



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

ОБЗОР ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

IV квартал 2018 года

Ташкент 2019 г.

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2019

Подготовлено Департаментом денежно-кредитной политики

Вы можете направить Ваши предложения и замечания по адресу:

E-mail: bhamraev@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22

Содержание

I. Внутренние и внешние условия.....	3
II. Инфляция и инфляционные ожидания.....	5
Обзор инфляции в IV квартале 2018 года.....	5
Базовая инфляция.....	10
Монетарные факторы инфляции.....	14
Канал ожиданий.....	15
III. Денежно-кредитные условия.....	18
Анализ ликвидности.....	18
Межбанковский денежный рынок.....	19
Использование инструментов денежно-кредитной политики.....	22
IV. Трансмиссионный механизм.....	27
Процентный канал.....	27
Кредитный канал.....	28
Сберегательный канал.....	30
Коммуникационный канал.....	31
Канал валютного курса.....	32
V. Прогнозы.....	35
Прогноз ликвидности.....	35
Прогноз инфляции.....	36
Приложения.....	38

I. Внутренние и внешние условия

Согласно предварительным данным реальный темп роста экономики по итогам 2018 года составил 5,1%.

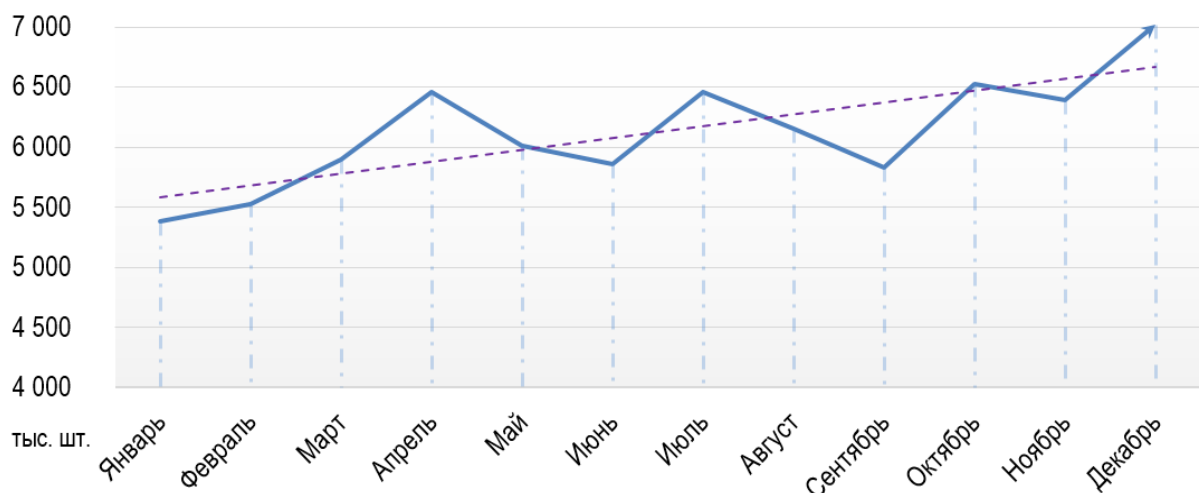
В IV квартале сохранялись благоприятные внутренние условия для инвестиционной, производственной и потребительской активности.

Одним из показателей экономической активности является количество операций бизнес-субъектов через межбанковскую платежную систему. Как правило, увеличение операций указывает на рост экономической активности.

В IV квартале 2018 года количество данных операций увеличилось после снижения в III квартале 2018 года. В целом, в течение 2018 года данный показатель имел восходящий тренд (рис. 1).

Рис. 1

Количество операций бизнес-субъектов через межбанковскую платежную систему в 2018 году



Источник: Центральный банк.

В октябре-декабре 2018 года темпы роста кредитования замедлились, но по-прежнему превышали потенциал экономики по освоению кредитных средств. Такая динамика кредитования наряду с продолжением политики корректировки относительного уровня заработных плат, а также увеличением государственных расходов и инвестиционных вложений в основной капитал стимулировала совокупный внутренний спрос.

В IV квартале факторы совокупного предложения были стабильны и не подвергались воздействию значительных шоков. В то же время, потенциал экономики был недостаточен для полного удовлетворения

расширяющегося спроса, определенная часть которого покрывалась за счет импорта.

Резкое увеличение импорта в периоды структурной трансформации экономики характерно для развивающихся стран. Импорт оборудования и технологий создает базу и потенциал для дальнейшего экономического роста, увеличения добавленной стоимости в производстве и расширения экспорта.

Вместе с тем, продолжительное сохранение наблюдаемого структурного дисбаланса может привести к ухудшению состояния платёжного баланса, а также усилению инфляционного и девальвационного давления, что обуславливает осуществление корректирующих действий со стороны денежно-кредитной и бюджетной политики.

Данная ситуация также указывает на то, что на текущем этапе развития экономики стимулирование ее роста монетарными и фискальными мерами может носить ограниченный и краткосрочный характер, тогда как долгосрочный устойчивый рост больше зависит от структурных мер и должен опираться на модель роста, основанной на повышении производительности факторов производства. В свою очередь, рост производительности зависит от развития инфраструктуры и структурных реформ в отдельных секторах экономики.

Внешнеэкономические условия в IV квартале характеризовались относительной стабильностью и не оказывали существенное давление на внутреннюю экономическую ситуацию. Рыночное формирование обменного курса позволило смягчить негативный эффект переноса ухудшения внешних условий в предыдущих кварталах 2018 года.

На фоне торговых разногласий между крупнейшими экономиками мира и снижения мировой цены на нефть в странах – основных торговых партнерах в течение IV квартала 2018 года наблюдалось замедление экономического роста. В свою очередь, инфляция в этих странах также характеризовалась сдержанной динамикой и не оказывала существенного давления на уровень внутренних цен. Валюты стран – основных торговых партнеров в совокупности незначительно ослабели, но без негативных последствий для отечественной экономики.

II. Инфляция и инфляционные ожидания

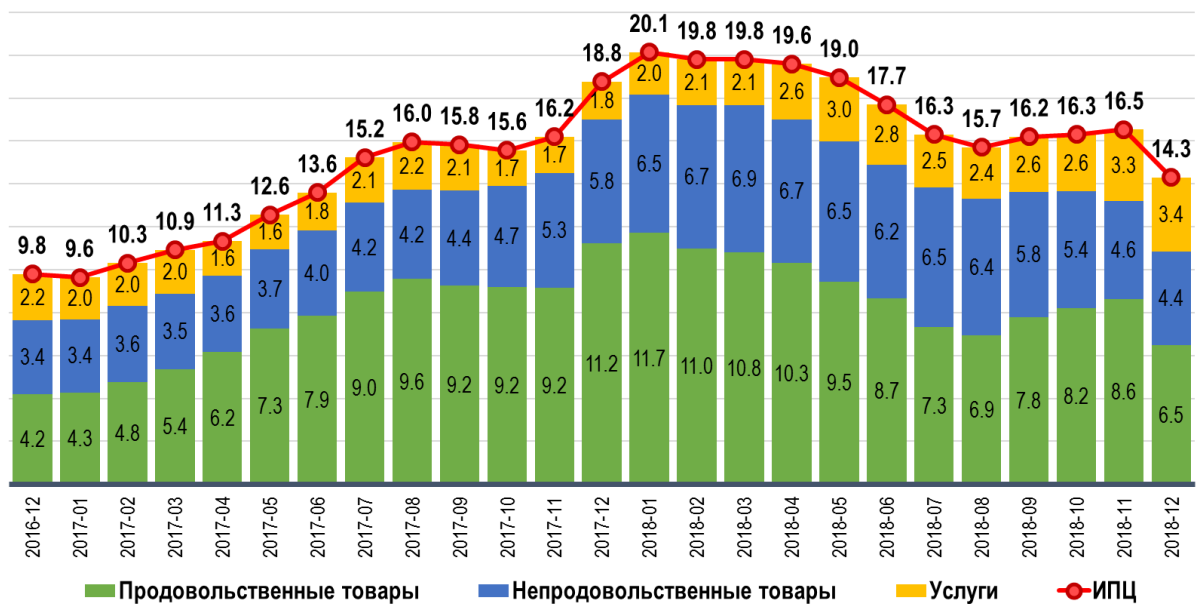
Обзор инфляции в IV квартале 2018 года

В IV квартале 2018 года, так же, как и в предыдущие кварталы, драйвером инфляционных процессов в экономике стал опережающий рост совокупного спроса в условиях ограниченности внутреннего предложения. В сентябре-ноябре 2018 года после реализации проинфляционных факторов – связанных с повышением регулируемых цен и определенным влиянием курсовой динамики – годовая инфляция приобрела повышательный тренд (рис. 2).

В октябре-декабре 2018 года рост потребительских цен составил 5,8% (в соответствующем периоде 2017 года – 7,5%). Динамика инфляции в этом периоде формировалась под влиянием разнонаправленных факторов. С одной стороны, сезонное удорожание фруктов и овощей было ниже, чем в соответствующем периоде предыдущего года. С другой стороны, либерализация регулируемых цен имела первичное (повышение цен на энергоресурсы в ноябре) и вторичное влияние (повышение цен на хлебобродукты в сентябре) на инфляцию.

Рис. 2

Динамика годовой инфляции и ее структуры
(в %, к соответствующему месяцу предыдущего года)

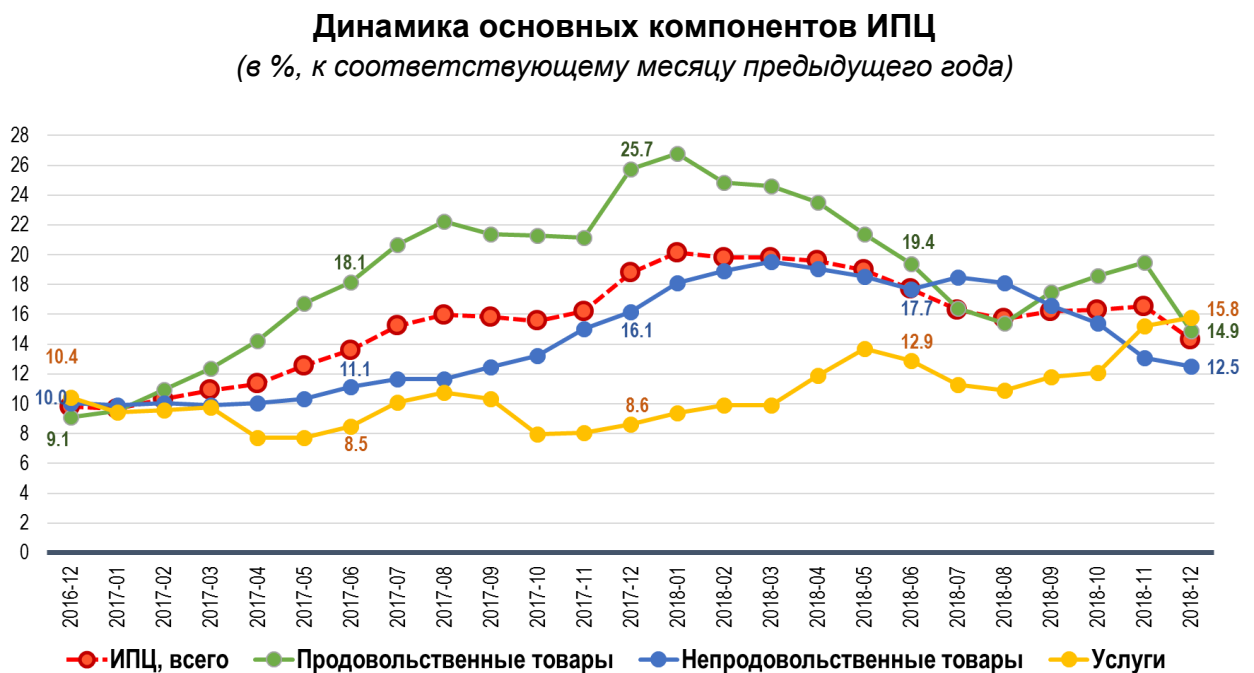


Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

По итогам 2018 года инфляция сложилась на уровне 14,3%. Снижение годовой инфляции в декабре 2018 года относительно соответствующего периода предыдущего года обусловлено эффектом высокой базы из-за чрезмерно высокой месячной инфляции в декабре 2017 года (4,3%).

Несмотря на снижение годовой инфляции в декабре 2018 года, в IV квартале 2018 года сохранялся повышенный инфляционный фон. Основными факторами инфляционного давления в этом периоде стали удорожание определённых регулируемых продовольственных товаров в сентябре, повышение цен на энергоресурсы в ноябре и ослабление сума. В декабре 2018 года вклад регулируемых цен в годовую инфляцию увеличился в два раза по сравнению с декабрем 2017 года и составил 4,4 п.п. (рис. 8).

Рис. 3



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

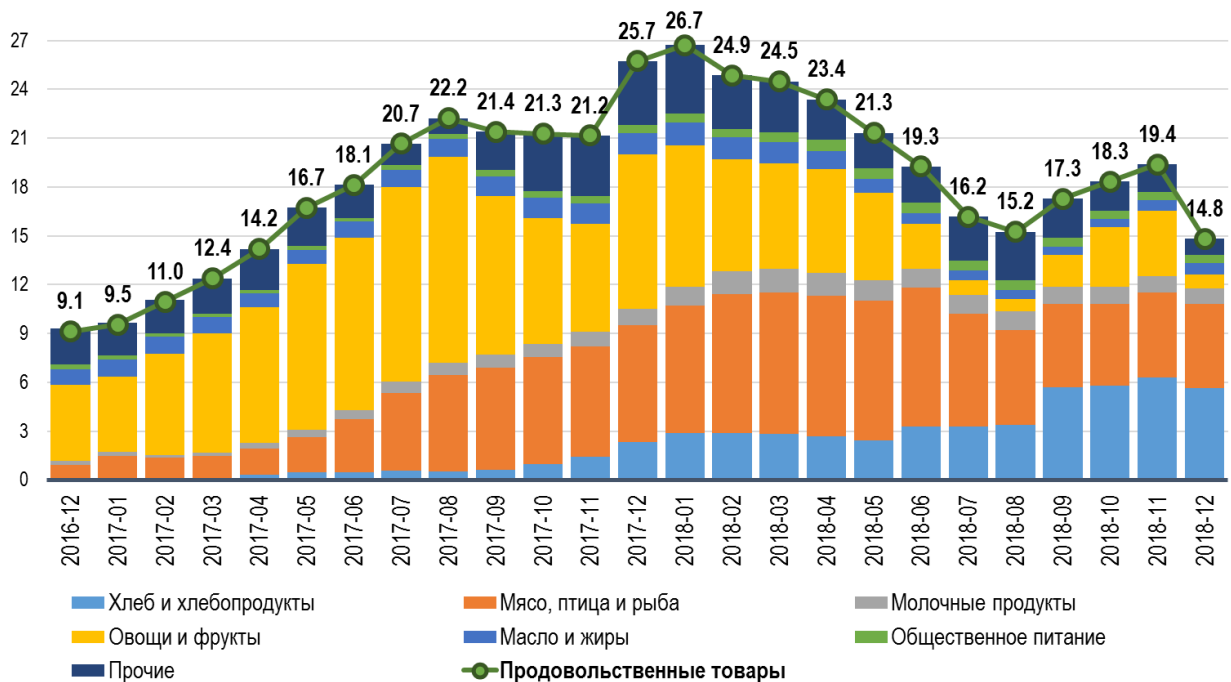
По сравнению с 2017 годом в 2018 году существенно замедлились годовые темпы роста продовольственных (с 25,7 до 14,9%) и непродовольственных цен (с 16,1 до 12,5%), но в 1,8 раза ускорился рост тарифов услуг (с 8,6 до 15,8%) (рис. 3). Таким образом, инфляция в секторе услуг опережала рост цен на продовольственные и непродовольственные товары. Данная тенденция обусловлена процессом корректировки относительных цен. В частности, происходит

выравнивание тарифов на электроэнергию и природный газ до уровня окупаемости затрат на их производство и транспортировку.

В октябре-ноябре 2018 года **продовольственные** цены продолжили расти из-за увеличения вклада плодоовощной продукции и хлебопродуктов, вызванного сентябрьским повышением цены на муку 1-го сорта (рис. 4). Так, цены на продовольственные товары выросли с 17,3% в сентябре до 19,4% в ноябре. В частности, в ноябре вклад плодоовощной продукции в годовую продовольственную инфляцию увеличился в 2 раза по сравнению с сентябрем и составил 4 п.п., тогда как в ноябре 2017 года данный вклад составил 6,7 п.п.

Рис. 4

Динамика продовольственной инфляции и ее структуры
(в %, к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

В то же время, в течение 2018 года ряд факторов способствовал более умеренной динамике годовой продовольственной инфляции. В частности, освобождение от уплаты таможенных платежей некоторых базовых продуктов¹ питания вкупе с мерами по улучшению

¹ См. Указ Президента Республики Узбекистан от 16.01.2018 г. № УП-5303 «О мерах по дальнейшему обеспечению продовольственной безопасности страны».

конкурентной среды способствовало насыщению внутреннего рынка данными видами товаров (картофель, сахар) и сдерживанию роста цен на них. Важную роль в сдерживании роста цен сыграла оперативная подстройка бизнеса к складывающимся условиям на внутреннем рынке посредством активного использования холодильного хранения для обеспечения стабильного предложения фруктов и овощей. Это помогло избежать резких колебаний цен на данные продукты, которые были характерны для прошлых лет.

Тем не менее, освобождение от таможенных платежей импорта мяса и живого скота оказалось недостаточной мерой для сдерживания роста цен на мясопродукты. Так, в IV квартале 2018 года говядина и баранина подорожали на 3,3 и 2,4% соответственно относительно III квартала 2018 года. В годовом выражении в 2018 году говядина и баранина подорожали на 26,9 и 24,6% соответственно. Увеличение потребительского спроса и недостаток внутреннего предложения из-за нехватки и удорожания кормов обусловили рыночную корректировку цен на данную продукцию. При этом важную роль в сдерживании дальнейшего роста цен сыграл импорт живого скота и свежего мяса из сопредельных государств.

В то время как на протяжении 2018 года вклад мясопродуктов в продовольственную инфляцию был высоким, но снижался, вклад хлебопродуктов, напротив, увеличивался – с 2,9 п.п. в январе до 5,6 п.п. в декабре (рис. 4).

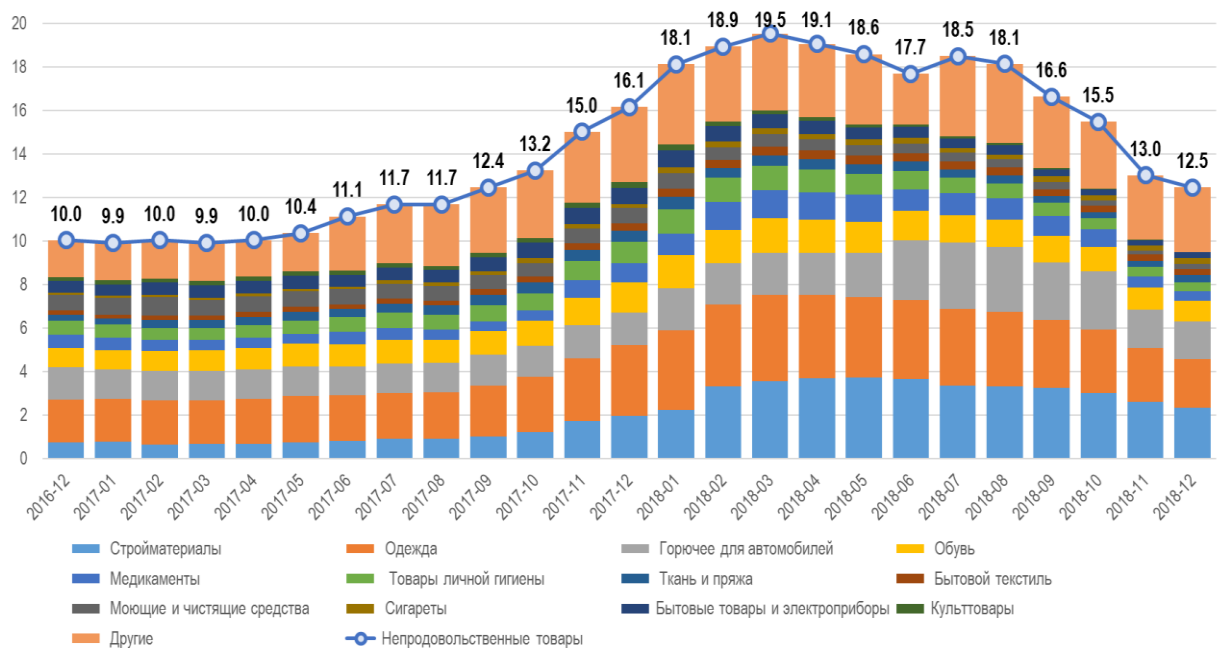
В IV квартале 2018 года **непродовольственная** инфляция постепенно снижалась с 16,6% в сентябре до 12,5% в декабре благодаря плавному уменьшению вклада таких основных компонентов, как строительные материалы, одежда и горючее для автомобилей (рис. 5).

Значительное увеличение вклада строительных материалов в рост непродовольственных цен на протяжении последних двух лет объясняется расширением объемов строительных работ в стране и, как следствие, повышенным спросом на данную продукцию. Цены на одежду традиционно являются одним из основных факторов непродовольственной инфляции и характеризуются высокой чувствительностью к курсовой динамике. Динамика цен на горючее для автомобилей формировалась под влиянием регулятивных мер.

В условиях быстрого увеличения совокупного спроса в экономике замедление темпа роста непродовольственных цен в 2018 году стало возможно благодаря импорту (в особенности, улучшению и упрощению процедур приграничной торговли в первой половине 2018 года), который покрывал нехватку товарного предложения на внутреннем рынке и тем самым оказывал сдерживающее воздействие на рост цен. Однако введение ограничительных мер на ввоз и повышение или сохранение высоких ставок таможенных пошлин на некоторые непродовольственные товары будут оказывать давление на цены в 2019 году.

Рис. 5

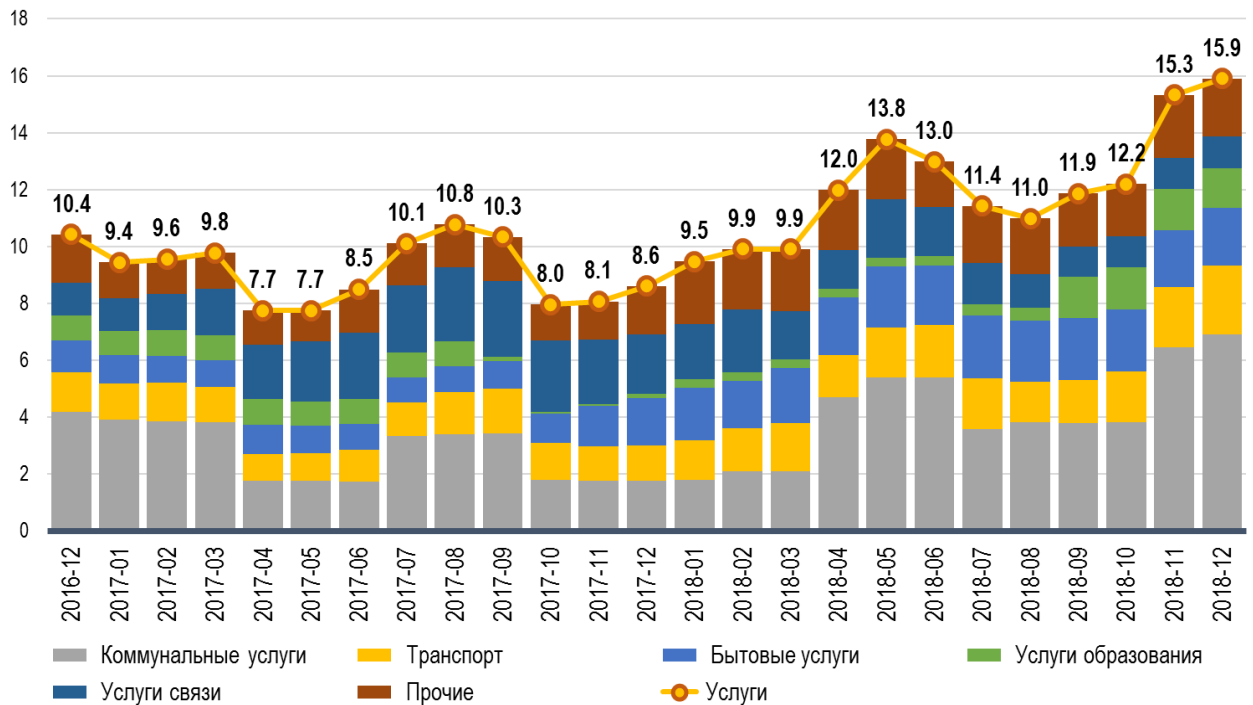
Динамика непродовольственной инфляции и ее структуры
(в %, к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

Сервисная инфляция значительно выросла в ноябре-декабре 2018 года из-за ноябрьского повышения цен на энергоресурсы, вызвавшего заметное увеличение вклада коммунальных услуг (рис. 6). Также несколько увеличился вклад транспортных услуг, которые напрямую зависят от цен на топливо.

Динамика сервисной инфляции и ее структуры
(в %, к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

В отличие от других компонентов ИПЦ, в 2018 году инфляция в секторе услуг усилилась. Это связано с либерализацией административно регулируемых цен, которая, в первую очередь, обуславливает рост тарифов на коммунальные услуги в ближайшие годы. Тем не менее, рост цен на услуги был ожидаемым и будет продолжаться пока происходит либерализация цен.

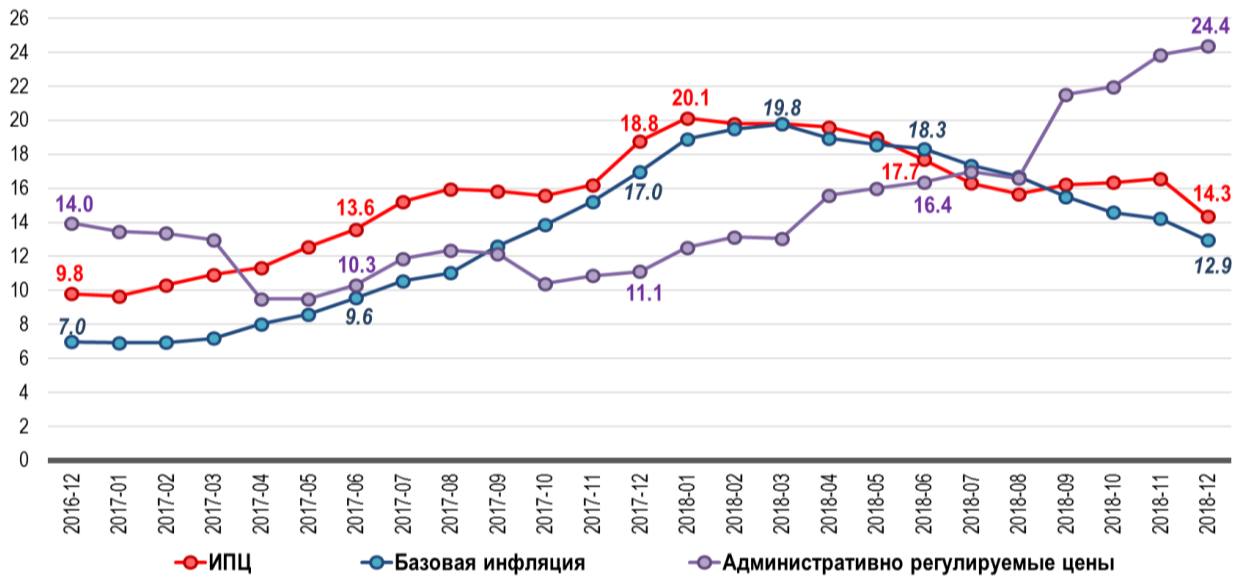
Базовая инфляция

Базовая инфляция является показателем долгосрочного инфляционного тренда и не учитывает временные, сезонные и волатильные факторы. Она рассчитывается путем исключения регулируемых цен и цен на плодоовощную продукцию из корзины индекса потребительских цен.

В частности, неблагоприятные погодные-климатические условия в первой половине 2018 года (маловодье) способствовали удорожанию многих основных продуктов питания, в том числе мясной и молочной продукции.

Рис. 7

Динамика административно регулируемых цен и базовой инфляции
(в %, к соответствующему месяцу предыдущего года)

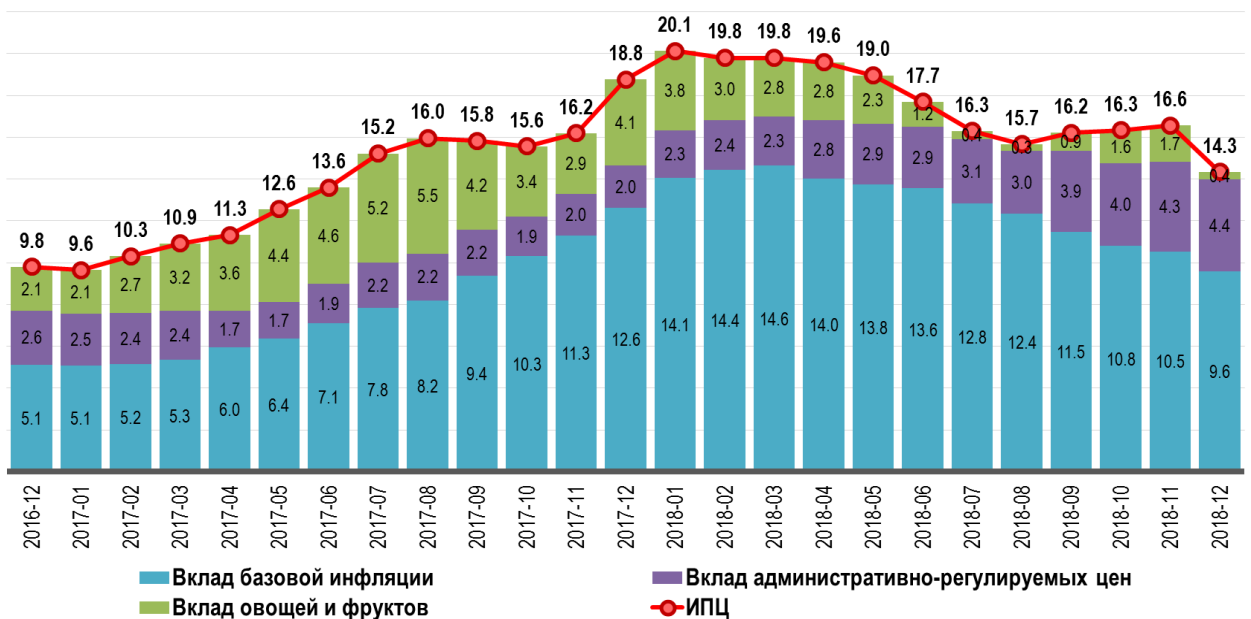


Источник: расчеты Центрального банка.

Кроме того, сентябрьское повышение цен на муку 1-сорта и либерализация цен на формовой хлеб существенно повлияли на цены хлебопродуктов. Сохранение высоких темпов роста инвестиций в основной капитал увеличили спрос на строительные материалы, что привело к их удорожанию. Повышение регулируемых цен в ноябре 2018 года и импортируемая инфляция также повлияли на базовую инфляцию.

Рис. 8

Изменение вклада регулируемых цен и базовой инфляции в составе ИПЦ
(в %, вклад в ИПЦ)



Источник: расчеты Центрального банка.

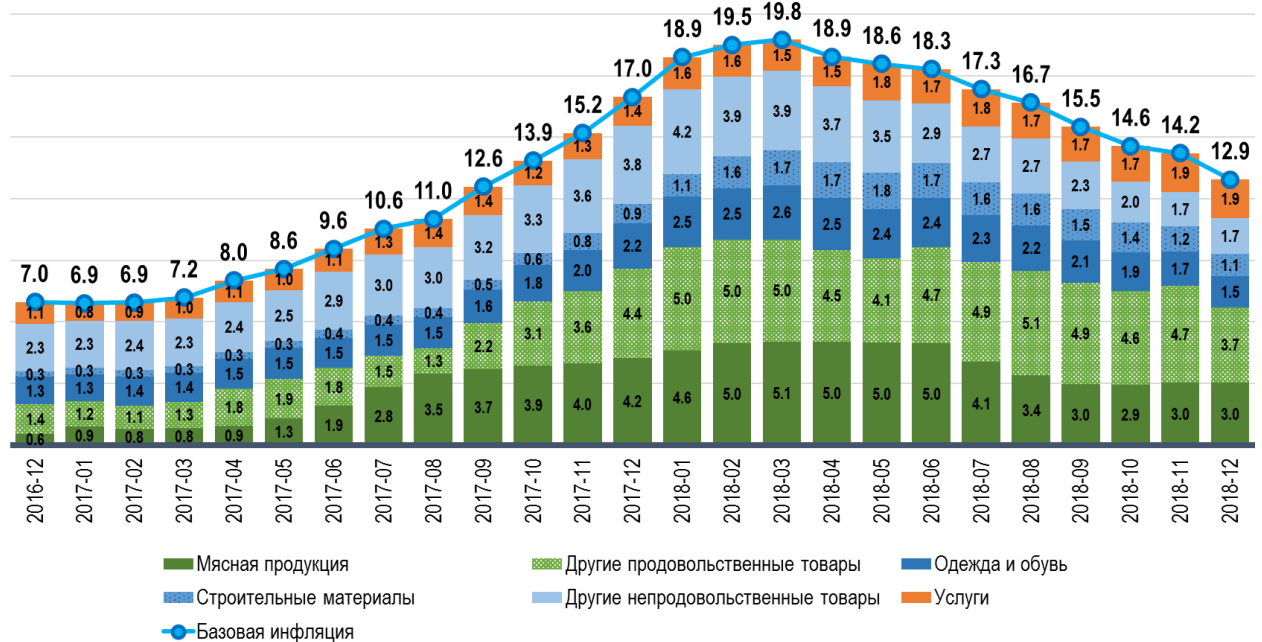
По итогам IV квартала 2018 года вклад базовой инфляции в ИПЦ существенно снизился и составил 9,6 п.п. По сравнению с сентябрем 2018 года данный вклад сократился на 1,9 п.п., по сравнению с декабрем 2017 года – на 3 п.п. (рис. 8).

Тем не менее, по сравнению с 2016 годом вклад базовой инфляции остается высоким. Снижение базовой инфляции во второй половине 2018 года происходило за счет замедления роста цен ее основных компонентов.

Исходя из текущих макроэкономических условий, в 2019 году основными факторами, формирующими базовую инфляцию, останутся прямое и косвенное влияние повышения регулируемых цен, в частности на энергоресурсы, высокий инвестиционный спрос и импортируемая инфляция. Кроме того, изменения в налоговой системе могут иметь проинфляционное влияние через увеличение затрат производителей.

Рис. 9

Динамика изменения базовой инфляции и ее состава
(в %, вклад в базовую инфляцию)



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

В сентябре 2018 года Центральный банк прогнозировал инфляцию по итогам 2018 года в пределах 16–17%. Реализация

инфляции значительно ниже прогноза объясняется следующими факторами.

Во-первых, масштаб вторичных эффектов от ноябрьского повышения регулируемых цен на энергоресурсы в 2018 году оказался намного меньше ожидаемого. В прогнозе закладывалось предположение, что 60% косвенного влияния данного повышения придется на 2018 год, а 40% – на 2019 год. Тем не менее, корректировка цен из-за возросших затрат в 2018 году произошла в меньшем масштабе и предприятия перенесли ее большую часть на 2019 год. Такое поведение экономических агентов соответствует теории жесткости цен и заработных плат, предполагающей, что они медленно корректируются до равновесного уровня на протяжении продолжительного периода. Кроме того, согласно принятой стратегии либерализации цен, регулируемые цены для населения будут повышаться намного более плавно, чем для предприятий. Это обуславливает отложенное усиление инфляции через увеличение затрат производителей.

Во-вторых, на момент разработки прогноза ожидалось, что во внешних условиях сохранится турбулентность, которая будет оказывать более сильное давление на цены через эффект переноса обменного курса на инфляцию, то есть через цены импортируемых товаров.

В-третьих, традиционное оживление потребительского спроса в предновогодний период не оказало существенного давления на цены благодаря тому, что расширение спроса было умеренным и на рынке имелся достаточный объем предложения товаров.

В-четвертых, практически не реализовалась предварительная подстройка цен к изменению налоговой системы с января 2019 года (в особенности, к расширению базы НДС). До конца 2018 года подавляющее большинство компаний и предпринимателей не имело четкого представления о влиянии изменений в налоговой сфере на затраты. В условиях такой неопределенности бизнес-субъекты не стали повышать цены и тарифы и отложили данный вопрос до прояснения ситуации по мере вступления в силу изменений в налоговом законодательстве.

В-пятых, ужесточение денежно-кредитной политики в IV квартале 2018 года способствовало более умеренной динамике внутреннего потребительского спроса посредством сокращения потребительского кредитования и стимулирования сберегательной активности населения и бизнеса.

Монетарные факторы инфляции

Результаты эмпирического анализа показывают, что по итогам 2018 года степень воздействия монетарных факторов на динамику цен становится статистически значимой и в абсолютном значении сохраняется на невысоком уровне. В то же время, оценки за 2017 год показывают, что в данный период наибольшее влияние на инфляцию имел обменный курс.

Для анализа использовались месячные данные в период с января 2010 года до декабря 2018 года.

В выборке «январь 2010 г. – сентябрь 2018 г.» продолжительность влияния показателя «эффективный M0» на инфляцию составляла до 7 кварталов. При добавлении данных за IV квартал 2018 года длительность воздействия данного показателя и магнитуа импульсных откликов не изменились.

Кроме того, оценки показывают, что до либерализации валютного рынка (до сентября 2017 года) степень воздействия денежного агрегата M2 на динамику цен была незначительной. При использовании выборки «январь 2010 г. – сентябрь 2018 г.» денежная масса стала оказывать умеренное влияние на инфляцию с длительностью воздействия до 7 кварталов. При расширении выборки до конца 2018 года, как и ожидалось, продолжительность влияния M2 на динамику цен сохранилась неизменной. При этом в обоих случаях пик воздействия M2 на динамику цен наблюдался спустя 2 квартала и абсолютное значение реакции цен на изменение денежной массы оставалось низким.

В целом, результаты модели показывают, что в 2018 году монетарные факторы инфляции начали более явно проявляться, но для робастной оценки влияния ужесточения денежно-кредитной политики в IV квартале 2018 года требуется определенное время и большее количество наблюдений, так как воздействие денежно-кредитной политики на макропоказатели происходит с определенным лагом.

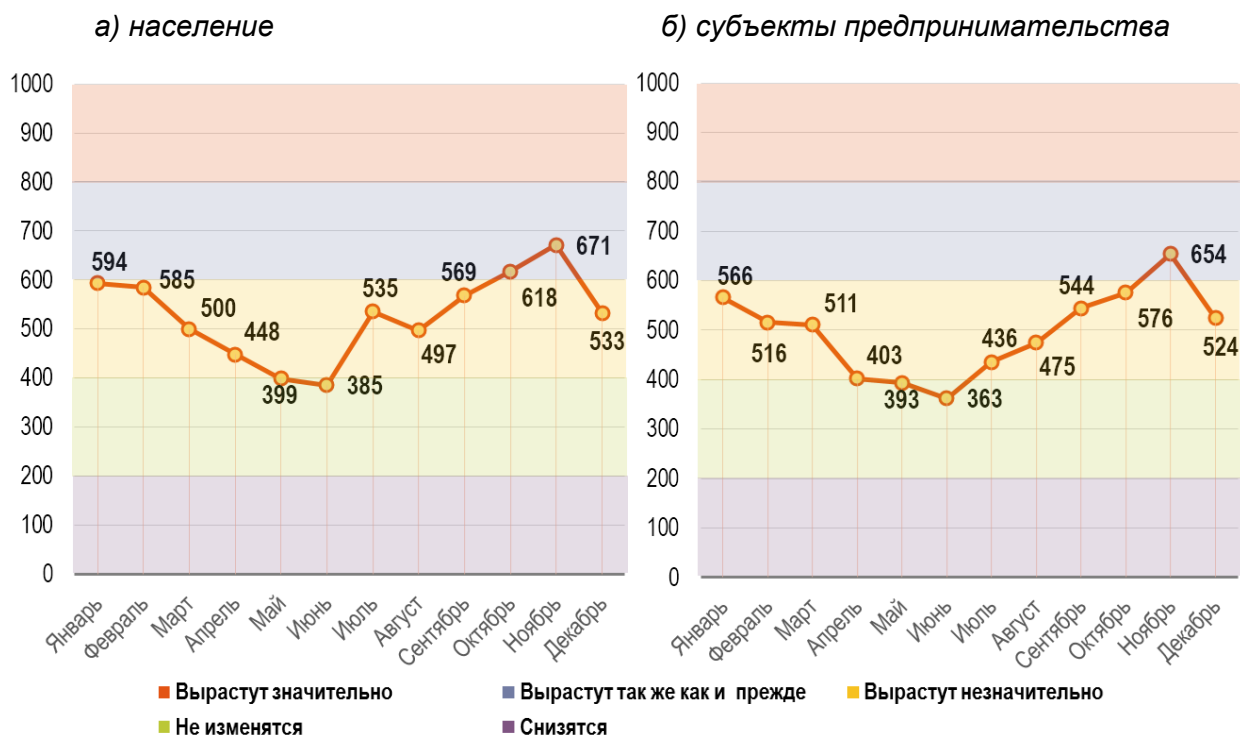
Канал ожиданий

В IV квартале 2018 года инфляционные ожидания населения и бизнес-субъектов на краткосрочную (на месяц вперед) и среднесрочную (на год вперед) перспективу носили пессимистичный характер.

Повышение тарифов на коммунальные услуги, рост заработных плат, а также ослабление сума в IV квартале отразились на уровне инфляции, ощущаемой населением и субъектами предпринимательства, что, в свою очередь, повлияло на их инфляционные ожидания.

Рис. 10

Динамика индекса краткосрочных инфляционных ожиданий за 2018 год



Источник: расчеты Центрального банка.

В течение IV квартала 2018 года наблюдалась нестабильная тенденция изменения инфляционных ожиданий. В частности, в октябре-ноябре индексы краткосрочных и среднесрочных инфляционных ожиданий² продолжили рост, начавшийся в июле, но в декабре существенно снизились. При этом наиболее заметные колебания произошли в краткосрочных ожиданиях.

² Индекс инфляционных ожиданий – это обобщенный показатель, рассчитанный посредством балансового метода, т.е. сбалансирования ответов респондентов на вопросы по оценке ощущаемой инфляции. Диапазон индекса варьируется от 0 до 1000.

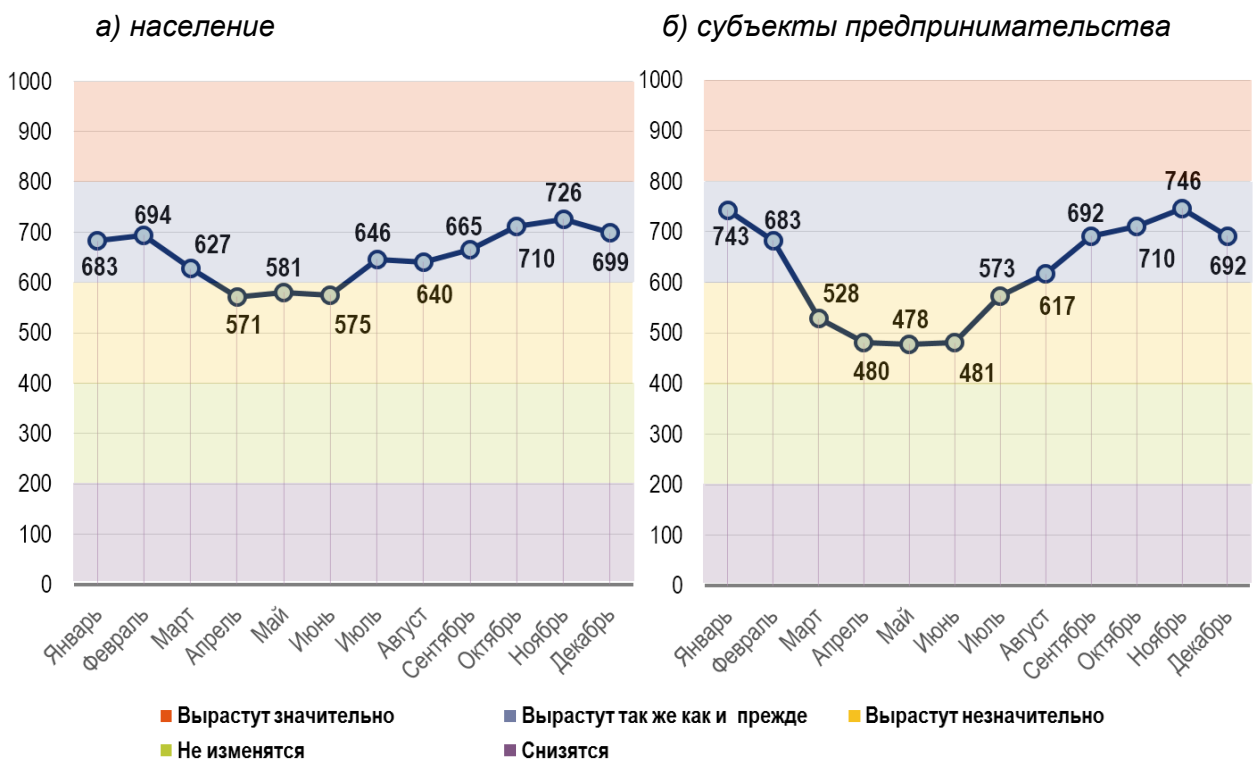
Следует отметить, что в октябре-ноябре индексы краткосрочных инфляционных ожиданий физических и юридических лиц имели аналогичную тенденцию, увеличившись на 18 и 20% соответственно, и к концу IV квартала снизились ниже сентябрьских уровней (533 и 524 пунктов соответственно) (рис. 10).

Одним из факторов резкого снижения краткосрочных ожиданий в декабре стали предположения населения и бизнес-субъектов о пассивной торговле на товарных рынках в период после новогодних праздников.

До ноября среднесрочные инфляционные ожидания населения и субъектов предпринимательства так же, как и краткосрочные, имели повышательный тренд, и индексы ожиданий составили 726 и 746 пунктов соответственно.

Рис. 11

Динамика индекса среднесрочных инфляционных ожиданий за 2018 год



Источник: расчеты Центрального банка.

Однако декабрьские ожидания плавно снизились, сгладив рост в октябре и ноябре. Так, по итогам IV квартала индекс среднесрочных инфляционных ожиданий населения увеличился на 5% по сравнению с сентябрем и составил 699 пунктов, тогда как уровень ожиданий

бизнес-субъектов снизился в декабре до сентябрьского уровня (692 пунктов) (рис. 11). В декабре снижение краткосрочных ожиданий респонденты объяснили снижением потребительского спроса после новогодних праздников. В свою очередь, среднесрочные ожидания основывались на предположениях об улучшении приграничной торговли, увеличения объемов импортируемых товаров и укрепления сума в будущем.

В целом, в среднесрочной перспективе ожидается сохранение существенного инфляционного давления. Его основными источниками будут продолжение влияния ноябрьского повышения цен на энергоресурсы и ожидания их роста в июне 2019 года, косвенное влияние изменений в налогообложении субъектов предпринимательства, возможное ослабление национальной валюты, а также повышенный спрос на кредиты.

Изучение факторов инфляции показывает, что несмотря на неблагоприятные условия в сельском хозяйстве, увеличение инвестиций и роли частного сектора в создании инфраструктуры хранения и логистики плодоовощной продукции, а также либерализация внешней торговли позволили обеспечить достаточный уровень предложения фруктов и овощей и предотвратить их резкое удорожание в IV квартале 2018 года.

Продолжение реформ по либерализации и развитию конкуренции, а также проведение скоординированной денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики позволят удержать инфляцию на прогнозном уровне или же добиться её снижения ниже прогноза.

III. Денежно-кредитные условия

В IV квартале 2018 года Центральный банк продолжил проводить осмотрительную денежно-кредитную политику, направленную на снижение инфляционного давления в экономике с совершенствованием и внедрением новых инструментов денежно-кредитной политики.

В целях снижения инфляционного давления и инфляционных ожиданий в III квартале 2018 года ставка рефинансирования была повышена на 2 п.п. – до 16% годовых с 25 сентября 2018 года. Повышение ставки способствовало ужесточению денежно-кредитных условий в течение IV квартала 2018 года, нормализации темпов роста кредитования и поддержанию положительных реальных процентных ставок по срочным депозитам, что стимулировало привлекательность сбережений в национальной валюте.

Анализ ликвидности

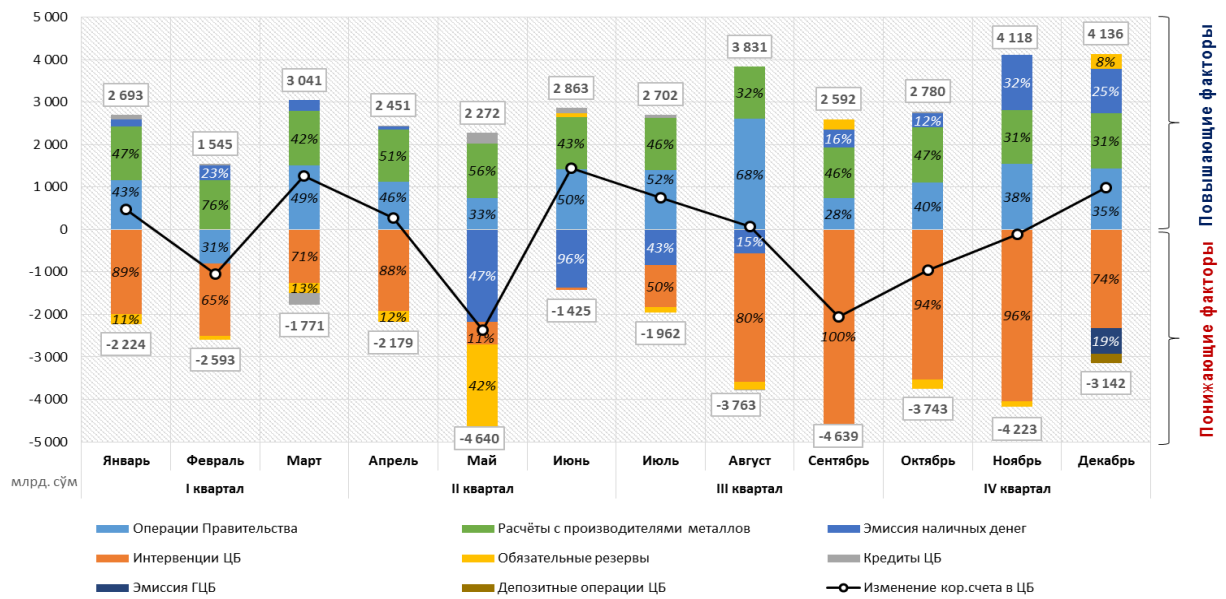
В IV квартале 2018 года ликвидность банковской системы имела разнонаправленную динамику вследствие изменения условий денежно-кредитной политики, совершенствования ее инструментов, а также операций Правительства и сезонных факторов. В октябре-ноябре 2018 года ликвидность снижалась, но к декабрю она увеличилась. В IV квартале 2018 года среднемесячные остатки корсчетов уменьшились на 30% по сравнению со значениями предыдущих трех кварталов.

В IV квартале 2018 года факторами снижения ликвидности банковской системы были интервенции Центрального банка на внутреннем валютном рынке, эмиссия наличных денег, депозитные аукционы и первичное размещение государственных ценных бумаг.

Как и в предыдущих кварталах 2018 года, **интервенции** Центрального банка на внутреннем валютном рынке в IV квартале 2018 года играли основную роль в стерилизации излишней ликвидности. При этом интервенции в IV квартале 2018 года позволили абсорбировать ликвидность, которая не была полностью стерилизована в предыдущие кварталы, и тем самым обеспечить стерилизацию годового объема ликвидности, возникшей вследствие покупки монетарного золота у производителей.

Рис. 12

Факторы формирования ликвидности банковской системы



Источник: расчеты Центрального банка.

Объем чистых интервенций за IV квартал 2018 года составил 1,21 млрд. долл., что на 573 млн. долл. больше, чем среднеквартальное значение предыдущих трех кварталов. Стерилизационный эффект интервенций в IV квартале 2018 года составил 9,91 трлн. сум.

Факторами увеличения ликвидности были операции по покупке золота (3,9 трлн. сум) и операции Правительства (4,1 трлн. сум).

Повышение заработных плат и увеличение других бюджетных расходов привели к снижению остатка средств на счетах Правительства и стали факторами увеличения ликвидности в банковской системе.

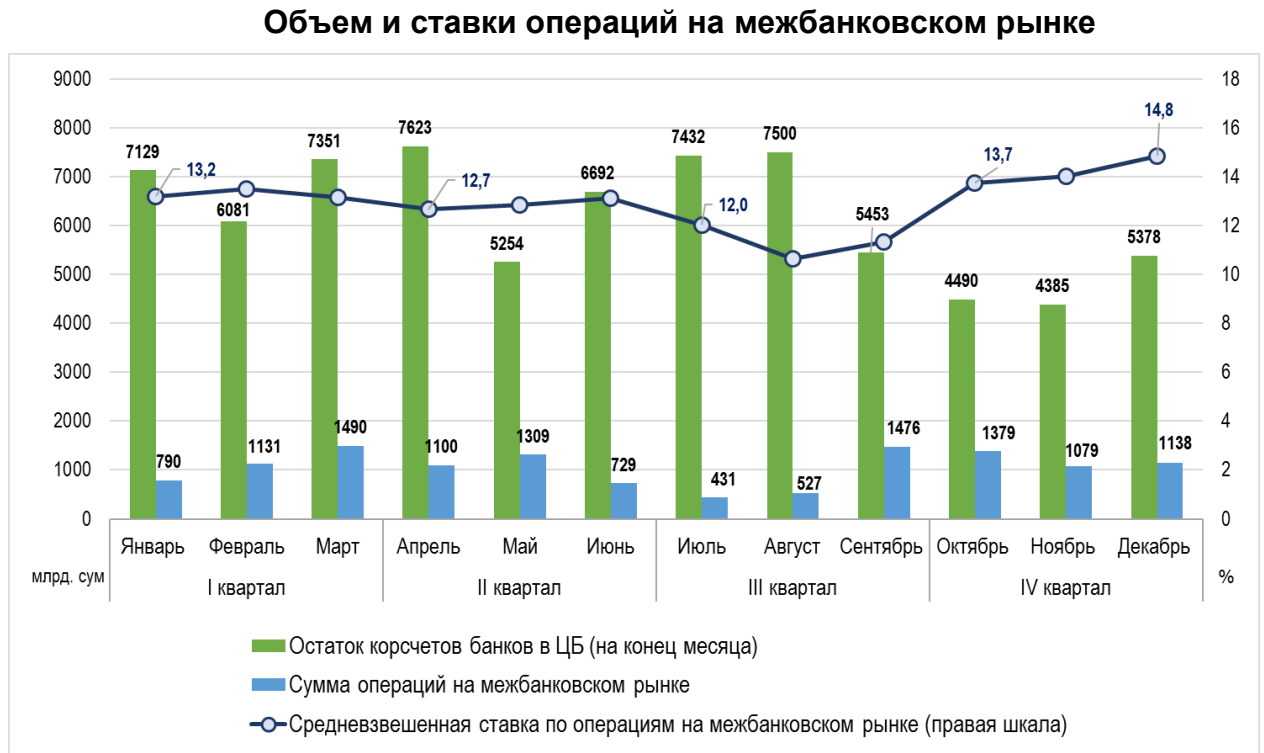
В целом, изменение бюджетных расходов и несоразмерность интервенций показали существенную роль автономных факторов в формировании ликвидности, что указывает на необходимость наличия достаточного набора инструментов.

Межбанковский денежный рынок

В IV квартале 2018 года наблюдалось увеличение объемов операций на денежном рынке. Если в III квартале 2018 года объем операций на межбанковском рынке составил 2,43 трлн. сум, то в IV квартале – 3,6 трлн. сум. Рост активности на денежном рынке в IV квартале связан с увеличением спроса на краткосрочную

ликвидность и уменьшением остатков корсчетов в октябре-ноябре 2018 года.

Рис. 13



Источник: расчеты Центрального банка.

Средневзвешенная процентная ставка по межбанковским депозитам выросла на 2,87 п.п. по сравнению с III кварталом и составила 14,17%, что отражает изменение объема ликвидности в банковской системе, а также ужесточение денежно-кредитных условий после повышения ставки рефинансирования. Центральный банк начал активно коммуницировать свои решения с банками и давал сигналы о намерении воздействовать на ставки денежного рынка рыночными мерами.

Несмотря на увеличение ликвидности банковской системы в декабре 2018 года, Центральному банку удалось постепенно приблизить уровень межбанковских ставок к ставке рефинансирования посредством широкого использования инструментов денежно-кредитной политики.

Денежно-кредитные показатели

В IV квартале 2018 года широкая денежная масса увеличилась на 1,9% или 1,6 трлн. сум. Денежная масса в национальной валюте

увеличилась на 1,9 трлн. сум, а в иностранной валюте уменьшилась на 0,3 трлн. сум.

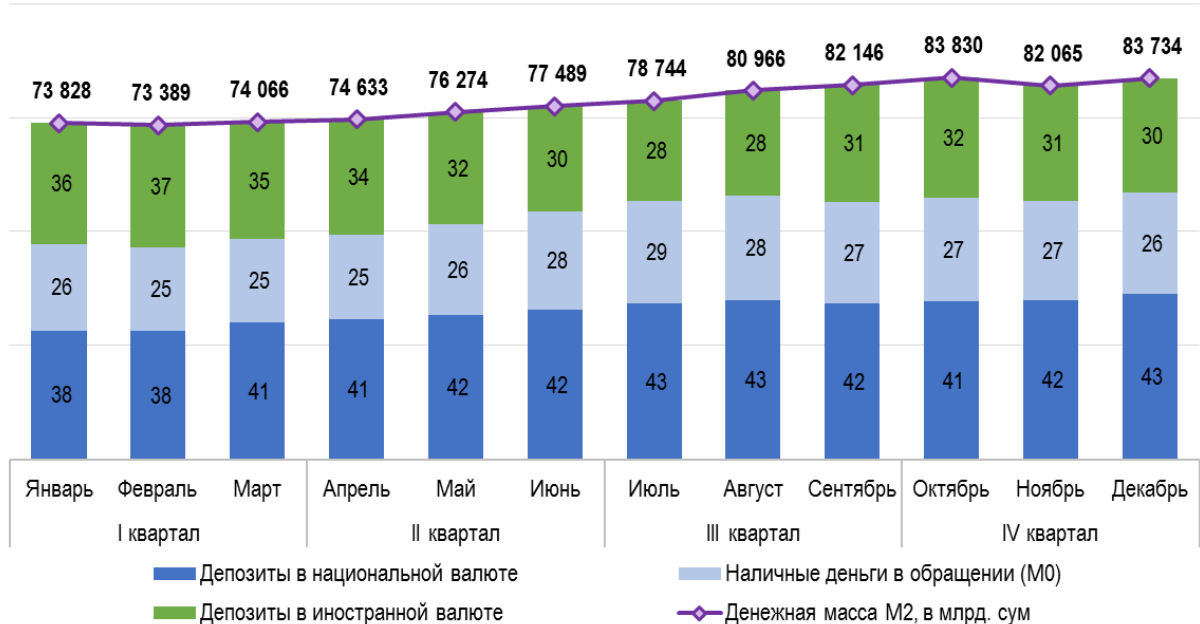
Основным фактором изменения денежной массы стал высокий темп роста кредитования. В частности, в IV квартале 2018 года остаток кредитных вложений банков в национальной валюте увеличился на 8% или 5,5 трлн. сум (на 17% или 10,3 трлн. сум в III квартале 2018 года).

В целом, за 2018 год широкая денежная масса увеличилась на 14,4% или 10,5 трлн. сум (в 2017 году – на 40,2% или 21,0 трлн. сум). При этом денежная масса в национальной валюте увеличилась на 23% или 10,9 трлн. сум.

Кредитные вложения банков в национальной валюте в 2018 году увеличились на 74% или 31,9 трлн. сум (в 2017 году – на 38% или 11,8 трлн. сум), а объем кредитных вложений в иностранной валюте вырос до 2,6 млрд. долл., что в 2 раза больше, чем в 2017 году (1,3 млрд. долл.).

Рис. 14

Изменение структуры широкой денежной массы



Источник: расчеты Центрального банка.

В 2018 году наблюдались следующие положительные тенденции в структуре денежной массы:

– несмотря на увеличение денежной массы на 14,4%, доля наличных денег в общем объеме денежной массы оставалась неизменной на уровне 26%;

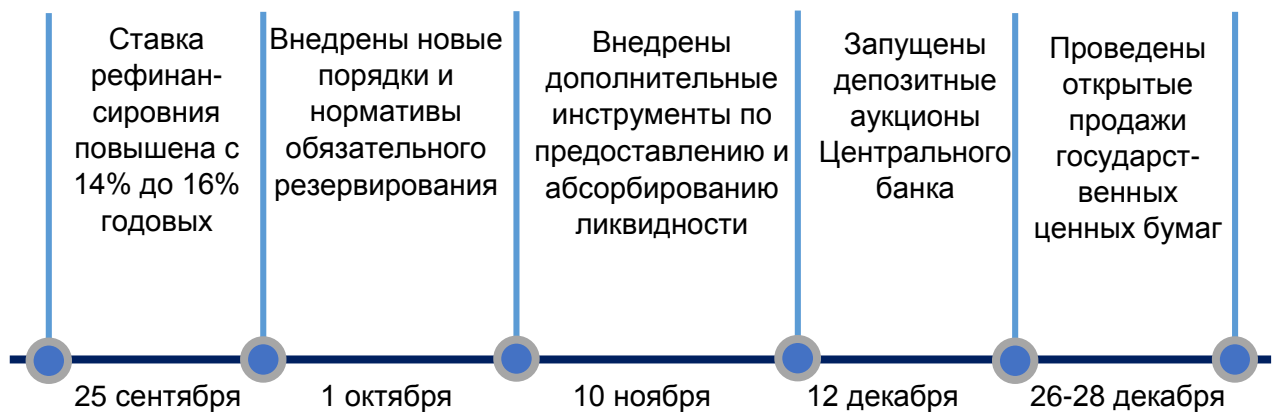
– доля депозитов в иностранной валюте уменьшилась на 6 п.п., тогда как доля депозитов в национальной валюте увеличилась на 5 п.п., что отражает дедолларизацию экономики.

Использование инструментов денежно-кредитной политики

В IV квартале 2018 года Центральный банк продолжил совершенствовать инструменты денежно-кредитной политики и механизмы их применения, а также внедрять новые рыночные инструменты на основе передового международного опыта.

Рис. 15

Основные изменения в денежно-кредитной политике в IV квартале 2018 года



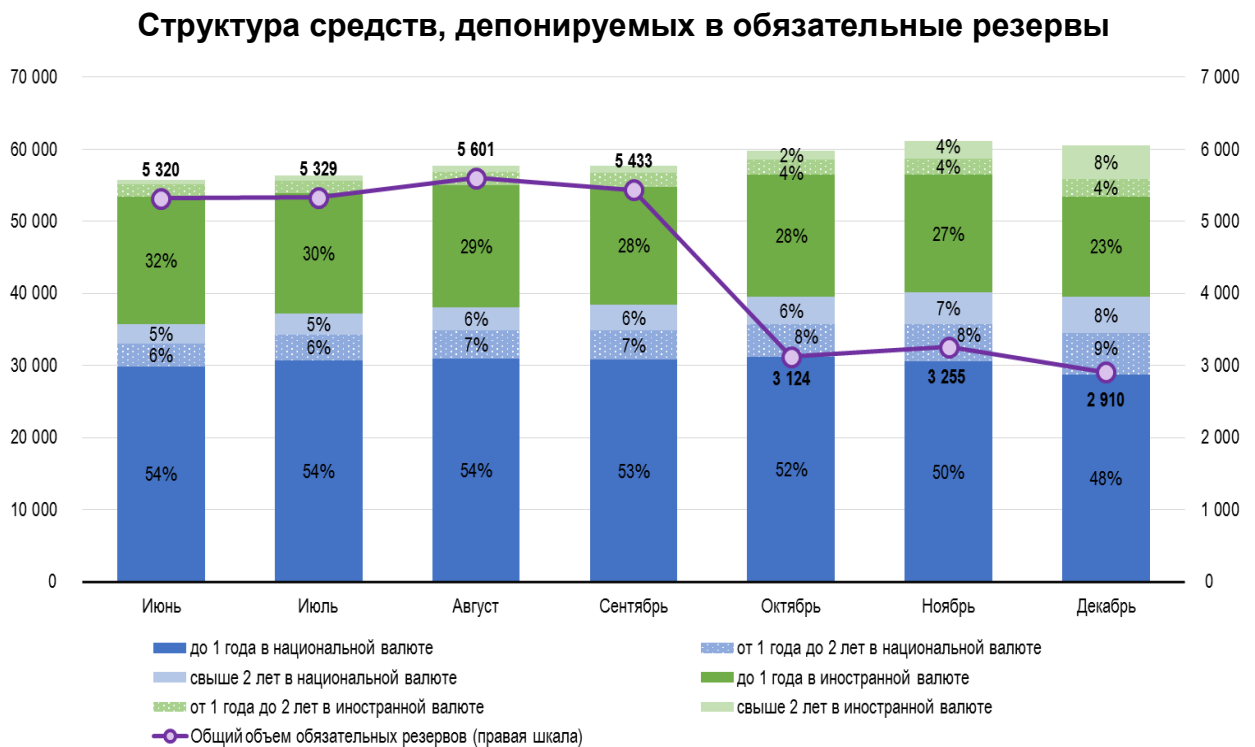
Обязательное резервирование

После июньских изменений в механизме обязательного резервирования с 1 октября 2018 года в данный инструмент денежно-кредитной политики были вновь внесены изменения. Так, установлен порядок формирования обязательных резервов только в национальной валюте независимо от валюты привлеченных обязательств коммерческих банков, унифицированы ставки по депозитам юридических и физических лиц, снижены нормы обязательного резервирования по депозитам юридических лиц в национальной валюте и введены относительно высокие нормы по депозитам в иностранной валюте.

Данные изменения были направлены на повышение привлекательности депозитов в национальной валюте, снижение уровня долларизации экономики и повышение эффективности рыночных механизмов регулирования ликвидности банковской системы.

После изменения нормативов обязательного резервирования банки пересмотрели свою депозитную политику и начали привлекать депозиты в национальной валюте на более длительные сроки по более высоким процентным ставкам. В частности, во второй половине 2018 года наблюдалось резкое увеличение объемов депозитов как в национальной, так и в иностранной валюте со сроками более одного года (рис. 16).

Рис. 16



Источник: расчеты Центрального банка.

В июне-декабре 2018 года доля депозитов в иностранной валюте со сроком более одного года в общем объеме средств, депонируемых в обязательные резервы, увеличилась с 4,2 до 11,7%, а доля депозитов в национальной валюте – с 10,5 до 17,8%. Это свидетельствует о начале активизации сберегательного канала трансмиссионного механизма. В то же время, доля депонированных средств по депозитам

до востребования и краткосрочным депозитам снизилась с 54% в июне до 48% в декабре 2018 года.

Изменения в порядке обязательного резервирования повлияли также на процентные ставки по депозитам и кредитам коммерческих банков. Данное влияние более подробно рассмотрено в анализе процентного канала.

Новые инструменты предоставления и абсорбирования ликвидности

Начиная с 10 ноября 2018 года утверждены новые виды операций по предоставлению и привлечению ликвидности, а также размеры годовых процентных ставок по ним. В частности, установлены параметры операций Центрального банка по:

- предоставлению на аукционах краткосрочных кредитов рефинансирования под залог иностранной валюты;
- проведению операций по размещению на аукционах государственных ценных бумаг;
- привлечению на аукционах средств коммерческих банков в краткосрочные депозиты Центрального банка;
- привлечению в краткосрочные депозиты Центрального банка средств коммерческих банков по фиксированным процентным ставкам.

Депозитные аукционы

Начиная с 12 декабря 2018 года Центральный банк проводит депозитные аукционы по абсорбированию излишней ликвидности, а также аукционы по размещению государственных ценных бумаг (ГЦБ).

На первом депозитном аукционе, проведенном 12 декабря 2018 года, привлечены средства семи коммерческих банков на сумму 449 млрд. сум, из которых 346 млрд. сум размещены на 2-недельные депозиты по ставке 16% годовых и 103 млрд. сум – на одномесечные депозиты по ставке 17% годовых.

На втором депозитном аукционе, проведенном 19 декабря 2018 года, привлечены средства четырех коммерческих банков на сумму 120 млрд. сум на 2-недельные депозиты по средневзвешенной ставке 14,65% годовых.

Параметры проведения депозитных аукционов устанавливались Центральным банком, исходя из операционной цели денежно-

кредитной политики по формированию процентных ставок на межбанковском денежном рынке.

Несмотря на то, что депозитные аукционы не полностью выполнили свою традиционную функцию, начало операций по абсорбированию ликвидности послужило сигналом для банков о серьезности намерений Центрального банка по поддержанию ставок межбанковского на уровне операционной цели.

Размещение государственных ценных бумаг

В декабре 2018 года впервые за многие годы были возобновлены операции с ГЦБ. Центральный банк как фискальный агент разместил ГЦБ среди коммерческих банков. ГЦБ выпускались со сроком до одного года с «нулевой» дисконтной ставкой, а также на срок более одного года с купонной процентной ставкой.

Аукционы по размещению ГЦБ проводились в три этапа с 26 по 28 декабря 2018 года на Узбекской республиканской валютной бирже. Общий объем размещенных ГЦБ составил 592,1 млрд. сум, в том числе:

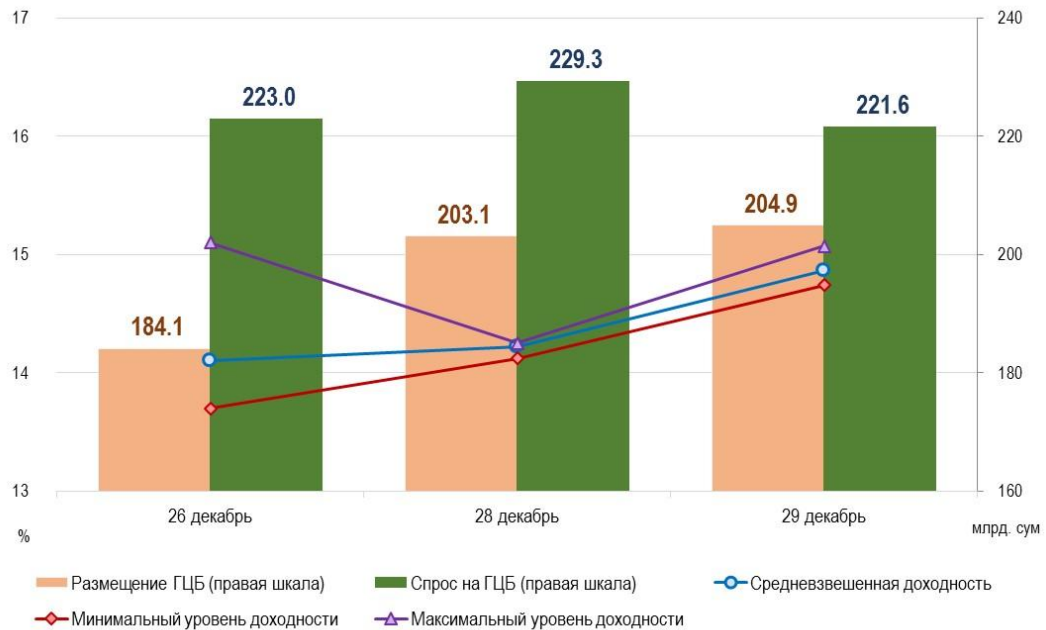
– на первом аукционе было размещено 197 100 шт. ГЦБ (98,5% от объема выпуска) на сумму 184,1 млрд. сум. На дату погашения (26 июня 2019 года) объем погашения размещенных на аукционе ГЦБ составит 197,1 млрд. сум. Средневзвешенная доходность ценных бумаг составила 14,1% годовых, при минимальном уровне доходности – 13,7% и максимальной доходности (по цене отсечения) – 15,1%.

– на втором аукционе было размещено 200 000 шт. облигаций (100% от объема выпуска) на сумму 203,1 млрд. сум. На дату погашения (27 декабря 2019 года) объем погашения размещенных на аукционе ГЦБ составит 232 млрд. сум. Средневзвешенная доходность ценных бумаг составила 14,22% годовых, при минимальном уровне доходности – 14,12% и максимальной доходности (по цене отсечения) – 14,25%.

– на третьем аукционе было размещено 200 000 шт. облигаций (100% от объема выпуска) на сумму 204,9 млрд. сум. На дату погашения (24 декабря 2021 года) объем погашения размещенных на аукционе ГЦБ составит 295,7 млрд. сум. Средневзвешенная доходность ценных бумаг составила 14,86% годовых, при минимальном уровне доходности – 14,74% и максимальной доходности (по цене отсечения) – 15,07%.

Рис. 17

Объемы и ставки по доходности ГЦБ



Источник: расчеты Центрального банка.

Центральным банком разработан и утвержден порядок участия Центрального банка на вторичном рынке ГЦБ. Согласно данному порядку, в случае возникновения у инвестора потребности в денежных средствах, он может реализовать ГЦБ на вторичном рынке без каких-либо ограничений и временных затрат. Центральный банк совместно с коммерческими банками обеспечит обращение ГЦБ на вторичном рынке, поддерживая таким образом ликвидность данного рынка на регулярной основе.

Выпуск ГЦБ в обращение в дальнейшем создаст основу для развития главного инструмента Центрального банка – операций на открытом рынке, которые позволят эффективно регулировать ликвидность банковской системы. По мере развития рынка ГЦБ будет формироваться кривая доходности по долгосрочным активам.

Следует отметить, что депозитные операции Центрального банка и развитие рынка ГЦБ позволяют не только более эффективно управлять ликвидностью банковской системы, но и закладывают основу для формирования процентных ставок в экономике на рыночных принципах, введения ключевой ставки и формирования процентного коридора.

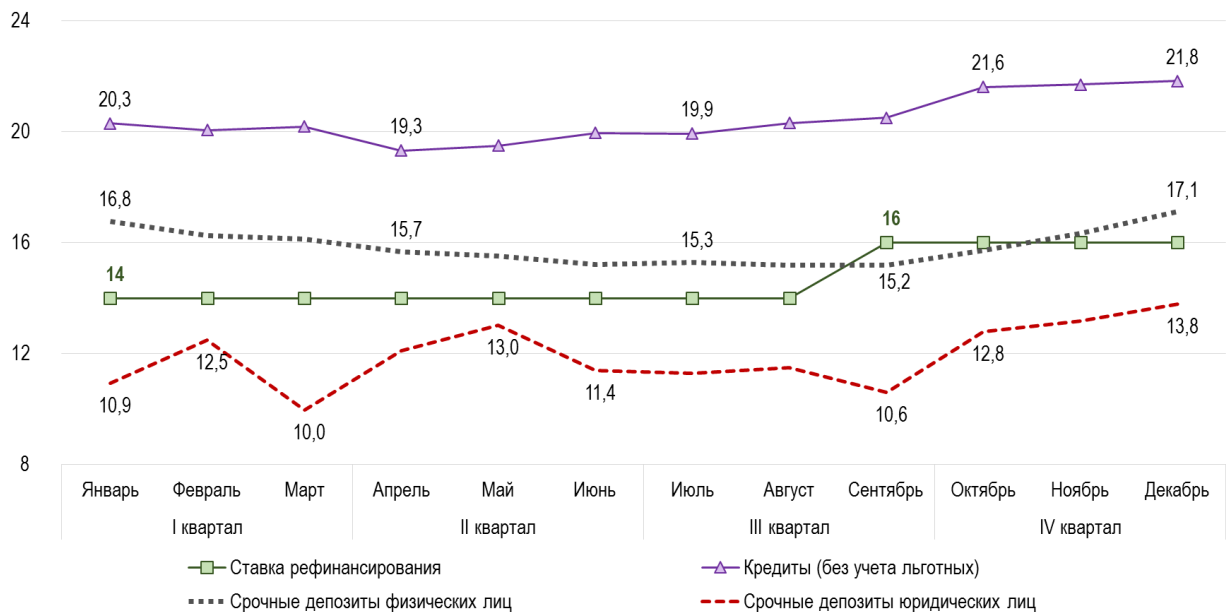
IV. Трансмиссионный механизм

Процентный канал

По оценкам Центрального банка, повышение ставки рефинансирования, прежде всего, повлияло на ставки на межбанковском денежном рынке, а затем с лагом на другие процентные ставки в экономике (по краткосрочным и долгосрочным депозитам и кредитам коммерческих банков).

Рис. 18

Динамика номинальных процентных ставок

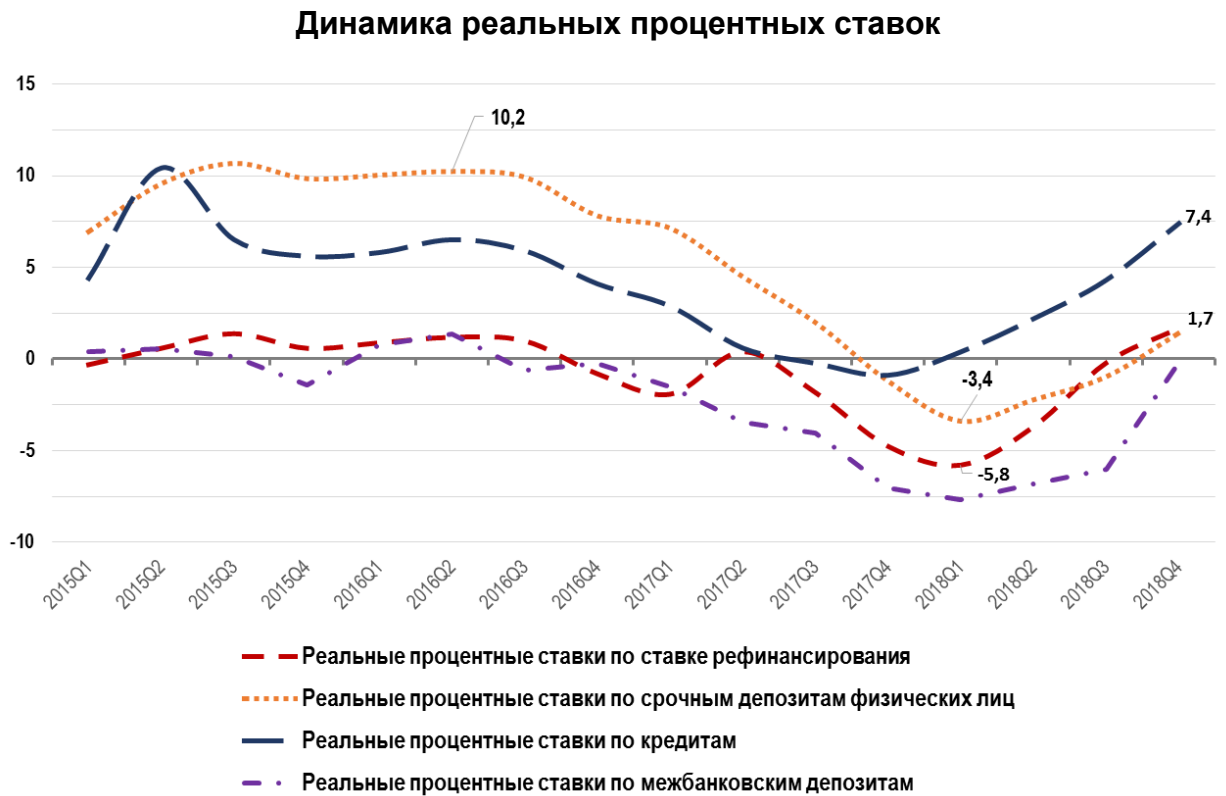


Источник: расчеты Центрального банка.

В частности, в IV квартале 2018 года процентные ставки по срочным депозитам юридических лиц повысились с 10,6 до 13,8%, по срочным депозитам физических лиц – с 15,2 до 17,1% и по кредитам – с 20,5 до 21,8% (рис. 18).

Ужесточение денежно-кредитных условий сократило отрицательную разницу между номинальными процентными ставками и уровнем инфляции и способствовало приближению реальных процентных ставок к положительной области. В частности, если в начале 2018 года реальные процентные ставки по депозитам в банках, межбанковским депозитам и ставке рефинансирования были отрицательными, то к IV кварталу реальные процентные ставки по депозитам в банках и межбанковским депозитам приблизились к нулю, а по ставке рефинансирования стали положительными (рис. 19).

Рис. 19



Источник: расчеты Центрального банка.

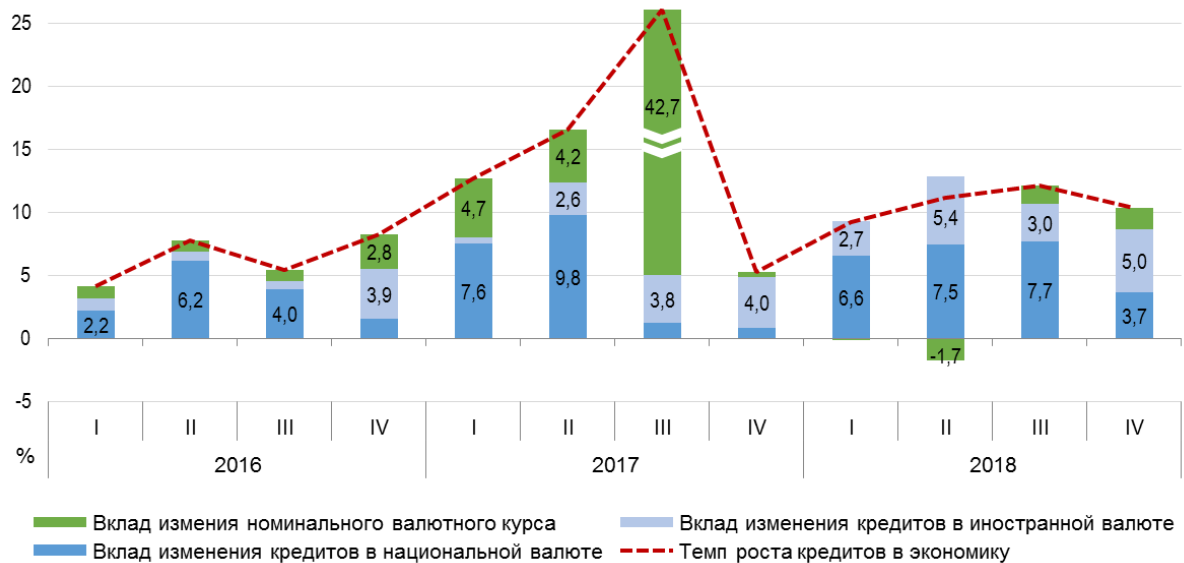
Кредитный канал

По итогам IV квартала 2018 года наблюдалось существенное замедление темпов роста кредитования в национальной валюте по сравнению с предыдущими кварталами. Тем не менее, объем кредитования сохранялся на высоком уровне по сравнению с аналогичным периодом 2017 года. В частности, темп роста остатка выделенных кредитов снизился с 10,7% в III квартале до 8,6% в IV квартале 2018 года (без учета переоценки остатка кредитов в иностранной валюте в результате изменения обменного курса сума). При этом вклад кредитов в национальной валюте в рост общего объема кредитования снизился с 7,7 до 3,7 п.п.

В то же время, несмотря на продолжение ослабления национальной валюты, вклад кредитов в иностранной валюте в общий рост объема кредитования увеличился на 2 п.п. и составил 5 п.п. Рост кредитования в иностранной валюте объясняется, в основном, привлекательностью процентных ставок валютных кредитов относительно ставок сумовых кредитов, ростом кредитования ФРРУ и увеличением иностранных кредитных линий.

Рис. 20

**Изменение структуры роста остатков кредитов экономике
в процентах**



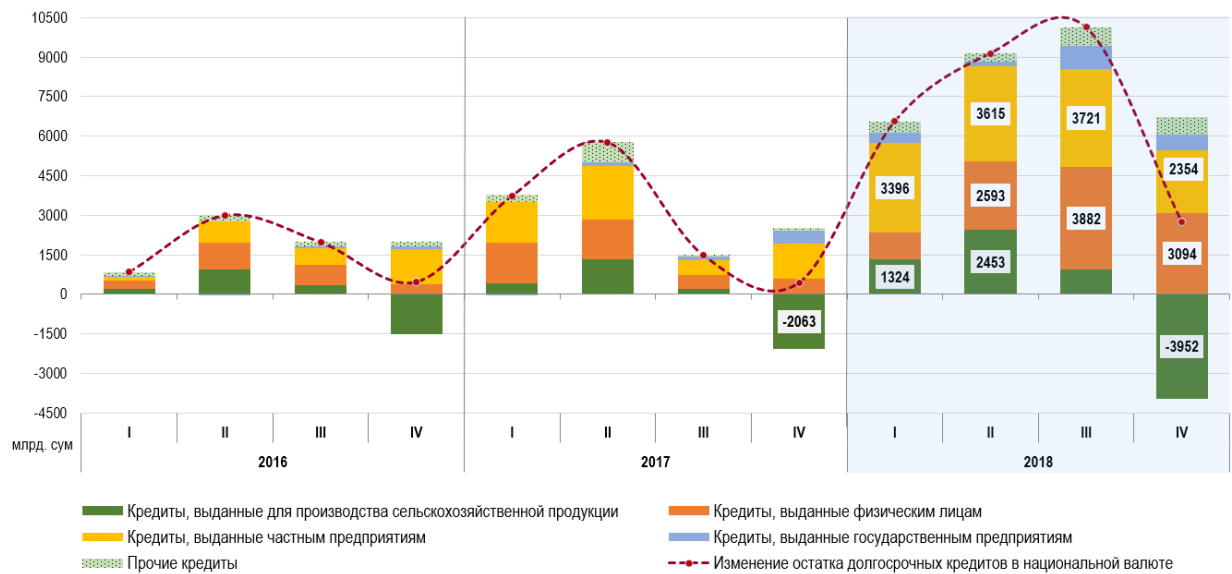
Источник: расчеты Центрального банка.

Ужесточение денежно-кредитных условий в IV квартале 2018 года замедлило кредитование в национальной валюте через кредитный канал, что в определенной степени способствовало сдерживанию монетарных факторов инфляции. Так, если в I и III кварталах 2018 года среднеквартальный объем кредитов, выданных частным предприятиям и хозяйствующим субъектам, увеличился на 3,6 трлн. сум, то в IV квартале 2018 года под влиянием роста процентных ставок данный показатель снизился до 2,4 трлн. сум.

Кроме того, несмотря на то, что основную часть долгосрочных кредитов, выданных физическим лицам, составили льготные ипотечные кредиты, профинансированные в рамках государственных программ, а также автокредиты, в IV квартале 2018 года на фоне общего роста процентных ставок по кредитам и усиления пруденциальных мер темп долгосрочного кредитования физических лиц снизился по сравнению с III кварталом 2018 года на 788 млрд. сум.

Тем не менее, в IV квартале 2018 года рост долгосрочного кредитования хозяйствующих субъектов и населения кратно превышал показатели соответствующего периода 2017 года.

Изменение остатка долгосрочных кредитов в национальной валюте
(к предыдущему кварталу, в млрд. сум)



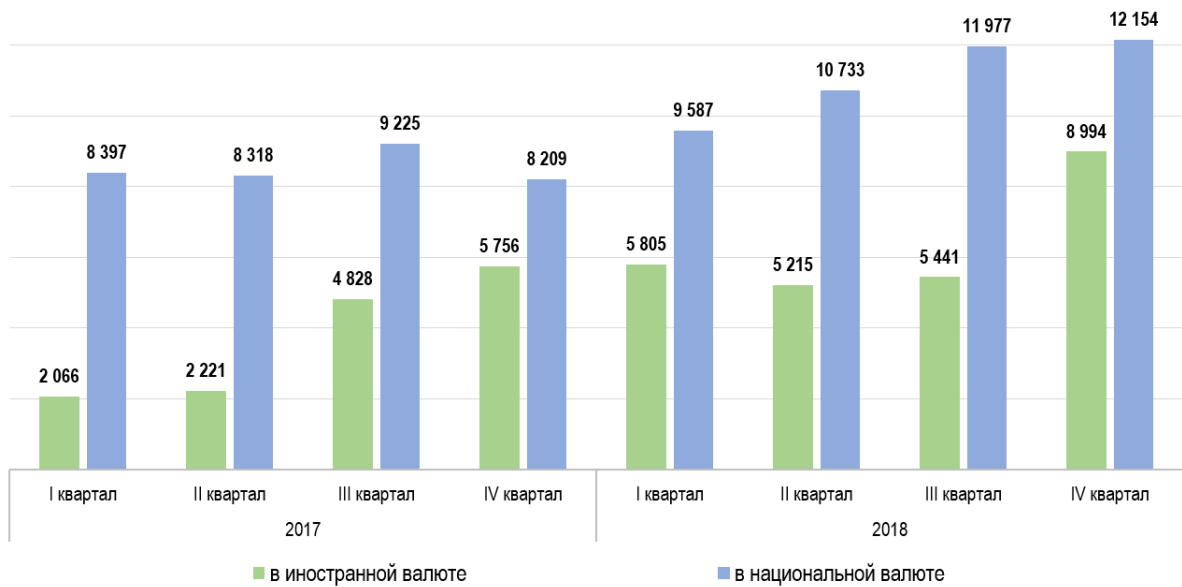
Источник: расчеты Центрального банка.

В IV квартале 2018 года значительно увеличился объем долгосрочного кредитования в иностранной валюте. В частности, объем кредитов, выданных частным предприятиям и хозяйствующим субъектам, увеличился на 510 млн. долл., а государственным предприятиям и организациям – на 251 млн. долл. по сравнению с III кварталом.

Сберегательный канал

В августе-сентябре 2018 года наблюдалось замедление сберегательной активности из-за роста девальвационного давления и инфляционных ожиданий. Повышение ставки рефинансирования в сентябре и изменение нормативов обязательного резервирования с октября 2018 года позволили быстро скорректировать ситуацию и восстановить динамику сберегательной активности. В результате, в IV квартале 2018 года остаток срочных и сберегательных депозитов в национальной валюте увеличился на 1,5% и составил 12,2 трлн. сум. По итогам 2018 года среднемесячный остаток срочных и сберегательных депозитов в национальной валюте увеличился на 48% или 3,9 трлн. сум.

Остатки срочных и сберегательных депозитов



Источник: расчеты Центрального банка.

В 2018 году доля срочных и сберегательных депозитов в национальной валюте в общем объеме депозитов в национальной валюте увеличилась с 29,2 до 33,5%. При этом наблюдался равномерный рост объемов срочных и сберегательных депозитов.

Постепенный рост процентных ставок по депозитам коммерческих банков стимулировал склонность населения к сбережению.

Коммуникационный канал

В рамках новой коммуникационной политики в IV квартале 2018 года Центральный банк наладил эффективный диалог с участниками рынка посредством обсуждения планируемых мер в денежно-кредитной сфере. Встречи с представителями банков содействовали достижению операционной цели по процентным ставкам в условиях профицита ликвидности.

Для повышения прозрачности своей деятельности и понимания общественностью проводимой политики Центральный банк провел пресс-конференции и открытое заседание Правления по рассмотрению Основных направлений монетарной политики на 2019 год и период 2020-2021 годов. Также Центральный банк запустил свой канал в Телеграме, который помогает оперативно информировать пользователей о принимаемых решениях в денежно-кредитной сфере.

Канал валютного курса

В течение 2018 года динамика валютного курса формировалась под воздействием как внутренних, так и внешних факторов, и отражала соотношение спроса и предложения на иностранную валюту. В периоды увеличения поступлений иностранной валюты на внутренний валютный рынок и уменьшения спроса на нее наблюдалось укрепление сума. Напротив, в периоды увеличения спроса на иностранную валюту наблюдалось ослабление сума.

За IV квартал 2018 года сум ослабел на 3,2% (с 8079,28 сум/долл. до 8339,55 сум/долл.), тогда как за 2018 год – на 2,7% (с 8120,07 сум/долл. до 8339,55 сум/долл.). В 2018 году разница между максимальным и минимальным значениями курса составила 7,3%.

Относительной стабильности курсовой динамики в значительной степени способствовало ужесточение денежно-кредитной политики, смягчившее негативное влияние внешних шоков, и увеличение валютных притоков.

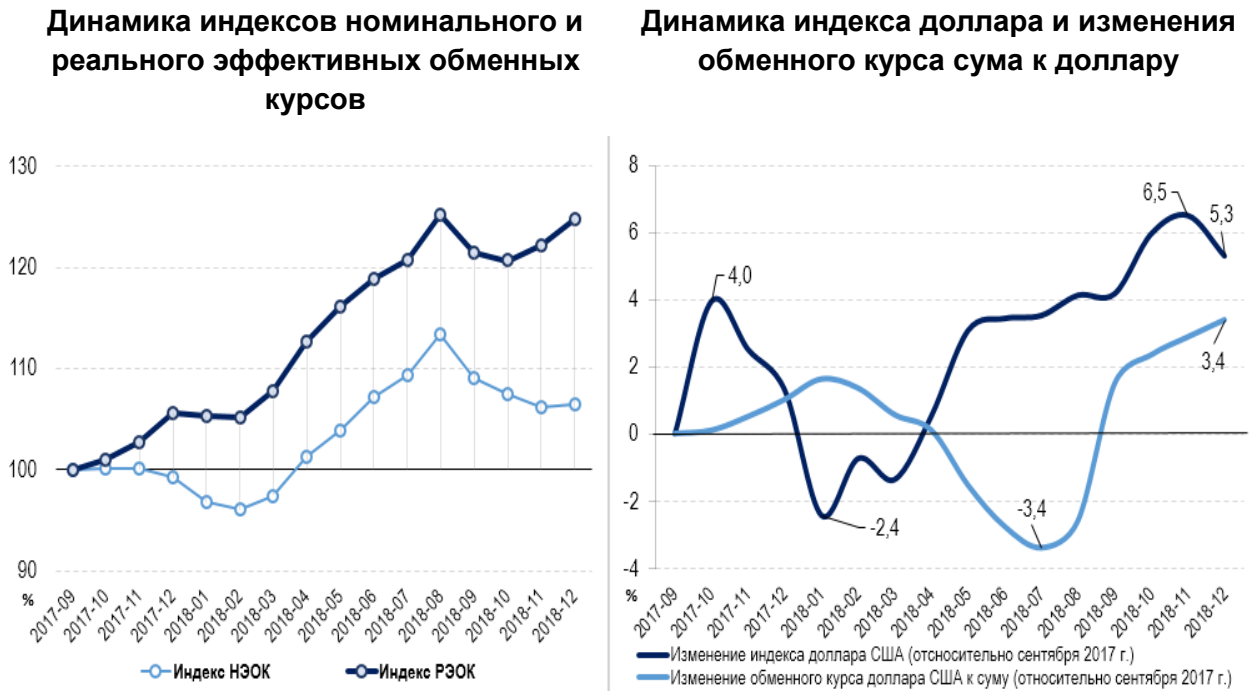
Международные финансовые рынки

В течение IV квартала 2018 года на большинстве международных финансовых рынков сохранялась неопределенность из-за торговых разногласий между крупнейшими экономиками, опасений по замедлению экономики Китая, оттоку капитала с формирующихся рынков под влиянием ужесточения политики ФРС и снижения цен на нефть.

На валютных рынках курс индекса доллара по сравнению с началом 2018 года вырос на 5,3% (с 91,95 до 96,82%). В IV квартале 2018 года китайский юань ослабел на 0,15% (с начала года – на 5,7%), казахский тенге – на 5,8% (15,6%), российский рубль – на 5,9% (21,8%), турецкая лира укрепилась на 11,7% (с начала года ослабела на 39,6%).

В январе–августе 2018 года внешняя покупательная способность отечественной экономики повысилась под влиянием сезонных факторов (увеличение экспорта и денежных переводов) и реальный эффективный курс в данном периоде достиг своего максимального уровня. В сентябре 2018 года под влиянием макроэкономических факторов, в частности снижения инфляции, укрепление реального эффективного курса замедлилось. По итогам IV квартала 2018 года средний реальный эффективный курс сума по сравнению с августом ослабел на 2,2%.

Рис. 23



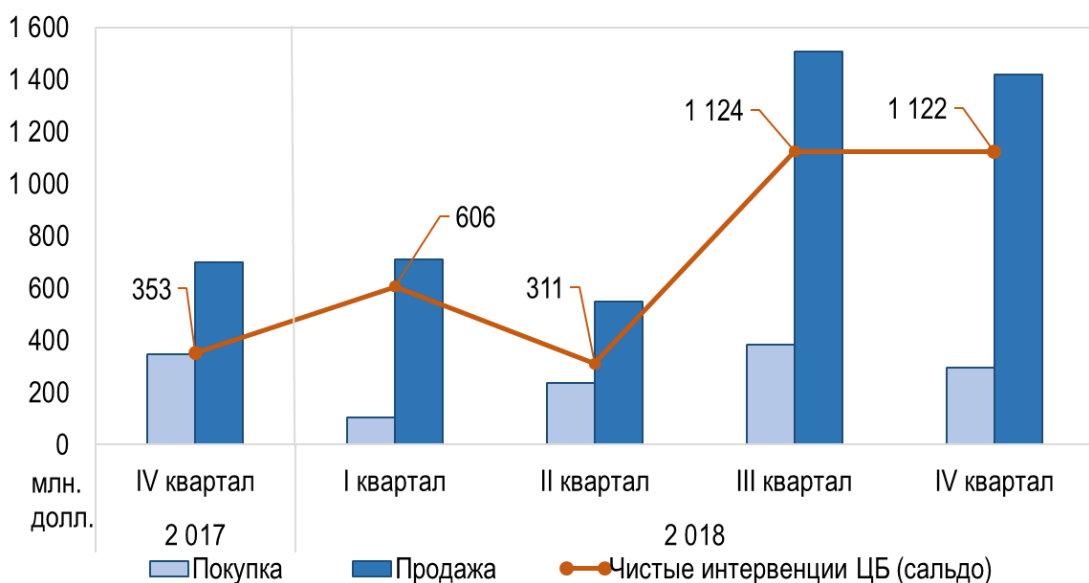
Источник: расчеты Центрального банка.

Анализ внутреннего валютного рынка

В течение IV квартала 2018 года на курсовую динамику курса воздействовали состояние платежного баланса, денежно-кредитные условия, разница между процентными ставками, изменения на внешних рынках и другие внутренние факторы.

Рис. 24

Объемы покупки и продажи иностранной валюты, чистых интервенций



Источник: расчеты Центрального банка.

В 2018 году общий объем интервенций на внутреннем валютном рынке составил 3,8 млрд. долл. (из них 3,2 млрд. долл. – из средств Центрального банка), которые покрыли 37% общего спроса на иностранную валюту.

В IV квартале 2018 года общий объем интервенций вырос на 769 млн. долл. по сравнению с соответствующим периодом 2017 года. Общий годовой спрос на иностранную валюту составил 10,4 млрд. долл., что в 1,5 раза больше показателя 2017 года.

Повышенный спрос на иностранную валюту был вызван следующими факторами:

во-первых, на фоне быстрого роста кредитования экономики и государственных расходов значительно выросли инвестиции в основной капитал в виде импорта оборудования, технологий и технологических линий;

во-вторых, расширение объемов строительных работ в экономике в условиях ограниченности внутреннего предложения вызвало увеличение импорта готовых строительных материалов и сырья для их производства (в основном, для металлургической отрасли);

в-третьих, увеличение потребительского спроса и производства в базовых отраслях экономики вызвало увеличение импорта сырья;

в-четвертых, с ростом производства и продажи отечественной автомобильной продукции увеличился импорт сырья, материалов, комплектующих частей и производственных линий для автомобильной промышленности.

Помимо интервенций, спрос на иностранную валюту удовлетворялся за счет прямых иностранных инвестиций и кредитов, поступлений от экспорта (14,3 млрд. долл.) и международных денежных переводов (5,1 млрд. долл.). В свою очередь, достаточные объемы внешних валютных потоков позволили предотвратить резкие колебания обменного курса.

Увеличение импорта на 39,6% (19,6 млрд. долл.) в определенной степени объясняется ростом государственных расходов и кредитования экономики. Как следствие, дефицит внешнеторгового баланса увеличился на 3,8 млрд. долл. по сравнению с 2017 годом и составил 5,3 млрд. долл. Высокий спрос на иностранную валюту, в свою очередь, усилил девальвационное давление на обменный курс национальной валюты.

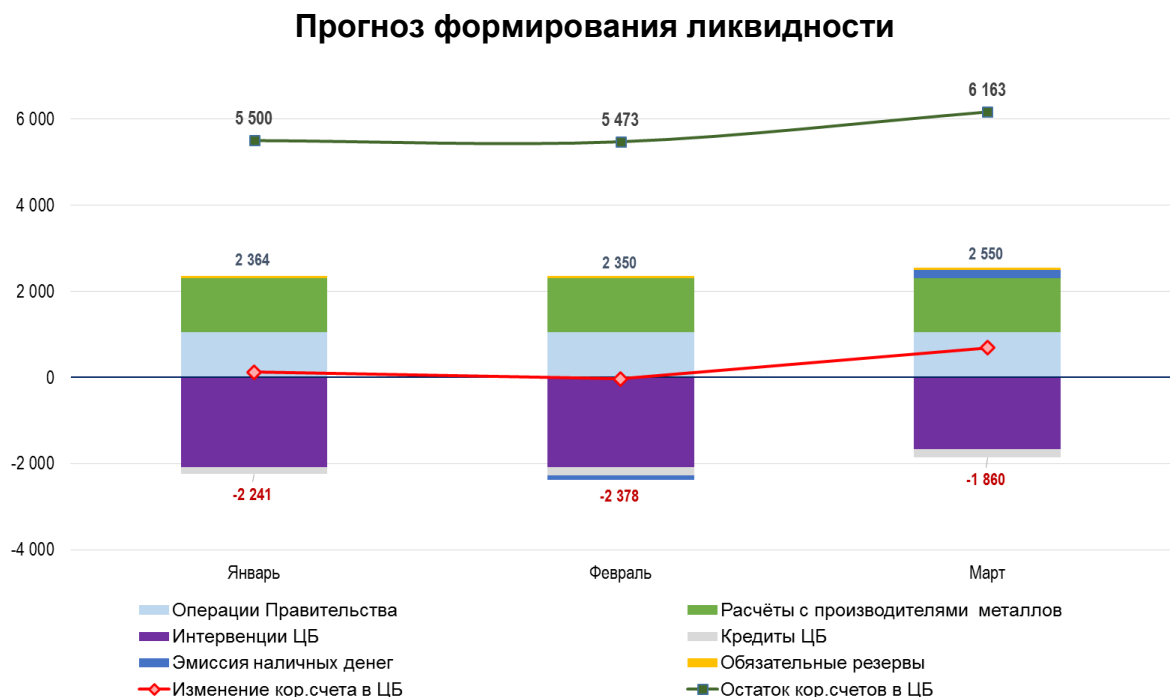
V. Прогнозы

Прогноз ликвидности

Как и в 2018 году, в I квартале 2019 года факторами увеличения ликвидности банковской системы будут операции с драгоценными металлами и операции Правительства. Согласно предварительным оценкам, под влиянием данных факторов ежемесячное увеличение ликвидности составит в пределах 2,4–2,6 трлн. сум. Ожидается, что увеличение ликвидности за счет бюджетных факторов будет происходить, в основном, в течение I и II кварталов 2019 года. В течение последующих кварталов их влияние должно постепенно уменьшиться и стать незначительным. Тем не менее, сохраняется некоторый уровень неопределенности относительно влияния бюджетных операций на уровень ликвидности.

При этом интервенции и депозитные аукционы Центрального банка будут основными факторами уменьшения ликвидности в банковской системе.

Рис. 25



Источник: расчеты Центрального банка.

По предварительным оценкам Центрального банка, в конце I квартала 2019 года ожидается увеличение ликвидности банковской

системы вследствие увеличения операций Правительства, связанных с превышением расходов бюджета над его доходами.

В 2019 году Центральный банк продолжит проводить операции по регулированию ликвидности при помощи регулярных депозитных аукционов, валютных интервенций и операций с государственными ценными бумагами. Регулирование ликвидности производится с целью формирования краткосрочных процентных ставок межбанковского рынка вблизи ставки рефинансирования.

Центральный банк продолжит проведение умеренно жесткой денежно-кредитной политики, пока не будет закреплена устойчивая понижительная динамика инфляции. Такая политика будет способствовать сохранению положительных реальных процентных ставок по депозитам, что поддержит привлекательность сбережений и более умеренную динамику потребительского спроса.

Прогноз инфляции

Согласно базовому сценарию экономического развития из Основных направлений монетарной политики на 2019 год и период 2020–2021 годов, по итогам 2019 года инфляция прогнозируется в пределах 13,5–15,5%. Центральный банк сохранил данный прогноз неизменным. При этом по мере расширения масштаба вторичных эффектов от повышения регулируемых цен, то есть удорожания себестоимости отечественных товаров и услуг из-за возросших расходов на энергоресурсы, в начале 2019 года ожидается сравнительно повышенный инфляционный фон с пиковым значением годовой инфляции в I квартале 2019 года. Кроме того, в период адаптации бизнес-субъектов к новым условиям налогообложения может наблюдаться краткосрочная волатильность инфляции с ростом и последующим снижением цен. Этот эффект несколько затрудняет разработку более точных прогнозов.

При условии минимизации определенных проинфляционных факторов совместными усилиями всех экономических ведомств можно будет добиться снижения инфляции ниже прогнозных значений.

Во-первых, усовершенствование механизма предоставления льгот по кредитам в рамках государственных программ развития, а также повышение эффективности данного вида стимулирования экономической активности позволит повысить действенность

процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и избежать нежелательного смягчения денежно-кредитных условий.

Во-вторых, усиление мер по развитию конкурентной среды в экономике путем снижения присутствия государства в экономике, либерализации и демонополизации всех секторов экономики, а также создания предсказуемой бизнес-среды с прозрачными правилами одинаковыми для всех участников рынка снизят влияние факторов предложения на инфляцию.

В-третьих, в условиях повышенного потребительского и инвестиционного спроса, наблюдаемого в настоящее время в отечественной экономике, минимизация таможенных тарифов и упрощение процедур импорта, а также создание равных условий для всех бизнес-субъектов, осуществляющих импорт, будут сдерживать чрезмерный рост цен на импортируемые товары и сырье. Таким образом, недостаток внутреннего товарного предложения будет покрываться за счет импорта. Следует отметить, что пересмотр в сторону повышения таможенных ставок по ряду товарных позиций с января 2019 года создает риски роста цен по данным товарным категориям как из-за удорожания импорта, так и вследствие ослабления конкуренции на соответствующих товарных рынках.

В-четвертых, важным условием снижения влияния на инфляцию факторов предложения является бесперебойное обеспечение предприятий реального сектора экономики электроэнергией и развитие производственной, транспортной и коммуникационной инфраструктуры.

При сохранении текущего курса денежно-кредитной политики и исполнении бюджетных расходов в рамках установленных параметров, а также качественном внедрении новой налоговой системы Центральный банк допускает пересмотр прогноза инфляции в начале III квартала 2019 года.

Приложения

Приложение 1

Возможное воздействие основных немонетарных факторов на уровень цен в 2019 году

