



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

ОБЗОР ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

за I квартал 2022 года

Ташкент 2022 год

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
I. УРОВЕНЬ И ПРОГНОЗЫ ИНФЛЯЦИИ	6
1.1. Анализ динамики инфляции и ее компонентов.....	6
1.2. Влияние внешних рисков на продовольственную инфляцию	11
1.3. Среднесрочный прогноз инфляции и анализ инфляционных факторов	13
II. ВНУТРЕННИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	17
2.1. Динамика экономического роста и совокупного спроса	17
2.2. Фискальные условия и ожидания	21
2.3. Среднесрочные прогнозы макроэкономического развития.....	22
III. ВНЕШНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	28
3.1. Глобальные экономические условия и инфляционные процессы	28
3.2. Внешние экономические риски и их влияние на макроэкономическую стабильность страны.....	31
IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	38
4.1. Основные показатели межбанковского денежного рынка.....	39
4.2. Инструменты денежно-кредитной политики и внесенные в них изменения	41
4.3. Анализ объемов и процентных ставок депозитов	43
4.4. Анализ изменения и процентных ставок кредитных вложений в экономику	45

ВВЕДЕНИЕ

На заседании 21 апреля 2022 года Правление Центрального банка приняло решение оставить основную ставку без изменений на уровне 17% годовых.

На сегодняшний день, несмотря на то, что экономическая ситуация в странах – основных торговых партнерах, включая курсы валют, в **некоторой степени стабилизировалась**, уровень неопределенности и рисков в среднесрочной перспективе по всем макроэкономическим показателям остается высоким.

Рост цен на мировом рынке сырья и энергоресурсов, проблемы с международной логистикой ведут к ускорению **инфляционных процессов** во всех странах мира и повышению основных (учетных) процентных ставок практически всеми крупными центральными банками.

Эти факторы, в свою очередь, оказывают первичное и вторичное воздействие на нашу страну через **ужесточение финансовых условий** на международных финансовых рынках, импортируемую инфляцию и изменение внешнеторговых потоков.

В ответ на изменение внешних условий курс национальной валюты начал стабилизироваться после мартовских колебаний (*за март обесценился на 5%*), и темп девальвации с начала года составил 4,1%. По предварительным оценкам, предполагается что эти темпы девальвации **покрывают** практически все краткосрочные изменения (шоки).

По данным Государственного комитета по статистике, **рост реального ВВП** в первом квартале 2022 года составил 5,8%.

Согласно первоначальным базовым прогнозам, к концу второго квартала текущего года ожидалось закрытие отрицательного разрыва выпуска и выход на **потенциальный уровень** показателей экономического роста. Под влиянием изменения внешних экономических условий этот **отрицательный разрыв** может сохраниться до конца года.

В текущем году, превышение параметров **фискального дефицита**, установленных в начале года, и ожидаемое увеличение

социальных расходов послужит поддержке покупательной способности и доходов населения.

В марте уровень инфляции составил **1,5%**, увеличившись до **10,5%** в годовом исчислении. Показатель базовой инфляции сформировался на уровне **9,1%** годовых, а ее вклад в общую инфляцию вырос до **6,9 п.п.**

Растущая динамика цен в основном объясняется **импортируемой инфляцией**, ожиданиями роста цен продовольственных товаров на внешних рынках и традиционными сезонными факторами.

В апреле наблюдалась определенная **стабилизация** цен, по еженедельным наблюдениям Центрального банка, в первые 20 дней апреля зафиксировано снижение и уравнивание цен на некоторые основные потребительские товары.

Во втором квартале ожидается понижающий вклад **группы фруктов и овощей** в динамику цен за счет сезонных факторов и увеличение повышающего вклада **группы непродовольственных товаров** за счет влияния внешних факторов и структурных изменений.

По данным опроса в марте 2022 года, инфляционные ожидания населения составили **15%**, а предпринимателей – **15,4%**. Ожидается, что в будущем ожидания снизятся из-за относительного уравнивания обменного курса и структурных реформ.

К концу года влияние **факторов предложения** (*производства, транспорта и логистики, импортных поставок, роста цен на топливо и энергию*) на динамику инфляции ожидается выше, чем факторов спроса.

Согласно результатам опроса, проведенного среди промышленных предприятий, в марте этого года также наблюдается увеличение сроков поставок сырья (работ, услуг).

Индекс **Uzonia** во второй половине марта составил в среднем сформировался на уровне **17,2%**, а в первой половине апреля в среднем составлял **18%**.

Процентные ставки по срочным депозитам, предлагаемым коммерческими банками населению, также выросли из текущих

денежно-кредитных условий, средневзвешенные процентные ставки по итогам марта увеличились до **20,9%** (в январе – 20,2%). Это, в свою очередь, служит **восстановлению темпов роста** срочных депозитов в национальной валюте.

В частности, в первой половине апреля объем **срочных депозитов населения в национальной валюте** увеличился на **5%** (в соответствующем периоде марта уменьшился на 1,3%).

В целом, за счет относительного преимущества цен активов в сумах, по состоянию на 20 апреля объем **срочных депозитов населения в национальной валюте** увеличился на **14%** с начала года.

С учетом складывающейся внешнеэкономической конъюнктуры макроэкономические прогнозы Центрального банка в рамках базового и рискованного сценариев были **условно обновлены**.

По базовому сценарию **уровень инфляции** ожидается на уровне **12-14%** на конец года, под влиянием факторов предложения, связанных с импортируемой инфляцией, производством, логистикой и поставками (*прогноз в начале года – 8-9%*).

Снижение экономической активности у основных торговых партнеров, изменение курса национальной валюты и миграционные потоки позволяют предположить, что по базовому сценарию объем **трансграничных денежных переводов** в этом году уменьшится на **18-25%** по сравнению с прошлым годом.

В связи с изменением динамики валового внешнего и внутреннего спроса, относительно высоким дефлятором, и влиянием фискальных условий рост **ВВП** страны по итогам 2022 года ожидается в диапазоне **3,5-4,5%** (*прогноз в начале года 5,5-6,5%*).

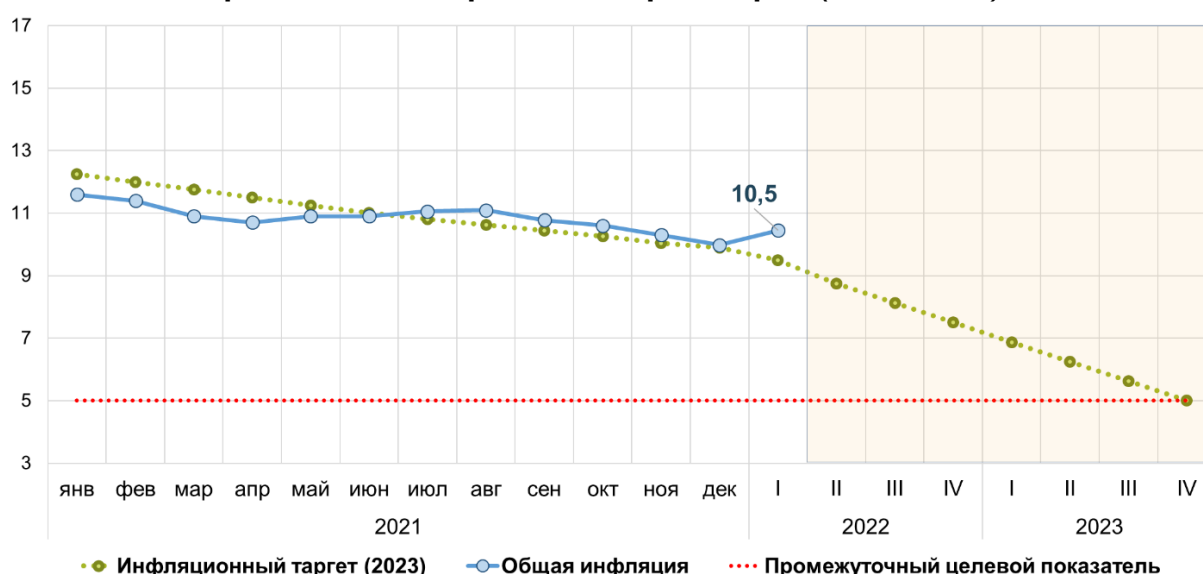
I. УРОВЕНЬ И ПРОГНОЗЫ ИНФЛЯЦИИ

1.1. Анализ динамики инфляции и ее компонентов

В первом квартале 2022 года уровень инфляции формировался на фоне таких факторов, как сезонное снижение поставок отдельных продуктов питания, рост цен на импортные товары в связи с корректировкой курса национальной валюты и сбои в цепочках поставок под влиянием внешней геополитической ситуации.

При этом, изначально в январе наблюдалось замедление экономической активности из-за быстрого распространения варианта «омикрон» коронавируса, тогда как в феврале улучшение ситуации с пандемией способствовало оживлению экономической активности.

Рис.1.1.1. Инфляционный таргет и его траектория (% годовых)



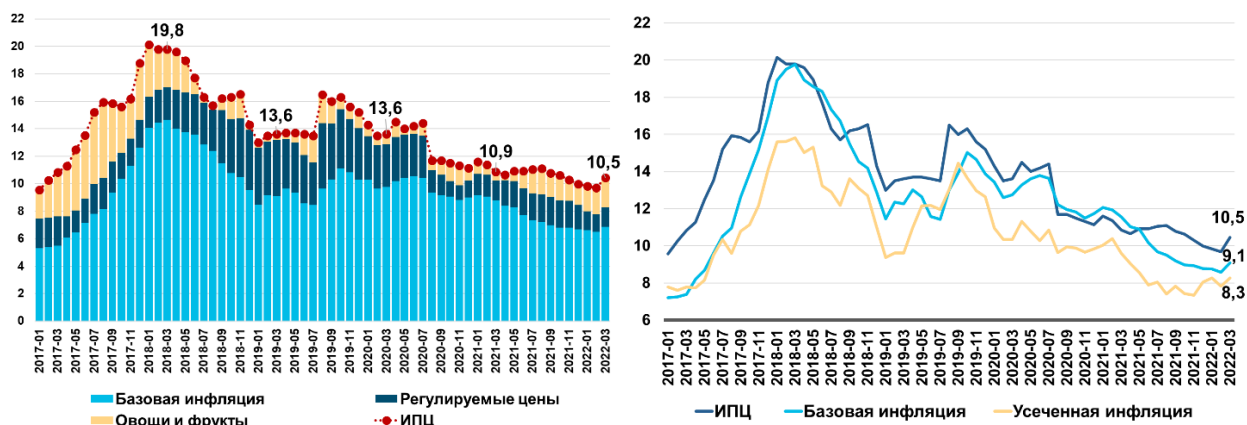
Источник: Данные государственного комитета по статистике

В результате изменения внешней конъюнктуры и, соответственно, тенденций на внутренних рынках, годовой уровень инфляции вырос с **9,7%** в феврале до **10,5%** в марте и сложился выше прогнозной траектории Центрального банка (Рис. 1.1.1).

Базовая и усеченная инфляция

Базовая инфляция, изучаемая Центральным банком, имела тенденцию к снижению с января по февраль текущего года, в марте **достигла 9,1%**. При этом вклад базовой инфляции в общую инфляцию увеличился до **6,9 п.п.** (Рис. 1.1.2).

Рис. 1.1.2. Динамика базовой и усеченной инфляции



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Госкомстата

Также, если уровень усеченной инфляции в феврале был несколько ниже, чем в предыдущие месяцы, то в марте составил **8,3%** в годовом исчислении. Разрыв между общей и усеченной инфляцией составил **2,2 п.п.**

Продовольственная инфляция

В условиях обострения внешней ситуации в конце первого квартала на мировых рынках возник дефицит основных потребительских товаров, а рост цен достиг максимального уровня за 40 лет. Введение запретов на импорт и экспорт многими странами нанесло серьезный удар по системе логистики и снабжения, что привело к высоким ценам на энергию, минеральные удобрения необходимые для сельского хозяйства, а также продукты питания во всем мире.

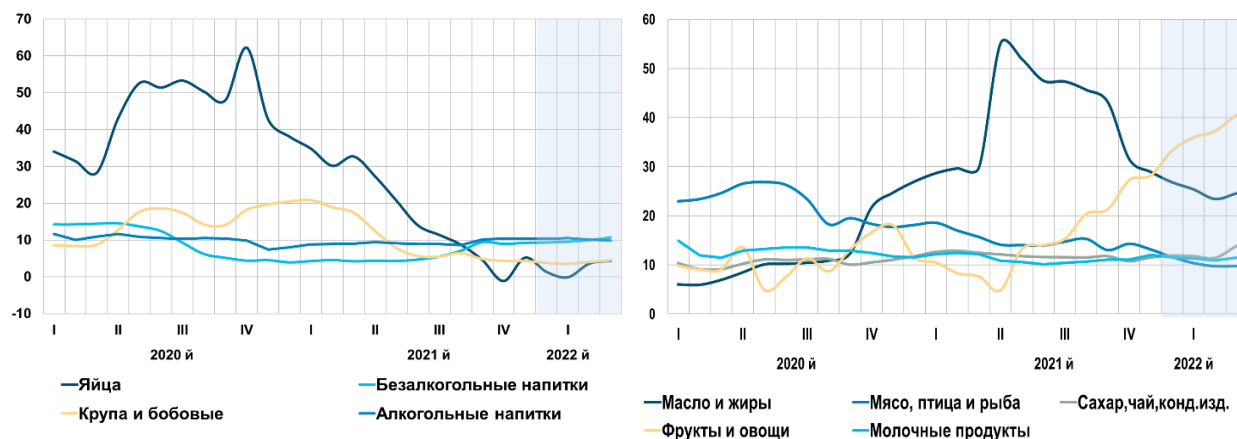
По данным Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (ФАО), в первом квартале 2022 года цены на продукты питания выросли на **19,1%**.

В частности, по сравнению с декабрем 2021 года цены растительного масла выросли на **39,3%**, круп – на **21,1%**, мяса – на **8%**, молочных продуктов – на **13%** и сахара – на **1,3%**.

В свою очередь, изменения цен, наблюдаемые на мировом рынке, с небольшим запозданием начали ощущаться в ценах товаров на местных рынках.

В первом квартале 2022 года рост цен на продукты питания составил **4,4%**, а вклад этого сегмента в общую инфляцию – **1,8 п.п.** (Рис. 1.1.3).

Рис. 1.1.3. Изменение цен продовольственных товаров (% годовых)



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Госкомстата

В то время как цены на **растительные масла** на внутреннем рынке в январе и феврале падали, мировой спрос на эту продукцию в марте, резкий рост международных котировок и сокращение объемов поставок оказали давление на цены на внутренних рынках.

Цена на растительное масло также напрямую связана с ростом цен на нефть на мировом рынке.

Внешняя геополитическая ситуация оказывает существенное влияние на цены зерновых продуктов, в том числе на **пшеницу и муку**, а ограничения, введенные на экспорт пшеницы основными экспортерами Россией и Казахстаном, привели к росту цен.

В свою очередь, изменение цен на муку отражается на себестоимости **макаронных изделий**, пшеницу и фураж – на себестоимости производства **молочной продукции**, производимых из ее переработки **сыров, сливочного масла, маргарина**, а также **мяса птицы**.

Кроме того, удорожание **сахара и муки** привело к росту цен **кондитерских изделий** и **прохладительных напитков**, произведенных из этих продуктов.

Цены на фрукты и овощи в феврале относительно снизились после роста в январе, но к марту снова вернулись к более высокой динамике роста. Такая ситуация, наряду с экспортом продукции в соседние страны и сезонностью, обусловлена холодной погодой,

наблюдавшейся в последние недели, которая на некоторое время задержала вегетационный период нового урожая весенних овощей. Данная ситуация влияет на конъюнктуру рынка со стороны предложения.

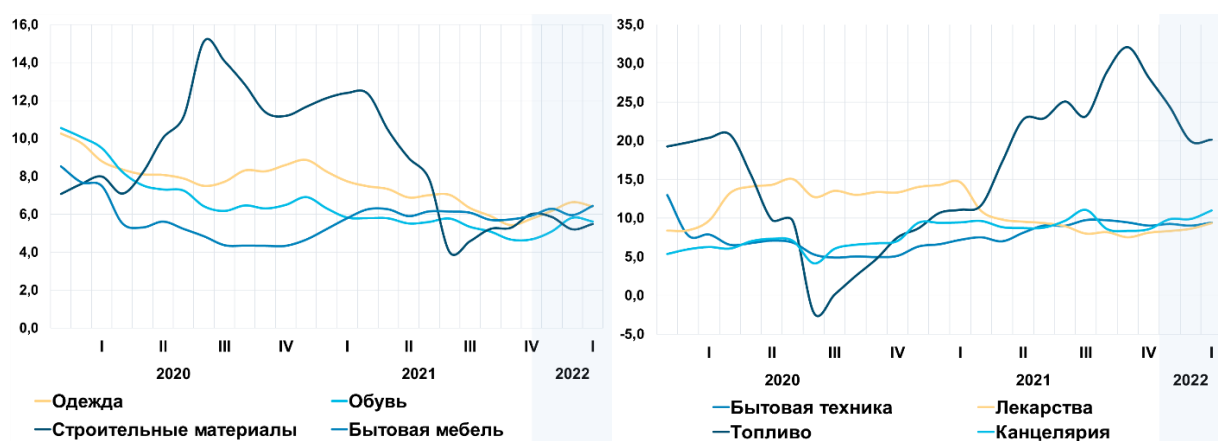
Увеличение импорта мяса из Казахстана и Беларуси привело к снижению цен на внутреннем рынке.

Непродовольственная инфляция

В январе-марте 2022 года рост цен на непродовольственные товары составил **2,1%**, а вклад этой группы в инфляцию был равен **0,7 п.п.**

В частности, рост цен на средства личной гигиены, бытовую технику и строительные материалы обусловлен такими факторами, как **удорожание производства** в основных странах-импортерах (Китай, Россия и Турция), **трудности с логистикой**, колебания курса национальной валюты и рост **транспортных расходов**.

Рис.1.1.4. Изменение цен непродовольственных товаров (% годовых)



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Госкомстата

В январе-марте изменение цен этой группы товаров показало разную динамику.

В то время как цены на цемент в январе упали, последующее потепление привело к ускорению строительных работ и увеличению спроса на стройматериалы. Кроме того, некоторые предприятия работали не на полную мощность, что привело к росту цен на цемент на внутреннем рынке в феврале-марте.

В начале текущего года рост сезонных простудных заболеваний среди населения и перебои с поставками стран-экспортеров отразились на ценах **медикаментов**.

При этом снизились **цены на топливо**, в том числе на бензин (5,3%), пропан (*из-за сезонности*) (10,4%).

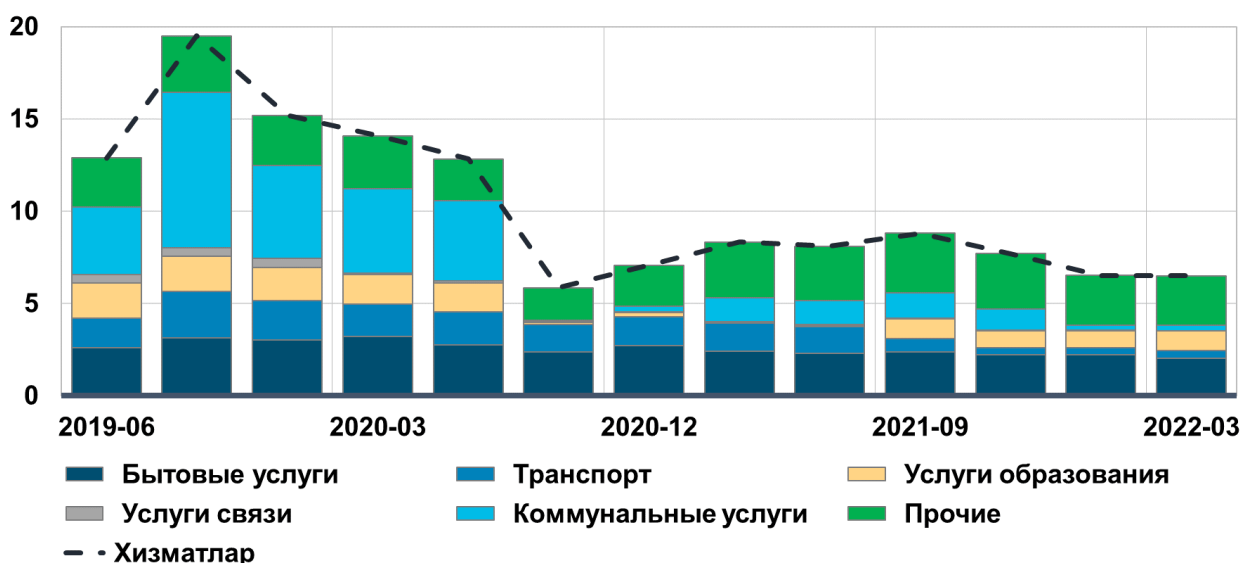
Кроме того, из-за нехватки полупроводников по всему миру и задержек с поставками, растут цены **бытовой техники** и **мобильных телефонов**.

Инфляция услуг

В первом квартале 2022 года рост цен услуг составил **1,5%**, а повышающий вклад этого сегмента в инфляцию был равен **0,3 п.п.**

Изменения сезонной активности и повышение спроса в определенное время суток отражаются в росте цен на **услуги пассажирского транспорта** и **услуги по доставке продуктов питания и напитков**.

Рис.1.1.5. Изменение цен услуг (% годовых)



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Госкомстата

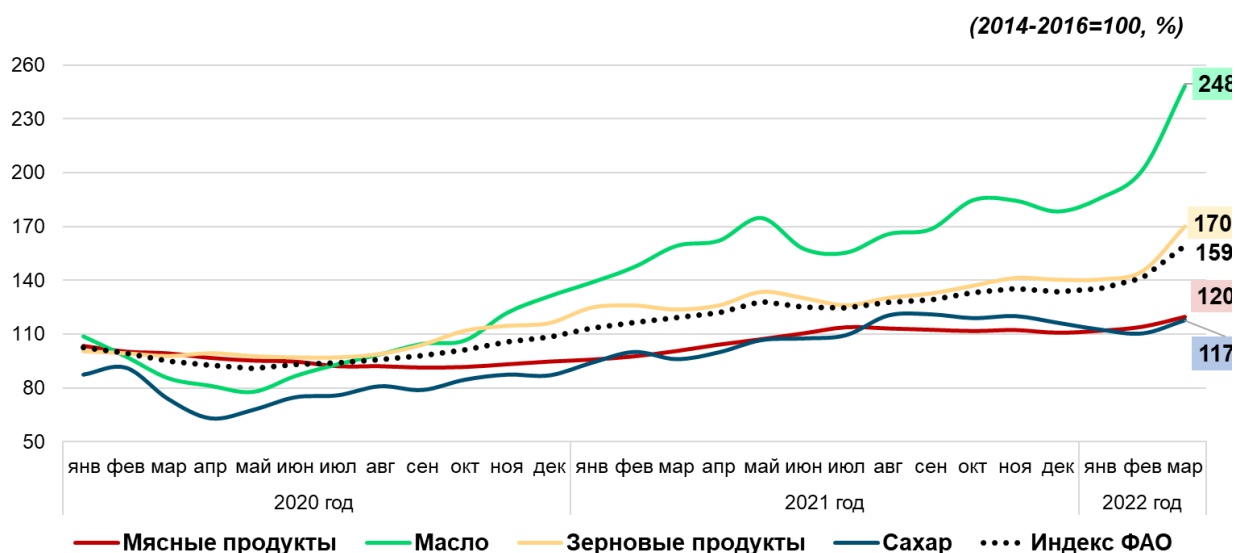
В сфере медицины увеличилась стоимость **услуг амбулаторного лечения**, в частности стоматологических услуг. Также наблюдается рост цен на сырье для медицины.

Рост цен на такие услуги, как **рестораны, гостиницы, репетиторство, ремонт бытовых приборов**, объясняется изменением курса национальной валюты и ростом арендной платы.

1.2. Влияние внешних рисков на продовольственную инфляцию

Текущие темпы инфляции, в частности, продовольственная инфляция является одной из основных тем на повестке дня. В прошедших 2020 и 2021 годах на фоне неблагоприятных погодных условий во многих странах производство основных продуктов питания было не таким, как ожидалось. Вместе с тем, под влиянием ряда факторов таких как нехватка рабочей силы, запреты на экспорт продукции, сбои в цепочках снабжения и поставок, а также переориентация потребления домохозяйств на продукты питания, на мировом рынке наблюдался резкий рост цен на основные продовольственные товары.

Рис.1.2.1. Мировые цены на продовольственные товары (индекс ФАО)



Источник: Данные Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (ФАО)

Индекс ФАО, который является альтернативным индикатором мировых цен на продовольствие, также отражает вышеизложенное, а ежегодный рост цен на основные продукты питания в 2021 году является самым высоким за 20 лет. При этом среди товаров с наибольшим ростом цен следует отметить сахар, зерно и масла.

Международные эксперты изначально прогнозировали, что эти условия носят временный характер и что значительный рост цен на мировом рынке стабилизируется в 2022-2024 годах по мере постепенного улучшения ситуации с пандемией и восстановления таких факторов, как логистика и рабочая сила.

Однако с первых месяцев 2022 года внешняя геополитическая ситуация полностью изменилась. Данные изменения привели к глобальной продовольственной инфляции, а также к резкому росту цен на энергоносители.

Только Россия и Украина производят 30 процентов мировой пшеницы и 20 процентов зерновых. В мире цены на зерновые продукты, в частности пшеницу, кукурузу, а также корма, только за март выросли на 17,1%.

Кроме того, Украина является крупнейшим в мире экспортером растительного масла, за ней на втором месте следует Россия. Растительные масла подорожали на 39,3% в первом квартале.

Аналитики отмечают, что из-за текущего несоответствия спроса и предложения на продукты питания и корма цены на эти продукты могут вырасти еще на **8-22%**.

В то же время следует отметить, что высокие темпы роста цен топливно-энергетических ресурсов усиливают давление на цены продовольствия.

Еще одна большая проблема – удорожание минеральных удобрений. Россия и Беларусь являются основными экспортерами этого продукта, а порты Черного моря являются основными цепочками поставок в мире. Сокращение этого рынка и ограниченные возможности поставок могут негативно сказаться на всех участниках рынка. Кроме того, значительно увеличены расходы на страхование в связи с высокими рисками захода судов в этот морской порт.

Сокращение запасов основного сырья (*минеральных удобрений*) повышает вероятность того, что Бразилия и другие крупные страны-производители сократят поставки продовольствия, что, в свою очередь, повлияет на цены на мировом рынке.

Кроме того, поскольку уголь, природный газ и нефтепродукты являются ключевыми ресурсами для производства, нынешняя высокая стоимость этих энергоресурсов будет оказывать давление на рост мировых цен уже подорожавших удобрений.

По мнению международных аналитиков, даже если ситуация в регионе стабилизируется, проблема инфраструктуры в Украине останется актуальной. Даже если урожай этого года будет собран, то, в какой степени будут поддерживаться грузовые и железнодорожные

условия при доставке его в порты, может оказать серьезное влияние на сроки доставки продукции и цепочку поставок.

Кроме того, особое место в формировании цен на мировом рынке продуктов питания занимает Китай. Сегодня в Китае действуют строгие ограничения из-за пандемии, а некоторые крупные города закрыты. Наблюдатели также отмечают, что в этих городах возникают проблемы с продовольствием.

Если в ближайшие месяцы в условиях ослабления карантинных ограничений будет наблюдаться возобновление экономической активности, то можно будет наблюдать оживление спроса со стороны Китая на потребительские и промышленные товары в мире.

Ряд упомянутых выше факторов также может оказывать прямое и косвенное влияние на внутренние цены, учитывая, что наш внутренний рынок в основном снабжается импортом основных видов продовольственных товаров.

1.3. Среднесрочный прогноз инфляции и анализ инфляционных факторов

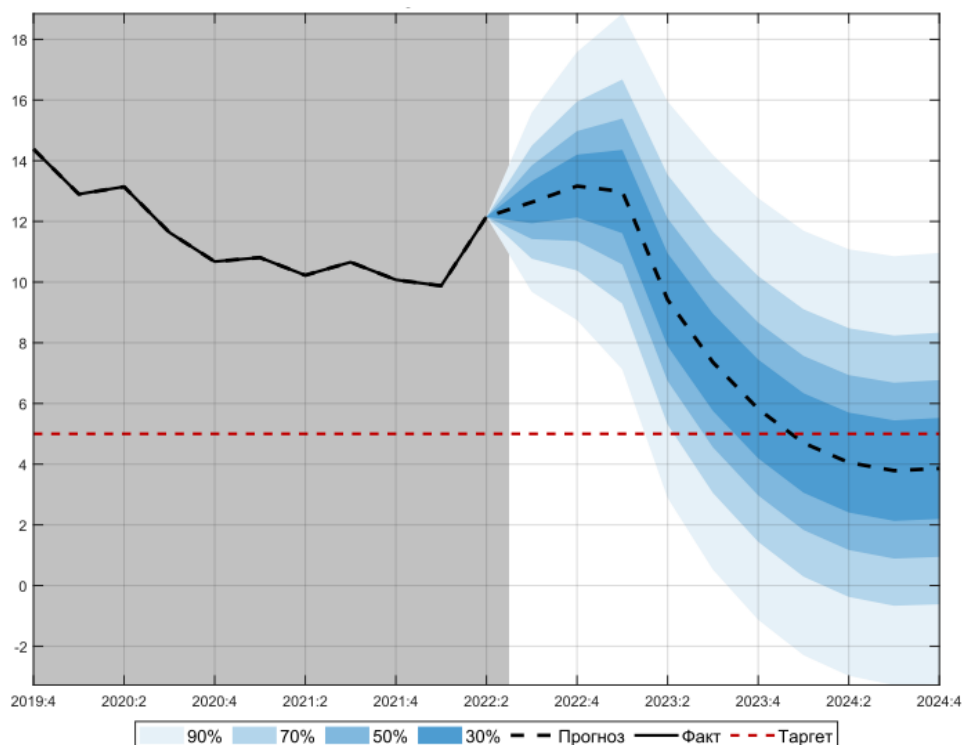
Согласно прогнозам, объявленным в начале года, уровень инфляции к концу 2022 года должен был составить около **8-9%** годовых.

Однако в текущих условиях нарастания внешних рисков среднесрочный прогноз инфляции был пересмотрен в связи со значительным ростом цен на основные продовольственные, непродовольственные товары, а также энергоресурсы в мире и его высоким переходящим влиянием на внутренние цены.

Согласно расчетам, инфляция начнет ускоряться со второго квартала 2022 года, а к концу года годовой уровень инфляции ожидается на уровне **12-14%**.

В этой связи **риски и неопределенности**, вызывающие отклонение инфляции от прогнозной траектории, в основном связаны с определенной степенью колебания внутренних цен в зависимости от внешней **конъюнктуры**.

Также было зафиксировано, что в первом квартале 2022 года годовые темпы инфляции значительно ускорились практически во всех странах, в том числе в странах-партнерах.

Рис.1.3.1. Прогноз инфляции на 2022-2024 годы (% годовых)

Источник: Расчеты Центрального банка

Согласно результатам анализа, такая высокая инфляция сохранится до середины 2023 года. Только к концу 2023 года годовой уровень инфляции может приблизиться к целевым показателям. Это, в свою очередь, вызывает опасения относительно сохранения переходящего влияния внешних рисков на нашу страну в среднесрочной перспективе.

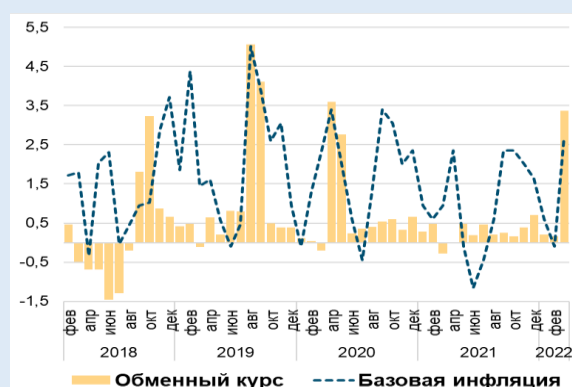
В связи с этим ужесточение условий денежно-кредитной политики с марта 2022 года, рост остатка кредитов пропорционально росту номинального ВВП до конца года, практическая работа по сокращению общего фискального дефицита, а также принимаемые со стороны правительства меры по недопущению резкого роста внутренних цен, послужат в некоторой степени смягчению влияния внешних инфляционных рисков на внутренний рынок.

Вставка 1

Количественная оценка влияния изменения курса национальной валюты на инфляцию

Влияние валютного курса на цены изучалось непосредственно (через изменение цены ввозимого из-за границы конечного продукта) и косвенно (через изменение цен на импортное сырье в производстве).

Базовая инфляция и колебания обменного курса (% годовых)



Влияние колебаний обменного курса на базовую инфляцию и ее составляющие (процентных пункта.)

Показатель		Влияние (п.п.)
Базовая инфляция		0,28
Базовая	Продовольственные товары	0,42
	Непродовольственные товары	0,18
	Услуги	0,16

Источник: Расчеты Центрального банка

Результаты анализа показывают ускорение базовой инфляции при резком изменении курса, при этом в отдельные периоды изменение курса влияло с определенными запаздываниями.

Для оценки количественного воздействия изменений обменного курса на базовую инфляцию и ее компоненты, в этом анализе использовалась авторегрессионная модель временных рядов (ARDL).

Модель имеет следующий вид:

$$\Delta CPI_t^{core} = \beta_0 + \sum_{i=1}^{i=p} \beta_1 \Delta CPI_{t-i}^{core} + \sum_{i=0}^{i=q} \beta_n \Delta EXR_{t-i} + \sum_{i=0}^{i=p} \beta_n \Delta X_{t-i} + error_t$$

Где, Δ - разница (к предыдущему месяцу), $t - i$ — значение предыдущего периода, β_1 — инерция инфляции предыдущего периода, $\sum_{i=0}^{i=q} \beta_n \Delta EXR_{t-i}$ — значение изменения обменного курса предыдущего периода в виде натурального логарифма, $\sum_{i=0}^{i=p} \beta_n \Delta X_{t-i}$ — прочие свободные переменные (денежная масса, процентная ставка межбанковского денежного рынка, индекс импорта и денежные переводы) в виде натурального логарифма значений предыдущего периода.

Результаты анализа

Согласно предварительным результатам, ослабление обменного курса на 1 процентный пункт в долгосрочной перспективе ускорит базовую инфляцию на **0,28 процентного пункта**.

Если анализировать это влияние на отдельные компоненты базовой инфляции, то наибольшее влияние наблюдается на цены продовольственных товаров, которое составило **0,42 процентных пункта**.

Долгосрочное повышающее влияние колебаний обменного курса на цены основных непродовольственных товаров и услуг было относительно меньшим и составило **0,18** и **0,16 процентных пункта** соответственно.

При этом, более сильное повышающее давление обменного курса на основные продовольственные товары в первую очередь связано с тем, что эти товары неэластичны по сравнению с другими (*спрос не меняется даже при изменении цен*), и имеют высокую долю (*в среднем 40-50%*) в структуре потребительских расходов домохозяйств.

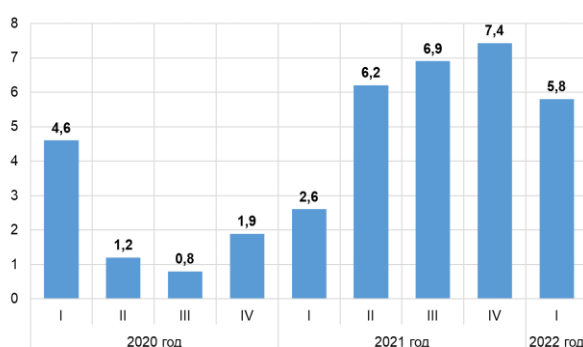
Также из-за высокой доли импорта в основных видах потребительских товаров на внутреннем рынке (*масло растительное, мука пшеничная, сахар, мясные продукты, картофель и др.*) цены на продовольствие формируются в зависимости от изменения курсов валют.

II. ВНУТРЕННИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Динамика экономического роста и совокупного спроса

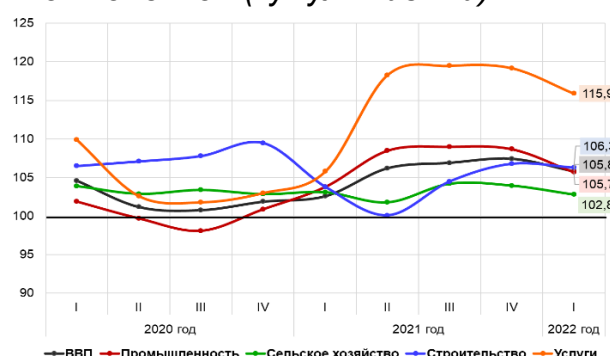
В первом квартале 2022 года реальный рост **ВВП** составил **5,8%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (Рис. 2.1.1). В частности, объем производства **промышленных** товаров увеличился на 5,7 % (вклад в прирост ВВП – 1,7 п.п.), объем рыночных **услуг** – на 15,9 % (2,5 п.п.), **сельского хозяйства** – на 2,8 % (0,7 п.п.), **строительного** сектора – на 6,3% (0,4 п.п.) (Рис. 2.1.2).

Рис.2.1.1. Реальный рост ВВП (%)



Источник: Государственный комитет по статистике

Рис.2.1.2. Рост ВВП и его компонентов (кумулятивный)



Источник: Государственный комитет по статистике

При значительной стабилизации ситуации с пандемией в стране со второй половины февраля, отмена практически всех карантинных ограничений с марта, привела к дальнейшему оживлению экономической активности.

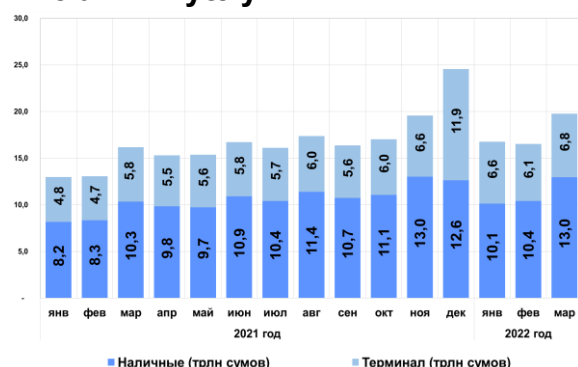
Высокий спрос в экономике в первом квартале текущего года отразился на росте поступлений от торговли и платных услуг, транзакций через банковскую систему, денежных переводов и экспортной выручки.

В частности, в первом квартале 2022 года поступления от торговли и платных услуг увеличились на **25,6%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (наличные поступления на 24,7%) (Рис. 2.1.3).

В этот период объем межбанковских транзакций увеличился на **57,8%**, а объем розничного товарооборота увеличился на **10,8%** (рис. 2.1.4-2.1.5).

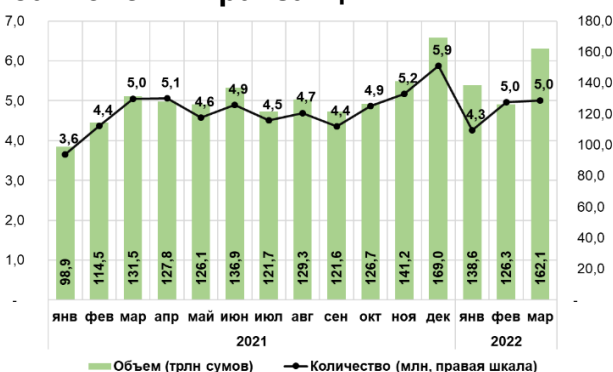
Объем денежных переводов поступивших в страну в январе-феврале 2022 года увеличился на **21,1%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, но затем в марте упал на **26,6%** по отношению к соответствующему месяцу 2021 года, в результате влияния внешней геополитической ситуации в конце февраля, экономические санкций введенных в отношении российской экономики и резких колебаний курса рубля.

Рис. 2.1.3. Поступления от торговли и платных услуг



Источник: Центральный банк

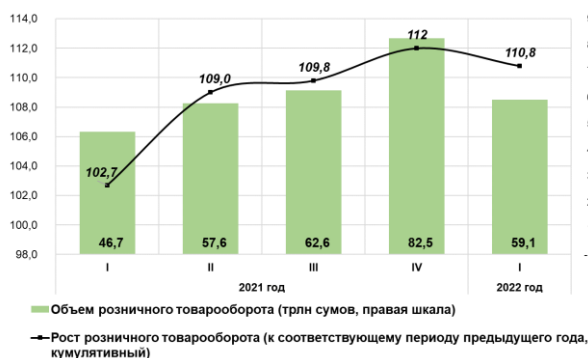
Рис. 2.1.4. Объем и количество банковских транзакций



Источник: Центральный банк

В целом за первый квартал 2022 года в страну поступило в общей сложности **1,5 млрд долларов** трансграничных денежных переводов, что на **3,4%** больше, чем за соответствующий период 2020 года, и играет важную роль в повышении потребительской и инвестиционной активности (Рис. 2.1.6).

Рис. 2.1.5. Розничный товарооборот



Источник: Государственный комитет по статистике

Рис. 2.1.6. Трансграничные денежные переводы



Источник: Центральный банк

В анализируемый период реальный рост **инвестиций в основной капитал** составил **26,3%**. При этом объем **централизованных инвестиций** (6,9% от общего объема инвестиций) **снизился** на 27,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а объем **нецентрализованных инвестиций** **увеличился** на 33,6% и явился одним из факторов, поддерживающих высокую экономическую и инвестиционную активность (Рис. 2.1.7).

При этом объем инвестиций за счет **средств предприятий** увеличился на **30,1%** по сравнению с аналогичным периодом 2022 года, **прямых иностранных инвестиций** – на 68%, инвестиций за счет **банковских кредитов** – на 15,4%.

Рис. 2.1.7. Реальное изменение инвестиций в основной капитал

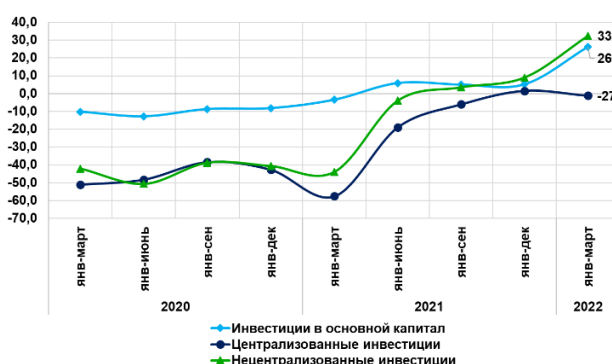
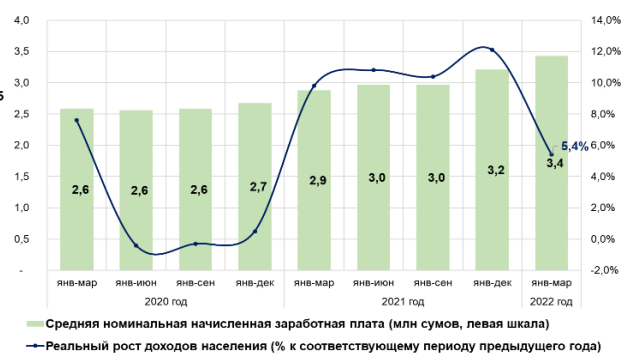


Рис. 2.1.8. Рост доходов населения и средняя номинальная заработная плата



Источник: Государственный комитет по статистике

В первом квартале 2022 года **доходы населения в реальном выражении** увеличились на **5,4%** по сравнению с соответствующим периодом 2021 года (Рис. 2.1.8).

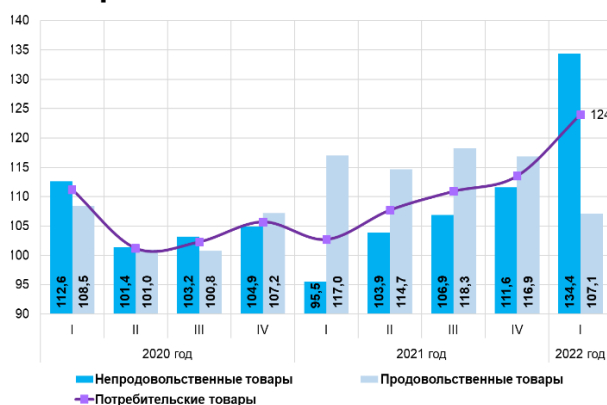
За этот период **средняя заработная плата** в стране увеличилась на 19,1% по сравнению с первым кварталом 2021 года и составила 3,4 млн сумов.

Объем производства **потребительских товаров** увеличился на 24,0%, производства **продовольственных товаров** – на 7,1%, **непродовольственных товаров** – на 34,4% (Рис. 2.1.9).

В первом квартале 2022 года в экономику было **выделено кредитов** на общую сумму 32,9 трлн сумов, что на 13,6% больше по сравнению с аналогичным периодом 2021 года. В том числе, кредиты **физическим лицам** составили 10,7 трлн сумов (рост на 46,7% по

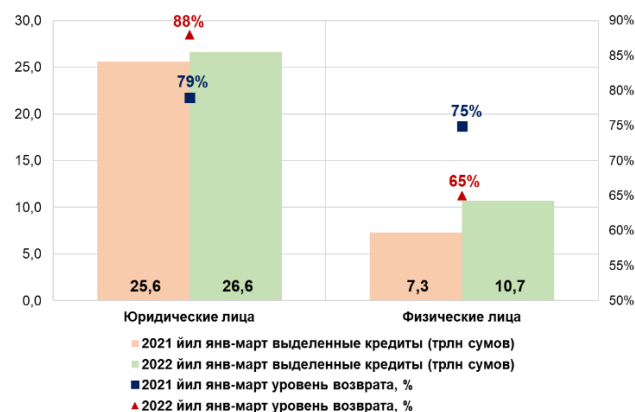
сравнению с соответствующим периодом 2020 года), юридическим лицам – 26,6 трлн сумов (рост на 4,1%) (Рис. 2.1.10).

Рис. 2.1.9. Изменение объемов производства потребительских товаров



Источник: Государственный комитет по статистике

Рис. 2.1.10. Кредиты выделенные в экономику (трлн сумов)



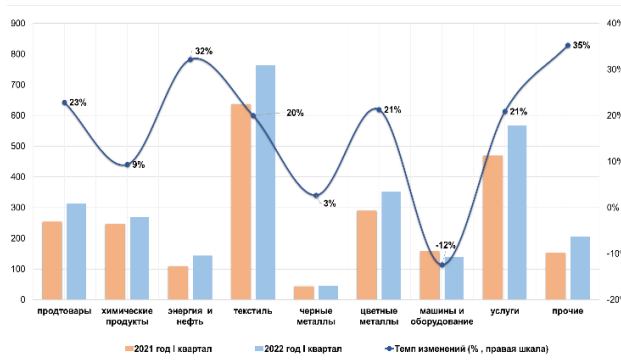
Источник: Центральный банк

В первом квартале 2022 года коэффициент **возврата кредитов** юридическими лицами (отношение погашенных кредитов к новым кредитам) составил 88%, что является небольшим улучшением по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

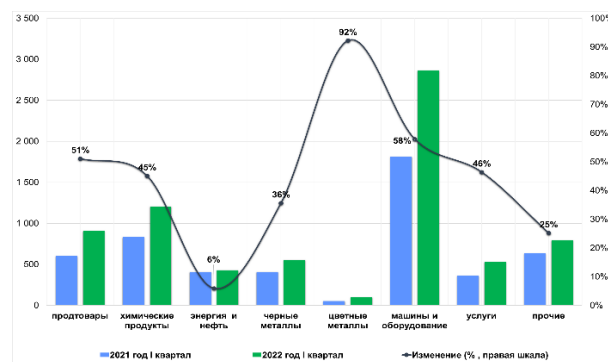
Однако показатель возврата кредитов физическими лицами был несколько хуже, чем в прошлом году, и составил 65%.

В первом квартале 2022 года **экспорт** составил **5,8 млрд** долларов (2,8 млрд долларов без учета экспорта золота) и увеличился в **2,4 раза** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (на 15,9% без учета экспорта золота).

При этом, увеличение экспорта **текстиля** на 20% (127 млн долларов), **услуг** – на 21% (98 млн долларов), **продовольственных товаров** – на 23% (58 млн долларов), **энергоносителей и нефтепродуктов** – на 32% (35 млн долларов) послужило росту экспорта по сравнению с соответствующим периодом прошлого года даже, при расчете его объема без учета золота (Рис. 2.1.11).

Рис. 2.1.11. Объемы экспорта (млн долл.)

Источник: Государственный комитет по статистике

Рис. 2.1.12. Объемы импорта (млн долл.)

Источник: Государственный комитет по статистике

В первом квартале 2022 года объем **импорта** составил **7,4 млрд** долларов и увеличился на **45%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Рост импорта машин и оборудования на **58%** (1,1 млрд долларов), **химической продукции** – на **45%** (375 млн долларов), **продовольственных товаров** – на **51%** (307 млн долларов) и **услуг** на **46%** (168 млн долларов) послужил значительному увеличению общего объема импорта по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (Рис. 2.1.12).

2.2. Фискальные условия и ожидания

Согласно утвержденным параметрам бюджета на 2022 год, соотношение **дефицита бюджета** к ВВП в этом году установлено на уровне **3%**. Запланированное на этот год ужесточение налогово-бюджетной политики объясняется целью обеспечения **макроэкономической стабильности** на фоне быстрого восстановления экономической активности в стране.

Однако **высокие неопределенности** и риски во внешней экономической среде, а также риск **замедления экономического роста** приводят к сокращению доходов отдельных домохозяйств и необходимости их поддержки со стороны государства. Ожидается, что в этом году государство продолжит дополнительное фискальное стимулирование для смягчения воздействия этих рисков.

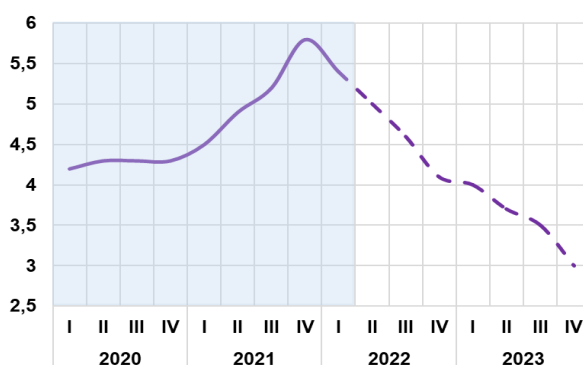
Кроме того, в текущем году правительство планирует увеличить расходы на дополнительную адресную социальную поддержку.

Это приведет к формированию дефицита бюджета выше первоначальных прогнозов. По предварительным оценкам

Центрального банка, в этом году общий фискальный дефицит прогнозируется на уровне **около 4%** к ВВП (*Рис. 2.2.1*).

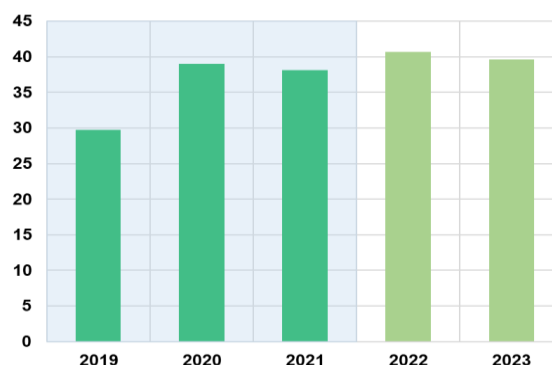
Вместе с тем, доходы бюджета увеличатся за счет роста мировых цен на основные экспортные товары (золото, медь и природный газ) и частично покроют дополнительные расходы государства.

Рис. 2.2.1. Общий фискальный дефицит (к ВВП) (%)



Источник: Расчеты Центрального банка

Рис. 2.2.2. Государственный долг (к ВВП) (%)



Источник: Расчеты Центрального банка

В первом квартале текущего года **доходы** государственного бюджета составили 41,9 трлн сумов, а **расходы** – 42,9 трлн сумов. Из них расходы на социальную сферу выросли на 25% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составили 23,5 трлн сумов.

Замедление бюджетной консолидации также можно объяснить низкой долговой нагрузкой. К концу 2021 года валовой государственный долг составил 38% ВВП и сформировался значительно ниже своего безопасного уровня (60% к ВВП) (*Рис. 2.2.2*).

Согласно исследованиям МВФ, высокий уровень международных резервов и длительный период погашения долга делают Узбекистан одной из стран с низким риском долгового кризиса.

2.3. Среднесрочные прогнозы макроэкономического развития

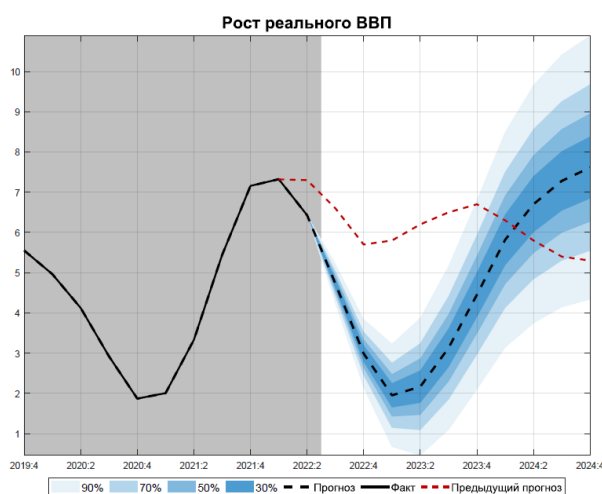
На основе статистики за первый квартал 2022 года, возникающих рисков во внешнем секторе и их влияния на экономику, Центральный банк пересмотрел среднесрочные прогнозы макроэкономического развития.

Согласно базовому прогнозу в начале года, во втором квартале текущего года ожидалось закрытие отрицательного разрыва выпуска¹ и выход экономического роста на **потенциальный уровень**. Ожидается, что в связи с изменением внешнеэкономических условий в текущем году этот **отрицательный разрыв** сохранится до конца года.

Прогнозируется что **реальный рост ВВП** в 2022 году составит около **3,5-4,5%**, в отличие от базового сценария (5,5-6,5%), представленного в «Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023-2024 годов» (рис. 2.3.1).

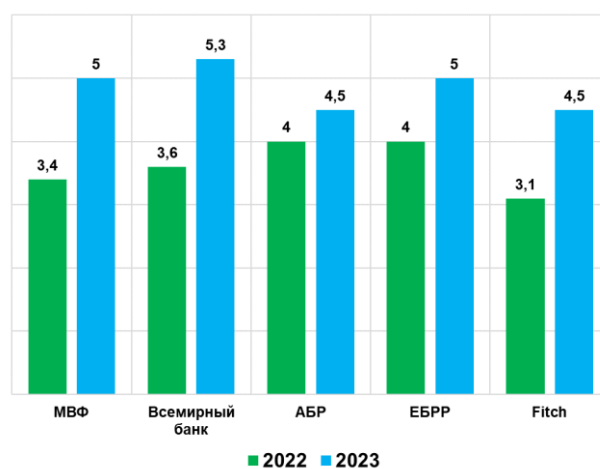
Ряд международных финансовых институтов и рейтинговых агентств также обновили свои прогнозы роста для стран с учетом возникающих рисков. В частности, согласно опубликованному Международным валютным фондом докладу «Перспективам развития мировой экономики» за апрель 2022 года, рост экономики Узбекистана прогнозируется на уровне **3,4%** в 2022 году и **5%** в 2023 году (Рис. 2.3.2).

Рис. 2.3.1. Обновленный и предыдущий прогноз реального роста ВВП



Источник: Центральный банк

Рис. 2.3.2. Прогнозы международных организаций и рейтинговых агентств по росту ВВП



Источник: Центральный банк

Снижение динамики внешнего и внутреннего спроса в результате изменения внешнеэкономических условий по сравнению с прогнозами на начало года, существующие риски финансирования инвестиционных проектов и задержки их реализации, низкий рост денежных переводов, являющихся фактором стимулирования внутреннего спроса населения

¹Разрыв выпуска подробно описан в вставке 2.

и их негативное влияние на валовой спрос приводят к ощутимой разнице обновленных прогнозов по сравнению с первоначальными.

В рамках базового сценария «Основных направлений денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023-2024 годов», Центральный банк, с учетом восстановления экономической активности в мире, прогнозировал рост трансграничных **денежных переводов** в страну на 10-12% в 2022-2024 годы.

В настоящее время спад экономической активности у основных торговых партнеров, изменение курса национальной валюты и миграционные потоки, в текущем году создают вероятность **сокращения** объема трансграничных **денежных переводов** на **18-25%** по сравнению с прошлым годом. Это, в свою очередь, может привести к снижению потребительского спроса.

Центральный банк внимательно следит за ситуацией в национальной экономике и во внешнем секторе и будет обновлять среднесрочные прогнозы макроэкономических показателей с учетом влияния этих изменений.

Разрыв выпуска и его макроэкономическое значение

Понятие разрыва выпуска

Концепция долгосрочного равновесия в экономике широко используется при проведении макроэкономической политики страны. В состоянии долгосрочного равновесия основные показатели экономики растут почти неизменными темпами. Другими словами, долгосрочное равновесие – это не точная точка в будущем, а конкретное направление движения экономических показателей, обеспечивающее устойчивый экономический рост.

Когда центральный банк проводит денежно-кредитную политику в режиме таргетирования инфляции, основывается что в случае долгосрочного экономического равновесия например, уровень инфляции находится в пределах заданного целевого уровня, реальный темп экономического роста на потенциальном темпе роста ВВП.

Потенциальный ВВП – это объем ВВП, который местная экономика способна произвести при полной мобилизации существующих экономических ресурсов и технологических возможностей страны. С практической точки зрения **потенциальный ВВП** для центральных банков – это объем ВВП (совокупного спроса), который не вызывает отклонения инфляции от своего целевого значения, то есть не создает давления для повышения или снижения инфляции.

Потенциальный ВВП является нестатичным динамическим показателем, изменяющимся пропорционально росту факторов производства, в связи с чем потенциальные темпы роста ВВП используются в качестве еще одного важного для экономики показателя.

На этапах своего развития экономика часто производит товары и услуги в количествах, отличных от потенциального уровня ВВП, и это отличие находит отражение в понятии **разрыва выпуска**. Разрыв выпуска в конкретный период определяется как отношение разницы между фактически произведенным ВВП и потенциальным ВВП к потенциальному ВВП:

$$\text{Разрыв выпуска} = \frac{\text{фактический ВВП} - \text{потенциальный ВВП}}{\text{потенциальный ВВП}} \times 100$$

Методы расчета потенциального ВВП

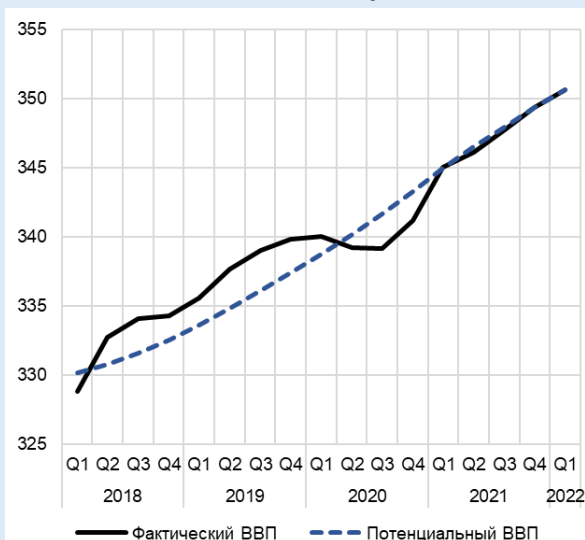
Из определения разрыва выпуска видно, что для его расчета требуется расчет потенциального ВВП. В отличие от реального ВВП, **потенциальный ВВП** не наблюдается и не рассчитывается каким-либо статистическим органом, а может быть оценен только с помощью специальных методов макроэкономического анализа.

Существует несколько методов оценки **потенциального ВВП**, все они предполагают, что фактический показатель можно разделить на трендовую и

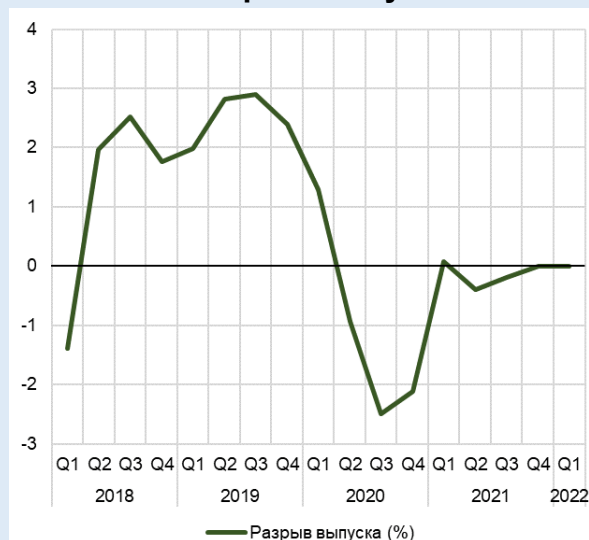
циклическую составляющие. Следовательно, способ определения потенциального ВВП заключается в оценке его тренда с использованием фактических показателей, то есть вычитании из показателя циклических (краткосрочных) изменений.

Использование статистических методов для разграничения краткосрочных колебаний и долгосрочных стабильных тенденций является обычным явлением для оценки **потенциального ВВП**. Одним из таких методов является фильтр Ходрика-Прескотта. Он относится к категории фильтров с одной переменной, учитывающих только рассматриваемую величину при выделении тренда из индикатора. Кроме однопараметрических фильтров используется также фильтр Кальмана, который на практике является многопараметрическим фильтром, что требует создания модели состояния (state-space model), т.е. модели, в которой связи между экономическими показателями выражаются в виде системы уравнений.

Фактический² и потенциальный ВВП



Разрыв выпуска



Центральный банк оценивает разрыв между **потенциальным ВВП** Узбекистана и фактическим ВВП с помощью фильтра Кальмана. Результаты оценок представлены на рисунке выше, согласно которому экономика Узбекистана производила больше своего потенциала с 2018 года до начала пандемии COVID-19. Это можно объяснить резким увеличением совокупного спроса в 2018-2019 годах в результате вливания в экономику больших объемов финансовых ресурсов. Со второго квартала 2020 года под влиянием снижения экономической активности из-за пандемии коронавируса разрыв выпуска сместился в отрицательную зону, и полностью восстановиться ему удалось только в текущем году.

Однако на фоне снижения внешнего спроса в условиях внешних рисков и неопределенностей, сокращения трансграничных денежных переводов, снижения общего бюджетного дефицита по сравнению с прошлым годом, а также

²Сезонно очищенный и логарифмированный реальный ВВП.

жесткой денежно-кредитной политики, ожидается появление отрицательного разрыва выпуска.

Макроэкономическое значение разрыва выпуска

Как отмечалось выше, поскольку **потенциальный ВВП** определяется как объем производства, не оказывающий давления на инфляцию, разрыв выпуска является показателем разницы между совокупным спросом и совокупным предложением в экономике. Разрыв выпуска измеряет уровень инфляционного давления в экономике и показывает важную связь между реальным сектором экономики, производящим товары и услуги, и инфляцией.

Точно так же, как объем ВВП может увеличиваться и уменьшаться, разрыв выпуска также может двигаться в двух направлениях: положительном или отрицательном. Ни один из этих двух случаев не считается оптимальным для экономики.

Если разрыв выпуска положителен, он считается инфляционным разрывом, что означает, что темпы роста совокупного спроса выше роста совокупного предложения, экономика «перегревается» из-за того, что фабрики и рабочие работают больше своего эффективного потенциала и в результате возможно возникновение инфляционного давления. Положительный разрыв выпуска побуждает центральный банк «охлаждать» «перегретую» экономику, повышая процентные ставки.

Отрицательный разрыв выпуска называется рецессионным разрывом, что означает, общее снижение совокупного спроса и появление факторов производства, которые используются не полностью (в пределах своего потенциала). Низкий объем производства требует от центрального банка снижения процентных ставок для восстановления упавшего спроса и проведения денежно-кредитной политики, стимулирующей экономику.

III. ВНЕШНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

3.1. Глобальные экономические условия и инфляционные процессы

Согласно последнему прогнозу Международного валютного фонда в докладе «Перспективы развития мировой экономики» за январь 2022 года, глобальные экономические ожидания значительно ухудшаются, в качестве основных факторов этого являются нижеследующие.

Продолжающиеся военные столкновения на Украине и санкции против России. Специальная военная операция и ее последствия окажут непосредственное влияние на экономику двух стран и других стран на международном уровне через взаимные экономические цепочки и приведут к замедлению глобального роста в 2022 году. Высокие мировые цены на сырье, нарушение торговых и финансовых связей, предложение рабочей силы, а также гуманитарные факторы усугубляют последствия этого геополитического конфликта во всем мире, особенно в Европе.

В текущем году восстановление мировой экономики будет значительно задержано из-за военного конфликта, экономический рост замедлится, а инфляционное давление во всем мире снова усилится. Согласно последним прогнозам МВФ, мировая экономика будет расти на 3,6% в 2022-2023 года, что на 0,8 п.п. и 0,2 п.п. ниже предыдущих прогнозов (табл. 3.1.1). Прогнозируется, что после 2023 года глобальный рост замедлится примерно до 3,3% в среднесрочной перспективе.

Таблица. 3.1.1. Январский и апрельский прогнозы МВФ по экономическому росту (%)

Страны	2022 год		2023 год	
	Январьский прогноз	Апрельский прогноз	Январьский прогноз	Апрельский прогноз
Мировая экономика	4,4	3,6	3,8	3,6
США	4,0	3,7	2,6	2,3
Европа	3,9	2,8	2,5	2,3
Китай	4,8	4,4	5,2	5,1

Источник: «Перспективы развития мировой экономики», МВФ апрель 2022 года

Военный конфликт также оказывает негативное влияние на рост мировых цен на сырьевые товары. В результате ожидается, что глобальная инфляция останется высокой в течение более длительного периода времени, чем прогнозировалось ранее (табл. 3.1.2.).

Таблица 3.1.2. Изменение цен на промышленное сырье в январе-апреле текущего года (%)

Виды металлов	Изменение, %
Никель	60
Железная руда	30
Палладий	24
Алюминий	16
Нефть "Брент"	41
Природный газ	91

Источник: markets business insider

Рост цен на сырьевые товары также приводит к увеличению глобального индекса производственных цен (Рис. 3.1.3.).

Таблица 3.1.3. Изменения цен производителей по странам

Страны	Период обновления	Последний показатель	Предыдущий показатель	Изменение (п.п.)
США	Март 2022	246,3	241,8	4,6
Китай	Март 2022	108,3	108,8	-0,5
Япония	Март 2022	112,0	111,1	0,9
Германия	Март 2022	141,1	134,6	6,5
Франция	Февраль 2022	125,7	124,7	1,0
Великобритания	Март 2022	123,7	121,4	2,3
Италия	Февраль 2022	136,8	136,2	0,6
Россия	Февраль 2022	103,9	100,1	3,8
Испания	Февраль 2022	144,2	141,5	2,8

Источник: <https://www.economy.com/indicators/producer-price-index-ppi>

Согласно прогнозам МВФ, инфляция достигнет 5,7% в развитых странах и 8,7% в развивающихся странах в 2022 году из-за сбоев в цепочках поставок и роста цен на сырьевые товары. Этот прогноз выше январского прогноза на 1,8 и 2,8 процентных пункта соответственно (Рис. 3.1.1).

Рис. 3.1.1. Прогнозы уровня инфляции (%)

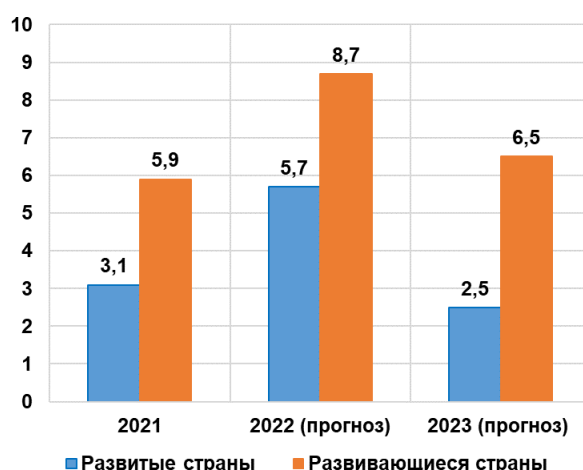
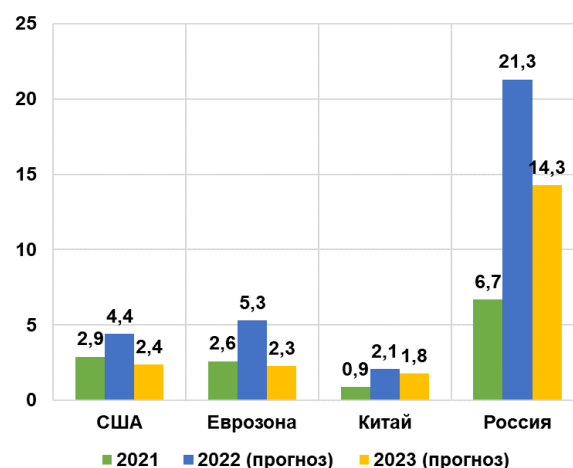


Рис. 3.1.2. Прогнозы уровня инфляции (%)



Источник: «Перспективы развития мировой экономики», МВФ апрель 2022 года

Жесткая денежно-кредитная политика и резкие колебания на финансовых рынках. Еще до начала российско-украинского конфликта центральные банки многих стран начали ужесточать денежно-кредитную политику в связи со значительно более высокой инфляцией. Это приводит к увеличению процентных ставок по кредитам в развитых странах. В ближайшие месяцы также ожидается, что центральные банки развитых стран повысят основные ставки.

Кроме того, в период с 2020-2021 годов государства поддерживали высокие уровни бюджетных расходов, чтобы смягчить негативные последствия пандемии коронавируса. Также из-за спада экономической активности сократились поступления в бюджет от налоговых поступлений, что привело к увеличению внешнего долгового бремени государств. Прогнозируется, что в 2022–2023 годах фискальные стимулы сократятся из-за более высокой стоимости внешних заимствований. Данное ужесточение денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики приведет к замедлению глобального экономического роста.

Также негативное влияние на экономику стран Азии и стран-экспортеров окажет замедление экономического роста Китая из-за карантинных ограничений, начавшихся в Китае в первом квартале 2022 года.

С учетом вышеперечисленных факторов общие риски для экономических перспектив резко возросли, и государствам становится все труднее принимать политические решения.

3.2. Внешние экономические риски и их влияние на макроэкономическую стабильность страны

Начиная с конца февраля наблюдалось существенное обострение во внешнеэкономической среде. При этом ситуация характеризуется высокой степенью неопределенности и непредсказуемости как по масштабам так и по продолжительности воздействия на экономики стран.

Экономическая ситуация наблюдаемая в странах-основных торговых партнерах, резкие колебания их валютных курсов, рост цен на мировых сырьевых и энергетических рынках усиливают макроэкономическую неопределенность и риски.

В целях предотвращения резкой девальвации национальных валют и сдерживания инфляции большинство торговых партнеров еще больше ужесточили денежно-кредитную политику и усилили ограничения на движение капитала.

Узбекистан как часть мировой экономики будет ощущать негативное влияние текущей геополитической ситуации и внешних шоков. Экономические изменения в ключевых торговых партнерах, возникающие неопределенности и колебания на мировых товарных рынках, безусловно, повлияют на наши внутренние экономические условия и основные макроэкономические показатели.

В частности, снижение поступлений от экспорта и денежных переводов в страну может отражаться в сокращении предложения на внутреннем валютном рынке, подорожание импорта потребительских товаров на росте внутренних цен, сокращения внешнего и внутреннего спроса в замедлении экономического роста.

В марте текущего года под влиянием вышеперечисленных факторов произошло некоторое снижение динамики продаж иностранной валюты субъектами предпринимательства на внутреннем валютном рынке. Трансграничные денежные переводы в марте также снизились на 27% по сравнению с прошлым годом, и ожидается, что в 2022 году рост денежных переводов до конца года замедлится.

Неопределенности, возникшие в марте 2022 года, отразились на росте девальвационных и инфляционных ожиданий населения и предпринимателей. Эти факторы, с одной стороны, сократили

предложение на внутреннем валютном рынке, с другой стороны, привели к увеличению спроса на иностранную валюту.

В целом, динамика обменного курса национальной валюты скорректировалась к рынку в ответ на внешние риски и девальвационное давление, обесценившись на 4,1% по отношению к доллару США в первом квартале текущего года.

Предварительные расчеты показывают, что рыночная корректировка к внешним шокам практически завершилась, и большая часть краткосрочных шоков отразилась в динамике обменного курса.

В то же время ужесточение денежно-кредитных условий и меры по обеспечению стабильности национальной валюты позволили сбалансировать ситуацию на внутреннем валютном и денежном рынках.

В результате с апреля текущего года ситуация на внутреннем валютном рынке стабилизировалась, восстанавливается положительная разница между объемом проданной и купленной населением валюты.

Однако сохраняются неопределенности и риски, связанные с перспективами роста мировой экономики, в том числе стран - основных торговых партнеров, сбоями в международной логистике, ценами на внутреннем потребительском рынке.

В условиях высокой неопределенности, связанной с внешней средой, основной задачей является поддержание макроэкономической стабильности, точная оценка возможных в будущем рисков, и своевременное принятие необходимых экономических решений.

На сегодняшний день текущая ситуация позволяет выделить определенные предпосылки и оценки касательно среднесрочного макроэкономического развития:

- внешний спрос может быть в определённой степени меньше, чем ранее ожидался, вместе с тем, рост цен основных сырьевых товаров будет иметь компенсационный характер;
- возможное замедление роста объемов денежных переводов отразится также на уменьшении уровня совокупного внутреннего спроса;
- приток прямых иностранных инвестиций будет иметь более умеренную динамику чем ранее ожидалось;

- закрытие негативного разрыва выпуска которое первоначально прогнозировалось по итогам второго квартала вероятно будет отложено на более поздние периоды.

В целом все эти предпосылки повышают риски для показателей роста ВВП, в сторону небольшого замедления.

Продолжение осуществления реформ, направленных на обеспечения макроэкономической стабильности и структурных преобразований будет минимизировать влияния внешних шоков и создаст основу для долгосрочного инклюзивного роста экономики.

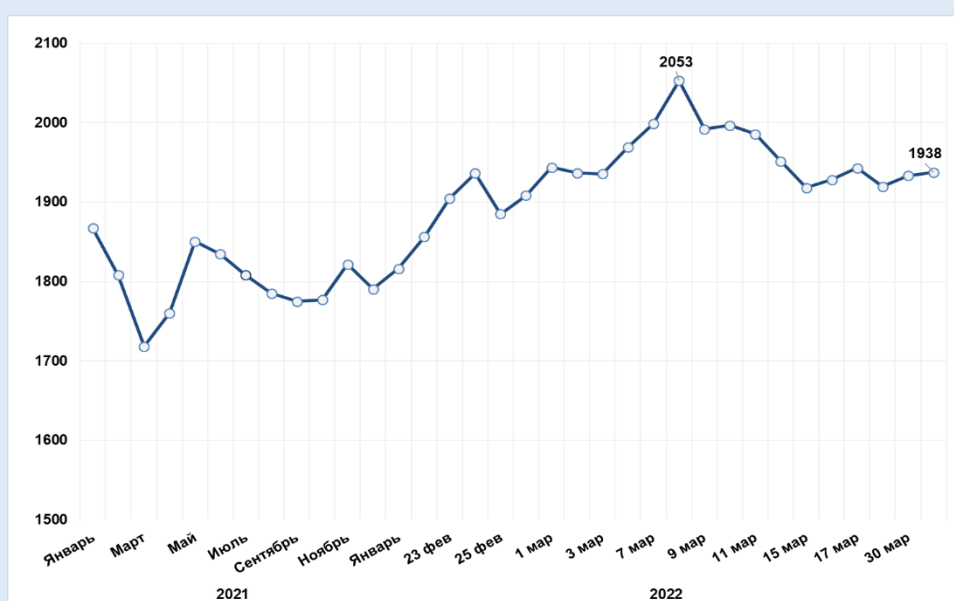
Вставка 3

Изменение цен на основное сырье и экономическое значение для нашей страны

Золото

На мировом рынке цена драгоценных металлов (золота) в прошлом году демонстрировала разную динамику, колеблясь в пределах **1710 – 1870 долларов США**, при этом в первом квартале 2022 года она выросла на **1,7%** по сравнению с началом года. В частности, в течение первого квартала цена на золото выросла до исторического максимума (**2053 долл./тр.ун.**) (рис. 1).

Рис. 1. Динамика цены золота на мировом рынке (долларов США за 1 тройскую унцию³)



Источник: данные МВФ

Основной причиной колебаний цен на золото в 2021 году стали риски и неопределенности, связанные с условиями пандемии. Однако неопределенность в мировой экономике в результате геополитической напряженности в первом квартале текущего года повысила интерес инвесторов к золоту как к альтернативному активу.

Дальнейшая динамика цены золота на мировом рынке будет зависеть от геополитической ситуации в мире. По мнению аналитиков BMO Capital Markets (дочерняя компания Банка Монреаля, Канада), цена на золото в 2022 году прогнозируется в среднем на уровне **1895 долларов** за унцию (на 8% выше предыдущего прогноза). Прогноз на 2023 год повышен **до 1750 долл./тр.ун.**

³ Тройская унция — мера веса драгоценных металлов. 1 тройская унция = 31,1 граммов.

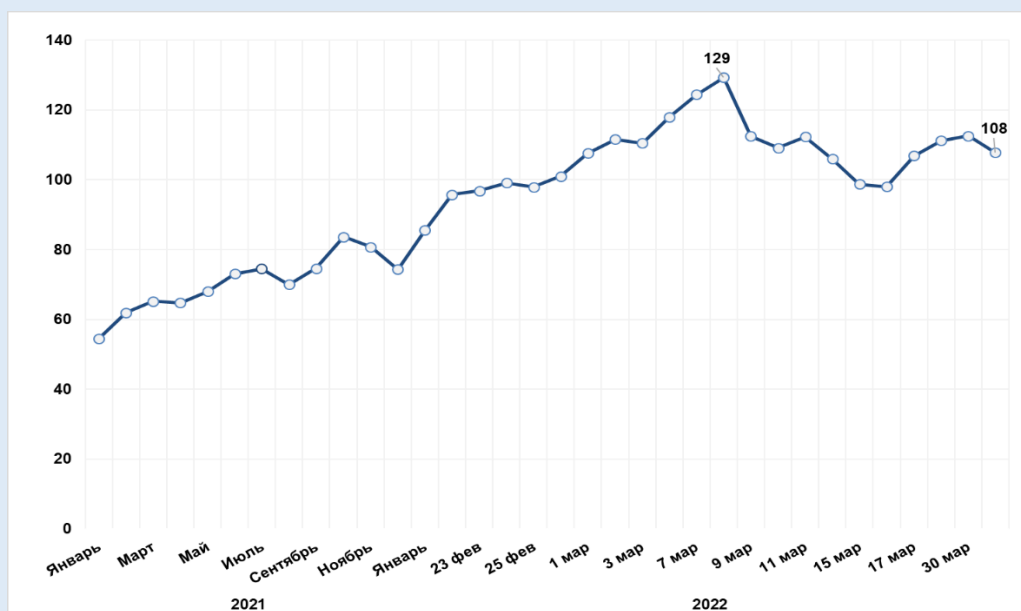
Аналитики Goldman Sachs прогнозируют, что цены на золото могут вырасти до **2500 долл./тр.ун.** в течение следующих 12 месяцев. Растущая инфляция практически во всех странах мира и неопределенность внешнеэкономической конъюнктуры сейчас называются основными причинами такого роста.

Повышение цены на золото на мировом рынке может создать возможность получения дополнительных доходов для нашей страны.

Нефть

Кризис в феврале-марте 2022 года привел к значительному росту цен на нефть на мировых рынках. В частности, цена на нефть марки Brent выросла на 11,3% с начала 2022 года и достигла 108 долларов за баррель. Следует отметить, что в марте 2022 года цены на нефть росли до 129 долларов за баррель.

Рис. 2. Динамика цены нефти на мировом рынке
(долларов США за баррель)



Источник: Данные МВФ

Прогноз цен на нефть американского банка Goldman Sachs имеет тенденцию к снижению, прогнозируется, что во втором квартале 2022 года они составят около 120-125 долларов за баррель, а к концу года снизятся до 115 долларов. Текущий прогноз объясняется снижением спроса на нефть в результате ужесточения связанных с пандемией ограничений в Китае и наличием прогнозов увеличения добычи нефти в США.

Увеличение цен нефтепродуктов на мировом рынке может привести к небольшому росту цен на бензин в нашей стране.

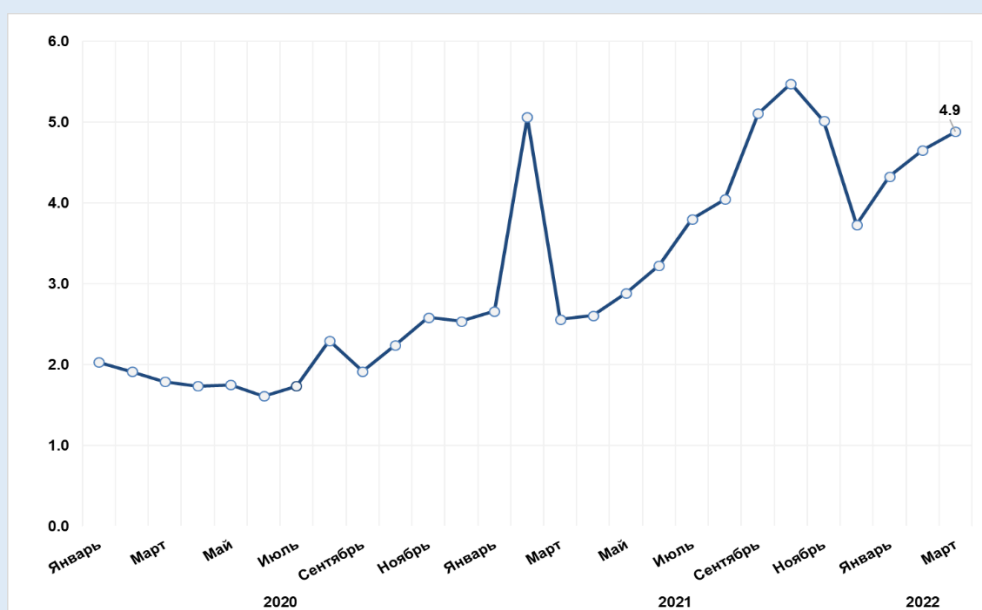
Природный газ

Нестабильная ситуация в крупнейших экономиках мира в первом квартале 2022 года привела к активному росту цен на сырьевые товары на мировых рынках. В то же время трудности с доставкой многих видов сырья вызывают сбой в цепочке поставок.

В первом квартале 2022 года цены на **природный газ** на мировом рынке имеют тенденцию к росту. Нынешний рост обусловлен восстановлением спроса в постпандемический период и введением против России - одного из крупнейших экспортеров газа, санкций западными странами.

Цены на природный газ по спотовым контрактам выросли на **12,7%** (с 4,3 доллар/млн. БТЕ⁴ в начале года, до 4,9 доллар/млн.БТЕ в конце марта).

Рис. 3. Динамика цен на природный газ на мировом рынке
(долларов США за 1 млн Британских тепловых единиц)



Источник: Данные МВФ

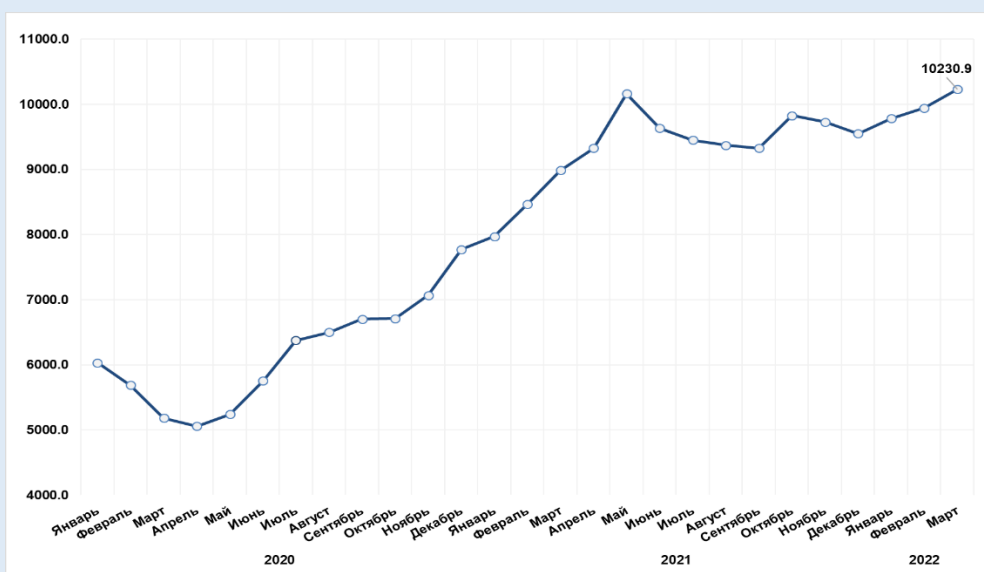
Агентство энергетических данных (АЭД) при Министерстве энергетики США прогнозирует, что до конца 2022 года средний 12-месячный уровень цен на природный газ, связанный с Генри Хаб (3,95 доллара за млн БТЕ), будет примерно на **5,8%** выше, чем в 2021 году (3,7 доллара за млн БТЕ).

Медь

Резкий рост мировых цен на медь в 2021 году в первую очередь был обусловлен высоким спросом со стороны Китая, крупнейшего в мире потребителя меди, а также повышенным оптимизмом в отношении процесса восстановления экономики на фоне ускорения процессов вакцинации. В мае прошлого года цены на медь достигли рекордного уровня в 10 512 долларов.

⁴ БТЕ – Британская тепловая единица. Единица измерения теплоты топливно-энергетических ресурсов.

Рис. 4. Динамика цен на медь на мировом рынке
(долларов США за 1 тонну)



Источник: Данные МВФ

Цены на медь снова начали расти с начала 2022 года, и многие прогнозы показывают, что к концу года они снова вырастут. В частности, Goldman Sachs прогнозирует, что к четвертому кварталу 2022 года цена на медь достигнет 13 300 долларов за тонну. Bank of America прогнозирует в среднем 9 813 долларов в 2022 году. Ожидается, что проекты экологически чистой энергии, спрос со стороны промышленного производства и расширение массового производства электромобилей, приведут к дальнейшему увеличению мирового спроса на медь.

IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

В первом квартале 2022 года сформировались **умеренно жесткие денежно-кредитные условия** в экономике на фоне **неизменной** основной ставки Центрального банка в 2021 году, годовой инфляции **около 10%** и масштабного фискального стимулирования в предыдущем квартале.

Под влиянием внешней геополитической ситуации и связанных с ней рисков, в нашей экономике **в марте** произошла корректировка курса национальной валюты, ускорение инфляционных процессов и изменение валютной структуры сбережений.

В ответ Центральный банк повысил основную ставку до **17% годовых**, а также внес определенные изменения в денежно-кредитные операции для обеспечения макроэкономической и финансовой стабильности в стране за счет недопущения резкого роста инфляции в текущем году, сохранения денежно-кредитных условий, поддерживающих сберегательную активность населения и смягчения влияния внешних рисков на нашу экономику.

На фоне повышения основной ставки Центрального банка, начиная со второго квартала реальные процентные ставки по депозитам и кредитам на денежном рынке, а затем и в экономике будут повышаться, что послужит ослаблению ожидаемого инфляционного давления за счет ужесточения денежно-кредитных условий.

В этот период на фоне сезонного сокращения расходов правительства и резкого роста девальвационных ожиданий хозяйствующих субъектов произошло снижение общей ликвидности банковской системы в связи с повышением спроса на внутреннем валютном рынке. В связи с активным использованием Центральным банком денежно-кредитных операций процентные ставки по операциям денежного рынка **полностью находились в пределах процентного коридора основной ставки**.

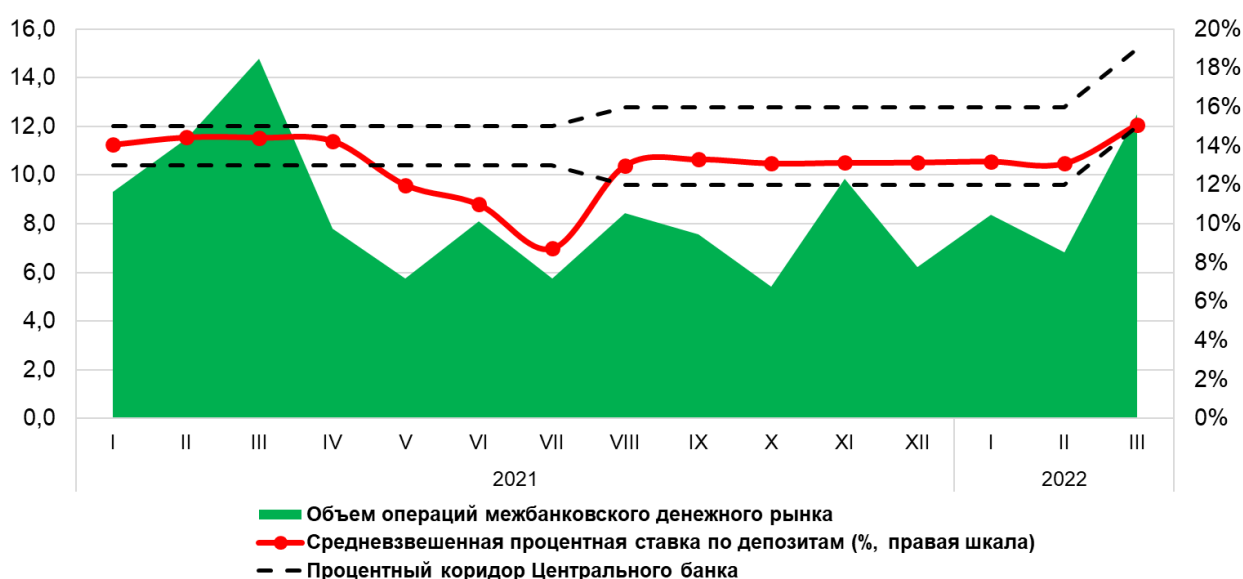
В частности, с 18 марта вступило в силу повышение основной ставки Центрального банка, в этот же день наблюдалась корректировка к этому решению процентных ставок по депозитным операциям на денежном рынке, отражающая эффективность процентного канала трансмиссионного механизма.

Хотя в первой половине марта курс национальной валюты несколько снизился на фоне **роста девальвационных ожиданий** населения под влиянием внешних рисков, меры, предпринятые Центральным банком, помогли остановить этот процесс и вернуть курс к его фундаментальному тренду.

4.1. Основные показатели межбанковского денежного рынка

В первом квартале 2022 года активность коммерческих банков на межбанковском денежном рынке значительно возросла. Повышение активности денежного рынка было обусловлено понижающим влиянием операций правительства на общую ликвидность банковской системы и снижением ликвидности банков в сумах в связи с повышением спроса на иностранную валюту в марте (Рис. 4.1.1.).

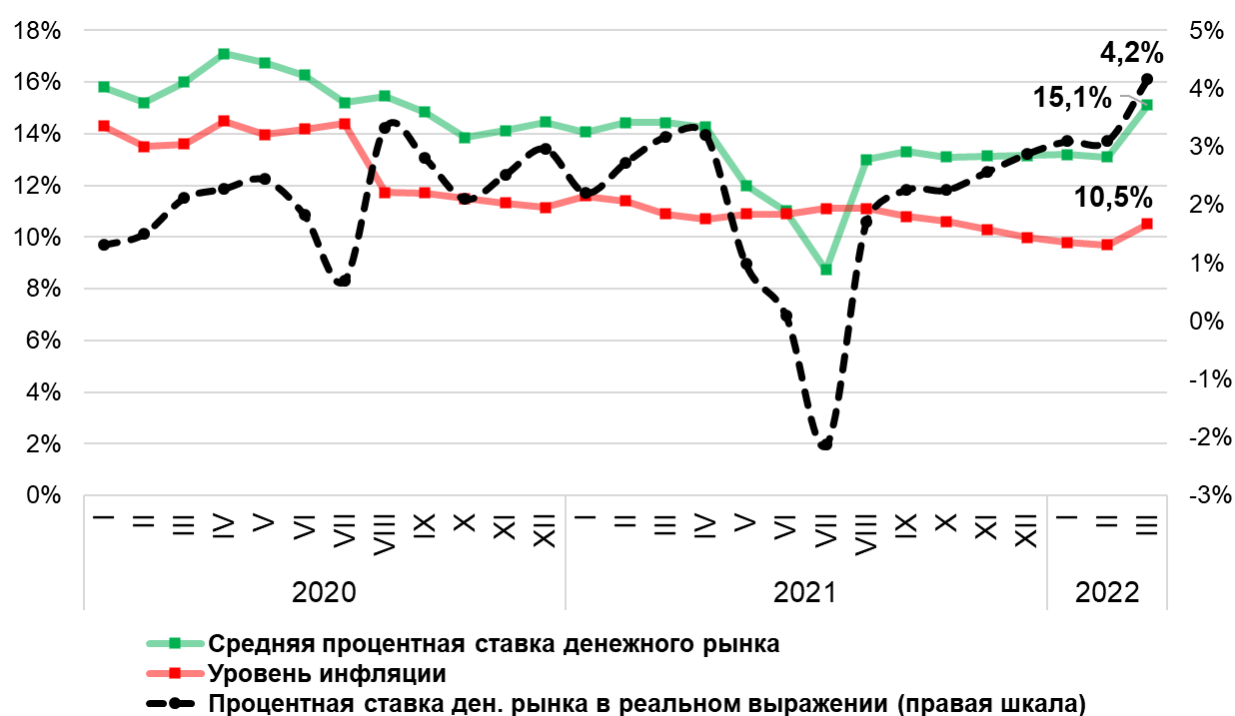
Рис. 4.1.1. Объем операций на межбанковском денежном рынке (трлн сумов) и процентные ставки



В частности, за квартал на денежном рынке было проведено депозитных операций на сумму **27,7 трлн сумов** (рост на 29,2% по сравнению с IV кварталом 2021 года).

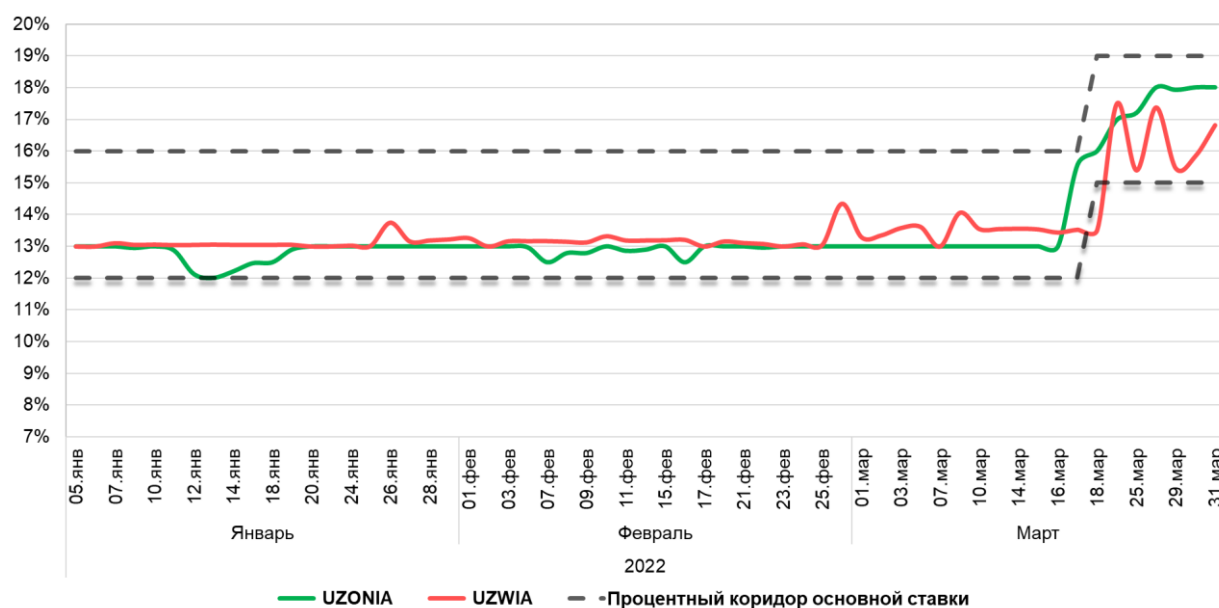
В то время как процентные ставки денежного рынка составляли около **13,1%** в первые месяцы первого квартала, в марте средневзвешенная процентная ставка выросла до **15,1%** в результате повышения основной ставки Центрального банка (средняя процентная ставка денежного рынка составляла 17,1% в период 17-31 марта).

Рис. 4.1.2. Процентные ставки денежного рынка



С учетом инфляции реальные процентные ставки на денежном рынке складывались положительными в течение квартала, на фоне повышения основной ставки Центрального банка средняя реальная процентная ставка в марте выросла до 4,2%, обеспечив «жесткие» денежно-кредитные условия (Рис. 4.1.2.).

Рис. 4.1.3. Индексы межбанковского рынка UZONIA и UZWIA



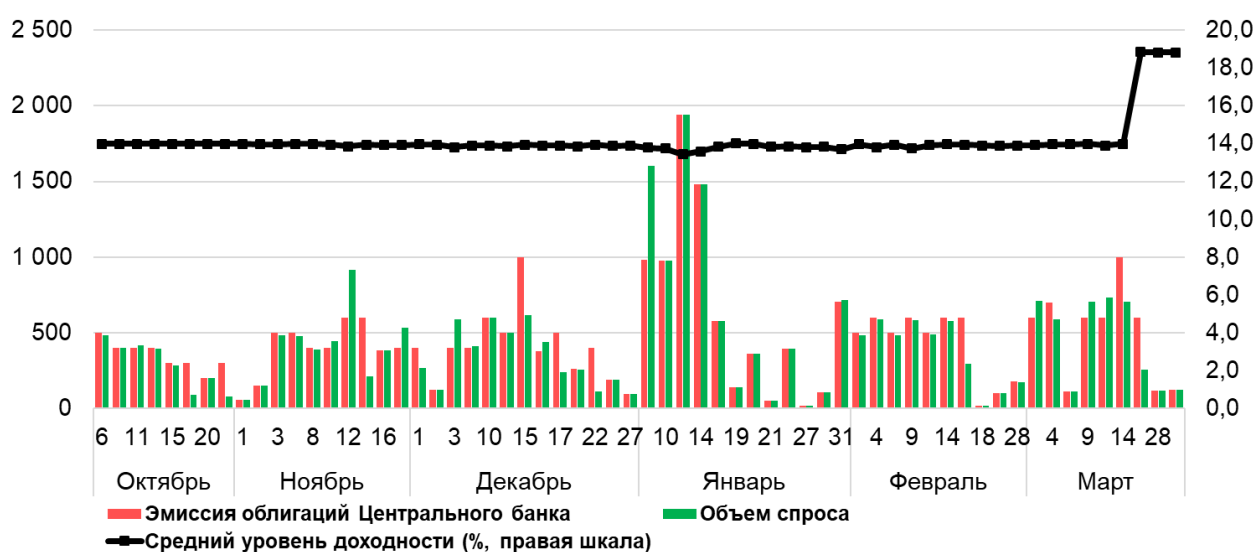
По причине малых объемов долгосрочных операций и также слабой возможности определения цены денег на рынке, возрастает значимость “UZONIA” (средняя процентная ставка по операциям овернайт) и “UZWIA” (средняя процентная ставка по операциям со сроком погашения 2-7 дней), введенных Центральным банком в начале 2021 года. Данные индексы в течение квартала формировались с определенными колебаниями на уровне, близком к основной ставке, **полностью в пределах процентного коридора (Рис. 4.1.3.).**

4.2. Инструменты денежно-кредитной политики и внесенные в них изменения

В первом квартале 2022 года Центральный банк также активно использовал краткосрочные инструменты денежно-кредитной политики для регулирования общего уровня ликвидности. Объем этих операций зависел от состояния ликвидности банковской системы и уровня соблюдения установленных нормативов коммерческими банками.

В этот период с целью привлечения образовавшейся дополнительной ликвидности на более длительный срок, всего выпущено облигаций Центрального банка на сумму **15,7 трлн** сумов или в **1,5 раза** больше, чем в последнем квартале прошлого года. (Рис. 4.2.1.).

Рис. 4.2.1. Информация о выпущенных облигациях Центрального банка (млрд сумов)

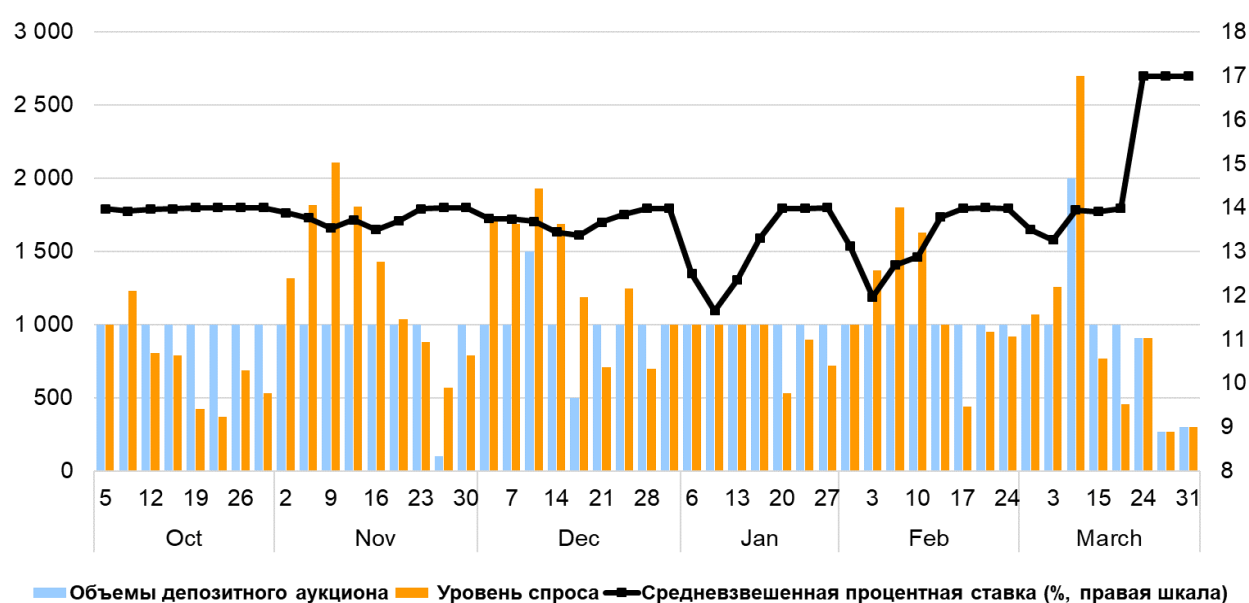


Доходность выпущенных облигаций Центрального банка до 17 марта с небольшими колебаниями оставалась на уровне **14%**

(основная ставка). Увеличение верхней границы доходности по облигациям Центрального банка привело к увеличению средней доходности облигаций, выпущенных после 18 марта, примерно до **19%** (верхняя граница процентного коридора основной ставки).

В свою очередь, объем депозитных аукционов зависит от общей ситуации с ликвидностью, в связи со снижением ликвидности в течение квартала было проведено аукционов на общую сумму **22,5 трлн сумов**, что на **10%** меньше, чем в последнем квартале прошлого года (Рис. 4.2.2).

Рис. 4.2.2. Информация о депозитных аукционах (млрд сумов)



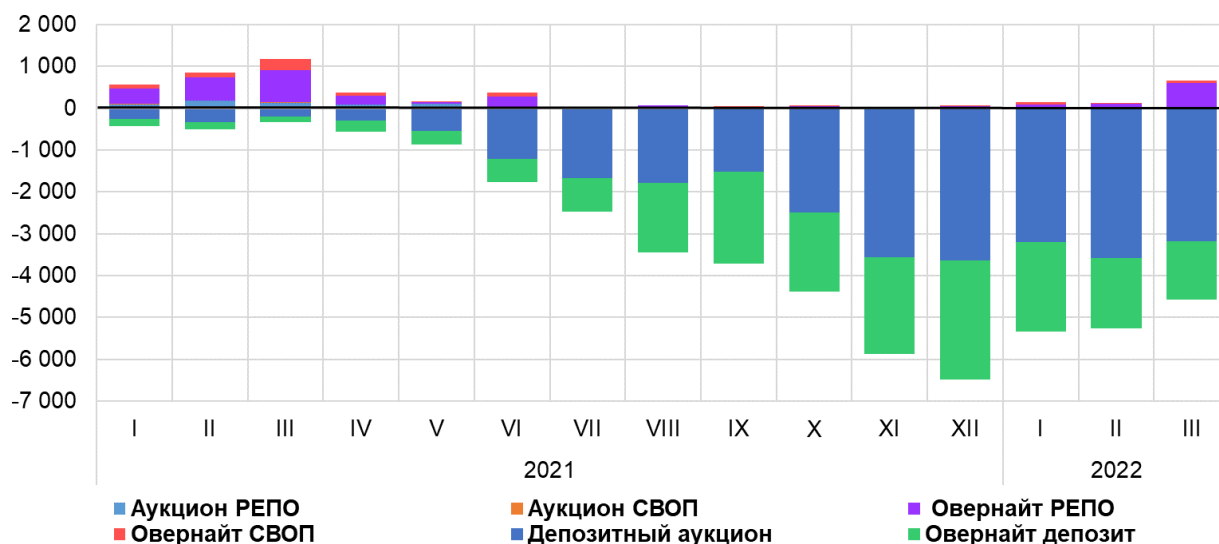
В этой связи следует отметить решение Правления Центрального банка о проведении депозитных аукционов в **неограниченном объеме**, и с 18 марта эти аукционы проводятся как операции «с полным размещением по фиксированной процентной ставке» (“fixed-rate full-allotment”).

Таким образом, если до 17 марта средневзвешенные процентные ставки на депозитных аукционах **колебались**, то сейчас они полностью сформировались на **уровне основной ставки**. Это позволит денежному рынку эффективно регулировать процентные ставки, давая четкие сигналы о ценах ликвидности, и усилит действие процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

В связи со снижением общей ликвидности в течение квартала спрос на операции Центрального банка по привлечению ликвидности несколько снизился, в то время как спрос на операции **овернайт РЕПО**

и **СВОП** по предоставлению ликвидности временно увеличился (Рис.4.2.3.).

Рис. 4.2.3. Средний дневной остаток операций денежно-кредитной политики (млрд сумов)



Со второго квартала 2022 года, при вероятном улучшении общей ситуации с ликвидностью, ожидается снижение спроса на операции РЕПО и СВОП овернайт до минимума и увеличение объема операций по привлечению ликвидности.

4.3. Анализ объемов и процентных ставок депозитов

В первом квартале 2022 года общая денежная масса уменьшилась на **5,3%** до **132,7 трлн сумов**. При этом объем наличных денег в обращении за квартал уменьшился на **2,8%**, а их доля в общей денежной массе составила **21%** (Рис. 4.3.1). Сокращение денежной массы носит сезонный характер и может быть оценено как сбалансирование денежной массы, которая увеличилась до **140 трлн сумов** в последнем месяце прошлого года в связи с резким увеличением расходов бюджета.

В свою очередь, общий объем депозитов в национальной валюте уменьшился на **8,5%** (5,6 трлн сумов), а депозиты в иностранной валюте уменьшились на **2,2%** (эквивалентно 1,0 трлн сумов). Следует отметить, что данная тенденция носит временный характер в связи с превышением доходов бюджета над расходами в течение квартала, а со второго квартала ожидается возвращение темпов роста денежной массы и депозитов в связи с сезонным увеличением расходов бюджета.

По совокупным депозитам **физических лиц** наблюдалась динамика роста, что в основном было связано с увеличением депозитов в иностранной валюте. В частности, за первый квартал совокупные депозиты населения в банках увеличились на **3,2%** до **37,8 трлн сумов**, при этом депозиты в национальной валюте уменьшились на **4,1%** (1,2 трлн сумов), а депозиты в иностранной валюте увеличились на **18,6%** (эквивалентно 2,2 трлн сумов) (Рис. 4.3.2.).

Рис. 4.3.1. Изменение денежной массы и ее компонентов (трлн сумов)

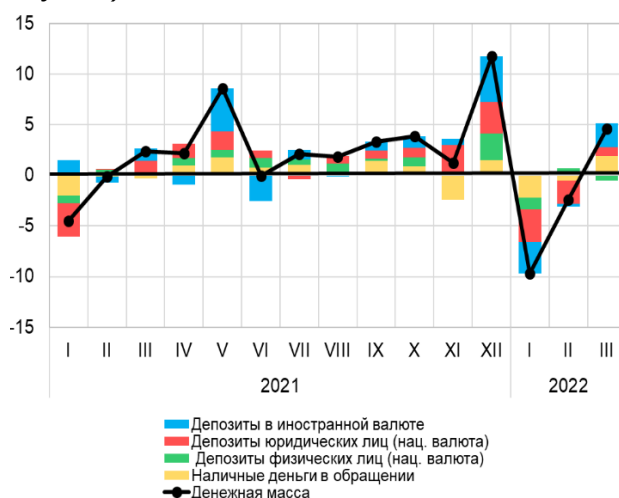
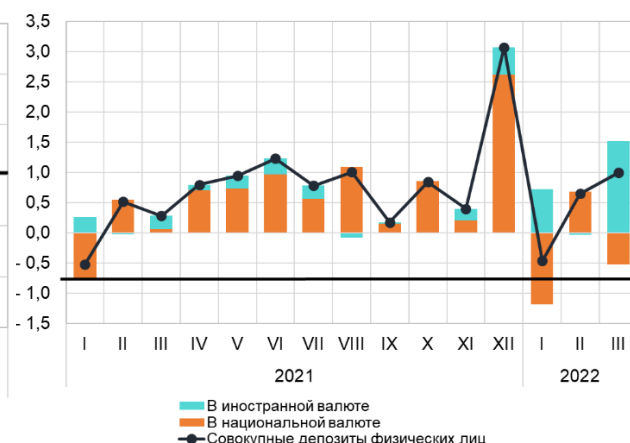


Рис. 4.3.2. Изменение депозитов населения (трлн сумов)



Динамика депозитов физических лиц и изменение их валютной структуры в марте были связаны с усилением **девальвационных ожиданий** под влиянием внешних рисков. Из-за «высоких ожиданий», связанных с курсом национальной валюты, в марте резко увеличился **перевод депозитов населения из национальной в иностранную валюту** и объем покупок наличной иностранной валюты. Однако в связи с предпринятыми Центральным банком мерами (*повышение основной ставки и увеличение объема интервенций*) в последние 10 дней марта эти ожидания снизились, активизировался процесс обратного перевода средств в национальную валюту и продажи наличной иностранной валюты банкам.

Учитывая текущие реальные процентные ставки по депозитам в национальной валюте и ожидаемую стабильную динамику обменного курса после коррекции в марте, прогнозируется, что в ближайшие кварталы сохранится динамика высокого роста депозитов в национальной валюте.

При этом средневзвешенные номинальные процентные ставки по депозитам физических лиц в марте выросли до **20,9%**, а по депозитам юридических лиц составили **16,2%** (Рис. 4.3.3.).

Реальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте (с учетом уровня инфляции) сложились в марте на уровне **9,4%** для физических лиц и **5,2%** для юридических лиц (Рис. 4.3.4.).

Рис. 4.3.3. Номинальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте

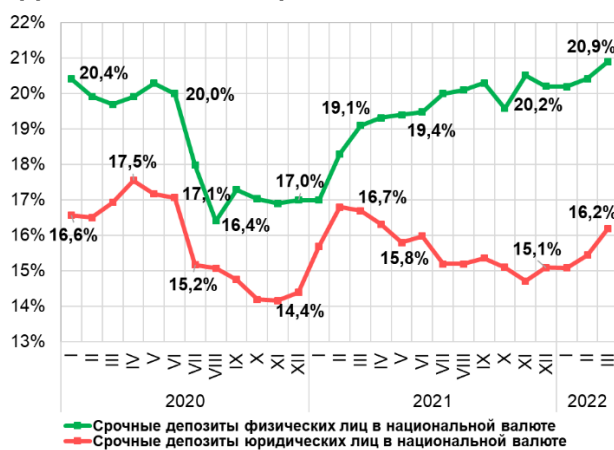


Рис. 4.3.4. Реальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте



Превышение реальных процентных ставок по депозитам населения в национальной валюте на **4-5 процентных пунктов** его инфляционных ожиданий, является одним из основных факторов, **повышающих сберегательную активность и уравнивающих валовое потребление.**

4.4. Анализ изменения и процентных ставок кредитных вложений в экономику

В первом квартале 2022 года остаток кредитных вложений в экономику увеличился на 5,0% (16,5 трлн сумов) до **348,5 трлн сумов**. При этом без учета курсовых изменений рост кредитных вложений составил **2,4%**.

Объем кредитов в национальной валюте за квартал увеличился на **4,7%** (8,1 трлн сумов), а его доля в общем объеме кредитов составила **52,1%** (Рис. 4.4.1). Таким образом, уровень долларизации кредитов на конец квартала составил **47,9%**, что является одним из основных факторов, снижающих эффективность денежно-кредитной политики.

Остаток кредитов выделенных физическим лицам увеличился за квартал на **4,6%** (3,2 трлн сумов), а доля розничных кредитов в общем объеме кредитных вложений на конец квартала составила **20,9%** (Рис. 4.4.2.).

Рис. 4.4.1. Изменение кредитных вложений в экономику и их компонентов (трлн сумов)

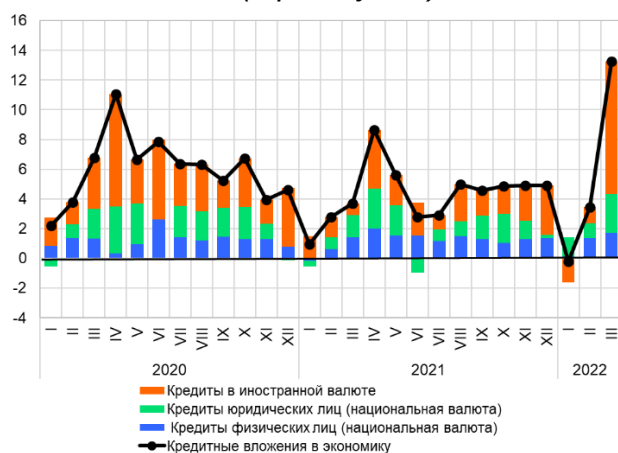
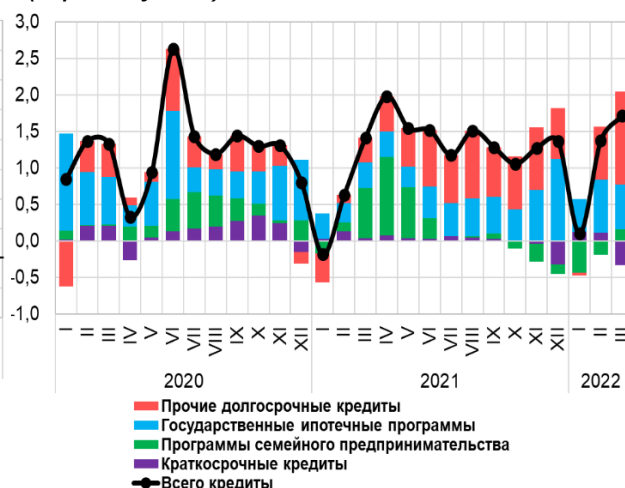


Рис. 4.4.2. Изменение остатка кредитов физическим лицам (трлн сумов)



Всего за первый квартал 2022 года коммерческими банками в экономику выделено кредитов на сумму **37,3 трлн сумов** или на **13,6%** (4,5 трлн сум) больше, чем за соответствующий период 2021 года.

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

В течение квартала наблюдалось сбалансирование процентных ставок по кредитам в национальной валюте в коридоре **20-22%**, который наблюдается с начала года. В частности, в марте средневзвешенные процентные ставки по краткосрочным кредитам в национальной валюте составили **21,4%**, а по долгосрочным – **20,7%** (Рис. 4.4.3).

При этом, формирование средневзвешенных процентных ставок по краткосрочным кредитам выше, процентных ставок по долгосрочным кредитам, объясняется наличием в структуре долгосрочных кредитных вложений кредитов по **государственным программам** поддержки семейного предпринимательства и ипотеки.

В свою очередь, средневзвешенные процентные ставки по кредитам физических лиц в национальной валюте в марте составили **21,8%**, а по кредитам юридических лиц – **20,2%** (Рис. 4.4.4).

Рис. 4.4.3. Номинальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте



Рис. 4.4.4. Номинальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте



Учитывая, что влияние повышения основной ставки Центральным банком 17 марта повлияет на процентные ставки по кредитам в экономике с определенной задержкой, ожидается некоторое повышение процентных ставок в ближайшие кварталы.

Вставка 4

Механизм «балансового подхода» в оценке
макроэкономической стабильности

С развитием экономики страны будут углубляться связи между хозяйствующими субъектами и отраслями. Экономика со сложными финансовыми взаимосвязями, в свою очередь, имеет риски, и важно уделять особое внимание этим взаимозависимостям при принятии решений для обеспечения макроэкономической стабильности.

Механизм “балансовый подход” (The Balance Sheet Approach) является методом мышления и анализа этих вопросов. Экономику можно изучать как обобщенную систему финансовой отчетности ее субъектов. **Балансовый подход** это метод сравнительного анализа требований и обязательств отраслей друг к другу с использованием данных сводного бухгалтерского баланса по каждой отрасли экономики.

С помощью этого механизма можно контролировать макроэкономическую стабильность, выявлять потенциальные слабые места в секторах экономики и отслеживать их взаимосвязь. Этот механизм разработан Международным валютным фондом и используется для прогнозирования потенциальных рисков и кризисов путем оценки степени взаимозависимости секторов, **валютных и срочных диспропорций**⁵.

Рис. 1. Матрица балансового подхода (BSA Matrix)

	Центральный банк	Правительство	Коммерческие банки	Финансовые организации	Нефинансовые организации	Население	Внешний мир
Центральный банк							
Правительство							
Коммерческие банки							
Финансовые организации							
Нефинансовые организации							
Население							
Внешний мир							

← Обязательства →

↑ Активы ↓

⁵Под **валютным дисбалансом** понимается несоответствие активов и обязательств в иностранной валюте в балансе отрасли, в том числе более высокие (или меньшие) обязательства в иностранной валюте по сравнению с активами, которое может вызвать проблемную ситуацию при росте волатильности курса валюты в условиях внешних рисков. **Срочные диспропорции** означают, что сроки погашения обязательств и активов в балансе той или иной отрасли не совпадают, в частности, когда средний срок погашения обязательств короче активов, возникает риск несвоевременного выполнения обязательств субъектами сектора.

Основным инструментом механизма балансового подхода является **матрица**, отражающая обобщенные требования и обязательства между всеми отраслями экономики. Данная матрица позволяет выявить потенциальные риски и изучить каналы их воздействия на экономику (Рис. 1).

Для заполнения матрицы используются данные из баланса Центрального банка, сводного баланса коммерческих банков, статистики государственных финансов, сводных балансов отраслевых субъектов и международной инвестиционной позиции. При формировании матрицы «балансового подхода» для экономики Узбекистана в основном использовались данные баланса Центрального банка, сводного баланса банковской системы и отчетов о международной инвестиционной позиции, и оценены взаимосвязи отраслей за последние 5 лет (2017-2021 годы).

В условиях структурных изменений в экономике в течение 2017-2021 годы также наблюдались определенные изменения в уровне взаимозависимости отраслей. В частности, в последние 5 лет наблюдается рост государственных обязательств из внешнего сектора, что объясняется активным привлечением внешнего долга для финансирования дефицита государственного бюджета и реализации инвестиционных проектов (Рис. 2).

Рис. 2. Обязательства и требования правительства (в % к ВВП)

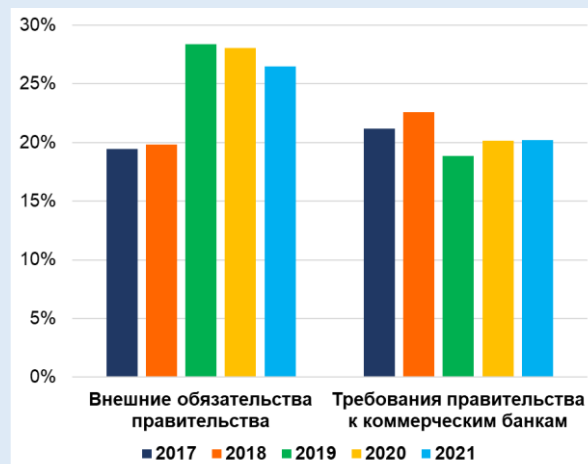


Рис. 3. Требования банков к нефинансовым организациям (в % к ВВП)



Источник: Расчеты Центрального банка

В свою очередь, требования правительства к коммерческим банкам формировались **в среднем на уровне 20% к ВВП**, пропорционально росту номинального ВВП и отражали финансирование некоторых **государственных инвестиционных проектов** через коммерческие банки а также выделение банкам средств в рамках **государственных программ развития предпринимательства и ипотеки**.

Взаимосвязи коммерческих банков с нефинансовыми организациями (субъектами предпринимательства) с годами растут, требования банков к этому секторе (в основном кредиты) увеличились с 30% к ВВП в 2017 году до **36% в**

2021 году. При этом высокий уровень **долларизации кредитов** в экономике связан с высокими требованиями в иностранной валюте (Рис. 3).

Во взаимоотношениях банков с населением в последние годы наблюдается резкое увеличение объема кредитов населению и значительное увеличение сбережений населения в банках. При этом рост кредитов выше, чем депозитов, что свидетельствует о проявлении отложенного спроса, накопившегося с предыдущих периодов. В частности, требования банков к населению (в основном кредиты) увеличились с 5% к ВВП в 2017 году до **10,4%** к концу 2021 года, а обязательства перед населением (в основном депозиты) увеличились с 6,9% до **8,2%** ВВП в тот же период (Рис. 4).

Рис. 4. Отношения коммерческих банков с физическими лицами (в % к ВВП)



Рис. 5. Внешние обязательства коммерческих банков (в % к ВВП)



Источник: Расчеты Центрального банка

Вместе с тем, объем обязательств коммерческих банков перед внешним сектором резко вырос за последние 3 года, в основном за счет широкого привлечения внешних заимствований для финансирования активных операций. В результате совокупные обязательства коммерческих банков перед внешним сектором увеличились с 8,6% ВВП в 2017 году до **17%** к концу 2021 года. В то же время внедрение практики привлечения внешнего долга в национальной валюте за последние 2 года является положительным моментом, который позволит в некоторой степени смягчить влияние внешних рисков на банковскую систему (Рис. 5).

В будущем планируется дальнейшее совершенствование анализа «балансового подхода» и введение **квартальной** оценки взаимозависимости секторов.

Вставка 5

Источники кредитных вложений и уровень долларизации

С началом процесса либерализации экономики произошел резкий рост кредитных вложений. В частности, годовой прирост остатка кредитов в 2017-2021 годах составил в среднем **43%**, включая переоценку кредитов в иностранной валюте по курсу национальной валюты, а также влияние возврата в 2019 году на баланс кредитов в эквиваленте около **4,4 млрд** долларов, выделенных из Фонда Реконструкция и развития Узбекистана (*исключая влияние этих факторов, годовой рост кредитных вложений составил около 34%*).

Несмотря на высокие темпы роста кредитов, наша страна имеет **уровень финансовой доступности** ниже среднего среди стран СНГ. В частности, за последние 5 лет отношение кредитов к ВВП было несколько ниже средних показателей по выбранным странам, составляя в среднем **39%** (*увеличилось с 27% до 45%*). Напротив, отношение депозитов к ВВП, которые обычно считается основным источником кредитных вложений, является одним из самых низких в СНГ и составляет в среднем **20%** за последние пять лет (*снижение с 23% до 19%*) (*рис. 1*).

Это связано с тем, что в последние годы финансирование роста кредитных вложений осуществлялось за счет **централизованных источников** правительства (на основе государственных программ поддержки семейного предпринимательства и ипотечного кредитования) и широкого использования банками **внешних кредитных линий**. При этом уровень долларизации кредитов и депозитов в банковской системе остается высоким, составляя в среднем **46%** и **44%** соответственно, за последние 5 лет (*рис. 2*).

Рис. 1. Финансовая доступность по странам (2017-2021 годы, среднегодовой уровень)

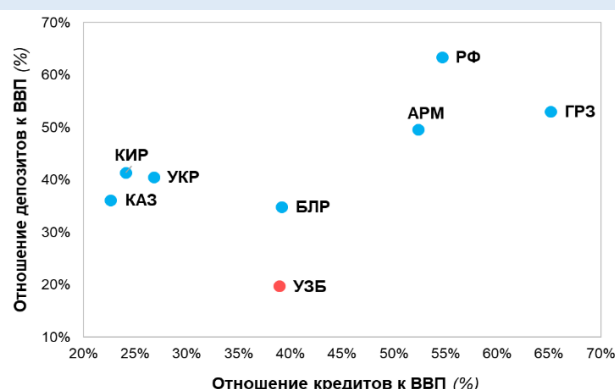
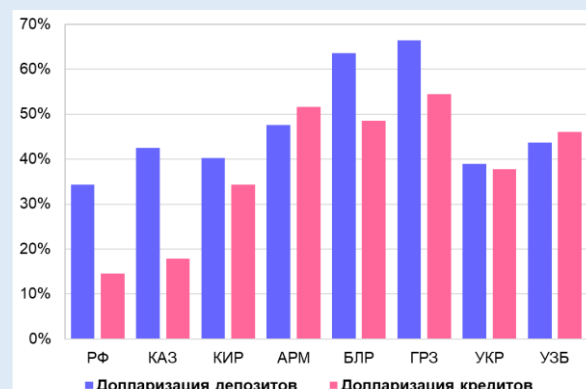


Рис. 2. Уровень долларизации по странам (2017-2021 годы, среднегодовой уровень)

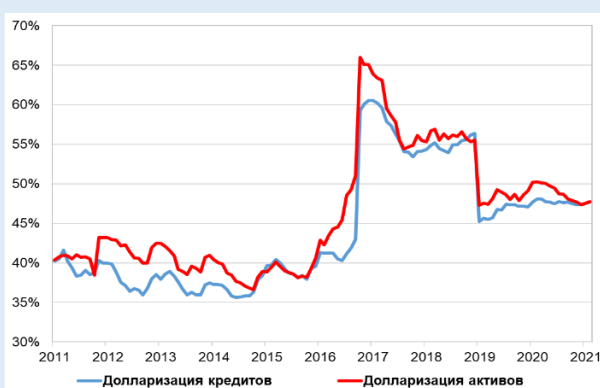


По сравнению с отдельными странами СНГ долларизация депозитов ниже среднего, а долларизация кредитов выше среднего. В целом проблема долларизации является общей для всех стран СНГ и является одним из основных факторов, негативно влияющих на эффективность денежно-кредитной политики. Поэтому в этих странах «политика снижения уровня долларизации» является

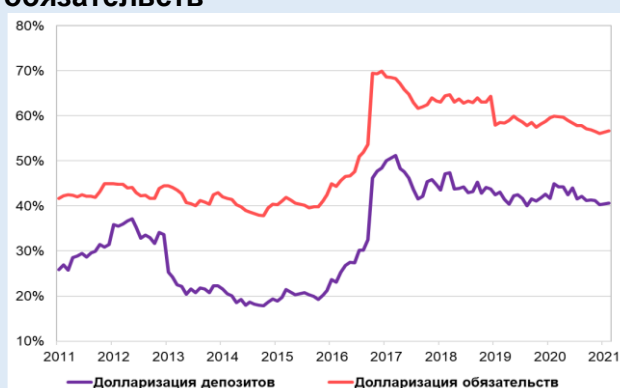
одной из важных задач повестки дня, и активно используется инструмент **дифференцированного обязательного резервирования**⁶.

Если долларизация кредитов и активов банковской системы до 2017 года сложилась в диапазоне **35-45%**, то в связи с валютной либерализацией в сентябре 2017 года этот показатель вырос до **60-65%**. В 2019 году произошло резкое снижение долларизации из-за снятия около **4,4 млрд** долларов валютных кредитов с балансов банков и деноминации части валютных кредитов в национальную валюту. В целом в результате действия вышеперечисленных факторов и мер по снижению уровня долларизации за последние 5 лет долларизация активов и кредитов на конец 2021 года составила в равной степени **47,7%** (Рис. 3).

Рис. 3. Долларизация кредитов и активов



4-расм. Долларизация депозитов и обязательств



В свою очередь аналогичная ситуация наблюдалась и в долларизации депозитов, которая сложилась на уровне **20-25%** и увеличилась до **50%** в 2017 году. В последние годы наблюдается сбалансирование на уровне около **40%**. При этом долларизация совокупных обязательств была намного выше, чем депозитов, достигнув к концу 2021 года **56,7%** (Рис.4). Такая ситуация объясняется резким увеличением активности притока иностранных кредитных линий в банковскую систему в последние годы. Факторами, стимулировавшими привлечение иностранных кредитных линий, в условиях снижения процентных ставок на международных финансовых рынках были высокие процентные ставки в стране и относительно стабильное формирование курса в 2018-2021 годы (*среднегодовое ослабление – 7,5%*).

С ростом обязательств банков в иностранной валюте и их роли в финансировании кредитов доля депозитов в банковской системе уменьшилась. В частности, в то время как доля кредитов в совокупных активах оставалась стабильной на уровне в среднем **75%** за последние 5 лет, доля депозитов в совокупных обязательствах снизилась примерно с **50%** в начале 2017 года до **30%** к концу 2021 года (Рис. 5).

⁶ **Дифференцированные нормы обязательных резервов** – к депозитам в национальной и иностранной валюте применяются разные обязательные резервные требования, обычно устанавливающие более высокие ставки по депозитам в иностранной валюте и направленные на снижение уровня долларизации экономики.

Это означает, что доля депозитов в финансировании кредитов снижается, а банки становятся все более зависимыми от иностранных источников и **более чувствительными к внешним рискам**. С точки зрения макроэкономической и финансовой стабильности эту ситуацию нельзя оценивать положительно.

Рис. 5. Доля кредитов и депозитов

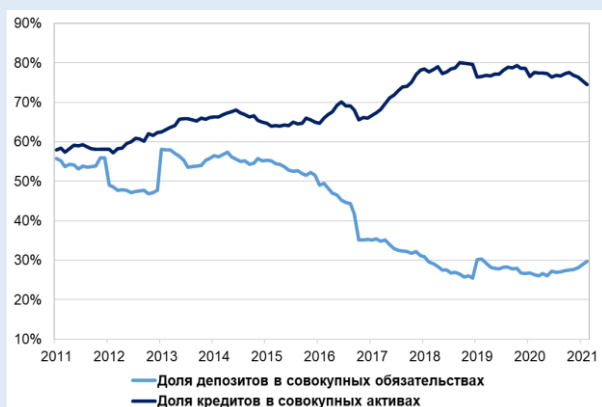
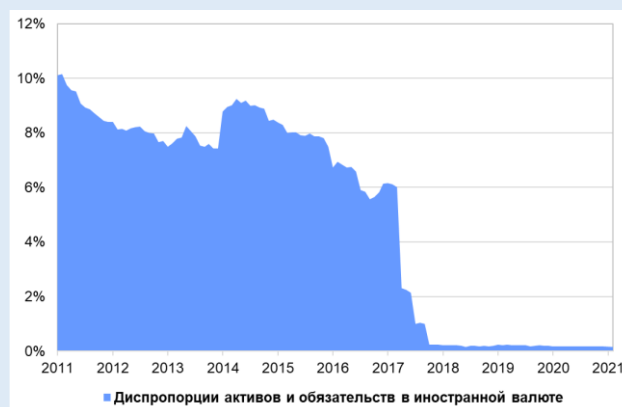


Рис. 6. Валютные диспропорции в банковской системе



При возникновении рисков во внешнеэкономической конъюнктуре одним из факторов, усиливающих их влияние на банковскую систему, является валютный дисбаланс, который в наших условиях имеет положительное соотношение валютных активов к обязательствам до 2018 года, в то время как в последние 3-4 года с активным использованием банками внешних заимствований это соотношение приблизилось к нейтральному уровню (Рис. 6).

На первый взгляд может показаться безопасным отсутствие отрицательного валютного дисбаланса в банковской системе, однако это связано с переходом валютных дисбалансов и, соответственно, чувствительности к внешним рискам **с банковской системы на субъекты предпринимательства в экономике**. В этой связи, в условиях внешних рисков у них могут возникнуть финансовые проблемы и, как следствие, ухудшение дисциплины погашения кредитов в банках. Это, в свою очередь, создает риски для стабильности банковской системы.

В том числе, и по этой причине важными задачами считаются снижение уровня долларизации экономики, осторожный подход к привлечению иностранных кредитных линий, использование возможности увеличения депозитной базы и внедрение инструментов управления валютными рисками.

Обязательства банков перед нерезидентами в основном резко возросли в 2018-2020 годы, затем в 2021 году темпы их роста несколько замедлились и их объем на конец года составил **124,6 трлн сум (33,3% от совокупных обязательств)**, что выше совокупных депозитов (Рис. 7).

Рис. 7. Обязательства банков перед нерезидентами (в эквиваленте трлн сумов)



Рис. 8. Обязательства перед нерезидентами в национальной валюте (трлн сумов)



При этом, в условиях снижения инфляции в экономике и сбалансирования курса национальной валюты активно продолжилась практика предоставления нерезидентами кредитов номинированных в сумах, а обязательства банковской системы перед нерезидентами в национальной валюте значительно увеличились, особенно за последние 2 года. На конец 2021 года обязательства банков перед нерезидентами в национальной валюте составили **10,7 трлн сумов**, или **8,6%** от общей суммы обязательств перед нерезидентами (Рис. 8).

Еще одним компонентом с растущим значением в ресурсной базе банковской системы являются централизованные ресурсы правительства, обязательства банков перед правительством неуклонно возрастали в течение последних 5 лет и к 2021 году достигли **81 трлн сумов**. **Доля государственных ресурсов в совокупных банковских обязательствах** увеличилась с 11,7% на начало 2017 года до **21,6%** на конец 2021 года за счет направления средств на кредиты в рамках государственных программ и размещение временно свободных государственных средств на депозитах (Рис. 9).

Рис. 9. Обязательства банковской системы перед правительством (трлн сумов)

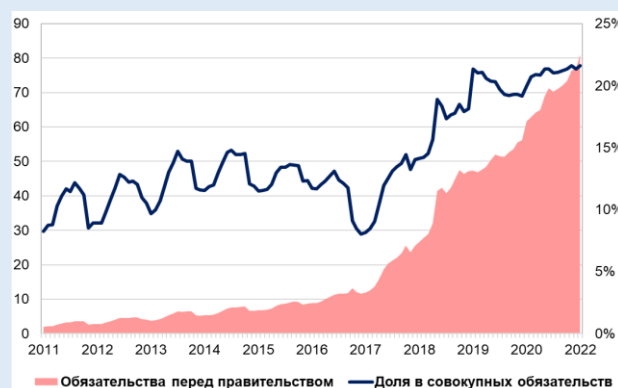


Рис. 10. Отношение депозитов к кредитам⁷



⁷ Данное отношение рассчитывается на основе «Денежно-кредитной статистики», которая отличается от общей статистики банковской системы тем, что и кредиты и депозиты не учитывают межбанковские кредиты и депозиты, а также кредиты и депозиты правительства, и нерезидентов.

Активное привлечение банками внешних заимствований и направление средств правительством снизили значимость депозитов в обязательствах банковской системы. В частности, отношение депозитов к кредитам имело устойчивую тенденцию к снижению, снизившись с 84,7% на начало 2012 года до 67,8% на начало 2017 года и до **33,6%** на 1 января 2022 года (Рис. 10).

Такая ситуация может привести к нестабильности в финансовой системе, в частности в условиях внешних рисков и снижения притока иностранных кредитных линий, а также проводимой правительством политики фискальной консолидации может возникнуть дефицит финансовых ресурсов в экономике. По этой причине, особое внимание будет необходимо уделять увеличению депозитной базы в банковской системе и снижению роли государства в финансировании банковской системы.

Рис. 11. Объем выделенных льготных кредитов (трлн сумов)



Рис. 12. Средние процентные ставки по льготным кредитам в национальной валюте



В свою очередь, практика льготного кредитования получившая широкое распространение в банковской системе постепенно сокращается, снижаются объемы и доля кредитов на льготных условиях. В частности, доля льготных кредитов в общем объеме кредитов снизилась с 60,5% в январе 2019 года до **18,2%** в декабре 2021 года, что свидетельствует об увеличении объема кредитов, выданных на коммерческой основе по рыночным принципам (Рис. 11).

Следует отметить, что низкая макроэкономическая эффективность практики льготного кредитования подтверждена рядом зарубежных исследований. Практика льготного кредитования также считается серьезной проблемой для эффективной денежно-кредитной политики.

Согласно Указу Президента Республики Узбекистан от 18 ноября 2019 года «О совершенствовании денежно-кредитной политики с поэтапным переходом на режим инфляционного таргетирования» было определено выделение всех льготных кредитов по процентной ставке не ниже основной ставки Центрального банка с 1 января 2019 года и рыночных ставок с 1 января 2021 года.

Однако в целях поддержки предпринимательской активности населения в условиях пандемии коронавируса и вызванного ею экономического кризиса в 2021 году продолжилась практика выдачи кредитов в рамках государственных программ семейного предпринимательства по основной ставке Центрального банка.

В целях содействия развитию отдельных отраслей и направлений введена практика погашения, при необходимости, части процентных платежей по кредитам начинающим предпринимателям, через **компенсационный механизм**, со стороны Фонда поддержки предпринимательства.

Процентные ставки по льготным кредитам имеют динамику роста, за счет вышеуказанных решений и механизмов, средневзвешенная процентная ставка по льготным кредитам в национальной валюте увеличилась с 8,5% в январе 2019 года до **11,4%** в декабре 2021 года, и **разрыв с основной ставкой** Центрального банка **сокращается** (Рис. 12).

Сокращение практики льготных кредитов в банковской системе и приближение средних процентных ставок по ним к основной ставке, в свою очередь, повысит эффективность перехода решений принимаемых в сфере денежно-кредитной политики в экономику.

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2022 год

Подготовлено департаментом денежно-кредитной политики.

Предложения и замечания можно направить по адресу:

E-mail: achilov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22