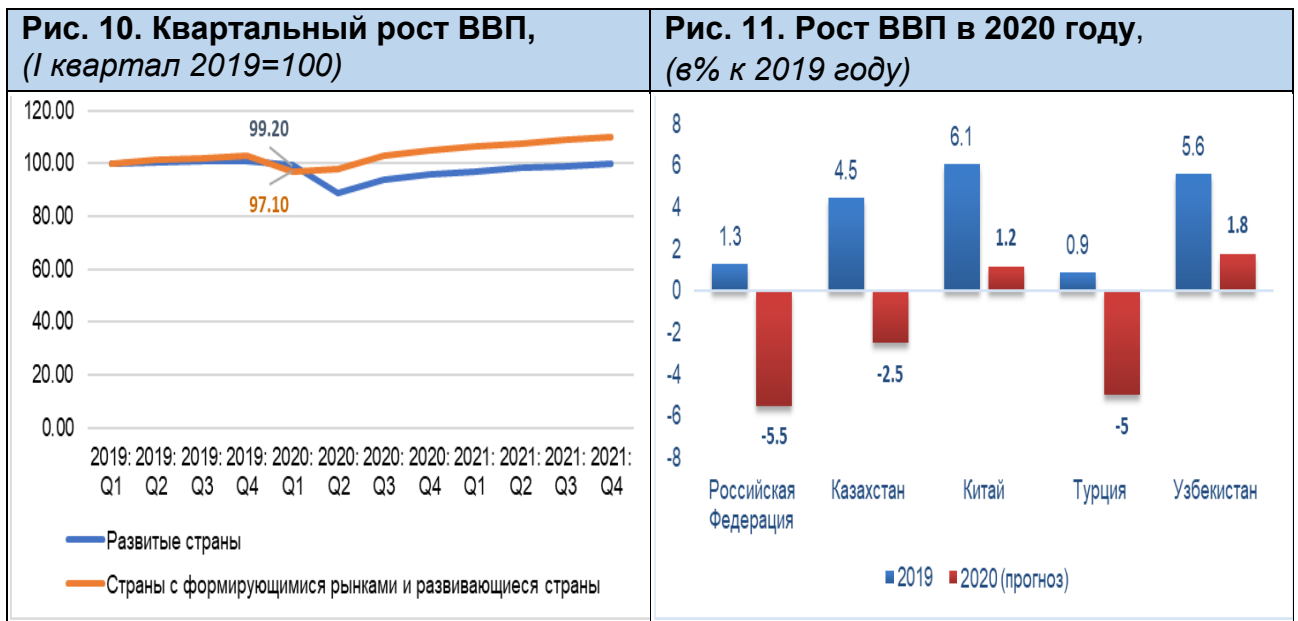
По мере того, как пандемия набирает обороты к ней добавился фактор срыва в марте т.г. договоренности о сокращении добычи нефти членами ОПЕК+<sup>1</sup>. В результате, произошло обрушение рынка нефти, и в марте «черное золото» подешевело почти на 30%, установив к концу марта рекордно низкие значения у отметки 20 долларов за баррель.

Повсеместное резкое снижение активности привело к тому, что по итогам I квартала падение роста ВВП ожидается как среди развитых, так и среди стран с формирующимися рынками и развивающихся стран (Рис. 10.).

Согласно апрельским прогнозам МВФ, в 2020 году мировая экономика впервые с момента глобального финансово-экономического кризиса 2007-2008 годов окажется в зоне отрицательного роста и зафиксирует сильнейшее падение -3% со времен Великой депрессии 30-х годов.

В 2020 году прогнозируется снижение объемов ВВП основных торговых партнеров, России на уровне 5,5%, Казахстана – 2,5% и Турции – 5%, у Китая ожидается замедление роста до 1,2% (Рис. 11.).

<sup>1</sup> «Опек+» - организация стран-экспортеров нефти плюс Россия и другие страны, не входящие изначально в ОПЕК



Источник: Перспективы развития мировой экономики, МВФ апрель 2020 года

### Внешнеторговые операции

За январь-март объем внешней торговли республики сократился на 924,1 млн. долл. до 8,1 млрд. долл. Так, снижение внешнеторговой активности, в основном, объясняется сокращением в первые три месяца 2020 года оборотов с Китаем (на 17,5%), на который приходится 16,8% всей внешней торговли, Казахстаном (на 13,7%) и Республикой Корея (на 22,1%).

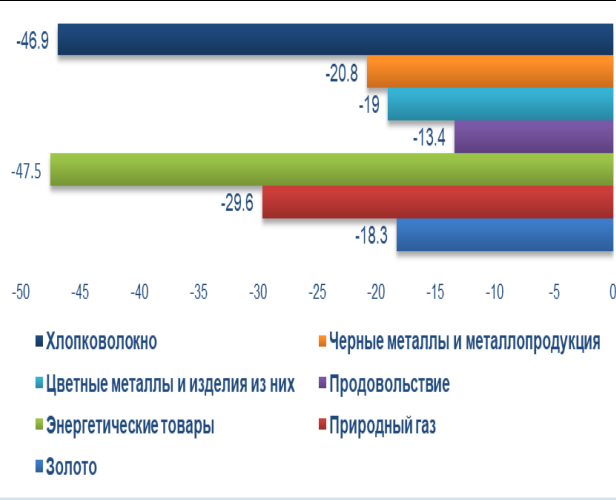
В I квартале 2020 года экспорт упал на 10,9% до 3,4 млрд. долл., что было вызвано снижением продаж природного газа (на 29,6%), хлопкового волокна (на 46,9%), цветных и черных металлов (на 19% и 20,8%, соответственно) и других товаров (Рис. 12.).

Однако рост цен на золото помог поддержать общее внешнеторговое сальдо и сократить его дефицит с 1,5 млрд. долл. до 1,4 млрд. долл. в I квартале 2020 года.

Помимо этого, на фоне ограничительных мер и закрытия странами своих границ, в I квартале произошло заметное сокращение импорта товаров и услуг – на 9,7% до 4,8 млрд. долл. В первую очередь, это отразилось на импорте оборудования и комплектующих, а также продовольственных товаров (Рис. 13).

Ожидается, что по мере снятия странами карантинных мер, в целях завершения неосуществленных торговых сделок и восполнения торговой активности, а также в процессе реализации принятых правительствами мер по поддержке экономик, произойдет существенный отскок в торговых потоках в сторону их стремительного роста в ближайшем будущем.

**Рис. 12. Экспорт по отдельным товарным позициям (в %, январь-март 2020 года к соответствующему периоду 2019 года)**



**Рис. 13. Импорт по отдельным товарным позициям (в %, январь-март 2020 года к соответствующему периоду 2019 года)**



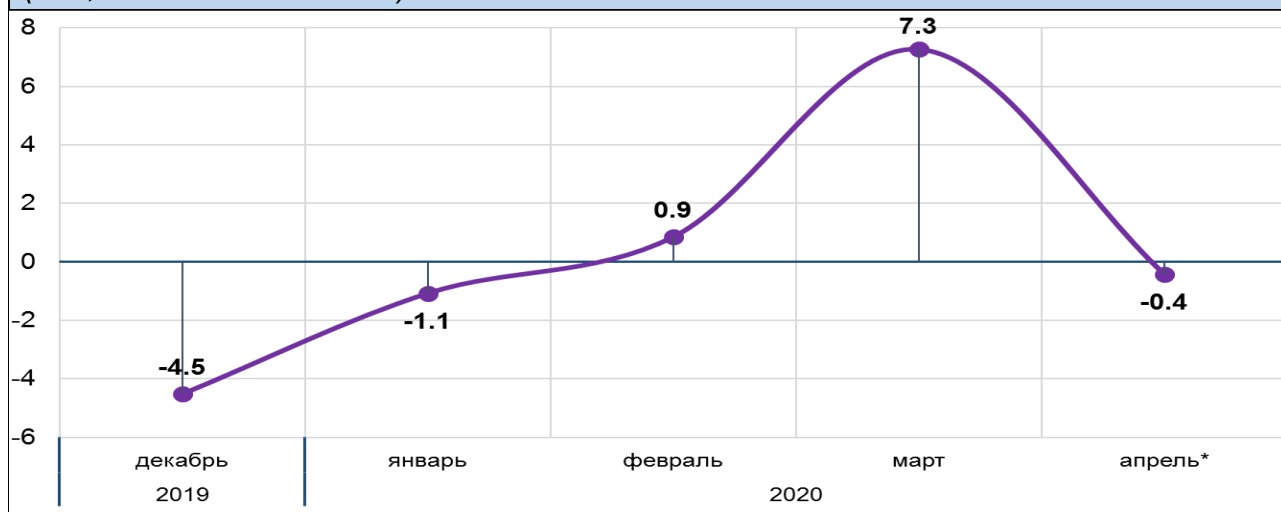
Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Госкомстата

### Валютный курс

Начиная с марта т.г., на фоне девальвации валют основных торговых партнеров и снижения цен на ключевые сырьевые товары, заметно сократился валютный приток, как со стороны экспорта, так и по денежным переводам. Однако, в то же время, в условиях низкой экономической активности в республике не наблюдается увеличение спроса на импорт.

За последние 3 недели апреля обменный курс доллара вырос в среднем на 6,7%. Это, в свою очередь, можно рассматривать в качестве определенной корректировки курса на внутреннем валютном рынке.

**Рис. 14. Изменение реального эффективного обменного курса (в %, годовое изменение)**



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Госкомстата РУ, центральных банков основных торговых партнеров, Investing.com, TradingEconomics.com.

\* Расчеты за апрель 2020 г. на основе предварительных данных.

Корректировка обменного курса сума в апреле послужила закрытию разрыва реального эффективного обменного курса валюты, возникшего в марте текущего года в результате резкой девальвации валют основных торговых партнеров (Рис. 14.).

Кроме того, начиная с апреля т.г. в динамике курсов основных торговых партнеров наблюдается относительная стабильность с некоторой укреплением.

Вместе с тем, согласно обновленным прогнозам, уровень инфляции в странах – основных торговых партнёрах будет намного выше первоначальных прогнозов.

В краткосрочной перспективе не ожидается формирование девальвационного давления на номинальный обменный курс сума со стороны фундаментальных факторов.



## Внутренние экономические условия

### Индикаторы экономической активности

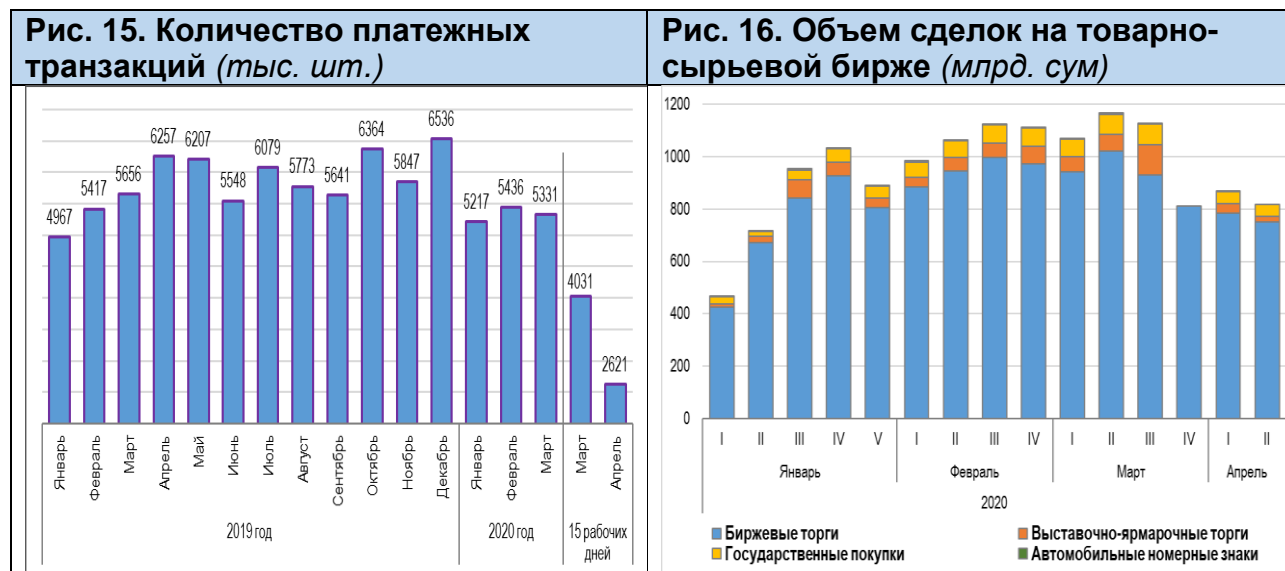
В течение I квартала наблюдался разнонаправленный тренд в экономической активности. Если в первой половине квартала отмечались положительные тенденции роста, то с марта экономическая активность начала ослабляться.

Ожидается продолжение ослабления активности также и во втором квартале текущего года. Оживление экономики, в первую очередь, будет зависеть от срока окончания карантинных мер и приспособления экономических агентов к новым условиям.

Понижение экономической активности, главным образом, отразилось на количестве транзакций, осуществляемых через банковскую систему.

В частности, количество транзакций, совершенных через межбанковскую платежную систему в марте 2020 года снизилось на 6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и на 2% по сравнению с февралем текущего года.

В первые 15 рабочих дней апреля т.г., количество операций сократилось на 35% по сравнению с соответствующим периода марта (Рис. 15.).



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Уз РТСБ.

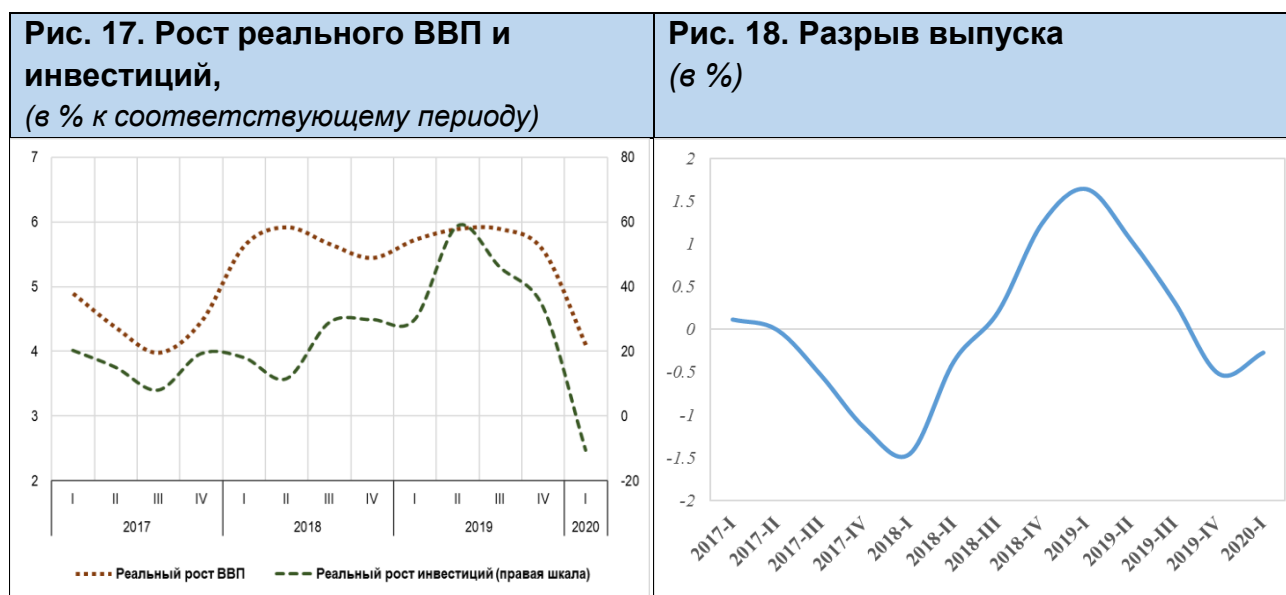
Также произошло значительное уменьшение объема сделок на Узбекской республиканской товарно-сырьевой бирже. В частности, объем покупок, совершенных в первые две недели апреля, снизился на 25% по сравнению с соответствующим периодом марта (Рис. 16.).

Значительное снижение объемов сделок приходится на последние недели марта. Начиная с середины апреля, в динамике объемов сделок намечается некоторое восстановление. Это, в свою очередь, можно охарактеризовать адаптацией экономики к новым условиям.

### Экономический рост

По предварительным данным, в I квартале 2020 года было зафиксировано замедление темпов экономического роста до **4,1%** с 5,7% в соответствующем периоде 2019 года, что было обусловлено ухудшением экономических условий, особенно к концу квартала в результате распространения пандемии коронавируса (Рис.17.).

В I квартале т.г. сохранялся отрицательный разрыв выпуска (Рис. 18.), что стало одним из факторов стабилизации цен и снижения темпов инфляции.



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Госкомстата.

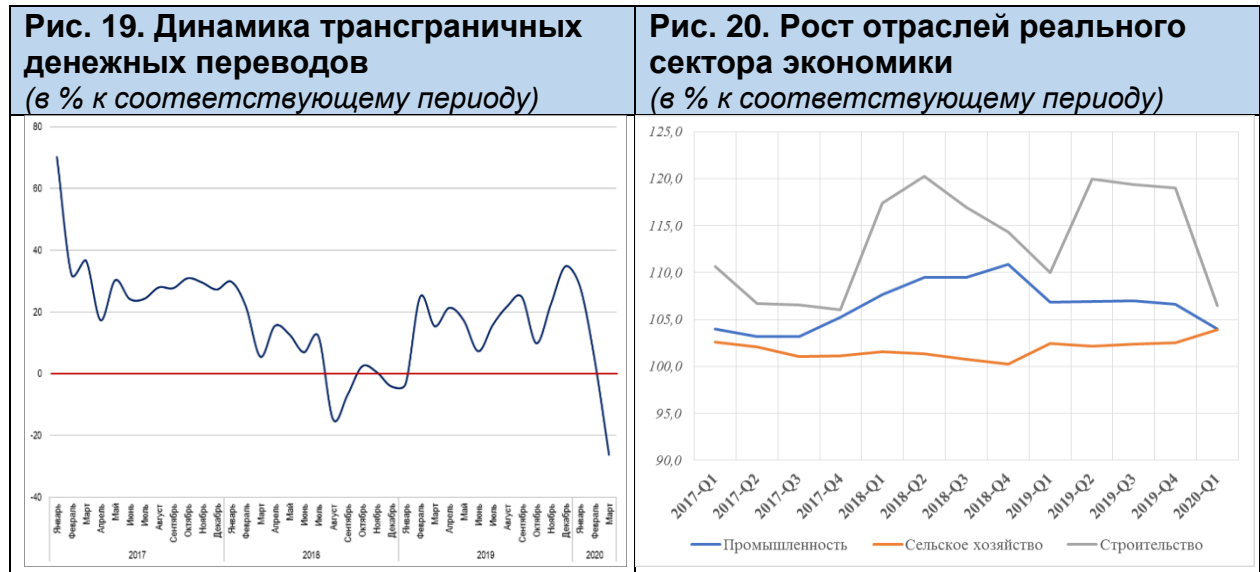
Основным фактором замедления экономического роста послужило снижение инвестиционной и потребительской активности в экономике вследствие приостановки рядов секторов экономики на фоне пандемии.

Так, в I квартале 2020 году объем инвестиций сократился на 10,2%, а темпы роста розничного товарооборота замедлились до 3,8% к соответствующему периоду прошлого года (с 5,9% по итогам I квартала 2019 года).

Одновременно снижение потребительского спроса было обусловлено значительным сокращением трансграничных денежных переводов в страну на более чем 26% в марте т.г. по сравнению с соответствующим месяцем 2019 года (Рис. 19.).

В апреле т.г. объем денежных переводов сократился на 50% по сравнению с соответствующим месяцем 2019 года. Однако при анализе еженедельных объемов переводов за апрель т.г. можно заметить определенное оживление, наблюдаемое наблюдается с третьей недели апреля.

Все вышеперечисленные факторы, в свою очередь, придали определенный импульс замедлению роста объемов производства в реальном секторе.



Источник: расчёты Центрального банка, данные Госкомстата

В результате, темпы прироста валовой добавленной стоимости (ВДС) промышленного производства за январь-март т.г. замедлились до 4,0% (6,9% в аналогичном периоде прошлого года), строительных работ до 6,5% (10,0%). В то же время, темпы прироста НДС отраслей сельского хозяйства в некоторой степени ускорились до 3,9% (2,4% в аналогичном периоде прошлого года) (Рис. 20.).

Темпы прироста НДС сферы услуг в I квартале т.г. также замедлились и составили 3,8% против 5,3% в аналогичном периоде 2019 года.

В целом, на протяжении I квартала внутренние макроэкономические условия оставались стабильными, несмотря на некоторое замедление активности, обусловленное ростом неопределённости и рисков, связанных с распространением пандемии коронавируса, введением внутренних и внешних ограничительных мер, а также ухудшением конъюнктуры на мировых рынках.

## Врезка. Восстановление экономики пост пандемический (эпидемический) период: Краткий обзор мирового опыта

Международные исследования показывают, что масштаб экономического ущерба и скорость восстановления экономики напрямую зависит от эффективности мер сдерживания распространения вирусной инфекции и срока полного устранения пандемии (эпидемии).

В частности, согласно результатам исследований, агрессивные карантинные меры, принятые в большинстве штатов США против пандемии Испанского гриппа в 1918-1919 гг. и в 2003 году во время эпидемии SARS в странах Азии, хотя привели к значительному краткосрочному экономическому спаду, но в кратчайшие сроки обеспечили устранение пандемии и создали необходимые условия для быстрого восстановления экономической активности<sup>2</sup>.

При этом, неприменение строгих карантинных мер против пандемии (эпидемии) Испанского гриппа в некоторых европейских странах и ряде штатов США, привело к затягиванию экономического кризиса, связанного с распространением вируса, и, следовательно, к более масштабным экономическим потерям.

Результаты международных исследований также показали, что после окончания карантинного периода в среднем требуется 3-12 месяцев для того, чтобы экономика, в том числе ее наиболее затронутые карантинными ограничениями отрасли вернулась к допандемическому уровню.

В частности, выявлено, что экономическая активность восстанавливается быстрее в электротехнической и легкой промышленности, в промышленности строительных материалов, сфере строительных работ, финансовых и медицинских услуг (*средний период восстановления – 2-3 месяца*);

Наряду с этим, экономическая активность восстанавливается относительно медленнее в сферах:

туризма – 5-10 месяцев (*пандемия гриппа H1N1 в Мексике в 2013 году – 5 месяцев, эпидемия MERS в Южной Корее – 6 месяцев, эпидемия SARS в Гонконге и Китае в 2003 году – 5 месяцев и 10 месяцев, соответственно*),

<sup>2</sup> Correia, S., S. Luck and E. Verner (2020). "Pandemics Depress the Economy, Public Health Interventions Do Not: Evidence from the 1918 Flu" and Keogh-Brown, M., R. Smith (2008). "The Economic Impact of SARS: How Does Reality Match the Predictions". Health Policy. Volume 88, Issue 1, October 2008, p. 110-120.

услуг и розничной торговли – 4-6 месяцев;

пассажирских перевозок – 3-7 месяцев, в том числе воздушном транспорте - 5 месяцев (*эпидемия SARS в странах Азии в 2003 году*)<sup>3</sup>.

Относительно медленнее восстановление экономической активности в этих отраслях связано с относительно поздним снятием карантинных ограничений и необходимостью некоторого времени для адаптации населения пост пандемическим условиям.

В целом, международные исследования показывают, что одним из ключевых условий минимизации негативных экономических последствий пандемии (эпидемии) и обеспечения более быстрого восстановления экономической активности является устранение пандемии (эпидемии) в возможно кратчайшие сроки за счет применения своевременных и строгих (агрессивных) карантинных мер против распространения вируса.

---

<sup>3</sup> “Comparing SARS and Coronavirus economic impact”. Daxue Research & Consulting. February 2020.  
“Economic impact of SARS: the case of Hong Kong”. January 2004. Asian Economic Papers 3(1):62-83.  
Rassy D. and Smith RD (2013). “The economic impact of H1N1 on Mexico’s tourist and pork sectors”.  
Joo H. and others (2019). “Economic impact of the 2015 MERS outbreak on the Republic of Korea’s Tourism-Related Industries”. Health Security. 2019 Mar/Apr; 17(2): 100-108.

### III. Инфляция и инфляционные ожидания

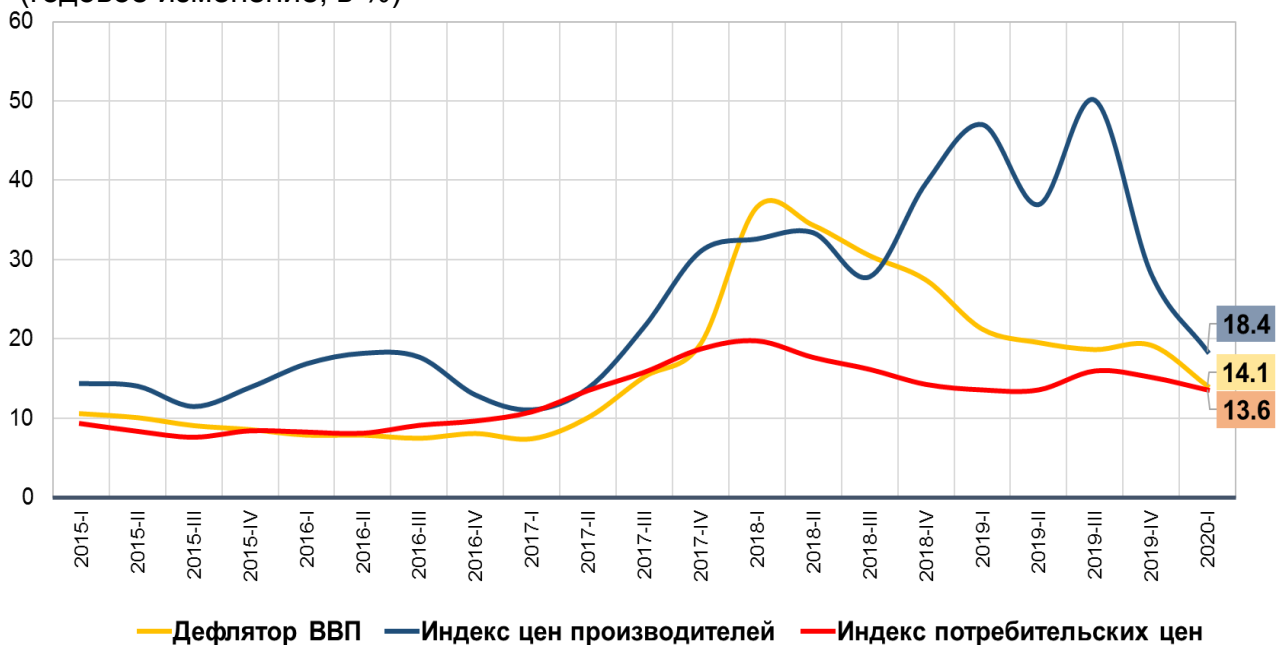
#### Дефлятор ВВП

В результате сбалансирования объемов спроса и предложения на внутреннем рынке, в I квартале 2020 года наблюдалось снижение показателей годовой инфляции. В частности, в марте дефлятор ВВП составил 14,1% (снизился на 5,1 п.п. по сравнению с предыдущим кварталом), индекс потребительских цен – 13,6% (на 1,6 п.п.).

Нисходящая динамика дефлятора ВВП отражает постепенное исчерпание эффектов резкого увеличения инвестиционного спроса в 2018 году и индексации цен на энергоресурсы в предыдущие годы. Тем не менее, влияние индексации цен на энергоресурсы на показатели дефлятора ВВП сохранится до конца III квартала 2020 года.

**Рис. 21. Динамика изменения показателей инфляции**

(годовое изменение, в %)

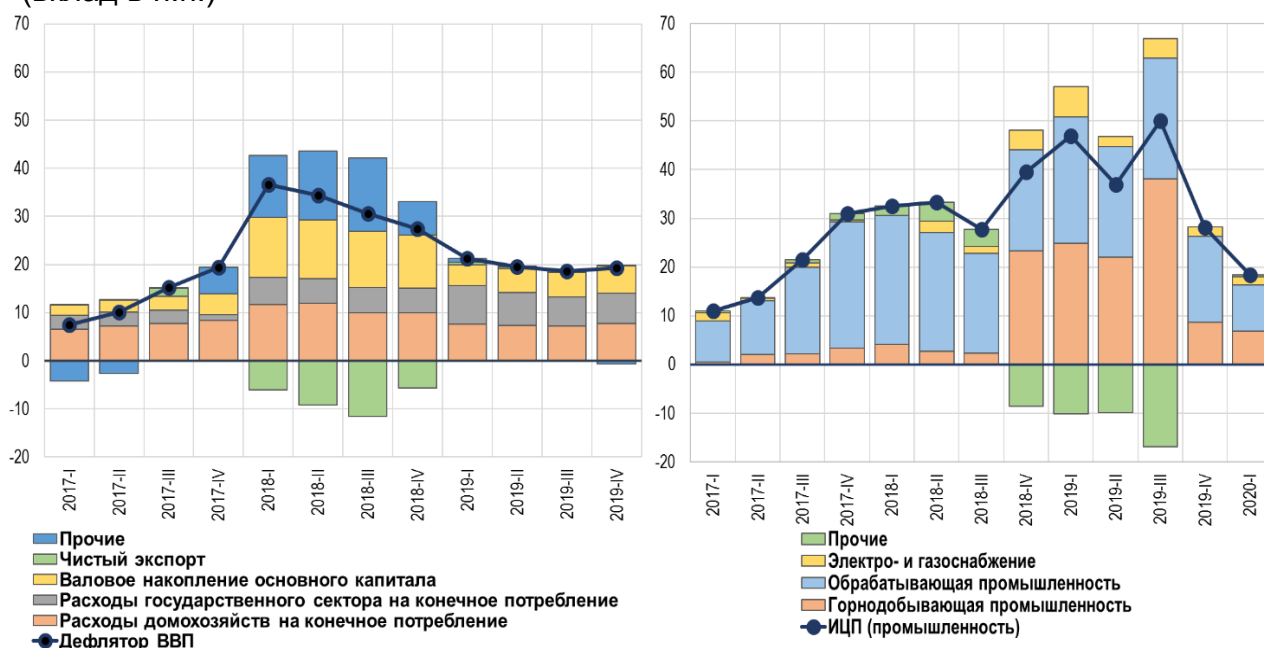


Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

Вместе с тем, падению дефлятора ВВП в 2019 году способствовало снижение влияния внешнего спроса и расходов домохозяйств на конечное потребление, тогда как расходы государственного сектора создавали давление на спрос. По итогам I квартала 2020 года, влияние государственных расходов на дефлятор ВВП также снизилось.

**Рис. 22. Изменение структуры дефлятора ВВП и ИЦП**

(вклад в п.п.)



Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

С учетом складывающейся макроэкономической ситуации в условиях пандемии, к концу года ожидается значительное снижение дефлятора ВВП. Этому, в основном, будет способствовать сохранение регулируемых цен на энергоресурсы без изменений и умеренная индексация уровня заработных плат до конца текущего года.

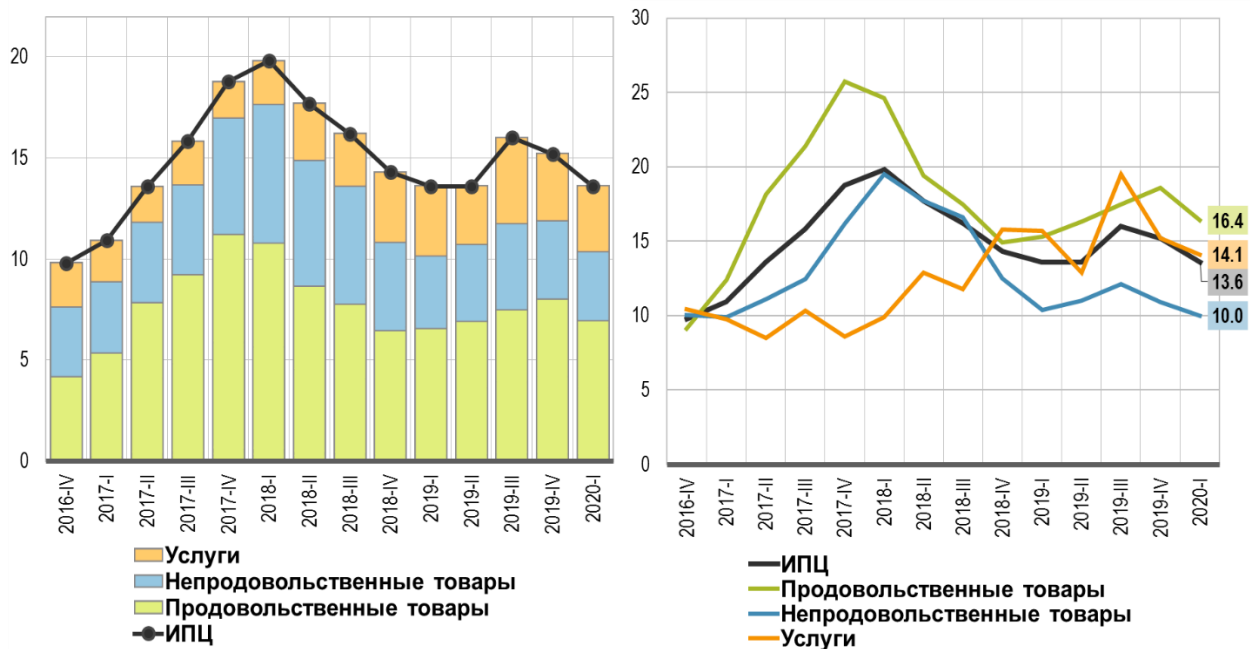
Кроме того, давление на рост цен снизится в связи со снижением мировых цен на основные энергоносители, сокращением расходов частного сектора и замедлением инвестиционной деятельности, в то же время рост цен на золото будет оказывать повышательное влияние.

### Индекс потребительских цен

Как было изложено выше, в I квартале 2020 года в индексе потребительских цен (ИПЦ) также отмечалось замедление роста. В частности, потребительские цены выросли на 2,8%, что меньше на 1,5 п.п., чем в соответствующем квартале 2019 года.

Основным драйвером роста ИПЦ остаются продовольственные цены, несмотря на снижение их вклада в годовую инфляцию на 1,1 п.п. по сравнению с предыдущим кварталом. Так, в рассматриваемом периоде годовой рост продовольственных цен опередил общую инфляцию и составил 16,4%, тогда как непродовольственные цены увеличились на 10%, а тарифы на услуги - на 14,1%.

**Рис. 23. Динамика ИПЦ и его основных компонентов**  
(годовое изменение, в %)



Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

Следует отметить, что в январе-феврале продовольственная инфляция снизилась на 2,2 п.п. по сравнению с декабрем предыдущего года, составив 15,8%. В марте цены на картошку, пшеничную муку, лимоны, чеснок, гречневую крупу, фасоль и колбасные изделия отреагировали на резкое повышение спроса на базовые продовольственные продукты в результате введения карантинных ограничений.

Кроме того, на мартовскую инфляцию значительное влияние оказало сезонное удорожание фруктов и овощей (4,9%), повышение цен на легковые автомобили (8,7%) и стоимости контрактов на обучение в государственных вузах (7%).

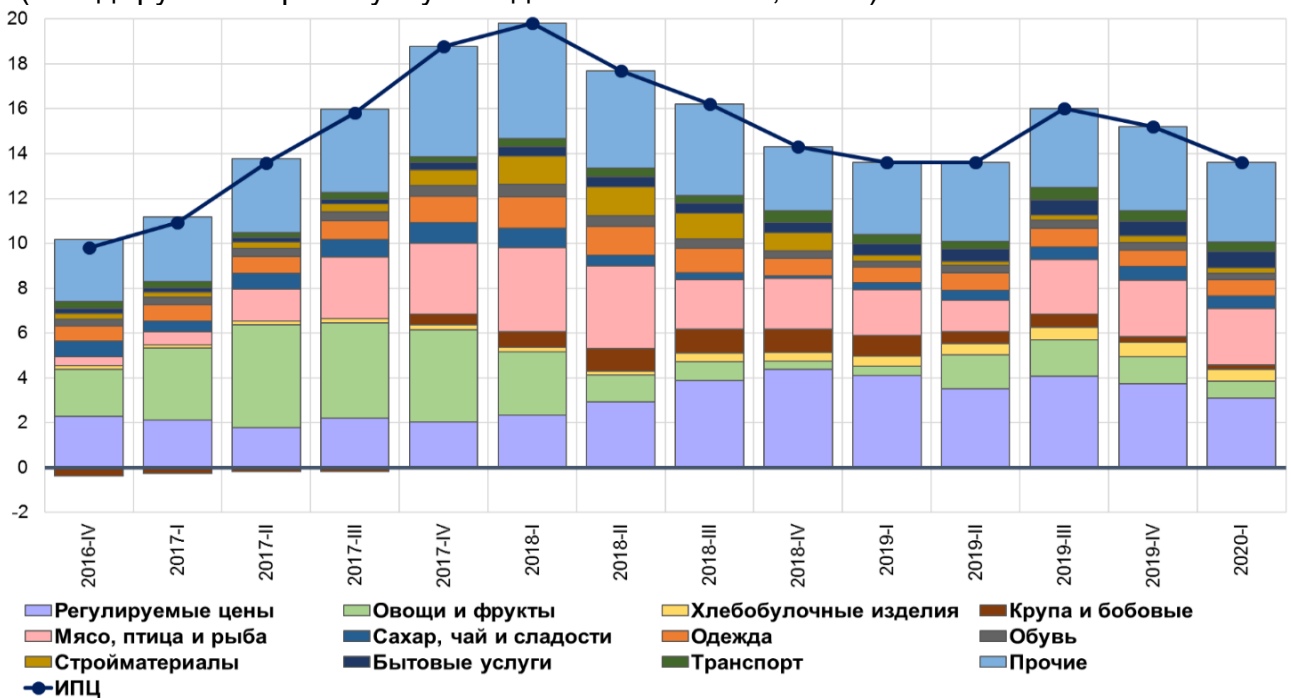
В I квартале 2020 года сохранилось влияние цен продовольственных товаров на годовую инфляцию в том числе, хлебобулочных изделий (годовой рост цен – 30,1%), мясной продукции (24,4%) и яиц (28,2%). При этом, влияние фруктов и овощей продолжило снижение и в марте составило 0,5 п.п. в ИПЦ (годовой рост цен – 9,5%).

В последующие кварталы, из-за карантинных мер ожидается сохранение давления на продовольственные цены, при этом уровень влияния будут определять факторы предложения базовых продуктов питания на внутреннем рынке.



**Рис. 24. Изменение структуры ИПЦ**

(вклад групп товаров и услуг в годовое изменение, в п.п.)



Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

Рост среднего уровня цен в группе непродовольственных товаров продолжил снижение, составив в марте 10,0% в годовом исчислении. Благодаря стабильному обменному курсу в I квартала 2020 года непродовольственная инфляция без учета цен на топливо также имела понижающий тренд - с 10,1% в январе до 9,2% в марте.

В частности, существенное замедление роста цен отмечено в группе бытовых товаров и электротехники, культтоваров, чистящих и моющих средств. При этом, значительно увеличились цены на легковые автомобили и табачную продукцию.

Необходимо отметить, что ускорение темпов девальвации в начале апреля окажет свое влияние на уровень импортных цен. С учетом того, что в непродовольственной части потребительской корзины импортная составляющая имеет значительную долю, влияние девальвации в последующем отразится на общем уровне непродовольственных цен.

При этом умеренный спрос на большинство непродовольственных товаров, наблюдаемый в условиях карантина и после карантина, будет нивелировать это влияние, и в период действия карантина ожидается снижение годовых темпов роста непродовольственных цен.

В I квартале среди услуг, несмотря на снижение темпов роста тарифов, сохраняется существенное влияние цен на образование, воздушный транспорт, бытовых и коммунальных услуг. Так, обучение в

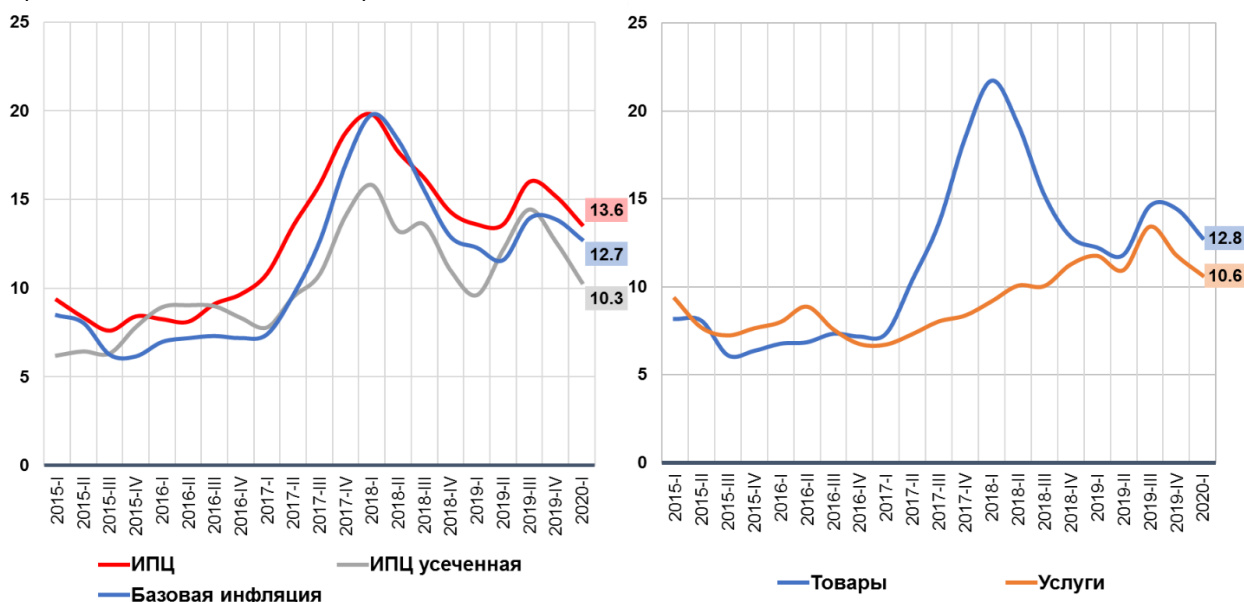
государственных вузах на контрактной основе в годовом выражении подорожало на 26,9%, плата за посещение детского сада – на 20,2%, тарифы воздушного пассажирского транспорта – на 21,2%, бытовых услуг – в среднем на 16,8% и жилищно-коммунальных услуг – на 17,2%.

### Базовая инфляция

К концу I квартала 2020 года уровень базовой инфляции, т.е. инфляции без учёта изменений сезонных и регулируемых цен, снизился на 1,1 п.п. по сравнению с декабрем 2019 года и составил 12,7%. При этом, товары, цены которых входят в состав базовой инфляции, подорожали на 12,8%, а услуги – на 10,6%.

**Рис. 25. Базовая инфляция**

(годовое изменение, в %)



Источник: Госкомстат, расчёты Центрального банка.

Кроме того, в рассматриваемом периоде динамика усеченной инфляции<sup>4</sup> (альтернативный показатель базовой инфляции), также имела нисходящий тренд. При этом, усеченная инфляция характеризовалась более резким падением, в отличие от базовой и в марте 2020 года составила 10,3%.

<sup>4</sup> **Усеченная инфляция** – это альтернативный показатель, характеризующий базовую инфляцию, который определяется исключением компонентов ИПЦ с самыми высокими и низкими темпами изменения в каждом конкретном месяце. Этот метод позволяет отфильтровать экстремальные ценовые колебания, которые могут быть вызваны специфичными разовыми факторами. В частности, Центральный банк Узбекистана рассчитывает усеченную инфляцию путем исключения из корзины ИПЦ 15% групп товаров и услуг как в нижней, так и в верхней части распределения изменений цен и при расчете учитываются оставшиеся 70% групп товаров и услуг.

Снижению базовой инфляции способствовали сбалансированность бюджетных расходов и замедление темпов роста кредитного портфеля в национальной валюте, а также понижение основной ставки НДС в предыдущем квартале и исчерпание влияния изменений, введенных в налогооблагаемую базу НДС в начале 2019 года.

В свою очередь, оптимизация денежных вливаний в экономику создала основу для формирования относительной стабильности обменного курса национальной валюты в течение последних кварталов, что также смягчило давление, оказываемое на импортные цены.

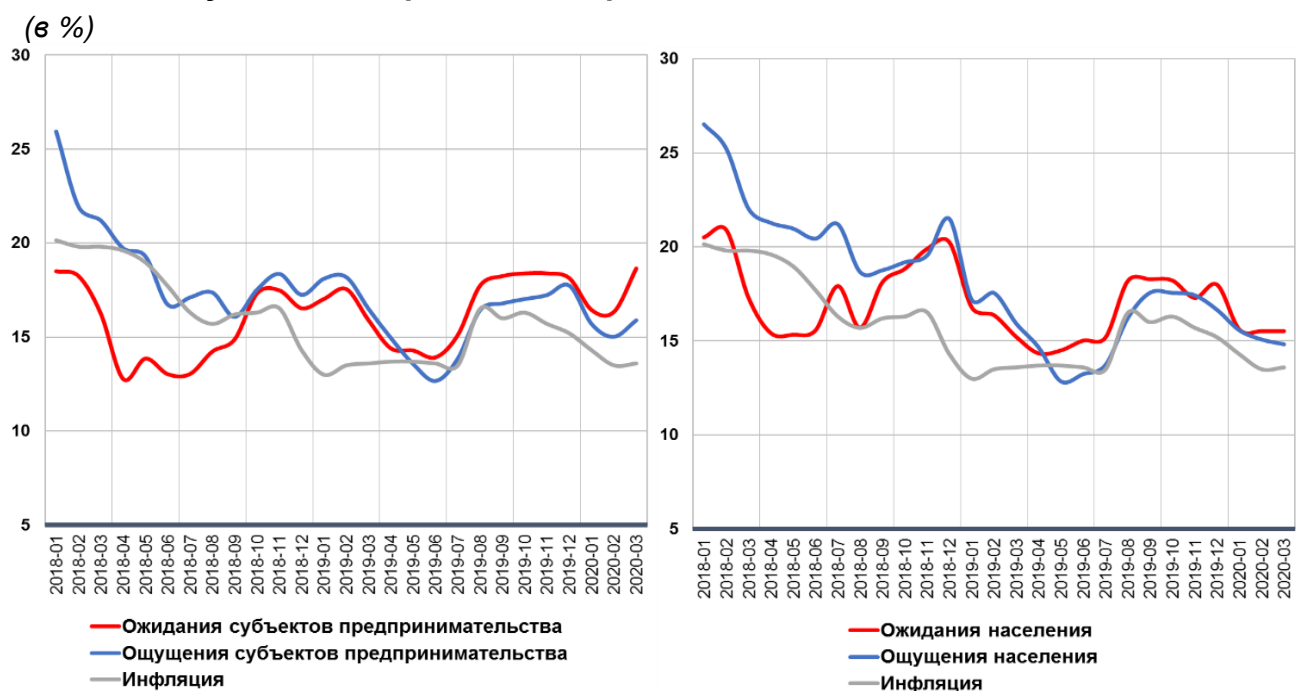
Следует отметить, что во II квартале базовая инфляция сохранит свой уровень с вероятностью незначительного роста в связи с коррекцией обменного курса национальной валюты к внешним условиям в апреле, а во втором полугодии ожидается снижение в результате исчерпания влияния прошлогодней индексации цен на энергоресурсы, а также снижения совокупного спроса.

### Инфляционные ожидания

В январе-феврале 2020 года инфляционные ожидания бизнеса и населения имели снижающийся тренд. В марте из-за повышенного спроса на базовые продовольственные товары в результате введения ограничений, связанных с карантином, ожидания населения, сохранились на уровне февраля.

При этом инфляционные ожидания субъектов предпринимательства значительно выросли.

Рис. 26. Ощущаемая инфляция и инфляционные ожидания



Источник: расчёты Центрального банка на основе результатов опросов.

Респонденты объяснили рост инфляционных ожиданий бизнеса в марте в связи с ожиданиями резкой девальвации национальной валюты, вслед за обесценением валют основных торговых партнеров в начале марта, снижением объемов предложения на внутреннем рынке в результате ограничения импорта и сокращения производства из-за карантинных мер.

**Рис.27. Предположения бизнеса о факторах роста цен на последующие 12 месяцев**  
(в %, доля указавших данный фактор)

Факторы	2019m1	2019m2	2019m3	2019m4	2019m5	2019m6	2019m7	2019m8	2019m9	2019m10	2019m11	2019m12	2020m1	2020m2	2020m3	2019q1	2019q2	2019q3	2019q4	2020q1
Повышение курса доллара	71	65	53	61	60	57	60	74	77	71	67	74	67	59	46	63	59	70	71	57
Повышение зарплат и пенсий	42	40	46	35	50	42	48	50	50	44	38	44	52	48	35	42	42	49	42	45
Повышение плат за энергоресурсы и коммунальные услуги	55	59	50	47	59	35	44	46	44	42	39	44	49	42	34	55	47	45	42	42
Повышение транспортных расходов	38	40	38	34	31	24	24	26	30	31	34	32	30	27	28	39	29	27	32	28
Повышение налоговой нагрузки	59	51	51	42	27	30	29	21	26	21	25	28	27	26	26	54	33	25	24	26
Ограничение импорта некоторых товаров	13	14	13	7	11	8	9	7	10	11	11	16	11	16	25	13	9	9	13	17
Снижение объема производства					9	11	8	10	9	10	11	13	13	13	24		10	9	11	17
Сезонные факторы	21	18	20	20	20	22	16	16	18	19	19	21	22	22	23	20	21	17	20	22
Ухудшение конкурентной среды	13	16	13	14	12	14	13	9	10	14	12	15	13	17	19	14	13	11	14	16
Повышение кредитования населения	14	13	15	14	15	12	7	8	9	9	8	9	12	15	12	14	14	8	9	13

Источник: расчёты Центрального банка на основе результатов опросов.

Так, к концу I квартала 2020 года ожидания населения по уровню инфляции на последующие 12 месяцев составили 15,5%, субъектов предпринимательства – 18,6%. Следует отметить, что по мнению субъектов предпринимательства, влияние уровня заработных плат на цены, а также тарифов на энергоресурсы и коммунальные услуги будет снижаться.

## IV. Денежно-кредитные условия

В течение первого квартала 2020 года в экономике сохранялись умеренно-жесткие денежно-кредитные условия. Так, на последних заседаниях Правления Центрального банка (16 января и 5 марта), основная ставка была оставлена без изменений на уровне 16% годовых.

Кроме того, начиная с IV квартала 2019 года и в первом квартале текущего года, в экономике сохранялись жесткие фискальные условия. Сезонность операций правительства и меры по оптимизации бюджетных расходов стали основным фактором снижения ликвидности в банковской системе.

Однако в связи с пандемией коронавируса и глобальным экономическим кризисом денежно-кредитная и фискальная политика перенаправлены на обеспечение необходимых условий для стимулирования роста экономики во втором и в последующих кварталах текущего года.

В условиях кризисной ситуации возрастает необходимость разработки нестандартных мер макроэкономической политики, способствующих сбалансированию обеспечения макроэкономической стабильности и стимулирования экономической активности. То есть, денежно-кредитные условия должны быть достаточно умеренными, чтобы поддерживать экономический рост, и достаточно жесткими, чтобы обеспечить макроэкономическую стабильность.

Решением Правления Центрального банка от 14 апреля 2020 года основная ставка была снижена на 1 п.п. до 15% годовых. Это решение объясняется снижением прогнозных показателей инфляции в условиях замедления экономической активности и сокращения внешнего и внутреннего спроса.

### *Денежно-кредитные операции*

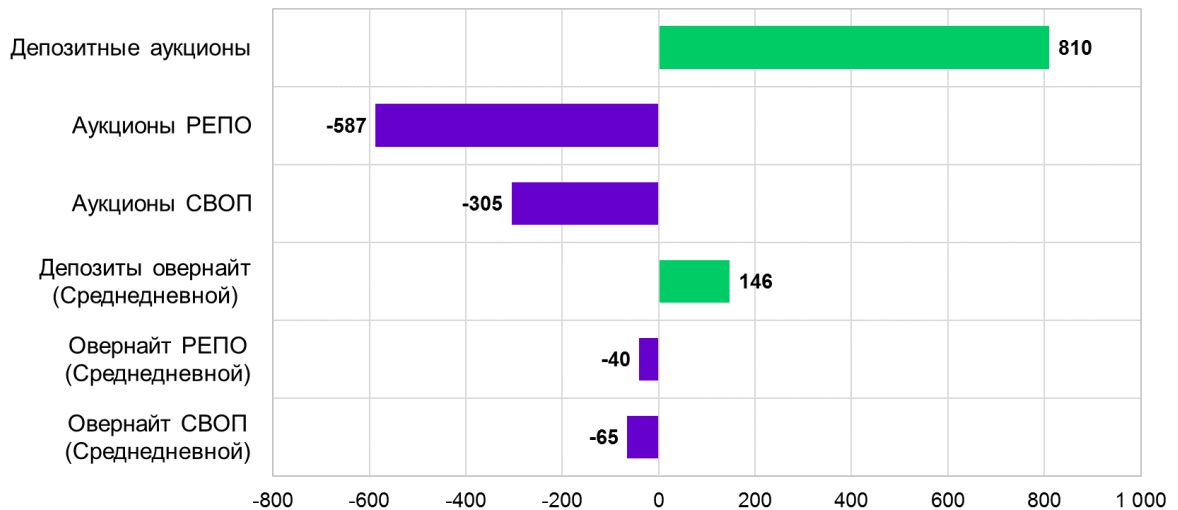
Центральный банк продолжил работу по совершенствованию денежно-кредитных инструментов в рамках режима таргетирования инфляции. С начала 2020 года были внедрены основная ставка и процентный коридор, с 24 февраля т.г. краткосрочные денежно-кредитные операции.

При этом для привлечения избыточной ликвидности банковской системы были запущены двухнедельные депозитные аукционы и

деPOSITные операции «овернайт» (однодневные). В течение I квартала т.г. всего проведено депозитных аукционов на сумму 810 млрд. сум, а объем овернайт депозитов составлял от 20 до 259 млрд. сум (Рис. 28).

Также были введены двухнедельные аукционы РЕПО и СВОП, и овернайт операции РЕПО и СВОП по предоставлению банкам дополнительной ликвидности, что важно для обеспечения непрерывности платежей.

**Рис. 28. Денежно-кредитные операции ЦБ в I квартале 2020 года (млрд. сум)**



Источник: Центральный банк

В течение I квартала т.г. проведены аукционы РЕПО и СВОП на сумму 587 млрд. сум и 305 млрд. сум, соответственно. По овернайт СВОП операциям объем предоставленных средств составил от 48 до 460 млрд. сум, а по операциям овернайт РЕПО - от 95 до 218 млрд. сум.

Необходимо отметить, что если в феврале и марте основной спрос со стороны коммерческих банков был на депозитные инструменты Центрального банка, то начиная с апреля произошли значительные изменения и спрос формируется в основном на инструменты по получению ликвидности.

В частности, в течение 1-28 апреля проведены депозитные аукционы на сумму 464 млрд. сум, а объемы аукционов РЕПО и СВОП составили 610 и 296 млрд. сум, соответственно.

Кроме того, за этот период объем овернайт депозитов варьировался от 113 до 237 млрд. сум, а овернайт СВОП операций – от 97 до 446 млрд. сум, овернайт РЕПО операций - от 50 до 486 млрд. сум.

Внедрение и применение Центральным банком оперативных денежных инструментов способствует эффективному перераспределению ликвидности в банковской системе, ее надлежащему

управлению и трансмиссии решений Центрального банка по денежно-кредитной политике в экономику через процентный канал.

В результате, можно допустить, что в банковской и финансовой системе начала формироваться «стоимость денег». Так, полномасштабный запуск механизма денежно-кредитных операций обеспечил формирование средней процентной ставки денежного рынка и процентных ставок по государственным ценным бумагам в границах процентного коридора Центрального банка, вблизи его основной ставки.

Денежно-кредитные операции также оказали положительное влияние на выполнение обязательств банками по депозитам в условиях предоставления отсрочки платежей по кредитам.

В свою очередь, регулярное предоставление ликвидности также позволяет банкам оказывать банковские услуги, не беспокоясь о приостановке платежей, поскольку они в любое время могут получить ликвидность у Центрального банка в обмен на обеспечение.

Исходя из этого прогнозируется, что во II квартале спрос на денежно-кредитные операции со стороны банков возрастет, в частности, в результате абсорбирования структурного профицита и поддержания достаточной ликвидности для дневных операций, спрос на аукционные операции, вероятно, будет более умеренным, а вот на овернайт операции значительно возрастет.

При этом важную роль в эффективном перераспределении ликвидности между банками должен играть межбанковский денежный рынок на основе взаимных межбанковских соглашений. При этом операции Центрального банка будут иметь лишь стимулирующий характер.

### **Денежный рынок**

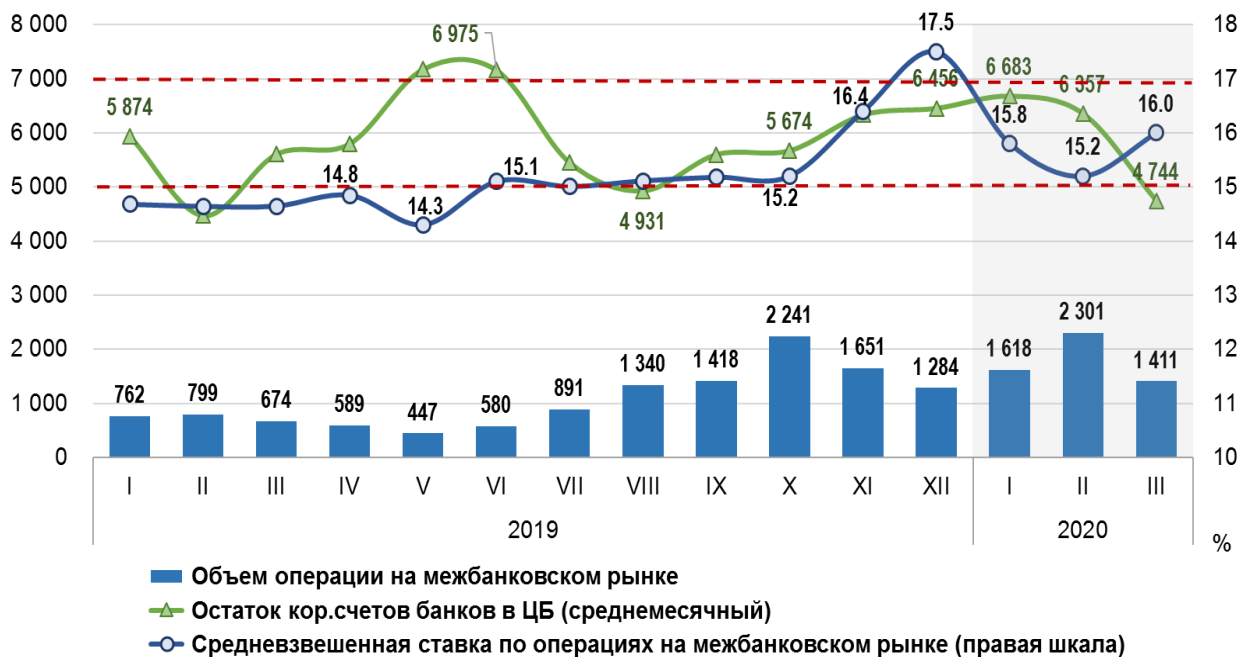
В декабре 2019 года средневзвешенная процентная ставка межбанковского денежного рынка составляла 17,5%, что было выше верхнего предела процентного коридора Центрального банка, а уже в I квартале текущего года сформировалась в границах процентного коридора, вблизи уровня основной ставки. В частности, процентная ставка денежного рынка в январе составила 15,8%, а в феврале и марте - 15,2% и 16,0%, соответственно (Рис. 29).

В то же время следует обратить внимание на особенность спроса и предложения на денежном рынке.

В частности, в конце 2019 года спрос на денежные средства вырос из-за необходимости возврата банками депозитов, привлеченных в течение года из бюджета и Пенсионного фонда, а также из-за усиления пруденциальных мер надзора за ликвидностью.

В первом квартале 2020 года внедрение ЦБ нового типа денежных операций заложило основу для сбалансирования спроса и предложения на денежном рынке.

**Рис. 29. Ликвидность банковской системы, процентные ставки и объемы депозитов на межбанковском денежном рынке (млрд. сум и %)**



Источник: Центральный банк

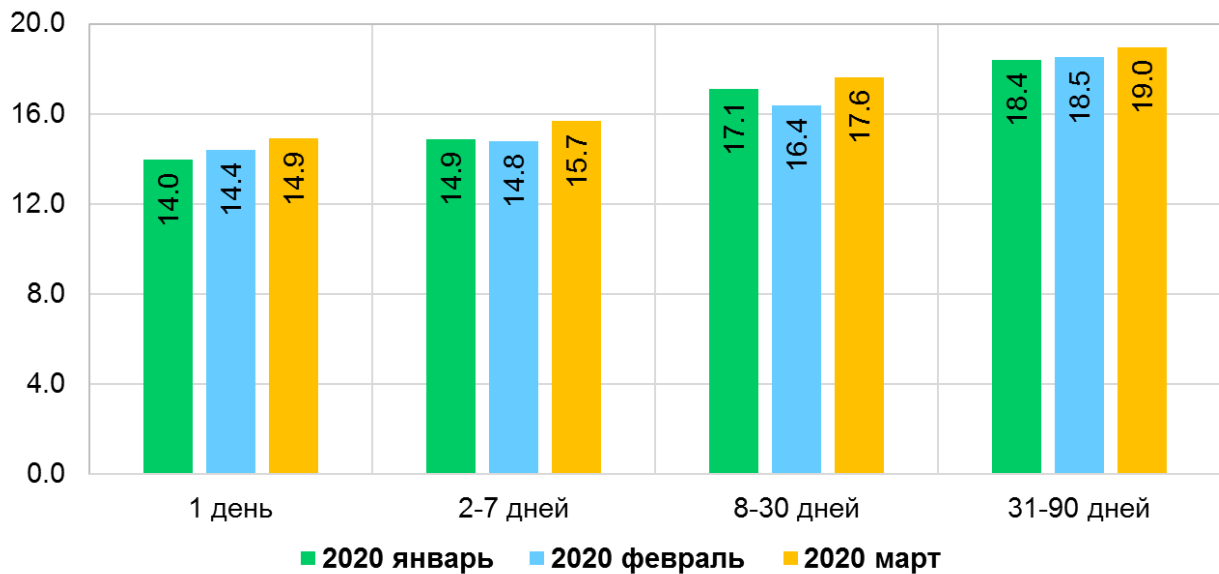
В первом квартале текущего года общий объем операций на денежном рынке составил 5,3 трлн. сум, что на 3,0% (на 154 млрд. сум) больше по сравнению с последним кварталом 2019 года, и в 2,4 раза (на 3,1 трлн сум), чем за аналогичный период прошлого года.

Кроме того, из-за высоких инфляционных ожиданий и отсутствия долгосрочных ликвидных ресурсов, процентные ставки по депозитным операциям на период 1-3 месяцев на денежном рынке остаются высокими. В частности, средняя процентная ставка в январе составила 18,4%, а в марте выросла до 19,0% (Рис. 30).

Процентные ставки по депозитным операциям на срок от 1 до 3-х месяцев на межбанковском рынке находятся за пределами верхней границы процентного коридора, что отчасти связано с активным использованием Центральным банком денежных операций только на срок до 2-х недель, уделяя основное внимание регулированию краткосрочных операций на денежном рынке.



**Рис. 30. Классификация процентных ставок депозитов на межбанковском денежном рынке по срокам (в %)**



Источник: Центральный банк

В то же время, с началом активного использования денежно-кредитных инструментов и ростом уверенности в том, что со временем Центральный банк будет проводить эти операции на регулярной основе, произойдет снижение процентных ставок по межбанковским операциям на данный срок.

### **Денежная масса и депозиты**

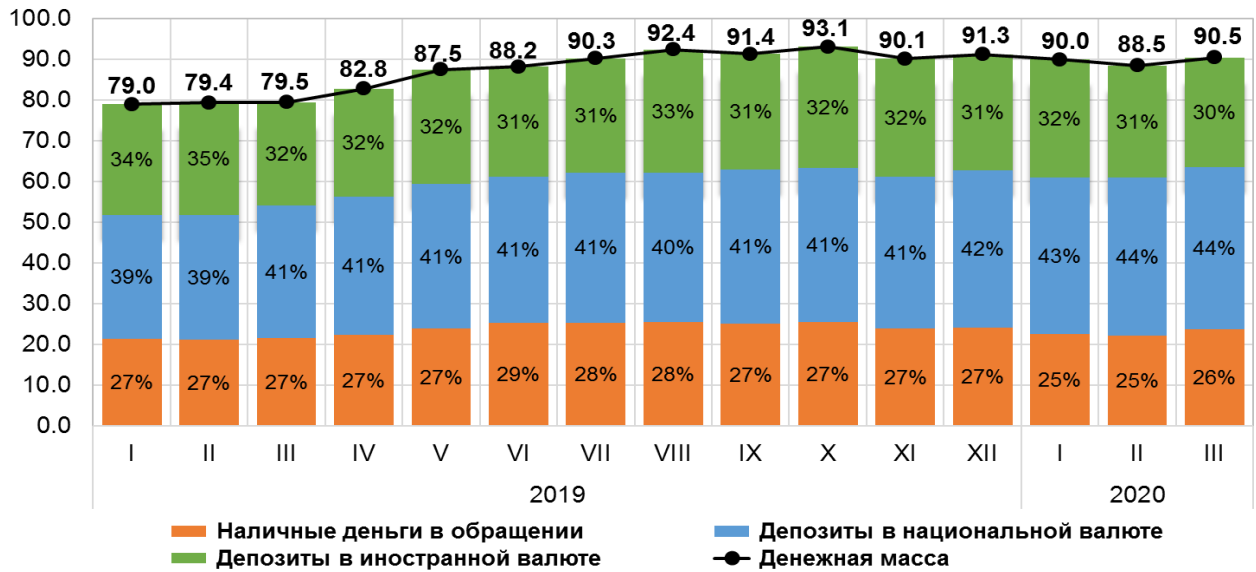
В I квартале 2020 года общая денежная масса сократилась на 810 млрд. сум или на 0,9% до 90,5 трлн. сум. В то же время денежная масса в национальной валюте увеличилась на 1,2% (до 63,6 трлн. сум), а денежная масса в иностранной валюте снизилась на 5,6% (до 26,9 трлн. сум) (Рис. 31).

Положительным моментом является то, что объем наличных денег в обращении (M0) в национальной валюте сократился на 1,6% (394 млрд. сум), а общий объем депозитов физических лиц увеличился на 7,4% (961 млрд. сум).

В то же время, в течение I квартала т.г. наблюдалось снижение сберегательной активности населения.

В частности, годовой темп роста срочных депозитов населения в национальной валюте снизился с 51,3% в январе до 44,1% в марте, годовой прирост срочных депозитов в иностранной валюте также снизился с 21,7% до 15,0%, соответственно.

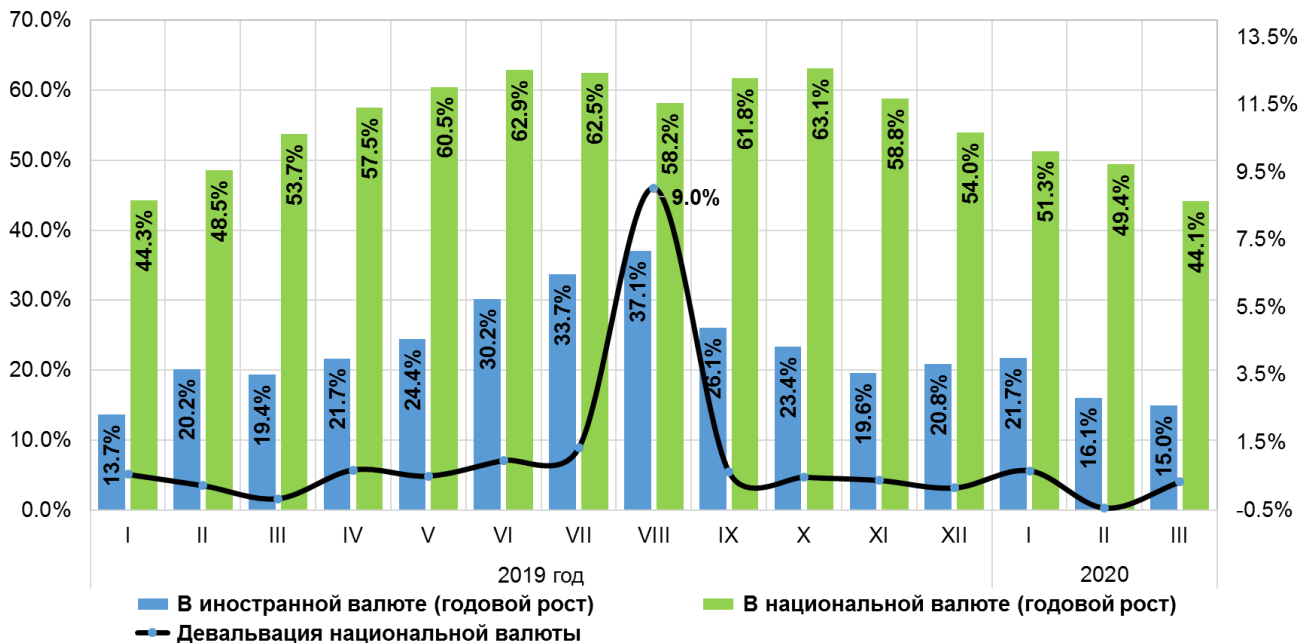
Рис. 31. Динамика денежной массы и ее структура (трлн. сум и %)



Источник: Центральный банк

Благодаря стабильному курсу национальной валюты (в первом квартале девальвация составила 0,8%), а также позитивным изменениям в инфляционных и девальвационных ожиданиях, хранение средств в национальной валюте сохраняло свою привлекательность.

Рис. 32. Динамика роста срочных депозитов населения (в% к предыдущему году)



Источник: Центральный банк

В свою очередь, положительным сигналом является уменьшение депозитов в иностранной валюте, как отражение снижения уровня долларизации в экономике. Хотя объем депозитов физических лиц в

общей структуре депозитов практически не изменился, произошло значительное уменьшение депозитов юридических лиц.

Это отчасти связано с ухудшением глобальной экономической ситуации, сокращением объемов внешней торговли и снижением валютных поступлений.

Если в течение I квартала значительных изменений в объеме наличных денег в обращении не наблюдалось, то в апреле произошло его некоторое увеличение с 23,9 трлн. сум на 1 апреля до 26 трлн. сум на 20 апреля, что связано с ростом объемов обналичивания населением денег для покупки на дехканских рынках товаров первой необходимости.

В то же время, в условиях пандемии коронавируса, особое внимание уделяется расширению сфер использования населением безналичных расчетов и поощрению услуг онлайн-платежей. В частности, начиная с мая планируется осуществлять пенсионные выплаты населению полностью в безналичной форме (по пластиковым картам).

Кроме того, в случае затягивания периода карантина и продолжительности экономического кризиса могут возникнуть негативные изменения в сберегательном настроении населения, в частности, могут замедлиться темпы роста срочных депозитов. В этом случае основное внимание будет уделено укреплению доверия населения к банковской системе посредством проведения открытой коммуникационной политики и обеспечения положительных реальных процентных ставок по депозитам в национальной валюте.

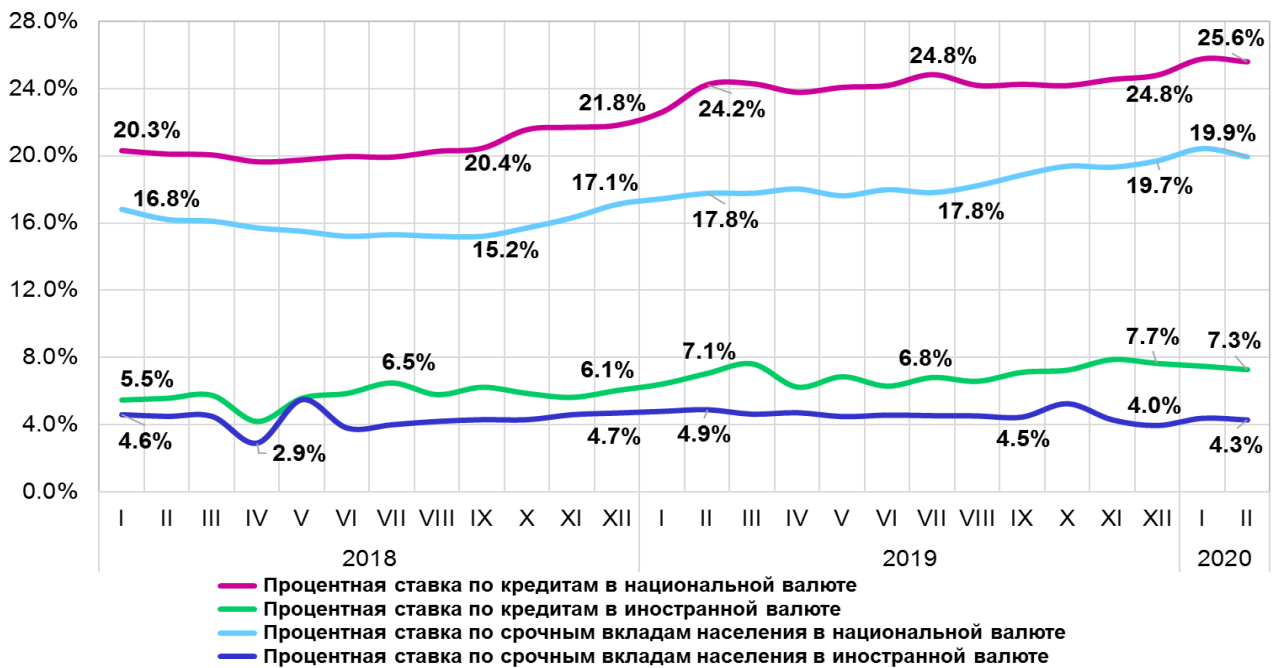
### **Процентные ставки**

В I квартале 2020 года также наблюдалось увеличение средневзвешенных процентных ставок по кредитам в национальной валюте до 25,8% и 25,6% в январе и феврале, соответственно. Средневзвешенные процентные ставки по кредитам в иностранной валюте продолжали снижаться, с 7,7% в декабре до 7,5% в январе и 7,3% в феврале (Рис. 33).

Высокие процентные ставки по кредитам в национальной валюте отчасти объясняются высокой стоимостью долгосрочных ресурсов и повышенным спросом на кредиты в январе-феврале т.г.

Тем не менее, с учетом текущей макроэкономической ситуации в ближайшие периоды из-за ослабления спроса на кредиты ожидается снижение средневзвешенных процентных ставок по кредитам.

**Рис. 33. Процентные ставки по депозитам и кредитам в национальной и иностранной валютах (в %)**



Источник: Центральный банк

Кредиты в иностранной валюте, главным образом, используются для финансирования инвестиционных проектов, включая импорт машин и оборудования. Тем самым, текущая ситуация с процентными ставками (высокие процентные ставки по кредитам в национальной валюте и низкие процентные ставки по кредитам в иностранной валюте) в определенной степени направлена на поддержку экономического роста, стимулирования инвестиций и снижение инфляционного давления.

В первом квартале 2020 года также наблюдалось увеличение процентных ставок по срочным депозитам физических лиц. В частности, процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте выросли с 19,7% в декабре до 20,4% в январе, а в феврале составляли 19,9%.

В свою очередь, процентные ставки по срочным депозитам физических лиц в иностранной валюте также выросли с 4,0% в декабре до 4,3% в феврале.

Разница между процентными ставками срочных депозитов в национальной и иностранной валютах сохранялась высокой, увеличившись до 16% в январе и составила 15,6% в феврале. Сравнивая эти различия со среднегодовой девальвацией национальной валюты за 2014-2020 годы можно заключить, что:

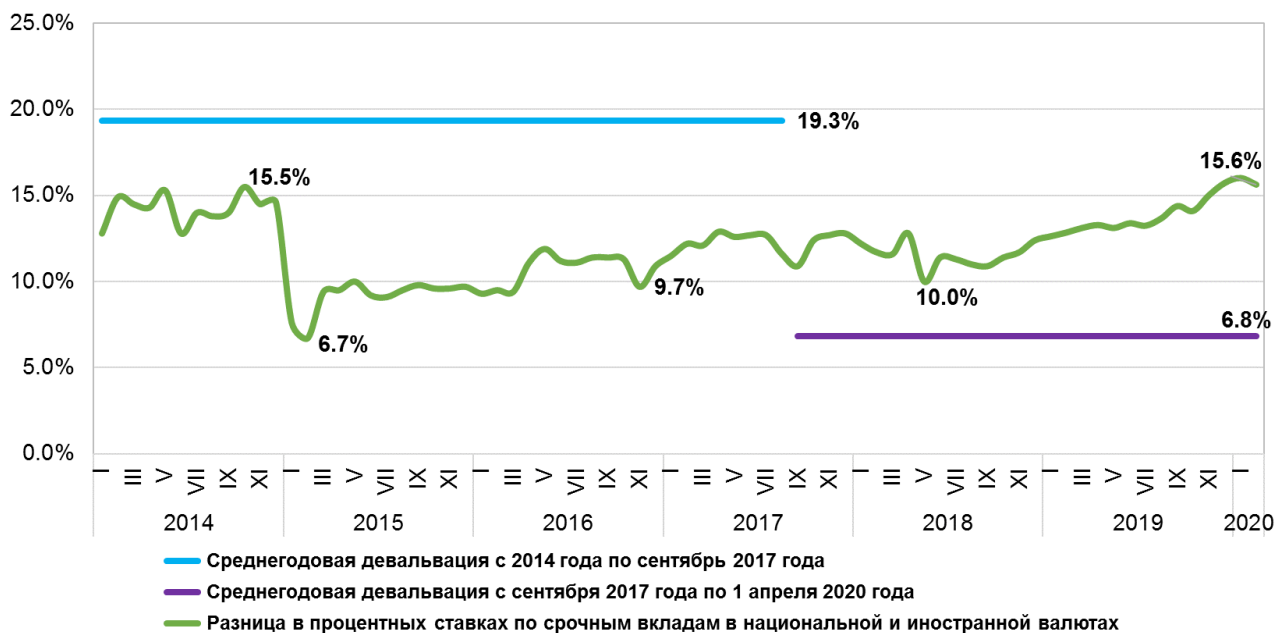
- среднегодовая девальвация в период с 2014 года по сентябрь 2017 года составляла 19,3%, что больше разницы между двумя типами

деPOSITНЫХ ставок, и, следовательно, хранение сбережений в иностранной валюте было выгодным (Рис. 34);

- в период с сентября 2017 года по март 2020 года среднегодовая девальвация составляла 6,8%, и населению стало ясно, что сбережения выгоднее хранить в национальной валюте на банковских счетах.

Кроме того, рост депозитов в национальной валюте создаст для банков ресурс долгосрочной ликвидности и увеличит возможности кредитования, что, в свою очередь, приведет к снижению процентных ставок по кредитам.

**Рис. 34. Разница процентных ставок по срочным вкладам физических лиц в национальной и иностранной валютах (в %)**



Источник: Центральный банк

### Динамика кредитов

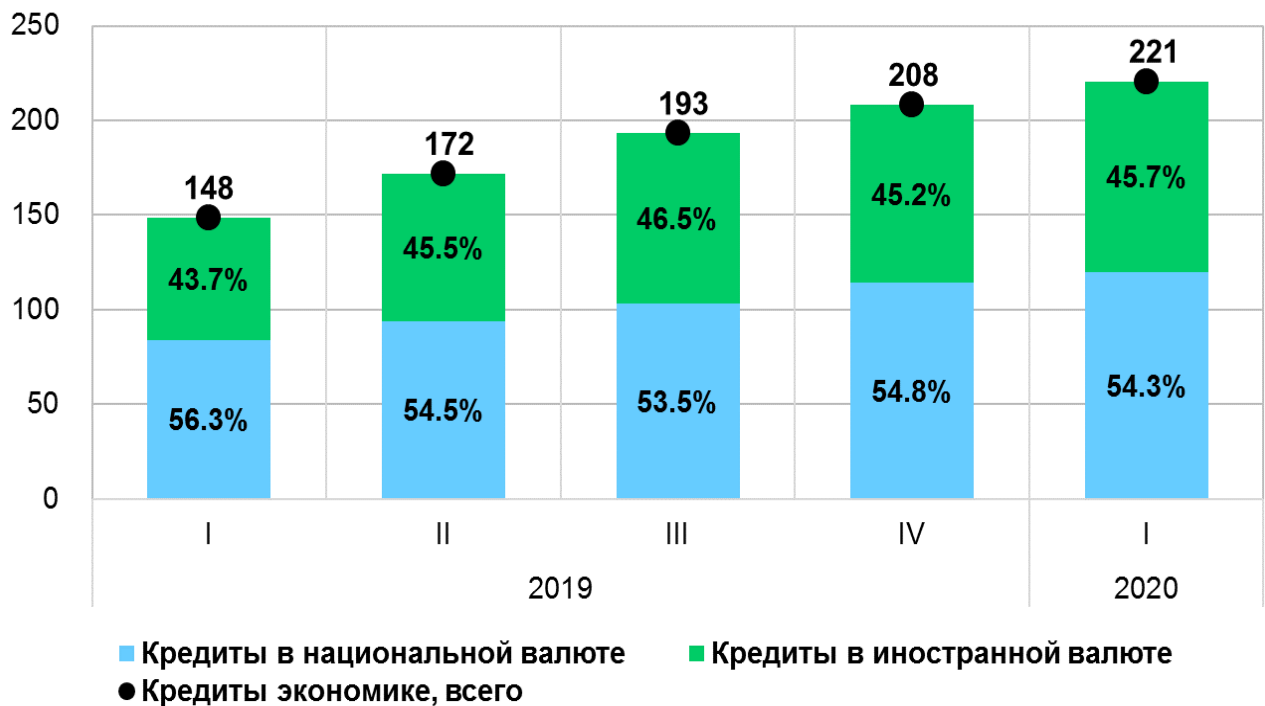
В первом квартале 2020 года общий остаток кредитов в экономику увеличился на 5,9% или на 12,3 трлн. сум и составил 220,6 трлн. сум. При этом, остаток кредитов в национальной валюте увеличился на 5,0% (5,7 трлн. сум), а остаток кредитов в иностранной валюте - на 7,1% (6,7 трлн. сум) (Рис. 35).

Доля кредитов в иностранной валюте в валютной структуре кредитного портфеля составила около 46% и практически не изменялась на протяжении квартала.

В определенной степени это связано с относительно стабильными внешними условиями в первой половине квартала и непринятием во внимания девальвационного риска. В будущем рост кредитов в иностранной валюте может иметь более сдержанный характер.

Текущий кризис повлияет на поведение заемщиков и повысит их осмотрительность.

**Рис. 35. Кредитные вложения в экономику (трлн. сум) и их валютная структура**



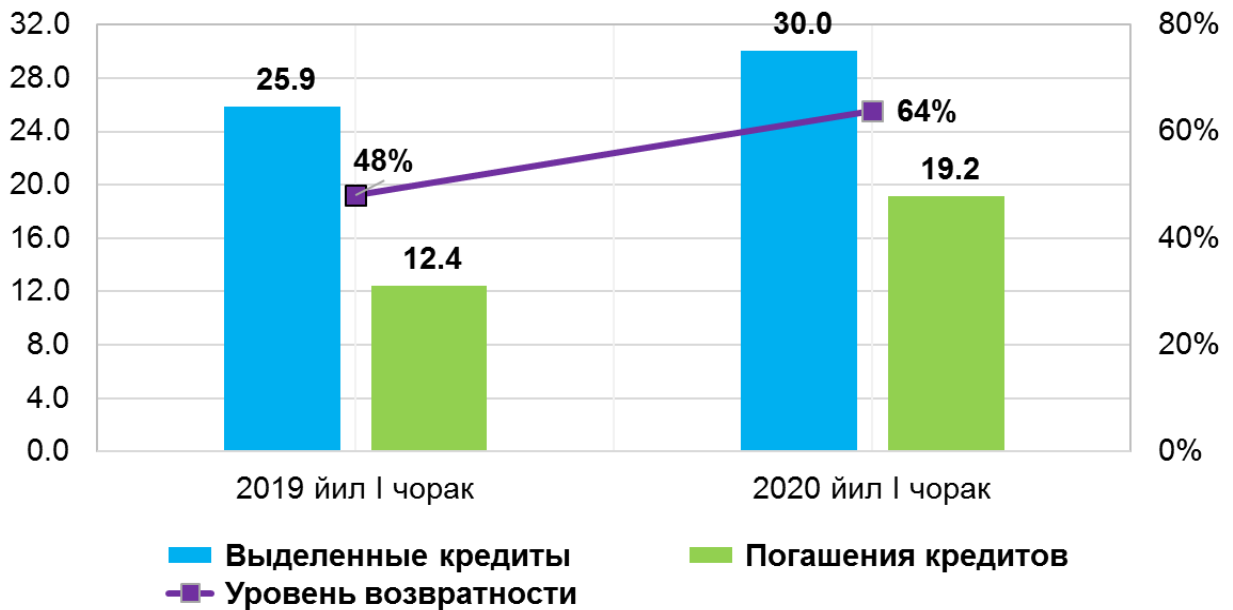
Источник: Центральный банк

В то же время, несмотря на то, что в экономике сохраняются ограничительные денежно-кредитные условия, объемы кредитования не снизились, и в I квартале т.г. в общей сложности было выдано 30,0 трлн. сум, что на 4,2 трлн. сум или на 16% больше, чем за аналогичный период прошлого года.

При этом произошел рост уровня погашения кредитов. Если в I квартале 2019 года 48% новых кредитов выдавалось за счет погашения ранее выданных, то в I квартале 2020 года этот показатель составил 64% (Рис. 36).

В целях снижения рисков заемщиков в части погашения кредитов, в условиях пандемия коронавируса рекомендовано всем кредитным организациям на основе обращений физических и юридических лиц – заемщиков, деятельность которых пострадала от режима карантина, предоставить льготный период до 1 октября 2020 года по кредитным платежам и, соответственно, продлить окончательный срок платежей, при возникновении просроченной задолженности не применять штрафные санкции и не обращать взыскание на залоговое обеспечение.

**Рис. 36. Объем выданных и погашенных кредитов в I квартале 2019-2020 гг. (трлн. сум)**



Источник: Центральный банк

В частности, по состоянию на 28 апреля 2020 года коммерческими банками было предоставлено в общей сложности свыше 21 трлн. сум отсрочек по кредитным платежам для предприятий, испытывающих финансовые трудности.

Кроме того, кредитным организациям было предоставлено право не изменять классификацию качества кредитов, условия которых были пересмотрены в соответствии с вышеуказанными рекомендациями, и не формировать дополнительные резервы.

Объем кредитов будет расти в пределах темпов роста номинального ВВП (18-22%). В частности, во II квартале кредиты, главным образом, будут направлены в сферу сельского хозяйства, здравоохранения и на пополнение оборотного капитала. Согласно базовому сценарию, карантинные ограничения будут сняты во II квартале, а в III квартале, на фоне начала восстановительных процессов в экономике начнет наблюдаться повышенная кредитная активность.

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2020

---

*Подготовлено Департаментом денежно-кредитной политики*

*Вы можете направить Ваши предложения и замечания по адресу:*

*E-mail: [achilov@cbu.uz](mailto:achilov@cbu.uz)*

*Тел.: (+998) 71 212-60-22*