



# ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

## ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2026 ГОД И ПЕРИОД 2027-2028 ГОДОВ

ИНФЛЯЦИЯ

ИНФЛЯЦИЯ ПРОГНОЗИ

ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТ

5%

Центральный банк Республики Узбекистан

**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ  
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ  
НА 2026 ГОД И ПЕРИОД  
2027-2028 ГОДОВ**

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2025 год

---

Утверждено постановлением Правления Центрального банка Республики Узбекистан от 18 ноября 2025 года № 31/1.

**Дисклеймер:** Русская версия является переводом оригинала на узбекском языке, подготовлена в целях ознакомления. В случаях несоответствий, преимущественную силу имеет оригинал на узбекском языке.




Электронная версия документа размещена на сайте Центрального банка Республики Узбекистан в разделе «Публикации денежно-кредитной политики», в подразделе «Основные направления ДКП».

Официальный сайт Центрального банка Республики Узбекистан: [www.cbu.uz](http://www.cbu.uz).

*Предложения и замечания можно направить по адресу:*

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

 Тел: [\(+998\) 71 212-60-22](tel:+998712126022)

 100001, г. Ташкент, ул. Ислама Каримова, 6.

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>СОКРАЩЕНИЯ .....</b>	<b>4</b>
<b>ВВЕДЕНИЕ.....</b>	<b>5</b>
<b>I. АНАЛИЗ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2025 ГОДУ.....</b>	<b>9</b>
1.1. Внешние и внутренние экономические условия.....	9
1.2. Динамика и факторы инфляции .....	20
1.3. Меры денежно-кредитной политики и их эффективность .....	26
Врезка 1. Структурные изменения в экспорте Узбекистана .....	32
Врезка 2. Анализ инфляции по основным группам потребительской корзины...	35
<b>II. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2026-2028 ГОДЫ .....</b>	<b>38</b>
2.1. Базовый сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика .....	41
2.2. Вероятные внутренние и внешние шоки макроэкономического развития ...	53
Врезка 3. Изменения, внесённые в методологию расчёта бенчмарк показателя денежного рынка.....	64
Врезка 4. Оценка факторов и динамики инфляции в Узбекистане с помощью модели векторной коррекции ошибок (VECM) .....	67
Врезка 5. Влияние факторов предложения на инфляцию.....	70
<b>III. ПРИОРИТЕТНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ.....</b>	<b>73</b>
3.1. Перспективы повышения эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики .....	73
3.2. Направления развития потенциала макроэкономического анализа и прогнозирования.....	80
<b>IV. ПРОЗРАЧНОСТЬ И КОММУНИКАЦИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ</b>	<b>84</b>
4.1. Цель и основные принципы денежно-кредитной политики .....	84
4.2. Коммуникация денежно-кредитной политики .....	88
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ .....</b>	<b>93</b>
Приложение 1. График заседаний Правления Центрального банка Республики Узбекистан по рассмотрению основной ставки на 2026 год.....	93
Приложение 2. Календарь публикаций по денежно-кредитной политике Центрального банка Республики Узбекистан на 2026 год.....	94
Приложение 3. Роль структуры потребления по группам доходов в формировании ощущаемой инфляции .....	96
Приложение 4. Прогнозирование наличных денег в обращении: модель ARIMA.....	103
Приложение 5. Роль инвестиций в экономическом развитии Узбекистана.....	109
Приложение 6. Согласованность денежно-кредитной и макропруденциальной политики и их взаимодополняющее значение .....	113
Приложение 7. Значение степени активности денежно-кредитной политики для эффективного сдерживания инфляции .....	118
<b>ГЛОССАРИЙ .....</b>	<b>122</b>



## СОКРАЩЕНИЯ

ВВП	–	валовой внутренний продукт
ВТО	–	Всемирная торговая организация
ГЦБ	–	Государственные ценные бумаги
ЕБРР	–	Европейский банк реконструкции и развития
ИПЦ	–	Индекс потребительских цен
ИЦП	–	Индекс цен производителей
МВФ	–	Международный валютный фонд
РЭОК	–	Реальный эффективный обменный курс
ФАО	–	Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
ФРС	–	Федеральная резервная система
DSGE	–	Динамическая стохастическая модель общего равновесия
FPAS	–	Система прогнозирования и анализа в Центральном банке
PMI	–	Индекс деловой активности
QPM	–	Основная квартальная модель прогнозирования системы FPAS
VECM	–	Векторная модель коррекции ошибок

## ВВЕДЕНИЕ

Основные направления денежно-кредитной политики определяют взгляды Центрального банка Республики Узбекистан на текущую экономическую ситуацию и ожидаемое среднесрочное макроэкономическое развитие, а также меры денежно-кредитной политики, направленные на обеспечение стабильности цен в этот период.

Центральный банк Республики Узбекистан осуществляет денежно-кредитную политику, исходя из цели обеспечения стабильности цен и снижения инфляции до 5% таргета в среднесрочной перспективе.

В течение прошедшего периода 2025 года сохранялись устойчиво высокие темпы экономического роста. Основными драйверами роста стали улучшение инвестиционной активности, увеличение потребительского спроса с повышением доходов населения, а также ускорение темпов экспорта.

Улучшению инвестиционной активности в значительной степени способствовали высокий приток иностранных инвестиций и высокие темпы кредитов в экономику.

В частности, данная активность наблюдалась в продолжении устойчивого роста сферы услуг, промышленности и строительства. Одновременно более высокие темпы роста бюджетных доходов по сравнению с расходами способствовали бюджетной консолидации в соответствии с установленными целевыми ориентирами.

В результате с начала года в экономике сформировался стабильный совокупный спрос. При этом в I квартале вследствие рисков, связанных с импортным предложением отдельных потребительских товаров, инфляция сформировалась на относительно высоком уровне, что привело к усилению инфляционных ожиданий.

В качестве ответной меры Центральный банк в марте принял решение ужесточить денежно-кредитную политику и повысить основную ставку на 0,5 процентного пункта – до 14% годовых.

Обеспечение относительно жестких денежно-кредитных условий, исчерпание первичных инфляционных эффектов, связанных с повышением цен на энергоносители в прошлом году, а также снижением импортируемой инфляции на фоне укрепления обменного курса обусловили замедление инфляционных процессов и снижение инфляционных ожиданий в III квартале.

Учитывая высокую экономическую активность и формирующиеся под ее влиянием факторы спроса, а также переход инфляции к понижательному тренду, для обеспечения устойчивости дальнейшего снижения инфляции денежно-кредитные условия будут сохранены на относительно жестком уровне. В данных условиях ожидается, что по итогам 2025 года общая инфляция составит около 8%, а рост ВВП сформируется на уровне 7-7,5%.

При подготовке среднесрочного прогноза на 2026–2028 годы и соответствующего определения основных направлений денежно-кредитной политики исходя из ожиданий относительно внешних и внутренних условий был разработан базовый сценарий макроэкономического развития.

В рамках базового сценария во внешних условиях предполагается сохранение неопределенностей в мировой экономике, формирование относительно низких темпов глобального роста, более длительный период достижения целевых ориентиров инфляции, отсутствие резких колебаний на валютных рынках, а также сохранение цен на золото на относительно высоком уровне.

Во внутренних условиях учитывалась постепенная стабилизация совокупного спроса, умеренность темпов кредитования, рост заработной платы пропорционально росту производительности труда, возвращение денежных переводов к среднесрочной траектории, устойчивое формирование инвестиционных потоков, а также фискальный дефицит не выше 3% ВВП в среднесрочной перспективе.

Согласно базовому сценарию, рост реального ВВП в 2026 году прогнозируется на уровне 5,5-6,5%, а в 2027-2028 годах – на уровне 6-7%.

В основном сценарии макроэкономического развития и в условиях других шоков **денежно-кредитная политика направлена на снижение инфляции до уровня 5% таргета.**

По прогнозам, общая инфляция к концу 2026 года снизится до 7%, а в 2027 году – до уровня 5% таргета в результате снижения внешнего инфляционного давления и стабилизации инфляционных ожиданий. С 2028 года инфляция будет формироваться около уровня таргета.

Данные прогнозы основаны на предпосылках продолжения приватизационных процессов, устойчивого роста внутренних и внешних инвестиций, оптимизации темпов кредитования экономики, а также отсутствии резкого усиления рисков, связанных с изменением погодных условий.

При разработке сценариев макроэкономического развития, связанных с возникновением непредвиденных внутренних и внешних рисков, учитывая низкую вероятность одновременного наступления данных рисков, влияние каждого риска на макроэкономическую ситуацию рассматривалось отдельно, в отличие от подхода прошлых лет, когда в рамках одного сценария изучались несколько внешних и внутренних рисков.

В частности, отдельно изучались внешние и внутренние риски (*шоки*), которые могут возникнуть в ближайшие годы, отличные от условий базового сценария макроэкономического развития, а также оценивалось отклонение экономических показателей от прогнозного уровня базового сценария.

В качестве основных шоков, усиливающих инфляцию, были изучены: резкое обесценение валют торговых партнеров, резкое падение цен на золото, значительный рост мировых цен на импортные продовольственные товары, увеличивающийся бюджетный дефицит, перебои в энергоснабжении, ухудшение климатических условий, возросший из-за расширения финансовой инклюзии потребительский спрос и существенное повышение регулируемых цен выше уровня инфляции.

К шокам, способствующим снижению инфляции, относятся: резкий рост мировых цен на золото, активизация процессов приватизации, улучшение инвестиционной и конкурентной среды.

В случае реализации указанных шоков определены параметры корректировки денежно-кредитной политики, направленные прежде всего на достижение среднесрочного таргета инфляции.

В документе также изложены планы по дальнейшему повышению эффективности денежно-кредитной политики в ближайшие годы. Они включают меры по совершенствованию операционного механизма для усиления трансмиссии денежно-кредитных решений, переоценку параметров существующих систем моделирования и их дополнение новыми моделями для укрепления потенциала макроэкономического прогнозирования и анализа, а также улучшение коммуникации.

Вопрос, требующий особого внимания для обеспечения стабильно низкого уровня инфляции в ближайшие годы – это устранение фундаментальных факторов инфляции, связанных с предложением.

Это требует прежде всего укрепления конкурентной среды на внутреннем рынке, улучшения свободы торговли путем сокращения тарифных и нетарифных ограничений, снижения концентрации импорта отдельных товаров, обеспечения бесперебойных поставок энергетических ресурсов для повышения предложения товаров и услуг и достаточного развития потенциала транспортной инфраструктуры.

Определены области применения макропруденциальных мер для дальнейшего совершенствования конкурентной среды в деятельности банков на денежно-кредитных рынках с учетом их влияния на денежно-кредитные условия.

Вместе с тем, ускорение трансформации и приватизации государственных предприятий, сокращение практики директивного и льготного кредитования, а также совершенствование рынка капитала играют важную роль в повышении эффективности решений денежно-кредитной политики. Успешная реализация этих структурных реформ позволит обеспечить низкую и стабильную инфляцию и высокие темпы экономического роста за счёт повышения потенциала и производительности секторов экономики.



# I. АНАЛИЗ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2025 ГОДУ

## 1.1. Внешние и внутренние экономические условия

### *Внешние экономические условия*

*Мировой экономический рост за первые девять месяцев 2025 года оказался выше ожидаемого. Этот рост был обусловлен увеличением объемов поставок в обрабатывающей промышленности и торговле в ожидании введения более высоких внешнеторговых тарифов. В целом, уровень тарифов растет во всем мире. Однако последствия их изменения пока не в полной мере отразились на показателях экономической активности и могут в будущем оказать давление на мировой экономический рост и инфляцию.*

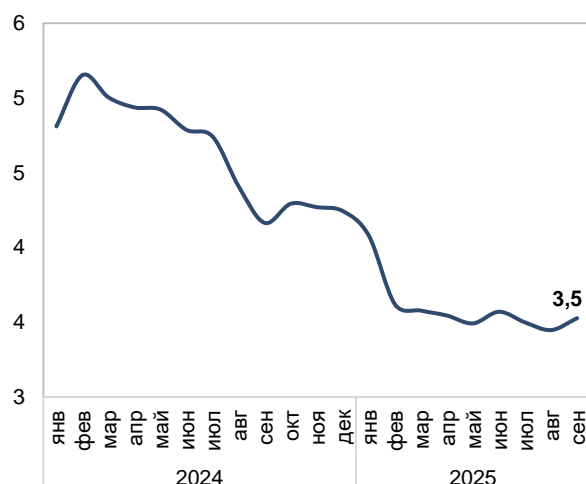
По мере постепенного внедрения некоторых изменений компании покрывают часть роста издержек за счёт своей прибыли. Вместе с тем, влияние тарифных процессов всё более заметно в структуре потребительских расходов, на рынке труда и на уровне инфляции.

Геополитические конфликты и сохраняющиеся ограничения внешней торговли усиливают экономическую и финансовую фрагментацию в мире. Это, в свою очередь, влияет на международные производственные и логистические цепочки, а также на распределение прямых инвестиций. Такая ситуация приводит к росту транзакционных издержек в производственном секторе, что негативно сказывается на эффективности мировой экономики.

Наряду с финансовой фрагментацией финансовые ресурсы направляются преимущественно на развитие технологий искусственного интеллекта. Хотя эта тенденция способствует экономическому росту, она ограничивает инвестиции в традиционную экономику и развивающиеся рынки.

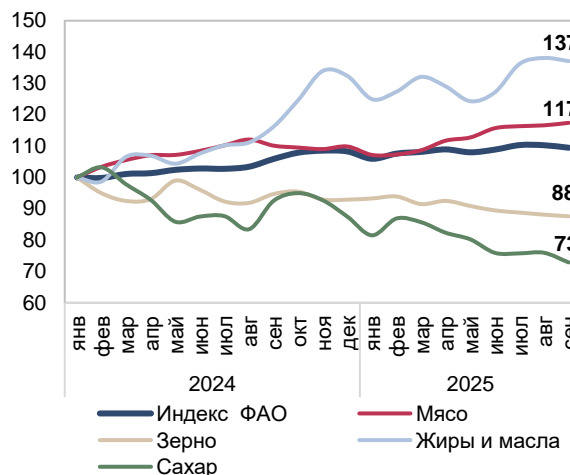
**Мировая инфляция** в последние годы постепенно снижалась, достигнув 3,5% в сентябре текущего года. Ожидается, что в ближайшие кварталы инфляция вернется к восходящему тренду, с проявлением влияния внешнеторговых пошлин на цены (рис. 1.1.1).

**Рис. 1.1.1. Мировая инфляция, %**



Источник: Расчеты Центрального банка.

**Рис. 1.1.2. Индекс ФАО, январь 2024 года = 100%**



Источник: ФАО.

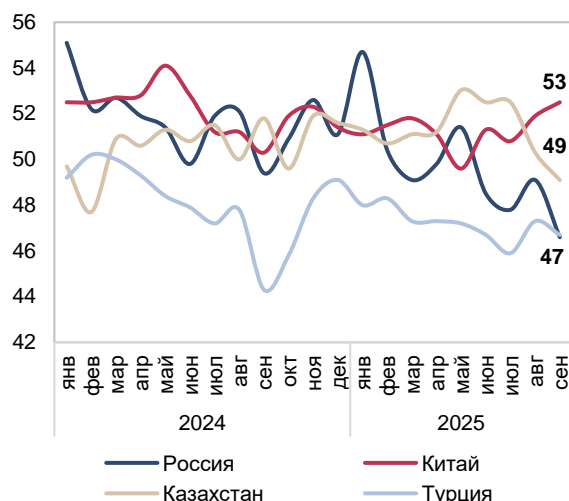
Хотя большинство развитых стран достигли целевых показателей инфляции в текущем году, сохраняются риски того, что глобальная неопределенность затруднит поддержание низкой и стабильной инфляции в ближайшие периоды. В частности, сохранение относительно высокой инфляции в сфере услуг и рост цен на некоторые импортные товары замедляют темпы снижения общей инфляции.

В сентябре мировой **индекс цен на продовольствие** (ФАО) снизился на 1% по сравнению с предыдущим месяцем, до 128,8 пунктов. В годовом выражении рост цен на продовольствие составил 3,4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (рис. 1.1.2). При этом, цены на зерновые снизились в связи с более высоким урожаем пшеницы, цены на мясо и масложировую продукцию значительно выросли в связи с возросшим спросом.

Мировые финансовые условия начали смягчаться на фоне снижения инфляции. Однако многие центральные банки с осторожностью подходят к смягчению денежно-кредитной политики и планируют перейти к нейтральным ставкам в будущие периоды.

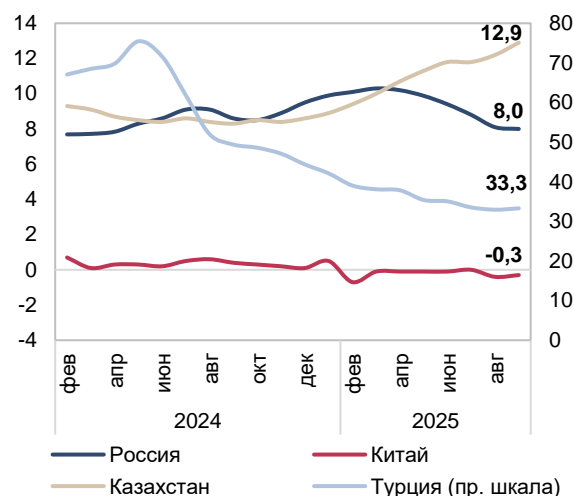
**Глобальный индекс деловой активности** (PMI) в сентябре остался положительным, достигнув 52,4 пункта, при этом экономическая активность расширилась как в обрабатывающей промышленности, так и в сфере услуг.

**Рис. 1.1.3. Индекс деловой активности основных торговых партнёров, п.п.**



Источник: S&P Global.

**Рис. 1.1.4. Инфляция основных торговых партнёров, %**



Источник: Статистические органы соответствующих стран.

Снижение активности наблюдалось у всех основных торговых партнеров, за исключением Китая, в основном на фоне сокращения заказов в производственном секторе. Высокий уровень экспортных заказов в Китае остается ключевым драйвером активности (рис. 1.1.3).

Несмотря на геополитическую ситуацию и неопределенность в торговле, экономический рост в большинстве торговых партнеров (Китай, Казахстан, Турция) остается стабильным благодаря высокому потребительскому спросу и инвестиционной активности.

Динамика показателей **инфляции** формировалась разнонаправленной на уровнях выше таргетов центральных банков. Инфляция в России и Турции замедляется под влиянием жесткой денежно-кредитной политики, в то время как в Китае инфляционные процессы продолжают формироваться на уровне, близком к нулевому. В Казахстане после кратковременной стабилизации в летние месяцы инфляционные процессы вновь начали ускоряться (рис. 1.1.4).

Хотя **обменные курсы** валют основных торговых партнеров в последние месяцы относительно стабилизировались, за первые 9 месяцев текущего года наблюдались существенные изменения.

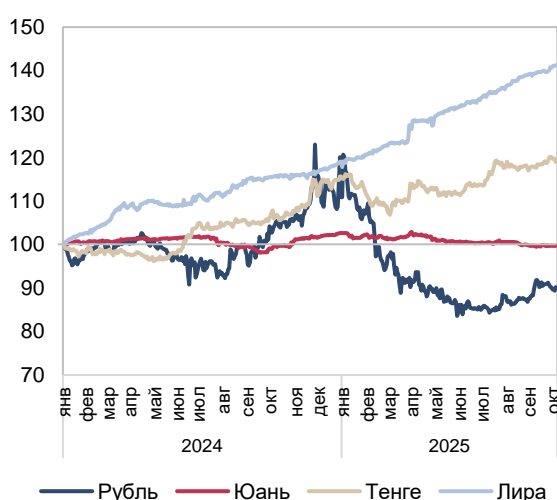
В частности, **российский рубль** значительно укрепился на фоне жестких денежно-кредитных условий и замедления роста импорта, в то время как высокий внутренний спрос привел к ослаблению **казахского тенге** в течение года. **Китайский юань**, напротив, оставался стабильным в течение года. **Лира** продолжала обесцениваться (*более резко, чем в прошлом году*) на фоне сохраняющегося высокого инфляционного давления в Турции (*рис. 1.1.5*).

В текущем году цены на сырьевые товары характеризовались высокой волатильностью. В частности, за последние 9 месяцев цены на **золото** и **медь** выросли на **49,4%** и **21,4%** соответственно, в то время как цены на нефть и хлопок упали на 13,8% и 5% соответственно (*рис. 1.1.6*).

Высокие темпы роста цен на **золото** обусловлены тем, что инвесторы размещают средства в золотых активах для защиты от глобальной неопределённости, а также сохраняющимся повышенным спросом на золото со стороны центральных банков.

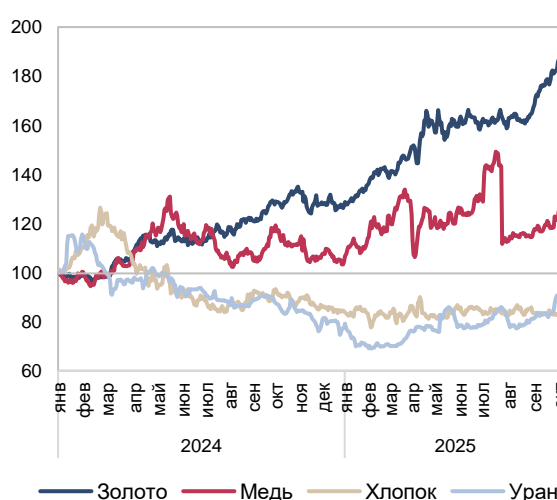
Цены на **медь** подвержены значительным колебаниям под воздействием торговых ограничений и введения различных тарифов. При этом, объявленные в последние месяцы многими странами планы по расширению зелёной энергетики и наращиванию поставок электроэнергии поддерживают повышенный спрос на медь и способствуют росту её цены.

**Рис. 1.1.5. Динамика курсов валют основных торговых партнеров, январь 2024 года = 100%**



Источник: Центральные банки соответствующих стран.

**Рис. 1.1.6. Динамика цен основных сырьевых товаров, январь 2024 года = 100%**



Источник: tradingeconomics.com.

Цены на **хлопок** сохраняются умеренными благодаря высокой урожайности и слабому спросу, тогда как цены на **уран** в последние месяцы возобновили восходящую динамику на фоне роста спроса.

### Внутренние экономические условия

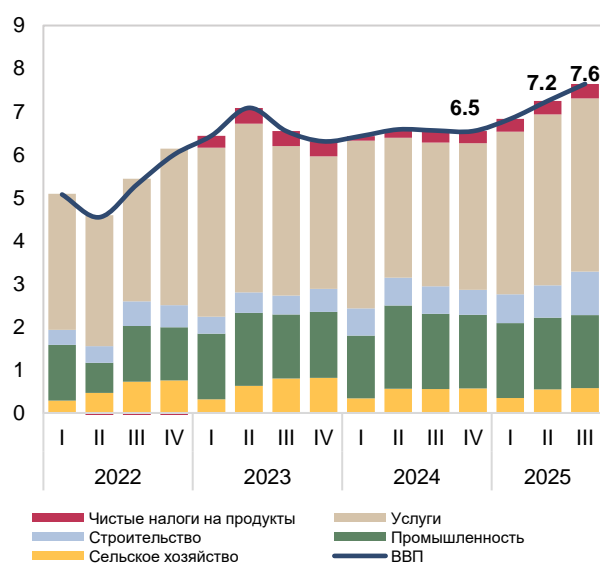
По итогам 9 месяцев 2025 года сохраняются высокие темпы экономического роста. Высокий рост денежных переводов и кредитов населению формирует стабильный потребительский спрос среди домохозяйств. Стабильный рост в сфере услуг, промышленности и строительства, а также сохранение высокой инвестиционной активности остаются важными факторами, поддерживающими экономический рост.

Вместе с тем, превышение темпов роста доходов бюджета над темпами роста расходов способствует бюджетной консолидации.

В целях сдерживания инфляционного влияния высокой экономической активности Центральный банк сохраняет относительно жесткие денежно-кредитные условия.

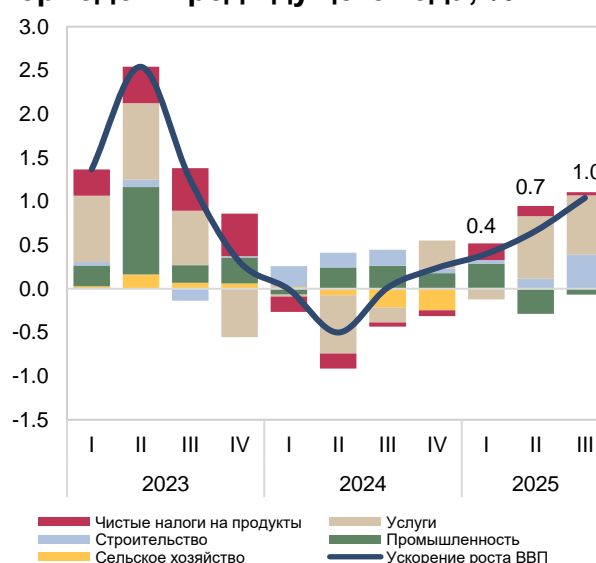
**Экономический рост.** За январь-сентябрь 2025 года реальный рост валового внутреннего продукта составил **7,6%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (рис. 1.1.7).

**Рис. 1.1.7. Декомпозиция роста ВВП в разрезе отраслей, кумулятивный, %**



Источник: Национальный комитет по статистике.

**Рис. 1.1.8. Вклад отраслей в ускорение экономического роста по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года, %**





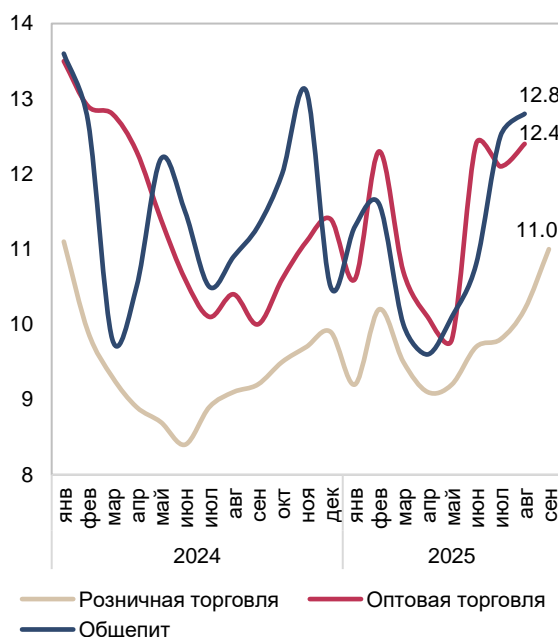
В то время как сектор услуг и строительство внесли значительный вклад в ускорение экономического роста, темпы роста в промышленном секторе оказали замедляющее воздействие ввиду незначительного снижения по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (рис. 1.1.8).

На фоне заметного роста доходов и кредитования домашних хозяйств внутренний спрос сформировался на высоком уровне, тогда как внешний спрос способствовал положительной динамике чистого экспорта.

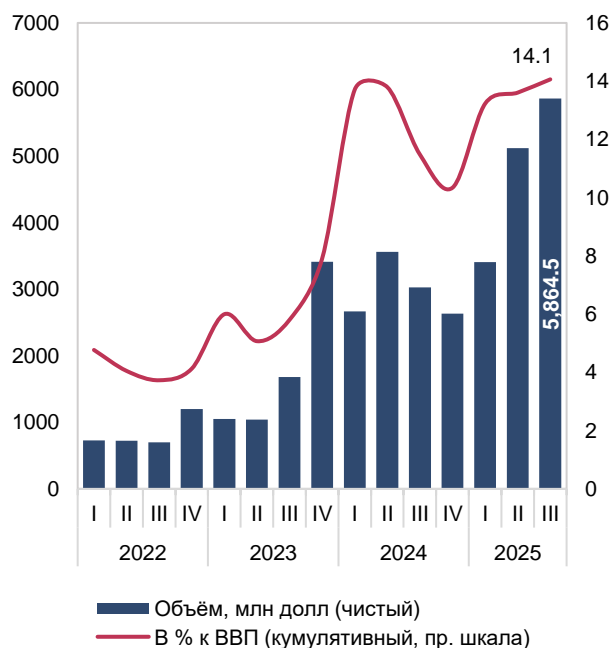
Под влиянием высокой потребительской активности за первые 9 месяцев объемы розничной и оптовой торговли в реальном выражении увеличились на 11% и 12,4% соответственно, а оборот общественного питания – на 12,8% (рис. 1.1.9).

В прошедшем периоде также наблюдалась поддержка валового спроса за счёт инвестиционной активности. В январе-сентябре 2025 года объём **прямых иностранных инвестиций** достиг 14,4 млрд долларов США, увеличившись по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 55,5%, а их доля в ВВП достигла 14,1% (рис. 1.1.10).

**Рис. 1.1.9. Товарооборот предприятий торговли и общепита, к соответствующему периоду предыдущего года, %**



**Рис. 1.1.10. Динамика прямых иностранных инвестиций, млрд долл.**



Источник: Национальный комитет по статистике.

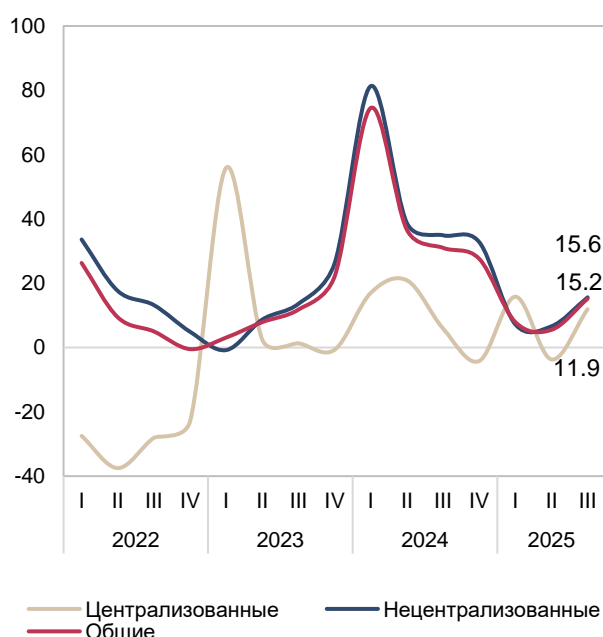
При этом существенно выросли централизованные и нецентрализованные инвестиции **в основной капитал**, рост которых составил 11,9% и 15,6% соответственно по сравнению с предыдущим годом (рис. 1.1.11).

Объем **межбанковских транзакций**, еще один показатель экономической активности, продолжает расти быстрыми темпами и в сентябре увеличился на 54% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

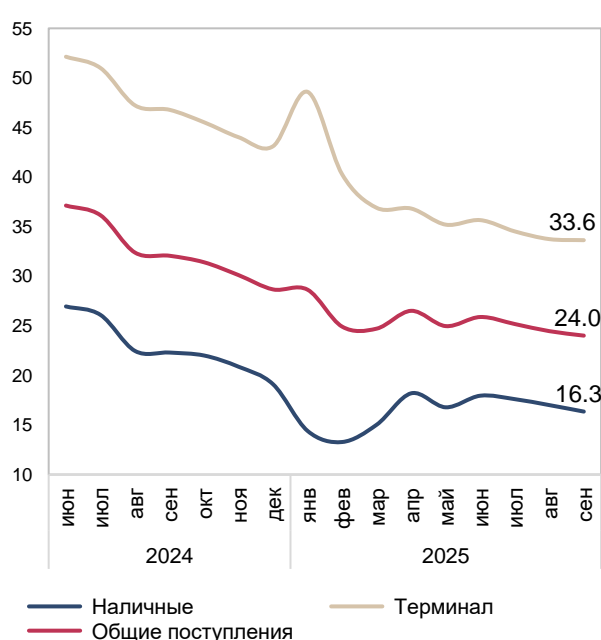
Сохранение высоких темпов роста (24,0%) **объема выручки от торговли и платных услуг** также свидетельствует о высокой потребительской активности (рис. 1.1.12).

Кроме того, активность на **рынке недвижимости** также остается положительной. В частности, за первые 9 месяцев 2025 года количество заключенных сделок на рынке недвижимости увеличилось на 11% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, составив 274 тысячи (рис. 1.1.13). За этот период рост цен на вторичном рынке жилья по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составил 1,7% в национальной валюте и 5,0% в долларах США. Рост долларового индекса объясняется укреплением национальной валюты в текущем году (рис. 1.1.14).

**Рис. 1.1.11. Инвестиции в основной капитал, к соответствующему периоду прошлого года, %**

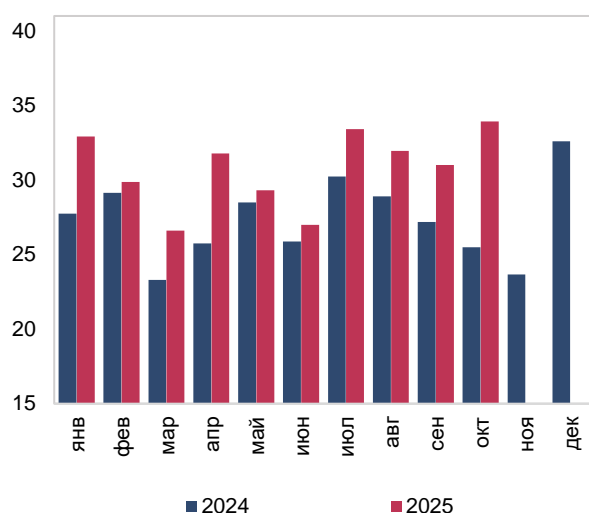


**Рис. 1.1.12. Динамика выручки от торговли и платных услуг, к соответствующему периоду прошлого года, %**

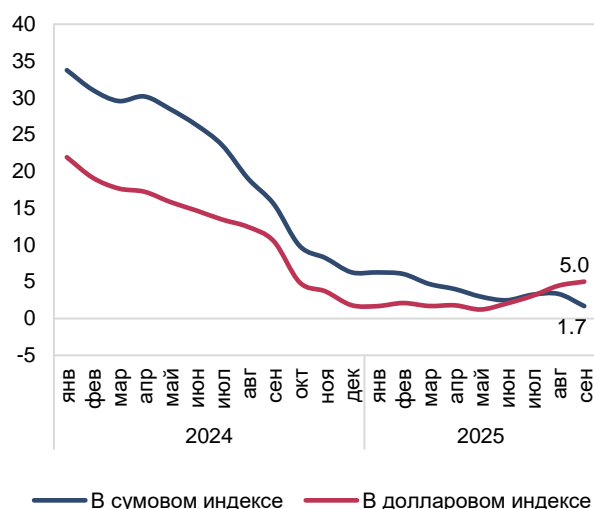


Источник: Национальный комитет по статистике.

**Рис. 1.1.13. Количество сделок на рынке недвижимости, тыс.**



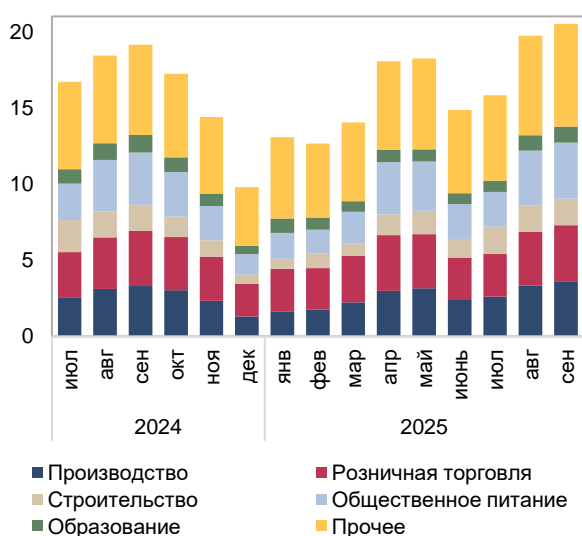
**Рис. 1.1.14. Цены на вторичном рынке недвижимости, к соответствующему периоду прошлого года, %**



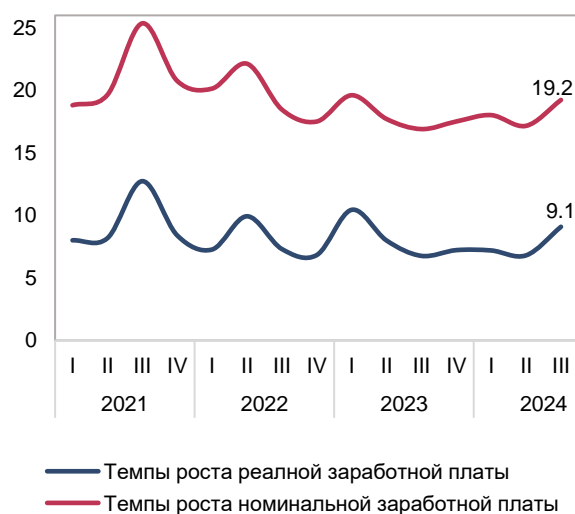
Источник: Расчёты Центрального банка.

На **рынке труда** наблюдается значительный рост числа вакансий. В частности, согласно данным открытых интернет-источников, где публикуются вакансии и заявления о трудоустройстве, в III квартале 2025 года субъекты бизнеса предложили на 9,6% больше рабочих мест, чем во II квартале, при этом их значительная доля приходится на сферу производства (10,9%), строительство (26,9%) и прочие отрасли (9,5%) (рис.1.1.15).

**Рис. 1.1.15. Количество вакансий, тыс.**



**Рис. 1.1.16. Темпы роста заработных плат в экономике, %**



Источник: Расчёты Центрального банка на основе открытых источников и Национальный комитет по статистике.

Рост заработной платы в бюджетных организациях на 10% в августе текущего года и стабильность трансграничных денежных переводов способствуют высокому росту совокупного дохода населения.

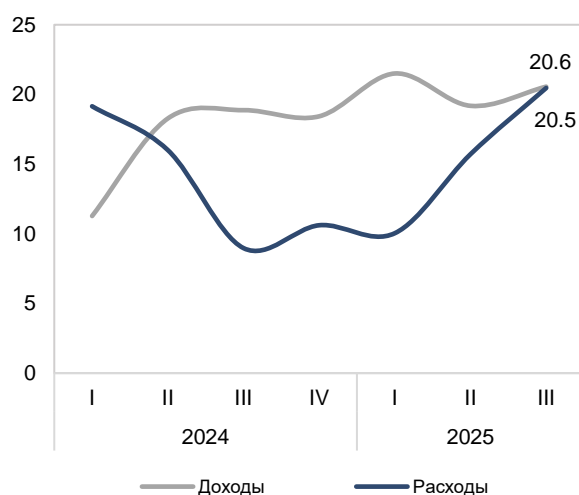
В целом, в III квартале 2025 года номинальный темп роста заработной платы составил 19,2% в годовом исчислении, а реальный – 9,1% (рис 1.1.16). Среднемесячная заработная плата составила около 6,2 млн сумов.

**Фискальная позиция.** В первой половине 2025 года отрицательный разрыв между динамикой расходов и доходов консолидированного бюджета продолжает сокращаться. Дефицит консолидированного бюджета во II квартале составил 3,4% (или 16,0 трлн сумов).

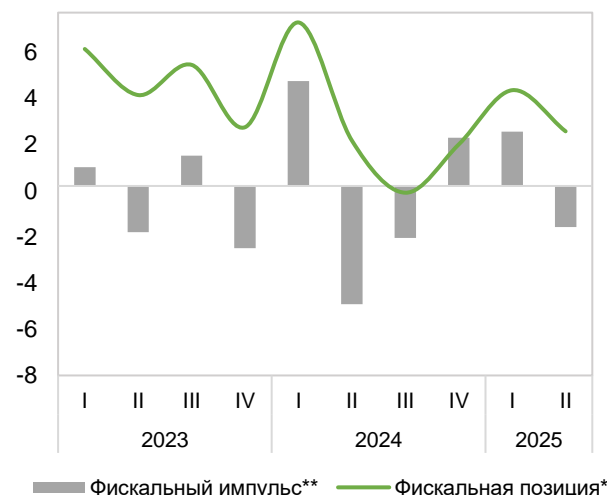
Хотя темпы роста доходов государственного бюджета в текущем году (в основном за счёт цены на золото) превышают темпы роста расходов, темпы роста расходов существенно возросли.

В частности, за 9 месяцев 2025 года темп роста доходов государственного бюджета составил 20,6% в годовом исчислении (за аналогичный период 2024 года – 19%), тогда как темп роста расходов составил 20,5% (за аналогичный период 2024 года расходы увеличились на 9% в годовом исчислении) (рис. 1.1.17).

**Рис. 1.1.17. Темпы роста доходов и расходов, %**



**Рис. 1.1.18. Фискальная позиция, в % ВВП**



Источник: Расчёты Центрального банка на основе данных Министерства экономики и финансов и Национального комитета по статистике.

Примечание: Для расчета доходов и расходов консолидированного бюджета, а также соотношения фискальной позиции к ВВП использовались данные о чистом квартальном ВВП.

\*Фискальная позиция (fiscal stance) – показатель, который отражает влияние фискальной политики на совокупный спрос и экономический рост, показывая, является ли она стимулирующей, сдерживающей или нейтральной.

\*\*Фискальный импульс (fiscal impulse) – отражает, в текущем периоде (t) фискальная политика оказывает стимулирующее или сдерживающее воздействие по сравнению с предыдущим периодом (t-1).

В результате исполнение бюджетных расходов за 9 месяцев 2025 года по сравнению с планом на начало года составило 90,4% (78,1% в аналогичном периоде 2024 года).

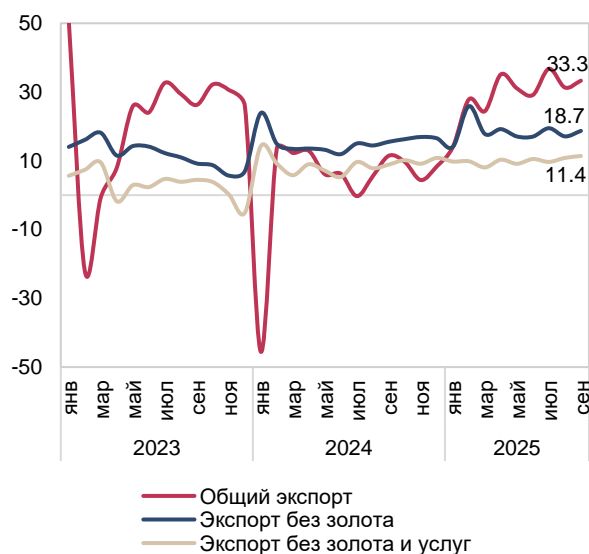
Показатель текущего состояния бюджета свидетельствует о продолжении стимулирующей фискальной политики в экономике в последние периоды.

Отрицательное формирование фискального импульса во II квартале 2025 года (рис. 1.1.18), в свою очередь, свидетельствовало о проведении ограниченной стимулирующей фискальной политики во II квартале по сравнению с I кварталом, что привело к относительно меньшему разрыву ВВП в первом полугодии 2025 года.

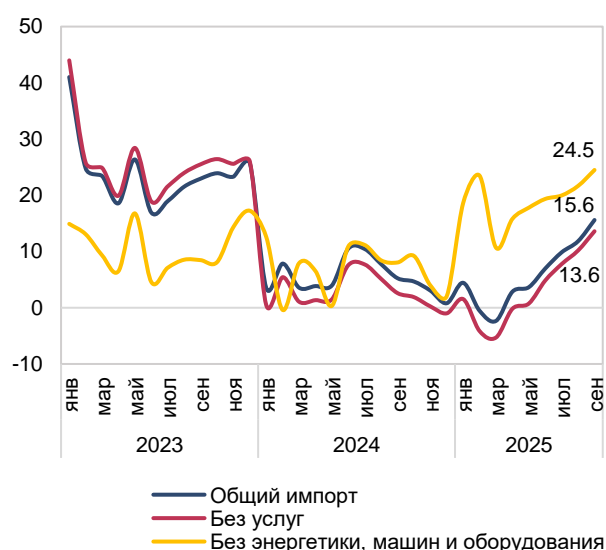
**Внешняя торговля.** Рост экспорта за первые 9 месяцев текущего года достиг 33,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, при этом рост экспорта без учета золота составил 18,7% (рис. 1.1.19). Благоприятная конъюнктура мировых цен на сырьевые товары и значительное увеличение экспорта услуг стали основными факторами, способствовавшими росту общего экспорта.

Импорт увеличился на 15,6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом рост импорта без учета энергоносителей и машин составил 24,5%. Ожидается, что эффект низкой базы прошлого года в сочетании с высоким потреблением и ростом кредитования в текущем году приведут к дальнейшему ускорению роста импорта к концу текущего года.

**Рис. 1.1.19. Темпы роста стабильных компонентов экспорта, кумулятивные, %**



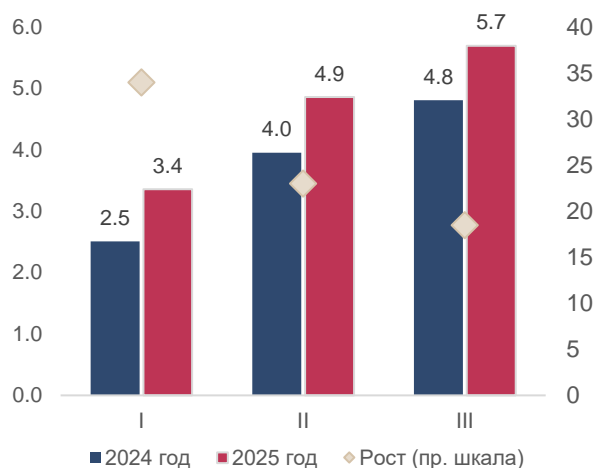
**Рис. 1.1.20. Темпы роста импорта, %**



Источник: Расчеты Центрального банка на основе открытых источников и Национальный комитет по статистике.



**Рис. 1.1.21. Объем трансграничных денежных переводов, млрд долл.**



**Рис. 1.1.22. Реальный эффективный обменный курс, %**



Источник: Расчеты Центрального банка на основе открытых источников и Национальный комитет по статистике.

За 9 месяцев 2025 года объем денежных переводов составил 13,9 млрд долларов США, увеличившись на 23,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (рис. 1.1.21). Такой значительный рост обусловлен, главным образом, укреплением валют стран, принимающих трудовых мигрантов, высокой экономической активностью и стабильным спросом на рабочую силу.

Дефицит **счета текущих операций** в первом полугодии 2025 года составил 156,3 млн долларов США (или 0,2% ВВП), существенно снизившись по сравнению с предыдущим годом (дефицит почти 2,9 млрд долларов США или 5,3% ВВП в первом полугодии 2024 года). Этому способствовало существенное сокращение дефицита торгового баланса за счет экспорта золота и увеличение объема вторичных доходов.

**Реальный эффективный обменный курс (РЭОК).** В январе-сентябре 2025 года реальный эффективный обменный курс снизился на 1,5%. Это было обусловлено динамикой инфляции в странах-торговых партнерах и изменением их валютных курсов. В целом, внешние факторы оказали понижающее влияние на РЭОК (рис 1.1.22).

С июля, исходя из внутренних факторов и динамики валют некоторых зарубежных торговых партнеров, наблюдается постепенное сокращение отрицательного разрыва и приближение РЭОК к уровню долгосрочного тренда.

В текущем году динамика РЭОК оказывала замедляющее влияние на внутренние инфляционные процессы.

## 1.2. Динамика и факторы инфляции

В январе-сентябре 2025 года общая инфляция развивалась разнонаправленно под влиянием ряда факторов как спроса, так и предложения. Если в I квартале общая инфляция ускорилась на фоне перебоев с поставками основных товаров, то в мае наблюдалось снижение инфляционных показателей в связи с исчерпанием первичных эффектов либерализации цен на энергоносители в 2024 году. В III квартале общая инфляция снизилась до 8,0% в сентябре на фоне замедления факторов спроса и укрепления обменного курса.

При этом инфляция без учёта роста цен на энергоносители составила 6,8%, что на 0,6 процентного пункта выше, чем в начале года. Это свидетельствует о сохранении инфляционного давления в экономике.

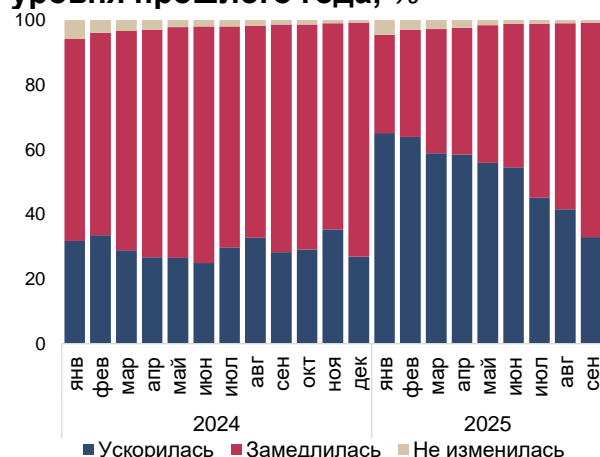
На инфляционные процессы также оказывает влияние ряд внешних и внутренних факторов. Укрепление обменного курса с III квартала способствовало замедлению импортируемой инфляции и в определённой степени стабилизировало инфляцию в непродовольственной группе товаров.

Высокий объём денежных переводов и активное розничное кредитование поддерживают покупательную способность населения, одновременно усиливая инфляционное давление в экономике. Рост реальных доходов населения на фоне высокой экономической активности свидетельствует о сохранении влияния факторов спроса в перспективе.

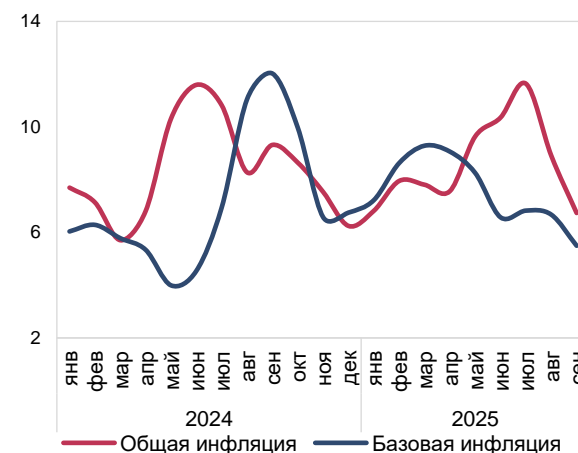
Кроме того, увеличение издержек на производство, транспортировку и хранение, вызванное вторичными эффектами либерализации цен на энергоносители, также вносят вклад в сохранение факторов инфляции со стороны предложения.

В первой половине 2025 года **базовая инфляция** демонстрировала растущую динамику и в июне ускорилась до 8,6%. С III квартала базовая инфляция перешла к снижению за счёт нормализации факторов предложения под воздействием жёстких условий денежно-кредитной политики, а также укрепления обменного курса, достигнув в сентябре годового уровня **7,0%**.

**Рис. 1.2.1. Отклонение инфляции товаров и услуг в составе ИПЦ от уровня прошлого года, %**



**Рис. 1.2.2. Годовая инфляция, очищенная от сезонности, %**



Источник: Расчёты Центрального банка на основе данных Национального комитета по статистике.

В начале текущего года доля товаров и услуг в потребительской корзине, рост цен на которые замедлился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, составляла около 30%. В течение года этот показатель увеличивался, достигнув в сентябре 66%. Это, в свою очередь, свидетельствует о том, что стабилизация цен начинает приобретать широкий характер.

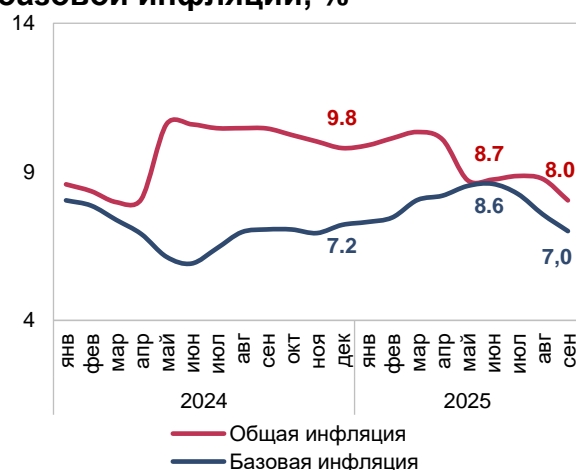
В последние месяцы динамика сезонно скорректированных показателей общей и базовой инфляции перешла к нисходящему тренду. Эти тенденции отражают влияние снижения инфляционного давления, жестких денежно-кредитных условий в экономике и укрепления обменного курса.

Альтернативные показатели базовой инфляции также отражают нисходящую тенденцию в динамике инфляционных процессов в III квартале 2025 года. В частности, в данном квартале уровень усечённой инфляции снизился на 1,1 процентного пункта до 5,0%, а медиана ИПЦ на 1,0 процентного пункта до 4,1%.

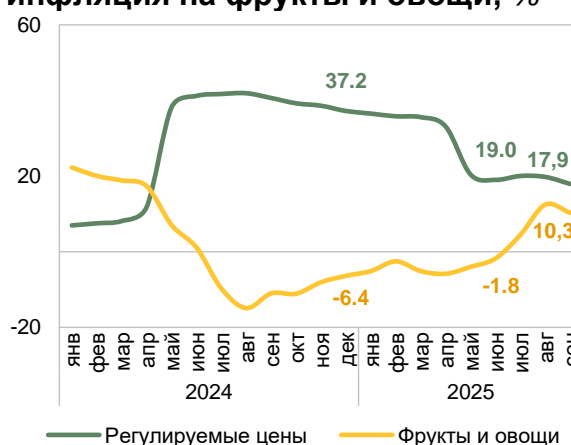
Тем не менее, тот факт, что базовая инфляция существенно не снизилась по сравнению с уровнем начала года, свидетельствует о том, что факторы спроса продолжают оказывать значительное влияние на инфляционные процессы.

В текущем году инфляция в группе товаров формируется на более низком уровне по сравнению с инфляцией услуг. При этом рост цен на продовольственные товары обусловлен как низкой базой прошлого года для цен на фрукты и овощи, так и влиянием внешних факторов предложения на цены мяса и масложировой продукции.

**Рис. 1.2.3. Динамика общей и базовой инфляции, %**



**Рис. 1.2.4. Регулируемые цены и инфляция на фрукты и овощи, %**



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Национального комитета по статистике.

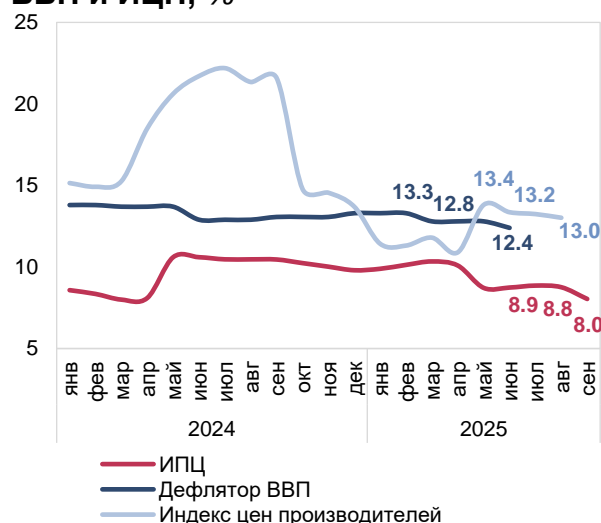
Хотя цены на автомобильное топливо оказывали возрастающее влияние на непродовольственную инфляцию, снижение цен на импортные товары вследствие укрепления обменного курса оказало стабилизирующее воздействие на инфляцию в этой группе товаров.

Вместе с тем инфляция в сфере услуг, включая показатель без учета регулируемых цен, остается выше общей инфляции. Устойчивый характер этих инфляционных процессов и необходимость их сдерживания требуют поддержания жестких денежно-кредитных условий в течение более длительного периода.

Сохранение значительного инфляционного давления в экономике отражается также в дефляторе ВВП и индексе цен производителей. В частности, несмотря на снижение дефлятора ВВП в первой половине 2025 года (с **13,3%** до **12,4%**), показатели дефляторов по секторам формировались разнонаправленно.

В частности, после замедления в I квартале, во II квартале наблюдалось ускорение дефлятора в промышленности и сфере услуг. Это связано с тем, что повышение цен на энергоносители в мае текущего года затронуло и юридических лиц. Во II квартале дефлятор в промышленности ускорился до 13,8% (на 1,7 п.п.), а в сфере услуг – до 12,1% (на 0,5 п.п.). Тенденция роста дефлятора в этих секторах вызывает обеспокоенность его возможным влиянием на внутренние цены в ближайшие периоды.

**Рис. 1.2.5. Динамика ИПЦ, дефлятора ВВП и ИЦП, %**



**Рис. 1.2.6. Динамика дефляторов отраслей, %**



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Национального комитета по статистике.

Дефлятор сельскохозяйственного сектора снизился до 8,2% во II квартале после сезонного роста в начале года. Во II половине 2025 года дефлятор сельскохозяйственного сектора, вероятно, будет иметь тенденцию к росту по мере исчерпания эффекта низкой базы предыдущего года и усиления опасений по поводу проблем с энергоснабжением и урожаем. Это показывает, что повышательное давление на общую инфляцию в этой группе, вероятно, сохранится.

Вместе с тем, индекс цен производителей в августе вырос до 13,0%. Показатель, достигший 13,8% в мае из-за роста цен на энергоносители, в последние месяцы демонстрирует тенденцию к снижению, но всё ещё на 5,0 процентных пунктов превышает общую инфляцию. Данный существенный разрыв свидетельствует о сохранении инфляционного давления в ближайшие кварталы.

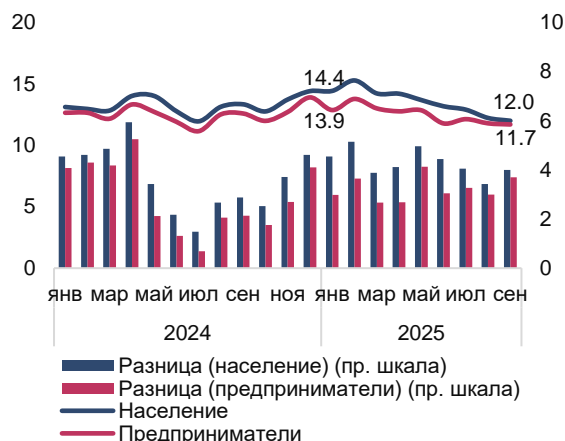
### Динамика инфляционных ожиданий

В январе-феврале 2025 года наблюдался существенный рост инфляционных ожиданий населения и хозяйствующих субъектов, тогда как в марте-сентябре ожидания формировались в нисходящей динамике (рис. 1.2.7).

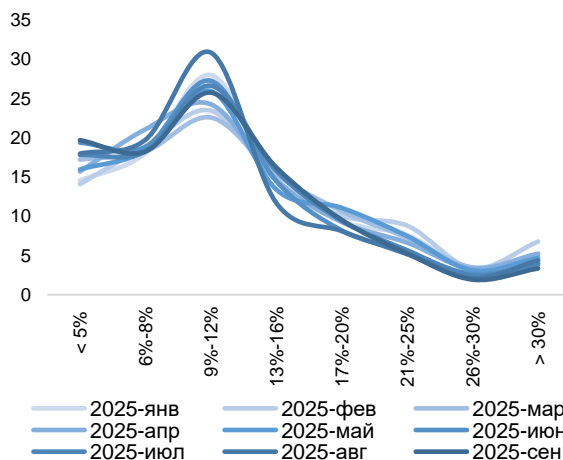
Согласно результатам проведенных опросов, респонденты отметили рост тарифов на коммунальные услуги и рост цен на топливно-энергетические ресурсы как основные факторы, повлиявшие на формирование высоких инфляционных ожиданий.



**Рис. 1.2.7. Динамика разрыва между инфляционными ожиданиями и общей инфляцией, %**



**Рис. 1.2.8. Дисперсия инфляционных ожиданий, %**



Источник: Расчёты Центрального банка.

Кроме того, снижается повышающее влияние изменений обменного курса на ожидания (рис. 1.2.9). Это объясняется, главным образом, укреплением национальной валюты – сума – по отношению к доллару США с начала текущего года.

Хотя инфляционные ожидания снижались в течение года, разрыв между общей инфляцией и инфляционными ожиданиями в 3–5 процентных пунктов сохраняется и постепенно увеличивается.

Также отмечено, что ожидания формируются по-разному в разрезе регионов, секторов и доходов.

**Рис. 1.2.9. Факторы инфляционных ожиданий населения и предпринимателей, доля респондентов, %**

население										предприниматели									
	2025										2025								
	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь		январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь
Подорожание коммунальных услуг	57	63	59	59	57	50	51	48	46	Подорожание коммунальных услуг	54	58	52	55	54	47	47	45	44
Рост цен на топливо и энергоресурсы	50	52	48	47	49	45	45	41	41	Рост цен на топливо и энергоресурсы	49	50	45	46	48	43	42	40	41
Повышение заработной платы и пенсий	22	23	20	18	22	35	34	31	27	Увеличение транспортных расходов	32	34	31	31	37	32	31	31	30
Увеличение транспортных расходов	30	31	28	29	32	30	27	26	25	Повышение заработной платы и пенсий	26	22	23	23	24	33	34	33	29
Подорожание основных продуктов питания	26	28	28	26	25	22	24	26	25	Подорожание сырья	25	27	25	27	28	25	25	24	26
Изменение валютного курса	46	41	39	38	37	27	30	24	22	Высокая налоговая нагрузка	24	27	26	27	27	25	26	24	24
Монополия и искусственное повышение цен	25	32	26	26	26	24	24	22	22	Изменение валютного курса	51	43	43	43	40	31	31	25	22

Источник: Расчёты Центрального банка.

Высокая дисперсия ожиданий экономических субъектов объясняется, прежде всего, относительно высоким уровнем инфляции и значительной чувствительностью к сохраняющимся в экономике факторам ценообразования (*рис. 1.2.8*).

Следует подчеркнуть, что в процессе перехода к режиму таргетирования инфляции важными условиями повышения доверия к способности Центрального банка обеспечить стабильность цен и формирования ожиданий около таргета являются снижение уровня дисперсии ожиданий и их чувствительности к временным шокам.

### 1.3. Меры денежно-кредитной политики и их эффективность

В I квартале текущего года на фоне сохраняющегося высокого инфляционного давления в экономике, стабильного роста спроса и усиления инфляционных ожиданий населения и хозяйствующих субъектов, Правление Центрального банка в марте повысило основную ставку на 0,5 процентного пункта, установив её на уровне 14% годовых.

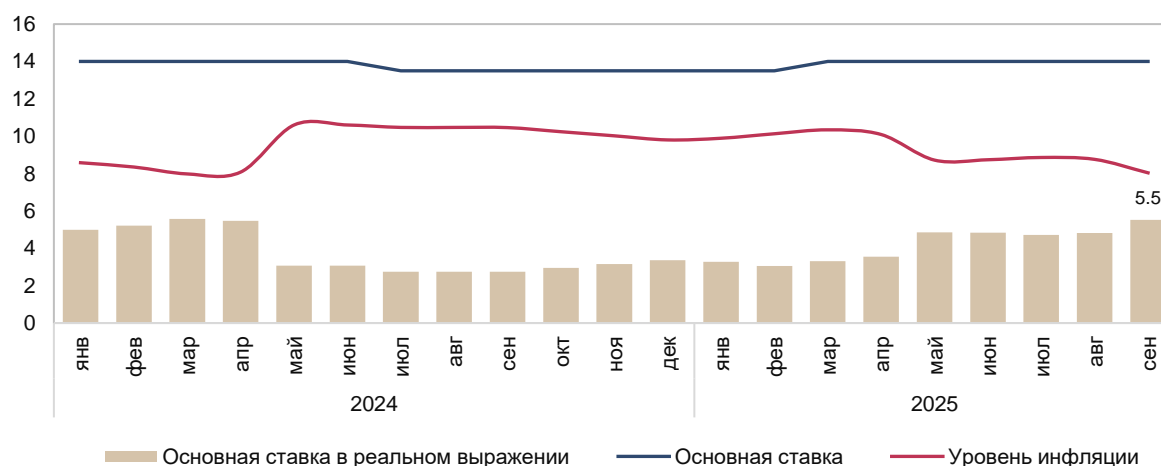
В результате реальный уровень основной ставки (рассчитанный по отношению к текущей инфляции) начал повышаться, а принятое решение привело к дальнейшему усилению жесткости денежно-кредитных условий в экономике (рис. 1.3.1).

Несмотря на то, что инфляционные ожидания населения и предпринимателей снижаются с некоторыми колебаниями, они формируются на более высоком уровне, чем общая инфляция, и, учитывая сохраняющееся повышательное влияние экономической активности и высокого потребительского спроса на цены, на последних заседаниях Правление Центрального банка сохранило основную ставку без изменений.

Это, в свою очередь, способствует формированию основной ставки в реальном выражении на уровне около 5,5% и обеспечению относительно жестких денежно-кредитных условий в экономике.

Формирование относительно жестких денежно-кредитных условий в экономике также отражено в матрице альтернативных индикаторов (рис. 1.3.2).

**Рис. 1.3.1. Динамика основной ставки в реальном выражении, %**



Источник: Расчёты Центрального банка.

**Рис. 1.3.2. Матрица показателей денежно-кредитных условий**

Индикаторы (уровень жёсткости)	2024												2025											
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Основная ставка (в реальном выражении)																								
Процентная ставка денежного рынка (в реальном выражении)																								
Позиция эффективной ликвидности																								
Средняя реальная доходность ГЦБ																								
Рост срочных депозитов населения (годовой, %)																								
Рост кредитов населения (годовой, %)																								
Инфляционные ожидания населения																								
Инфляционные ожидания предпринимателей																								

Источник: Расчёты Центрального банка.

Анализ по отдельным индикаторам показывает, что показатели, связанные с реальными процентными ставками, а также инфляционные ожидания населения и предпринимателей подтверждают формирование умеренно жёстких денежно-кредитных условий с начала июня.

В свою очередь, формирование позитивных тенденций во внешнеэкономической среде и приток валюты в страну способствует укреплению обменного курса, что через валютный канал также вносит вклад в ужесточение денежно-кредитных условий.

Для эффективного управления ликвидностью банковской системы и регулирования процентных ставок на денежном рынке в текущем году были внесены ряд изменений в инструменты и операционный механизм денежно-кредитной политики Центрального банка, в результате чего повысилась активность денежно-кредитных операций.

В частности, в целях адаптации инструмента обязательных резервных требований к международным стандартам, повышения его эффективности и обеспечения формирования процентных ставок по депозитам и другим обязательствам на равных условиях при привлечении ресурсов коммерческими банками, в базу обязательных резервных требований поэтапно включаются ранее не покрывавшиеся обязательства коммерческих банков.

В целях недопущения чрезмерной нагрузки на банки по выполнению резервных требований в результате вносимых изменений планируется постепенно в течение 2025–2030 годов включать новые банковские счета в расчеты резервов, а также соответствующим образом снижать резервные требования.

В частности, в апреле и октябре текущего года уровень покрытия базы обязательных резервов новыми обязательствами был повышен до 10% и 15% соответственно. Нормативы обязательных резервов установлены на уровне 4% для национальной валюты, а для иностранной валюты на уровне 10,5% в апреле и 9,5% в октябре.

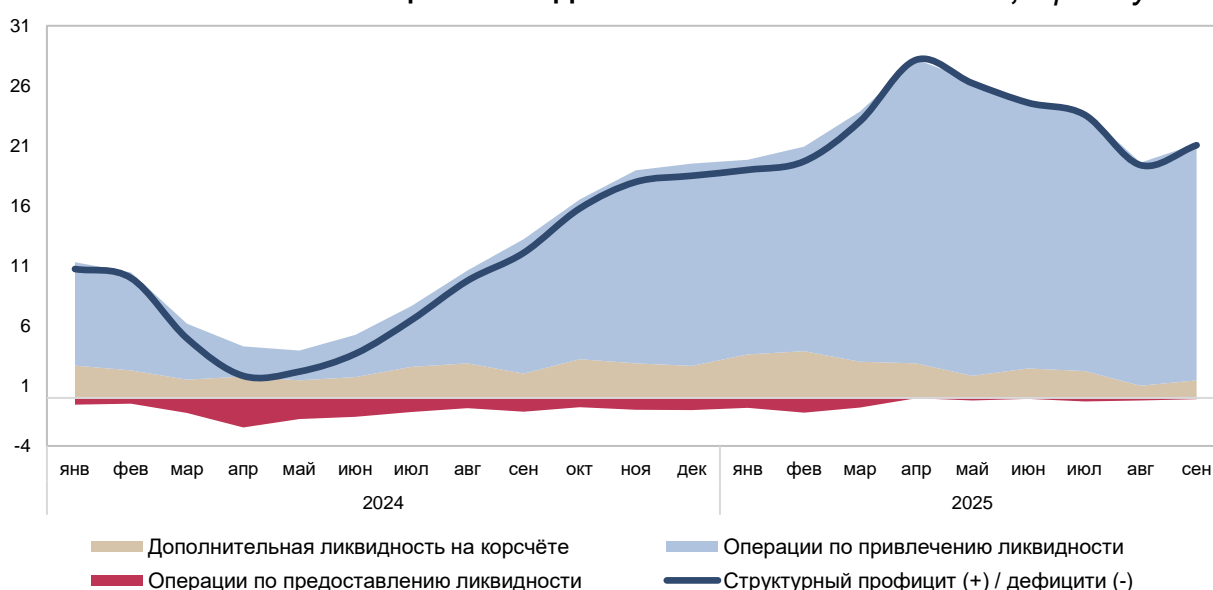
В результате, в январе-сентябре текущего года дополнительная ликвидность, сформированная на корреспондентских счетах банков, в среднем снизилась на 1,2 трлн сумов (рис. 1.3.3).

Кроме того, для управления сформированным профицитом ликвидности Центральный банк через основную операцию по привлечению ликвидности – **7-дневные депозитные аукционы** – увеличил средний ежемесячный объём привлечённой ликвидности с 2 трлн сумов в январе до 8,6 трлн сумов в июле.

Ограничение возможности использования привлечённых через 7-дневные депозитные аукционы Центрального банка средств на протяжении установленного срока, а также отсутствие их обеспечения соответствующим залогом привели к снижению эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики.

В этой связи, с августа текущего года в качестве основной операции по привлечению ликвидности вместо 7-дневных депозитных аукционов Центрального банка была введена операция с использованием 7-дневных облигаций.

**Рис. 1.3.3. Состояние общей ликвидности банковской системы, трлн сумов**



Источник: Расчёты Центрального банка.

Следует отметить, что в период с января по август текущего года Центральный банк выпустил в обращение облигации различной срочности на общую сумму 23,7 трлн сумов, при этом с августа выпускаются исключительно 7-дневные облигации.

В результате в августе и сентябре через 7-дневные облигации было привлечено ликвидности на 41,7 и 62,9 трлн сумов соответственно, а на 1 октября остаток данных облигаций составил 16 трлн сумов.

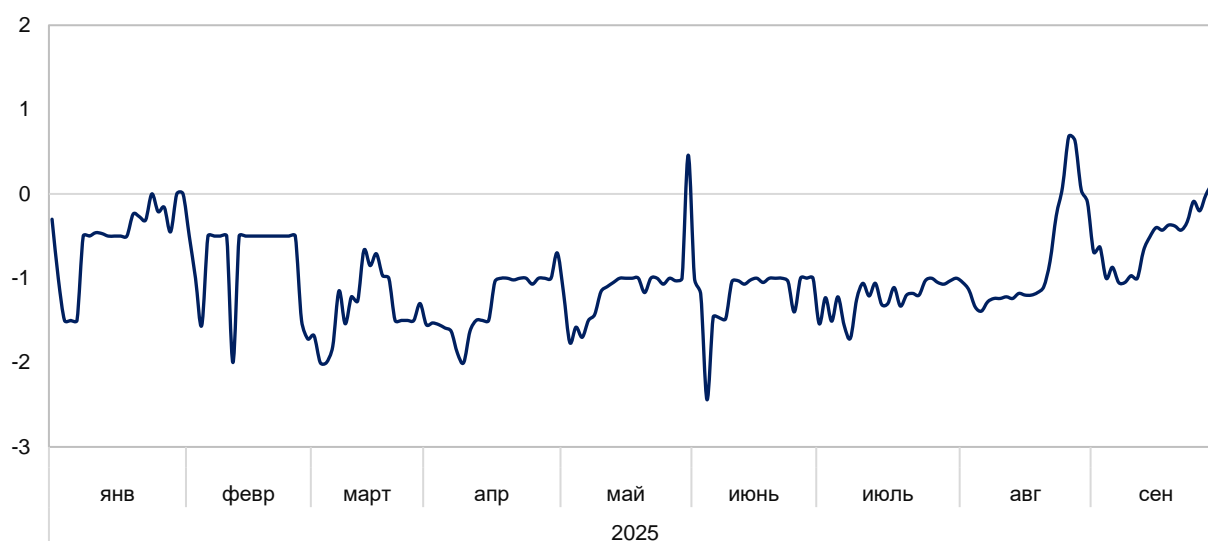
Кроме того, среднедневной остаток по овернайт-депозитным операциям практически не изменился по сравнению с показателем января (2,5 трлн сумов) и составил 2,4 трлн сумов в сентябре.

В результате проведённых операций отклонение ставки UZONIA от основной ставки с начала года минимизировалось в августе-сентябре (рис. 1.3.4).

Следует отметить, что рост спреда между ставкой UZONIA и основной ставкой возник за счёт сформированного в банковской системе профицита ликвидности.

Процентные ставки и объём операций на денежном рынке зависят от общего уровня ликвидности банковской системы. В период с января по сентябрь текущего года среднедневной показатель общей ликвидности банковской системы составил 22,7 трлн сумов (рис. 1.3.5).

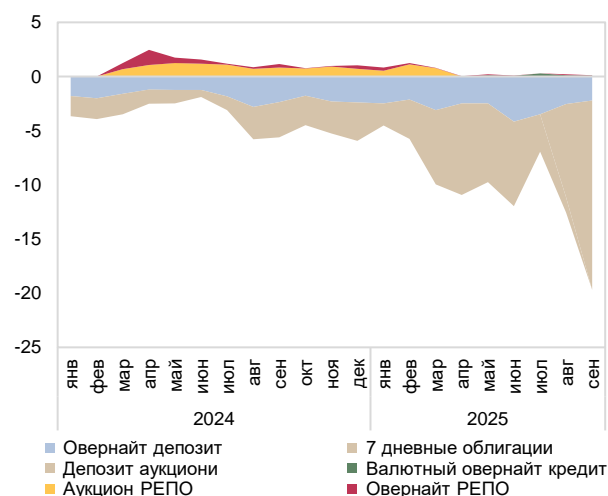
**Рис. 1.3.4. Динамика спреда между UZONIA и основной ставкой, п.п.**



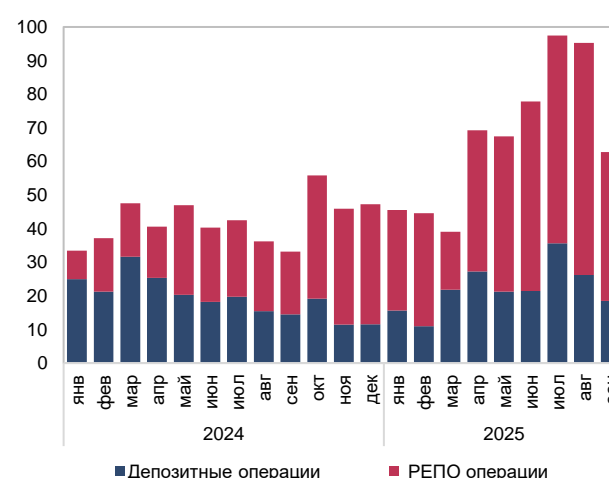
Источник: Расчёты Центрального банка.



**Рис. 1.3.5. Денежно-кредитные операции Центрального банка, трлн сумов**



**Рис. 1.3.6. Объем денежного рынка, трлн сумов**



Источник: Расчёты Центрального банка.

За 9 месяцев текущего года на межбанковском денежном рынке было проведено операций на сумму 599 трлн сумов, что на 67,4% больше, чем за аналогичный период прошлого года (рис. 1.3.6).

При этом средняя доля межбанковских операций РЕПО в общем объеме денежного рынка составила 66% (за аналогичный период прошлого года – 46%). Увеличение объема и доли операций в сегменте межбанковского РЕПО объясняется развитием рынка государственных ценных бумаг в последние годы и использованием их в качестве обеспечения по операциям РЕПО.

Переход процентных ставок, сформировавшихся на денежном рынке, к реальным процентным ставкам по депозитам и кредитам принимает разные формы. В частности, на фоне снижения инфляционных ожиданий в экономике, реальные процентные ставки по срочным депозитам населения и юридических лиц в национальной валюте демонстрировали рост в последние месяцы, составив в августе 8,2 и 5,3% соответственно (рис. 1.3.7).

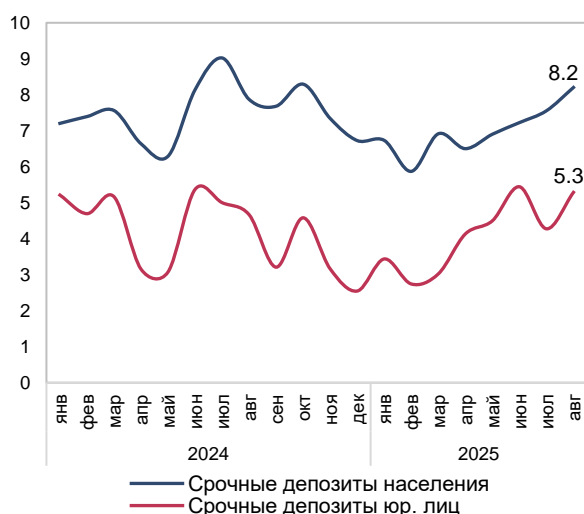
Рост реальных процентных ставок по депозитам в национальной валюте способствует повышению их привлекательности и значительному увеличению объема. В частности, с начала текущего года срочные депозиты населения в национальной валюте выросли на 25,1% (рост в годовом исчислении составил 39,8%), достигнув 67 трлн сумов, в то время как остаток корпоративных депозитов увеличился на 31,6% (рост в годовом исчислении составил 41,8%), достигнув 29,2 трлн сумов.

Рост реальных процентных ставок по депозитам, в свою очередь, стимулировал рост реальных процентных ставок по кредитам. В частности, в августе реальная процентная ставка по кредитам для населения составила 10,6%, а для юридических лиц увеличилась до 10,2% (рис. 1.3.8).

В свою очередь, рост реальных процентных ставок указывает на формирование в экономике относительно жестких денежно-кредитных условий. Вместе с тем, в результате снижения спроса населения на кредиты и уменьшения инфляционных ожиданий, в будущем ожидается снижение процентных ставок по сумовым депозитам и кредитам.

Центральный банк будет обеспечивать достаточно жесткие денежно-кредитные условия с целью достижения 5% таргета инфляции в среднесрочной перспективе.

**Рис. 1.3.7. Реальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте, %**



**Рис. 1.3.8. Реальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте, %**



Источник: Расчёты Центрального банка.

### Структурные изменения в экспорте Узбекистана

Экономика Узбекистана представляет собой малую открытую экономику с высокой долей промышленности и сырья в экспорте, и по этой причине считается что изменения в мировой экономике оказывают значительное влияние на динамику внешней торговли страны.

Наблюдаемая в последние годы устойчивая тенденция роста экспорта Узбекистана объясняется относительно благоприятной ценовой конъюнктурой на мировых рынках, стабильностью темпов экономического роста у основных торговых партнеров, сохранением высокого уровня внешнего спроса, а также расширением международных торговых связей.

Проводимые в стране структурные реформы оказывают влияние на состав и географические направления внешнеторгового оборота. В частности, значительные изменения в структуре экспорта наблюдаются в сфере услуг.

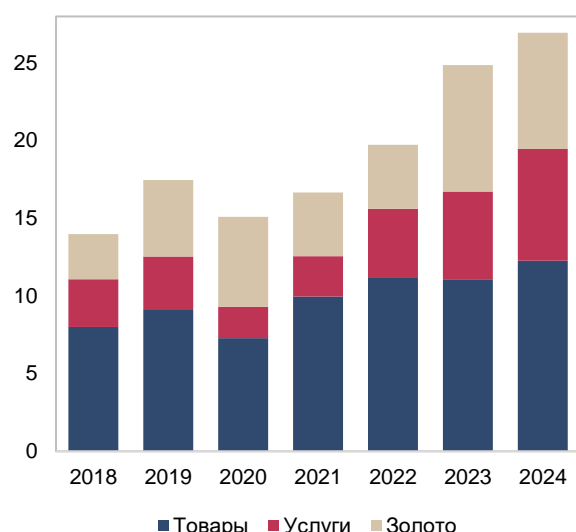
В условиях относительно низких затрат производственных мощностей, высокой конкуренции на внешних товарных рынках и высокого туристического потенциала нашей страны, экспорт услуг продолжает расти более быстрыми темпами по сравнению с экспортом товаров (*рис 1*). В частности, если средний темп роста экспорта товаров в период 2018–2024 годов составил 10%, то экспорт услуг за этот период увеличивался в среднем на 21%.

Относительно низкий уровень цен на услуги в нашей стране по сравнению с мировым уровнем позволяет сфере услуг быстрее адаптироваться к изменяющемуся внешнему спросу. С середины 2022 года вклад экспорта услуг в общий темп роста экспорта (*за исключением золота*) стал несколько выше, чем вклад экспорта товаров (*рис. 2*). Значительный рост объемов экспорта наблюдается по таким направлениям, как транспорт, туризм и информационно-коммуникационные услуги. В частности, за период 2018–2024 годов экспорт туристических услуг увеличился в 3,4 раза, экспорт информационных технологий – в 4 раза, а экспорт транспортных услуг – в 1,7 раза.

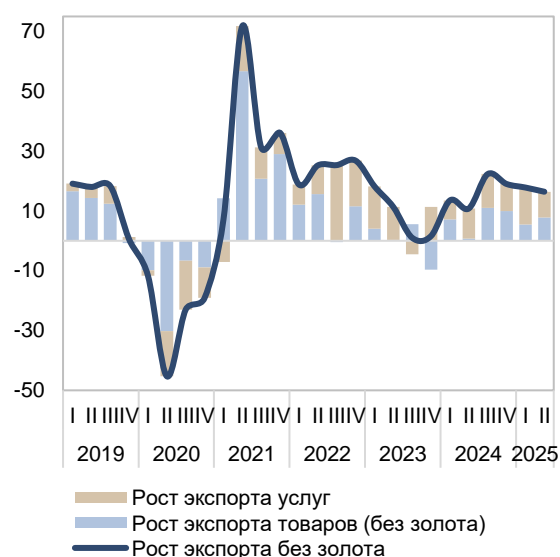
Также наблюдается расширение географической диверсификации экспорта, при этом вклад традиционных стран-торговых партнеров в темпы роста экспорта постепенно снижается. В частности, если в 2017 году доля четырех основных стран (*Россия, Китай, Казахстан и Турция*) в экспорте Узбекистана составляла почти 64%, то к концу 2024 года доля этих стран снизилась до 44%.

Снижение доли экспорта также отмечено в отношении Китая, Казахстана, Турции, России, Ирана, Республики Корея и других стран. Хотя объемы экспорта в эти страны продолжают расти, наблюдается некоторое замедление темпов роста экспорта. Быстрый рост объемов торговли с другими странами приводит к увеличению их доли в общем экспорте. При этом вышеуказанные традиционные страны сохраняют статус основных экспортных партнеров.

**Рис. 1. Структура экспорта, млрд долл. США**



**Рис. 2. Вклад экспорта товаров и услуг в общий рост экспорта, в годовом исчислении, п.п.**

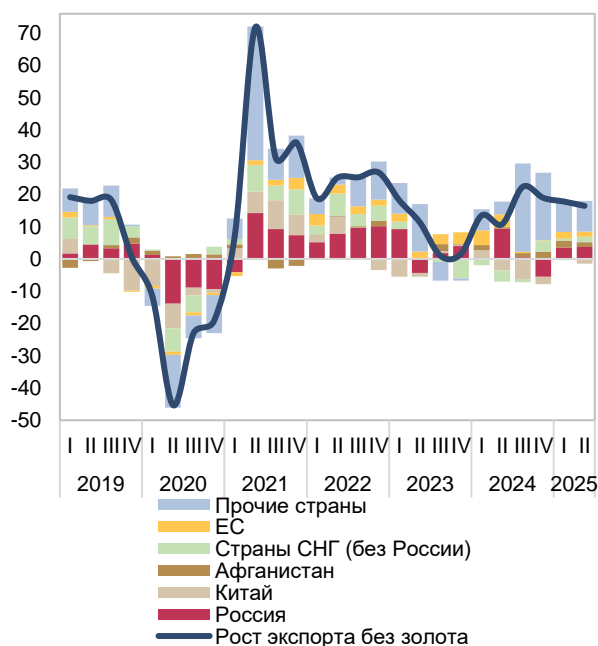


Источник: Расчеты Центрального банка, на основе данных Национального комитета по статистике.

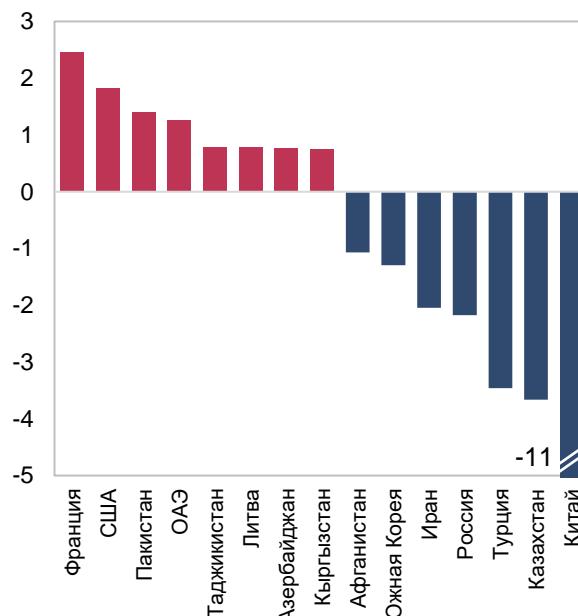
Одновременно с этими процессами отмечается рост торговых потоков по новым географическим направлениям. В период 2017–2024 годов наблюдается устойчивая тенденция роста объемов экспорта во Францию, США, Пакистан, ОАЭ, Азербайджан и ряд других стран (рис. 4).

Рост экспорта по этим направлениям объясняется увеличением внешнего спроса на такие отечественные товары, как уран, нефтепродукты, пряжа, удобрения, медь, бытовая техника, крупы и другие.

**Рис. 3. Вклад стран в темпы роста общего экспорта без золота, п.п.**



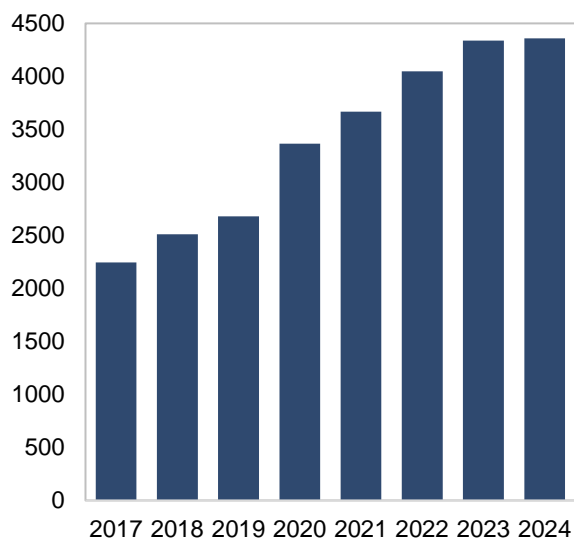
**Рис. 4. Изменение долей стран в экспорте без учёта золота в 2017 – 2024 годах, п.п.**



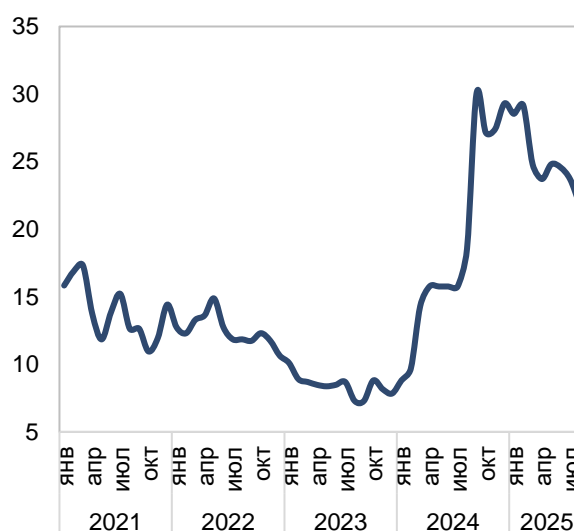
Источник: Расчеты Центрального банка, на основе данных Национального комитета по статистике.

Также увеличивается количество наименований товарных групп в экспортной номенклатуре. Если в 2017 году их число составляло 2 245, то к концу 2024 года этот список расширился до 4 359 товарных позиций (рис. 5). В частности, налажен экспорт более 300 видов продовольственных товаров (в основном бобовые и пшеница (мука)), около 400 наименований химической продукции (в частности минеральные удобрения), около 300 видов готовых и переработанных текстильных изделий, более 180 наименований товаров из черных и цветных металлов, а также более 780 наименований машин и оборудования (в основном бытовая техника).

**Рис. 5. Количество товаров в номенклатуре экспорта, шт.**



**Рис. 6. Динамика экспортных цен, в годовом исчислении, %**



Источник: Расчеты Центрального банка, на основе данных Национального комитета по статистике.

Благоприятная конъюнктура цен на основные экспортные продукты на мировых товарных рынках служит важным фактором роста стоимости экспорта. Индекс экспортных цен в последние годы формировался на более высоком уровне по сравнению с показателями до 2023 года и составлял в среднем 35% в 2024–2025 годах (рис. 6).

В условиях сохранения благоприятной конъюнктуры цен на мировых сырьевых рынках доля сырьевых продуктов в структуре экспорта увеличивается. Это усиливает зависимость внешнеторговых поступлений от колебаний мировых цен. В период с 2021 года по первую половину 2025 года средняя доля сырья и полуфабрикатов в структуре товарного экспорта составляет около двух третей.

В то же время, по индексу уровня экономической сложности торговли, Узбекистан имеет более сложную структуру внешней торговли по сравнению со странами региона (страна поднялась в рейтинге с 78-го места в 2017 году до 66-го места в 2023 году).

## Врезка 2.

### Анализ инфляции по основным группам потребительской корзины

#### Продовольственные товары

В течение 2025 года инфляция продовольственных товаров демонстрировала устойчивую тенденцию к росту за счет влияния низкой базы прошлого года для фруктов и овощей, а также факторов, связанных с предложением отдельных товаров. При этом инфляция в данной группе ускорилась с 2,6% в начале года до 6,1% в сентябре.

Без учета фруктов и овощей инфляция в этой группе (*базовая инфляция продовольственных товаров*) с начала года увеличилась на 1,2 процентных пункта и составила 7,1% в сентябре.

Наблюдавшееся в первом полугодии снижение цен на плодоовощную продукцию (*снижение до -5,8% в апреле*) в III квартале сменилась тенденцией резкого роста (*10,3%*). Причинами этой ситуации стали выход эффекта низкой базы прошлого года для данной группы, а также недостаточное формирование сезонных запасов. Резкий рост цен на морковь (57,5%), лук (22,4%) и картофель (18,5%) за 9 месяцев текущего года оказал повышающее влияние на общую инфляцию, составившее почти 0,5 процентных пункта.

Введение торговыми партнерами ограничений на торговлю крупным рогатым скотом привело к резкому росту цен на мясную продукцию. Также рост мировых цен в текущем году оказал значительное влияние на цены на масложировую продукцию. При этом инфляция молочной продукции оставалась стабильной в диапазоне 6,6-7,0%, а в инфляции сахара наблюдалось снижение (*до 2,8% в сентябре*). В ценах на яйца в течение года зафиксирована значительная дефляция (-3,4% в сентябре).

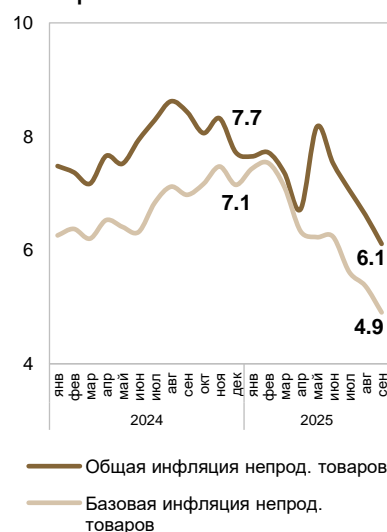
Хотя инфляция продовольственных товаров на мировом рынке демонстрировала снижающуюся динамику с начала года, тенденция роста цен на мясо и молочную продукцию усиливает опасения относительно переноса на внутренние цены в течении более длительного периода.

**Рис. 1. Динамика инфляции по основным компонентам ИПЦ, %**

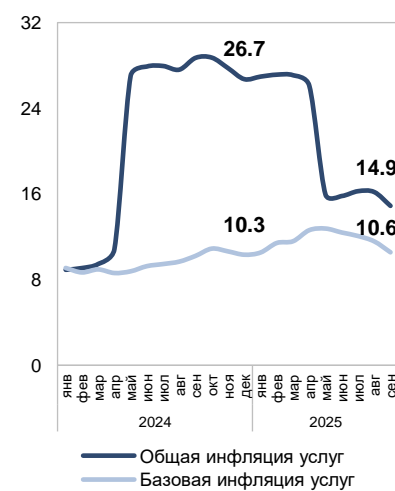
а) продовольственные товары



б) непродовольственные товары



в) услуги



Источник: Расчеты Центрального банка, на основе данных Национального комитета по статистике.



## Непродовольственные товары

В течение 9 месяцев 2025 года в инфляции непродовольственных товаров наблюдалась неустойчивая динамика, и в сентябре инфляция в этой группе составила 6,1%.

Базовая инфляция непродовольственных товаров, напротив, формировалась в течение года в стабильно снижающейся динамике, замедлившись с 7,4% в январе до 4,9% в сентябре.

Это снижение можно объяснить исчерпанием эффекта высокой базы инфляции лекарственных средств, которая сильно выросла в 2024 году, а также укреплением обменного курса. Инфляция лекарственных средств снизилась с 25,5% в январе до 6,7% в сентябре.

Изменения цен в некоторых группах оказали значительное повышающее влияние на общую тенденцию. В частности, инфляция автомобильного топлива составила **18,2%** в сентябре и продолжает сохраняться на уровне, значительно превышающем общую инфляцию.

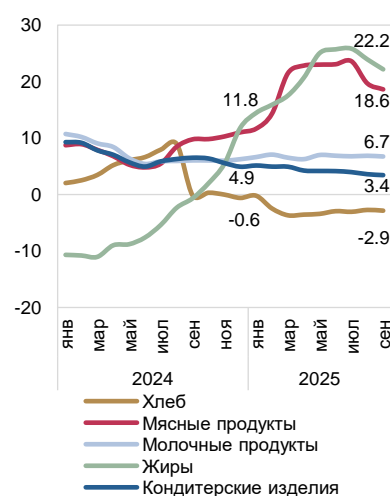
Инфляция строительных материалов выросла с 0,5% в начале года до 4,5% в сентябре за счет сезонной активности. На это повлияли рост производственных, логистических затрат и импортных цен.

Инфляция одежды и обуви, напротив, продолжила снижаться, составив 4,0% в сентябре. Цены на средства личной гигиены сформировались на относительно стабильном уровне (5,9%).

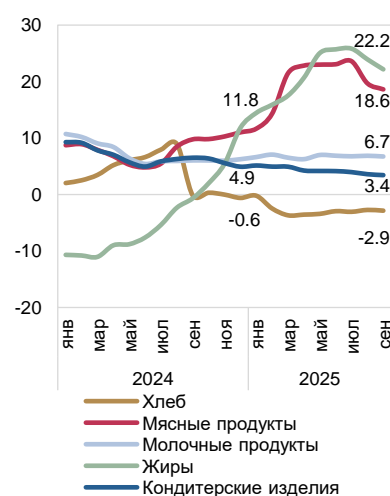
В целом, инфляция непродовольственных товаров формируется под влиянием разнонаправленных факторов. С одной стороны, укрепление обменного курса помогает сдерживать инфляцию через импортные цены, но с другой стороны, рост производственных и логистических затрат, а также изменения в ценах на сырье остаются ключевыми факторами, сохраняющими инфляционное давление.

**Рис. 2. Динамика инфляции структурных групп, %**

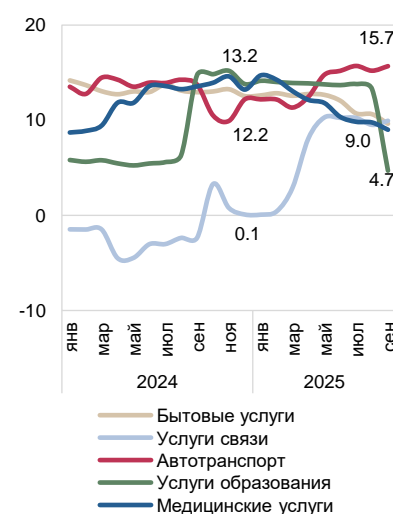
а) продовольственные товары



б) непродовольственные товары



в) услуги



Источник: Расчеты Центрального банка, на основе данных Национального комитета по статистике.

## Услуги

В 2025 году инфляция услуг продолжает оставаться основным фактором, повышающим общую инфляцию. Во II квартале, за счет исчерпания эффекта высокой базы прошлого года, связанного с повышением цен на энергоносители, этот показатель заметно снизился, достигнув 15,8% в июне. Однако, несмотря на снижение, в III квартале темп роста тарифов на энергию остался высоким, на уровне 14,9%.

Базовая инфляция услуг в сентябре составила 10,6%. Это указывает на наличие инфляционного давления со стороны совокупного спроса.

Изменение регулируемых цен на услуги остается высоким. Инфляция жилищно-коммунальных услуг достигла 26,1% в III квартале. Общая инфляция регулируемых цен также формируется на высоком уровне, около 17,9%.

Из услуг, зависящих от спроса, инфляция услуг общественного питания составила 11,4%. Заметно выросли также цены на юридические услуги (*ускорились до 29,1%*) и услуги связи (*повысились до 9,9%*).

В транспортных услугах наблюдалась разнонаправленная динамика. В частности, изменение цен на железнодорожный транспорт замедлилось (6,4%), в то время как рост цен на воздушный (21,2%) и автомобильный транспорт (15,7%) остался высоким. В то же время, в инфляции медицинских услуг наблюдалось замедление (*с 14,7% до 9,0%*).

## II. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2026-2028 ГОДЫ

Исходя из ожиданий относительно среднесрочного развития внешних и внутренних условий в основных направлениях денежно-кредитной политики на 2026-2028 годы, был разработан **базовый сценарий** макроэкономического развития и определены условия проводимой денежно-кредитной политики в рамках данного сценария. Вместе с тем, оценено **влияние** возможных **внешних и внутренних шоков** на инфляцию и экономическую активность.

В основу **базового сценария** заложены ожидания, что внешние и внутренние условия продолжат развиваться близко к текущим тенденциям. При этом, в качестве базовых предпосылок для внешних условий было определено, что на фоне сохраняющейся неопределенности в мировой экономике, темпы глобального роста будут формироваться относительно низкими, достижение таргета инфляции займет сравнительно более длительный период, не произойдет резких изменений на валютных рынках, а цена на золото сохранится на относительно высоком уровне.

Во **внутренних условиях** предполагается стабилизация совокупного спроса, умеренность процессов кредитования, рост заработной платы пропорционально производительности труда, возвращение денежных переводов на среднесрочную траекторию роста, стабильное формирование инвестиционных потоков, фискальный дефицит не более 3% ВВП в среднесрочной перспективе (*табл. 1*).

**Вероятные внешние и внутренние шоки** макроэкономического развития оценивались с учётом их воздействия на совокупный спрос и предложение, а также на инфляцию и производство по сравнению с базовым сценарием (*табл. 2*).

В условиях как базового сценария макроэкономического развития, так и прочих шоков, в качестве основного критерия определено направление денежно-кредитной политики на снижение инфляции до уровня 5% таргета. В указанные периоды решения и меры в сфере денежно-кредитной политики будут корректироваться в соответствии с изменениями в динамике и факторах инфляции, а также в прогнозах основных макроэкономических показателей.

**Таблица 1. Условия базового сценария макроэкономического развития**

	<b>Условия влияющие на совокупный спрос</b>	<b>Условия влияющие на совокупное предложение</b>
<b>Внешние условия</b>	<p>Продолжающиеся геополитические противоречия, сохраняющаяся неопределённость в мировой экономике и нестабильность в торговой политике усиливают опасения относительно возможного роста фрагментации в экономической географии. В результате:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Темпы глобального экономического роста будут формироваться на уровне ниже среднего показателя допандемийного периода;</li> <li>• Хотя глобальная инфляция демонстрирует нисходящую динамику, достижение странами своих таргетов займет больше времени, чем ожидалось;</li> <li>• Снижение инфляции послужит продолжению фазы смягчения глобальных финансовых условий;</li> <li>• В условиях глобальной неопределенности спрос на золото будет расти, и его цены продолжат формироваться на высоких уровнях;</li> <li>• У основных торговых партнеров в среднесрочной перспективе инфляция будет иметь нисходящий характер, и денежно-кредитные условия будут соответственно смягчаться;</li> <li>• Экономическая активность у основных торговых партнеров ускорится в результате фискального стимулирования и смягчения денежно-кредитных условий;</li> <li>• Объем денежных переводов будет расти в рамках своего среднесрочного тренда.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Цены на мировых продовольственных рынках будут расти умеренными темпами.</li> <li>• Не будет наблюдаться резких изменений и колебаний на валютных рынках.</li> </ul>
<b>Внутренние условия</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Реальный рост заработной платы в экономике сохранится положительным и будет соразмерным производительности труда;</li> <li>• Темпы роста потребительского и розничного кредитования будут более умеренными;</li> <li>• Объем частных инвестиций продолжит расти за счет процессов приватизации и высокой экономической активности;</li> <li>• Спрос предприятий на кредиты будет постепенно уравниваться;</li> <li>• Общий фискальный дефицит в среднесрочной перспективе будет формироваться в пределах 3% ВВП и будет проводиться контрциклическая фискальная политика.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Спрос на энергетические ресурсы в экономике сохранится на высоком уровне;</li> <li>• В ближайшие годы рост цен на энергоресурсы будет происходить на уровне общей инфляции;</li> <li>• Регулируемые цены (коммунальные услуги, услуги общественного транспорта, государственные образовательные услуги и др.) будут повышаться на уровне инфляции;</li> <li>• Не ожидается существенных изменений климатических и погодных условий.</li> </ul>

**Таблица 2. Вероятные внутренние и внешние шоки макроэкономического развития**

	Спрос	Предложение
Внешние шоки	Значительное обесценение валют основных торговых партнёров.	Значительное повышение цен на импортируемые продовольственные товары на мировом рынке.
	Резкое снижение/повышение цены золота.	
Внутренние шоки	Расширение фискального дефицита.	Перебои в энергоснабжении.
	Активизация потребительского спроса за счет расширения финансовой доступности.	Ухудшение климатических и погодных условий.
		Повышение регулируемых цен выше уровня инфляции.
		Процессы приватизации и изменения в конкурентной среде.

## 2.1. Базовый сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика

### Внешние экономические условия

**Экономический рост.** В базовом сценарии макроэкономического развития учтена вероятность сохранения высокой неопределённости в **мировой экономике**, обусловленной внешнеторговой и иммиграционной политикой США, геополитическими противоречиями на Ближнем Востоке и в Восточной Европе, а также усилением экономической и финансовой фрагментации вследствие разделения стран на дружественные группы.

Эти условия в целом будут замедлять рост мировой экономики и способствовать активизации глобальных инфляционных процессов за счёт появления дополнительных транзакционных издержек. При этом ожидается, что экспансионистская фискальная политика стран и инвестиции в новые технологии будут выступать основными факторами, поддерживающими глобальный экономический рост.

Согласно прогнозам, в 2026–2028 годах ожидается, что годовой рост мировой экономики составит 3,2%, что ниже среднего показателя допандемийного периода (рис. 2.1.1).

Рис. 2.1.1. Перспективы глобального экономического роста, реальный рост, %

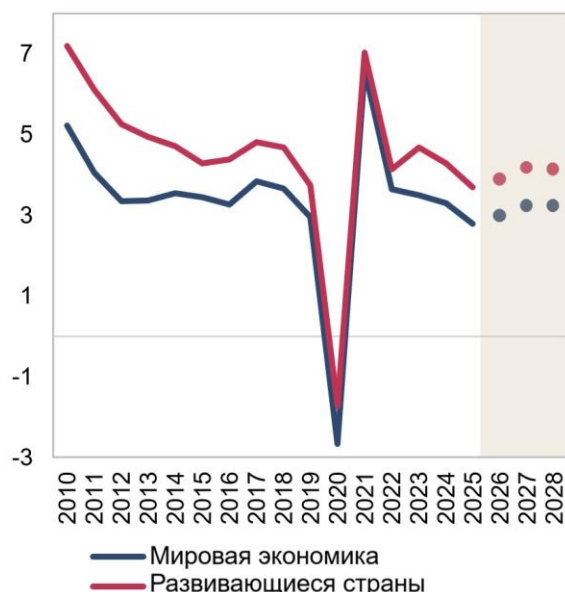
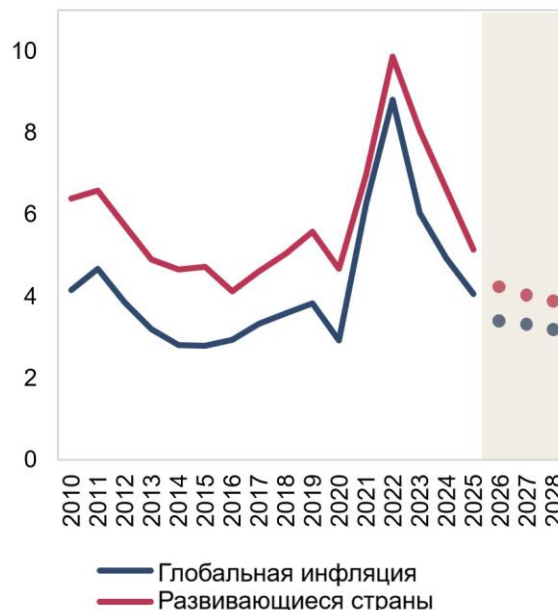


Рис. 2.1.2. Динамика и прогноз глобальной инфляции, годовой, %



Источник: МВФ, октябрь 2025 года.



**Инфляция.** Несмотря на ожидаемое в ближайшие годы снижение уровня **глобальной инфляции**, в большинстве стран инфляция в сфере услуг будет оставаться высокой, и растёт вероятность что возврат к целевым показателям может потребовать больше времени, чем ожидалось ранее.

Кроме того, несмотря на достижение определённых торговых соглашений между странами, средний уровень тарифов остаётся выше, чем в предыдущие годы, а усиление геоэкономической фрагментации также будет оказывать влияние на уровень цен.

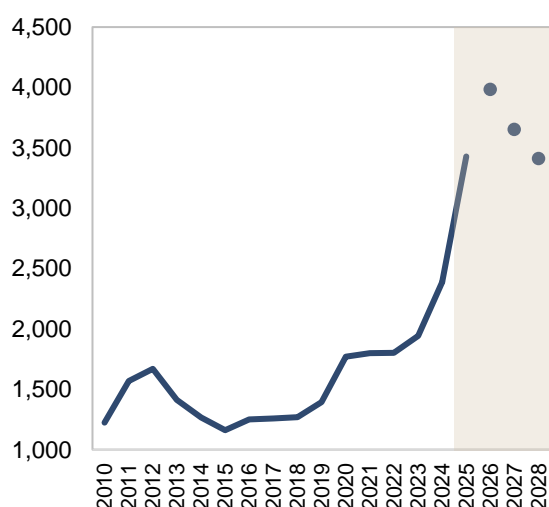
В 2026–2028 годах средний уровень глобальной инфляции ожидается около 3,4%, что выше предыдущих прогнозов (рис. 2.1.2).

Снижение инфляции в развитых странах и соответствующее смягчение денежно-кредитных условий ведущими центральными банками могут создать возможности для активизации международных финансовых рынков.

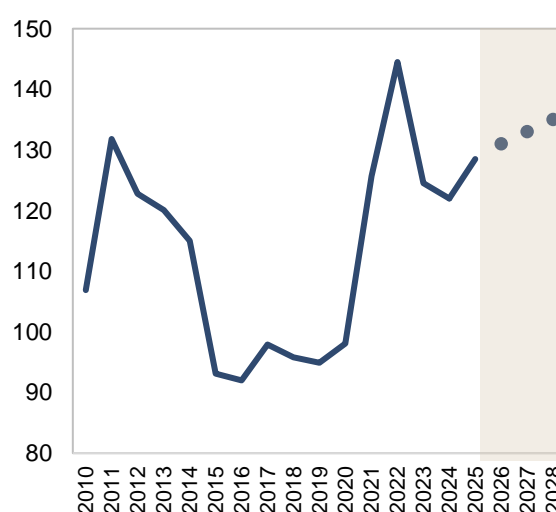
Согласно прогнозам, несмотря на ожидаемое снижение процентных ставок на международных финансовых рынках, процессы финансовой фрагментации могут затруднить приток капитала на развивающиеся рынки.

В условиях высокой глобальной неопределённости часть инвестиций может быть направлена в золото, что увеличит спрос на него и будет способствовать формированию высоких цен на данный металл.

**Рис. 2.1.3. Прогноз цен на золото, среднегодовой, долл/тр. унц.**



**Рис. 2.1.4. Прогноз изменения индекса продовольственных цен (ФАО), п.п.**



Источник: Прогнозы Центрального банка на основе данных ФАО.

**Цены на сырьё.** В рамках базового сценария, с учётом сохраняющегося высокого спроса на золото и текущей динамики цен, согласно международным консенсус прогнозам, в первой половине 2026 года ожидается растущая динамика цен на золото (*в среднем около 3800–4000 долларов за тройскую унцию в годовом выражении*), а с 2027 года прогнозируется переход к нисходящему тренду (*рис. 2.1.3*).

На фоне снижения геополитической напряжённости и заявлений ОПЕК+ о планах увеличения добычи нефти ожидается, что цена на нефть сформируется на несколько более низком уровне – в диапазоне 60–70 долларов США за баррель.

Несмотря на то, что в текущем году наблюдалось ускорение темпов роста цен на продовольственные товары за счет повышения цен на мясо и растительное масло, в 2026–2028 годах прогнозируется, что рост цен на эти продукты будет умеренным (*рис. 2.1.4*).

В целом, в данном сценарии ожидания в отношении глобальной экономики в среднесрочной перспективе предполагают, что внешний спрос на продукцию Узбекистана (*за исключением золота*) будет умеренным, а высокие цены на золото поддержат бюджетные доходы, что позволит сохранить фискальное стимулирование в экономике. Это, в свою очередь, наряду с глобальной инфляцией, создает вероятность давления на внутренние цены.

**Экономика основных торговых партнеров.** Ожидается, что в ближайшие годы перспективы экономического роста основных торговых партнеров будут формироваться в различных направлениях.

Прогнозы по экономическому росту Китая в среднесрочной перспективе ожидаются на небольшом нисходящем тренде, несмотря на меры стимулирования в рамках фискальной политики и высокие темпы роста объемов торговли и экспорта. Это в основном объясняется неопределенностью относительно влияния тарифной политики на экономику Китая.

Ожидается, что в текущем году темпы роста экономики России будут формироваться на относительно низком уровне из-за слабого предложения рабочей силы.

Несмотря на ускорение темпов роста в 2025 году, ожидается, что экономика Казахстана в среднесрочном периоде будет **замедляться**. Это связано с нормализацией потребительской активности в результате жесткой денежно-кредитной политики, фискальной консолидацией и снижением ожиданий по объемам добычи нефти.

**Таблица 2.1.1. Прогнозы мировых макроэкономических показателей на 2026-2028 годы по базовому сценарию**

Показатели	Факт		Ожид.	Прогноз		
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Рост мирового ВВП, %	3,5	3,3	3,2	3,1	3,2	3,2
Глобальная инфляция, %	6,0	4,9	4,0	3,5	3,4	3,2
Цена золота, среднегодовая, унц/долл	1 943	2 388	3 428	3 983	3 500	3 410
Индекс ФАО, 2014-2016=100	124,5	122,0	128,5	129,8	131,5	134,4

Источник: МВФ, Bloomberg, GPMN.

В Турции, в условиях продолжающейся фазы смягчения денежно-кредитной политики, экономический рост, как ожидается, будет формироваться с небольшим ускорением, но на относительно низких уровнях (табл. 2.1.1).

В среднесрочной перспективе ожидается снижение инфляции у **основных торговых партнёров**. В Китае инфляция сохранится на низком уровне и, по прогнозам, будет постепенно приближаться к целевым показателям по мере оживления внутреннего спроса. В России и Турции прогнозируется снижение инфляционного давления под влиянием мер жёсткой денежно-кредитной политики.

В Казахстане, несмотря на снижение инфляции, ее уровень может оставаться относительно высоким из-за устойчивого внутреннего спроса и высокой чувствительности к внешним шокам.

Также, согласно базовому сценарию, ожидается, что относительно низкие цены на нефть на международных сырьевых рынках в следующем году могут оказать девальвационное давление на национальные валюты России и Казахстана. Прогнозируется, что на валютных рынках других торговых партнеров не будет наблюдаться высокой волатильности и сохранится относительная стабильность.

*Резкое падение цены на золото, а также высокая волатильность валютных курсов торговых партнеров определены как одни из основных рисков для развития экономики. Изменения и отклонения прогнозов, вызванные влиянием этих факторов на экономику по сравнению с базовым прогнозом, проанализированы отдельно в следующем разделе.*

Ожидаемая динамика валютных курсов в основных странах принимающих трудовых мигрантов, высокий спрос на рабочую силу в них, а также продолжение географической диверсификации трудовой миграции в развитые страны, как ожидается, будут способствовать формированию темпов роста объема денежных переводов в рамках среднесрочного тренда.

Прогнозируется, что в 2026 году, на фоне высокой базы текущего и прошлого годов, объем денежных переводов вырастет на 6-10%, а в среднесрочном периоде – на 8-12%.

**Таблица 2.1.2. Прогнозы макроэкономических показателей основных торговых партнеров по базовому сценарию на 2026–2028 годы**

Торговые партнёры	Факт		Ожид.	Прогноз		
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<i>Экономический рост</i>						
Китай	5,4	5,0	4,8	4,2	4,2	4,0
Россия	4,1	4,3	0,6	1,0	1,1	1,1
Казахстан	5,1	4,8	5,9	4,8	4,2	3,0
Турция	5,0	3,3	3,5	3,7	3,7	3,8
<i>Инфляция</i>						
Китай	-0,2	0,0	0,5	0,8	1,7	1,8
Россия	7,4	9,5	7,6	4,5	4,0	4,0
Казахстан	9,7	8,6	11,4	9,7	8,6	6,9
Турция	64,8	44,4	31,0	21,0	18,0	15,0

Источник: МВФ.

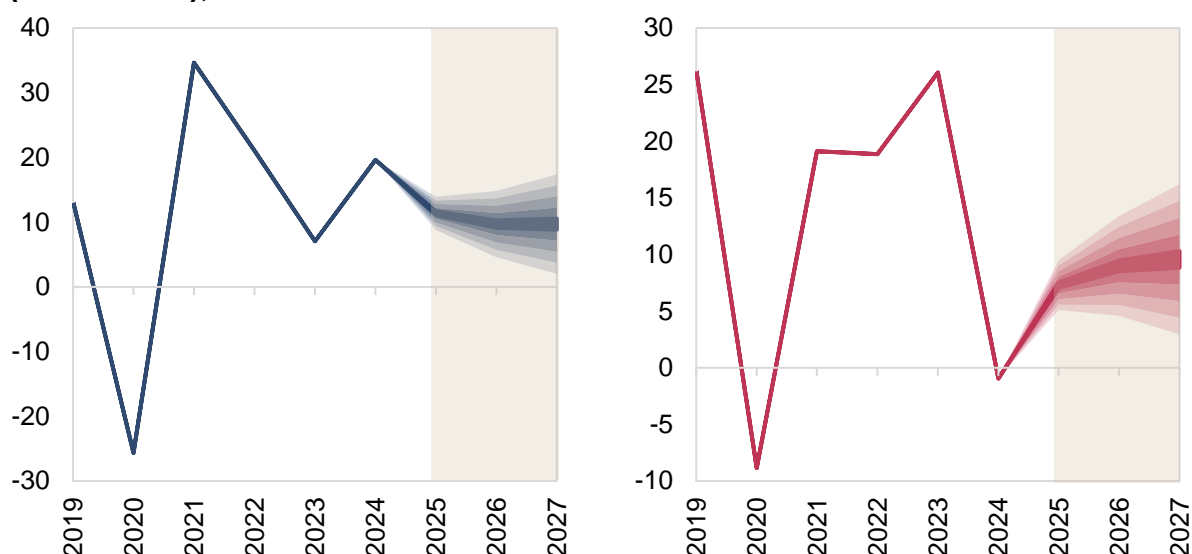
**Счёт текущих операций.** На основании условий, формирующихся в рамках базового сценария, включая стабильные темпы роста экономики торговых партнеров, сохранение внешнего спроса, благоприятную ценовую конъюнктуру на мировом рынке и относительно низкую волатильность валютных курсов, ожидается, что темпы роста экспорта (*без учета золота*) в 2026 году составят 8-10%, а в 2027-2028 годах – около **8-12%** (рис. 2.1.5).

С учетом сохранения высокого уровня внутреннего потребительского спроса, устойчивого роста доходов населения и высокой инвестиционной активности, предполагается, что темпы роста импорта в 2026-2028 годах будут формироваться в пределах 10-12% (рис. 2.1.6).

В первой половине 2025 года отмечено существенное улучшение сальдо счета текущих операций (*дефицит составил -0,2% к ВВП*). Вместе с тем, в условиях роста активности внутреннего спроса в оставшуюся часть года, включая ускорение темпов роста кредитных вложений и роста реальных доходов населения, по итогам 2025 года ожидается формирование дефицита счета текущих операций на уровне 3,5-4,5% к ВВП.

В среднесрочной перспективе необходимость расширения потенциала экономики, а также сохранение высокого уровня притока прямых иностранных и других видов инвестиций, может привести к формированию дефицита счета текущих операций на уровне 4-5% ВВП.

**Рис. 2.1.5. Прогноз роста экспорта (без золота), %** **Рис. 2.1.6. Прогноз роста импорта, %**



Источник: Расчёты Центрального банка.  
\* 90% доверительный интервал.

Вместе с тем, несмотря на процессы фрагментации, наблюдаемые в мировой экономике, Узбекистан продолжает предпринимать усилия, направленные на обеспечение региональной и международной интеграции.

Ожидается, что в 2026 году Узбекистан вступит во Всемирную торговую организацию. Влияние этого процесса на экономику будет проявляться поэтапно, в первую очередь, положительно сказываясь на условиях внешней торговли за счет изменения импортных тарифов и расширения доступа отечественных товаров на внешние рынки.

Вступление в ВТО, с одной стороны, послужит повышению экспортного потенциала, привлечению инвестиций и укреплению конкурентоспособности экономики. С другой стороны, в будущем этот процесс будет сопровождаться ростом объема импорта и увеличением предложения на внутреннем рынке за счет либерализации внешней торговли и расширения ассортимента импортных товаров.

Ожидается, что рост импорта будет компенсирован за счет снижения цен на потребительские и инвестиционные товары и повышения эффективности внутреннего производства посредством использования передовых технологий. В целом, текущие расчеты не предусматривают значительных изменений в макроэкономической динамике. Прогнозы будут пересматриваться с учетом обновленных данных по мере проявления эффекта от вступления в ВТО.

### **Внутренние экономические условия**

**Экономический рост.** Высокая экономическая активность, наблюдаемая с начала 2025 года, продолжится и в IV квартале, и по итогам года **темпы роста ВВП** ожидаются на уровне **7-7,5%**.

В текущем году ускорению экономической активности способствуют увеличение совокупного спроса, а также рост потребления и инвестиций как в частном, так и в государственном секторах.

По расчетам Центрального банка, с начала текущего года наблюдается **расширение положительного разрыва выпуска**. Это свидетельствует о сохранении инфляционного давления со стороны спроса в экономике.

Базовый сценарий макроэкономического развития прогнозирует реальный рост ВВП на уровне **5,5-6,5%** в 2026 году и **6-7%** в 2027–2028 годах, на фоне обеспечения относительно жестких денежно-кредитных условий и сохранения фискального дефицита в среднесрочной перспективе на уровне 3% ВВП.

При этом учтены такие условия, как продолжение процессов приватизации, увеличение частных инвестиций за счет высокой экономической активности, устойчивый рост притока иностранных инвестиций по мере смягчения внешних финансовых условий, умеренность роста кредитных вложений в экономику, а также отсутствие ожиданий резких изменений климатических и погодных условий (*табл. 2.1.3*).

В текущем году отмечается ускорение темпов роста частного потребления в условиях устойчивого роста доходов населения, положительной динамики объема денежных переводов и расширения потребительского кредитования. По итогам года **потребление домохозяйств** прогнозируется на уровне **7-7,5%**.

В последующие годы, в результате стабилизации объема денежных переводов на уровне среднесрочного тренда, а также уравнивания потребительского кредитования, темпы роста частного потребления ожидаются в пределах **5,5-6,5%**.

Благоприятная ценовая конъюнктура, формирующаяся на мировом рынке золота в текущем году, привела к значительному увеличению доходов государственного бюджета, что создало возможность для расширения бюджетных расходов.



**Таблица 2.1.3. Прогнозы макроэкономических показателей Узбекистана по базовому сценарию на 2025–2028 годы\*, годовое изменение, %.**

Показатели	2024 (факт)	2025 (ожд.)	Прогнозы базового сценария		
			2026	2027	2028
Уровень инфляции	9,8	8 (8,7)	7 (7)	5 (5)	5
Реальный рост ВВП	6,5	7-7,5 (6,5-7)	5,5-6,5 (6-6,5)	6-7 (6-6,5)	6-7
Расходы на конечное потребление	6,4	7-7,5 (6,5-7)	6-6,5 (5,5-6)	6-7 (5,5-6)	5,5-6,5
- домохозяйства	7,5	7-8 (6,5-7,5)	6-7 (5-6)	5,5-6,5 (5-6)	5,5-6,5
- органы госуправления	1,1	2-3 (0,5-1,5)	2-3 (1,5-2,5)	2-3 (1,5-2,5)	2-3
Общий фискальный баланс (в % к ВВП)	-3,3	-3 (-3)	-3 (-3)	-3 (-3)	-3
Экспорт (без золота)	16,5	16-20 (12-15)	8-10 (8-10)	8-12 (9-11)	8-12
Импорт	0,8	12-16 (8-10)	8-12 (8-10)	8-12 (8-10)	8-12
Денежные переводы	30	16-20 (15-18)	6-10 (8-12)	8-12 (10-15)	8-12
Остаток кредитных вложений	14	14-16 (16-18)	12-14 (13-15)	11-13 (11-13)	10-12

\*- в скобках прогнозы из Обзора денежно-кредитной политики за II квартал 2025 года.

Источник: Расчёты Центрального банка.

Несмотря на то, что фискальный дефицит консолидированного бюджета в 2025 году ожидается в пределах параметров, установленных в начале года (около 3% ВВП), наблюдается существенный рост бюджетных расходов по сравнению с первоначальными прогнозами, обусловленный превышением ожидаемых доходов бюджета. Это, с одной стороны, является фактором, поддерживающим внутреннюю экономическую активность, но, с другой стороны, увеличивает совокупный спрос в экономике и способствует сохранению инфляционного давления.

В условиях роста бюджетных расходов ожидается, что темпы роста **потребления государственного сектора** в 2025 году ускорятся до **2-3%**. В среднесрочном периоде этот показатель также прогнозируется на уровне 2-3%.

В текущем году инвестиционная активность ожидается на высоком уровне (*немного ниже, чем в прошлом году*). Рост инвестиций в 2025 году составит около 7–10%, в основном за счет иностранных инвестиций, привлеченных заемных средств и средств населения, направленных на жилищное строительство.

При этом в условиях дальнейшего расширения производства, активизации строительного сектора и развития инфраструктуры прогнозируется, что рост **инвестиций** в 2026-2028 годах будет формироваться на уровне 8-11% и соответствовать сбалансированным темпам роста.

В рамках базового сценария на 2026–2028 годы ожидается сбалансирование потребительской активности на фоне продолжения процессов консолидации бюджета и сохранения относительно жестких денежно-кредитных условий.

Также предполагается, что сохранение темпов приватизации в течение этого периода, а также результативность структурных реформ и инвестиций послужат повышению потенциала экономического роста и сокращению разрыва выпуска.

В последующие годы сохранится растущая тенденция спроса на финансовые ресурсы. При этом, если рост остатков кредитных вложений, являющихся одним из основных финансовых источников инвестиционного и потребительского спроса, в 2025 году ожидается на уровне 14-16%, то в 2026–2028 годах прогнозируется его стабилизация до 10-12%.

## Уровень инфляции

Ускорение темпов кредитования в экономике в текущем году, устойчивый рост реальных доходов населения, а также высокие бюджетные расходы стимулируют инвестиционную и потребительскую активность экономических агентов.

Вместе с тем, очередное повышение энергетических тарифов и более длительное сохранение их вторичных эффектов являются одними из основных причин, определяющих текущую высокую динамику инфляции. Это, в свою очередь, создаёт основания для **переноса** достижения целевого 5% показателя инфляции **на 2027 год**.

Согласно базовому сценарию, **общая инфляция** по итогам 2025 года прогнозируется на уровне **около 8%**. Данный прогноз ниже предыдущих расчетов.

В предыдущем прогнозе предполагалось, что в условиях сохранения высокой экономической активности, наряду с повышающим влиянием факторов предложения на общую инфляцию с начала года, будет продолжаться устойчивый совокупный потребительский и инвестиционный спрос. На этом фоне предполагалось, что общая инфляция по итогам года составит 8,7% за счет сохранения давления на цены в экономике.

Вместе с тем, укрепление национальной валюты в III квартале текущего года, которое сформировалось выше предыдущих ожиданий, послужило снижению обновленных прогнозов на конец года.

Стабилизация цен на импортные товары за счет обменного курса помогла смягчить влияние вышеуказанных факторов спроса на инфляцию. Это, в результате, позволило общей и базовой инфляции перейти к нисходящему тренду в последние месяцы.

Вместе с тем, учитывая неопределенность относительно волатильности будущего уровня обменного курса, влияние этого фактора было оценено как краткосрочное. Это, в свою очередь, является основанием для более длительного обеспечения относительно жестких денежно-кредитных условий в период, когда инфляция перешла к нисходящему тренду, но факторы спроса сохраняются.

Учитывая вышеизложенное, ожидается, что базовая инфляция снизится до **7%** по итогам 2025 года и до **5,5-6,5%** в 2026 году.

Прогнозируется, что в результате обеспечения относительно жестких денежно-кредитных условий базовая инфляция снизится до **5%** в 2027–2028 годах и стабилизируется на этом уровне.

**Уровень общей инфляции** будет поэтапно снижаться, ожидается, что к концу 2026 года он составит **около 7%**. Прогнозируется, что в условиях снижения внешнего инфляционного давления и стабилизации инфляционных ожиданий инфляция снизится **до 5% таргета в 2027 году** и будет формироваться в рамках таргета с 2028 года.

### Денежно-кредитная политика

При определении денежно-кредитных условий в ближайшие годы будут, прежде всего, учитываться обновлённые прогнозы инфляции, её основные факторы и инфляционные ожидания населения, а также необходимость достижения 5% целевого показателя инфляции.

Согласно условиям базового сценария	
Уровень инфляции	Прогнозируется, что в 2026 году инфляция сформируется на уровне около <b>7%</b> . Во второй половине 2027 года инфляция <b>снизится до 5% таргета</b> и, начиная с 2028 года, прогнозируется её формирование на уровне таргета.
Меры денежно-кредитной политики	
Денежно-кредитные условия	Принимая во внимание инфляционное давление в экономике, денежно-кредитные условия будут сохраняться на <b>относительно жёстком</b> уровне в течение 2025–2026 годов. Переход к нейтральной фазе произойдет при возникновении устойчивых оснований для формирования инфляции на уровне таргета.
Процентные ставки денежного рынка	Прогнозируется, что в 2025-2026 годах <b>ставка UZONIA</b> в реальном выражении будет формироваться на уровне <b>5-6%</b> , а начиная с 2027 года – на уровне <b>около 4-5%</b> .

Формирование инфляционного давления в первой половине текущего года произошло под влиянием отдельных факторов предложения, в том числе роста цен на энергоносители и их вторичных эффектов. Переход данного процесса на последующие годы, а также высокий потребительский спрос требуют сохранения относительно жёстких денежно-кредитных условий в экономике.

Вместе с тем, для формирования кредитного спроса на умеренном уровне в среднесрочной перспективе, в 2025–2026 годах денежно-кредитные условия будут сохраняться на относительно жёстком уровне, и совместно с макропруденциальными мерами будут приняты меры по обеспечению положительных реальных процентных ставок на денежном рынке на уровне **5-6%**.

В целях усиления эффективности денежно-кредитной политики важное значение имеет поэтапное сокращение практики выдачи банками директивных кредитов и формирование кредитования на основе рыночных принципов. Ожидается, что это позволит обеспечить полноценную работу трансмиссионного механизма и усиление воздействия денежно-кредитной политики на экономику.

Стабилизация уровня инфляции около целевого показателя в 2027-2028 годах создаст возможность для постепенного перевода денежно-кредитных условий к нейтральной фазе. В результате будут созданы условия для формирования положительных реальных процентных ставок на денежном рынке на уровне **4-5%**.

Одним из ключевых вопросов, требующих особого внимания для обеспечения низкого и стабильного уровня инфляции в ближайшие годы, является устранение фундаментальных факторов инфляции, связанных с предложением. Решение этой задачи имеет критически важное значение, и в первую очередь требует реализации комплекса мер, включающих усиление конкурентной среды на внутреннем рынке, улучшение свободы внешней торговли путём сокращения тарифных и нетарифных ограничений, при этом снижение степени концентрации в импорте товаров, обеспечение бесперебойности поставок энергоресурсов и формирование потенциала достаточной транспортной инфраструктуры, направленных на увеличение предложения товаров и услуг.

Наряду с этим, активизация процессов трансформации и приватизации государственных предприятий, сокращение практики директивного и льготного кредитования, а также совершенствование рынка капитала играют важную роль в повышении эффективности решений денежно-кредитной политики.

Успешная реализация этих структурных реформ позволит обеспечить низкую и стабильную инфляцию, а также высокий экономический рост за счёт повышения потенциала и производительности отраслей экономики.

## 2.2. Вероятные внутренние и внешние шоки макроэкономического развития

При определении основных направлений денежно-кредитной политики на 2026-2028 годы, в отличие от подхода предыдущих лет, где несколько внешних и внутренних рисков рассматривались в рамках одного альтернативного сценария макроэкономического развития, каждый риск был рассмотрен отдельно.

*Под внешними и внутренними рисками понимаются экономические шоки, не учтённые в условиях базового сценария. При этом экономические шоки могут иметь как положительное, так и отрицательное влияние. В анализе эти шоки были изучены с точки зрения их влияния на инфляцию, ВВП и денежно-кредитные условия.*

В частности, помимо условий основного сценария макроэкономического развития, были отдельно проанализированы внешние и внутренние риски, которые могут возникнуть в ближайшие годы, и было изучено отклонение прогноза экономических показателей от их уровня в базовом сценарии. В случае возникновения этих условий, в денежно-кредитную политику будут вноситься соответствующие изменения, при этом основное внимание будет уделяться достижению таргета инфляции в среднесрочной перспективе.

В данном подходе учитывается, что в условиях высокой текущей неопределённости вероятность реализации указанных факторов и, соответственно, проявления их эффектов может быть различной, а также что вероятность одновременного возникновения всех рисков является низкой. При этом основной акцент был сделан на то, что разработка единого общего альтернативного сценария затрудняет правильную оценку общего воздействия изменения факторов.

В качестве шоков, которые могут привести к отклонению прогноза от базового сценария, были выбраны следующие факторы:

### **Со стороны спроса**

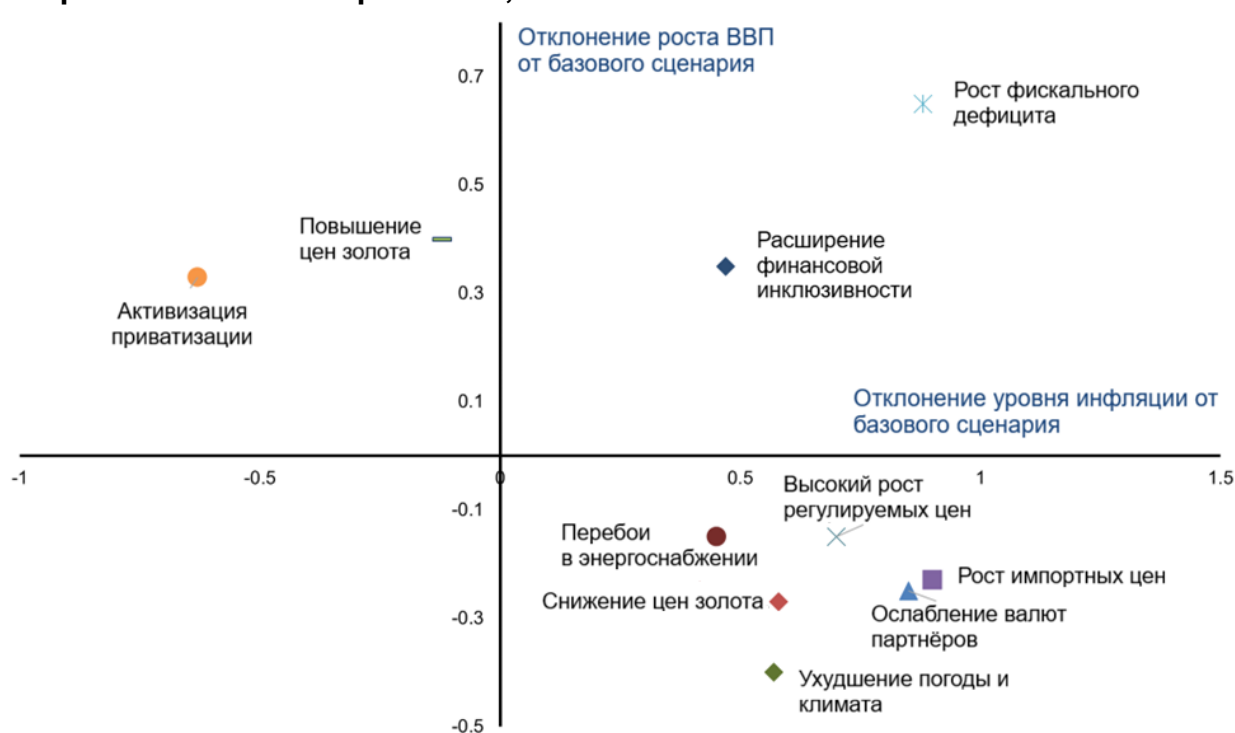
- значительное обесценивание валют основных торговых партнёров;
- формирование цен на золото значительно выше (или ниже) базового сценария;
- расширение фискального дефицита;

- активизация потребительского спроса за счёт расширения охвата финансовой доступности.

### Со стороны предложения

- значительное повышение мировых цен на импортируемые продовольственные товары;
- перебои в энергоснабжении;
- ухудшение климатических и погодных условий;
- изменения в процессах приватизации и конкурентной среде;
- повышение регулируемых цен темпами, превышающими уровень инфляции.

**Рис. 2.2.1. Отклонение инфляции и экономического роста от базового сценария под воздействием внешних и внутренних вероятных шоков в макроэкономическом развитии, %**



Источник: Расчёты Центрального банка.



**Таблица 2.2.1. Отклонение инфляции и экономического роста от основного сценария под воздействием внешних и внутренних потенциальных шоков в макроэкономическом развитии, п.п.**

№	Вероятные шоки	Отклонение роста инфляции от базового сценария	Отклонение роста ВВП от базового сценария
1.	Обесценение валют торговых партнёров	0.7-0.9 ↑	-0.2-(-0.3) ↓
2.	Снижение цены золота	0.5-0.6 ↑	-0.25- (-0.35) ↓
3.	Повышение цены золота	-0.1-(-0.2) ↓	0.3-0.5 ↑
4.	Рост импортных цен	0.8-1 ↑	-0.15-(-0.25) ↓
5.	Рост фискального дефицита	0.7-0.9 ↑	0.6-0.7 ↑
6.	Активизация приватизации	-0.6-(-0.7) ↓	0.3-0.4 ↑
7.	Рост финансовой доступности	0.4-0.5 ↑	0.3-0.4 ↑
8.	Перебои в энергоснабжении	0.4-0.5 ↑	-0.1-(-0.2) ↓
9.	Климатические и погодные изменения	0.5-0.6 ↑	-0.35-(-0.45) ↓
10.	Высокий рост регулируемых цен	0.6-0.8 ↑	-0.1-(-0.2) ↓

Источник: Расчёты Центрального банка.

## **Резкое ослабление курсов валют основных торговых партнеров**

Существуют определенные риски в ожиданиях относительно обменных курсов основных торговых партнеров в ближайшие годы, и влияние этих шоков на инфляцию может быть разнонаправленным.

С одной стороны, они приведут к удорожанию отечественной продукции для партнеров, снижению их экспортной конкурентоспособности, сокращению внешнего спроса и уменьшению объема трансграничных денежных переводов в долларах США, что приведет к сокращению доходов населения и, соответственно, потребительского спроса.

С другой стороны, снижение экспортной конкурентоспособности и сокращение денежных переводов могут привести к сокращению предложения иностранной валюты, что, в свою очередь, может привести к ослаблению обменного курса на внутреннем валютном рынке и, в свою очередь, к повышению давления на импортные цены.

В целом, эти изменения могут не только оказать негативное влияние на экономический рост, но и стать одним из ключевых факторов, повышающих инфляцию в краткосрочном периоде.

Под воздействием данного шока уровень инфляции может увеличиться на **0,7-0,9 процентных пункта** по сравнению с базовым сценарием, а уровень ВВП – снизиться на **0,2-0,3 процентных пункта**.

В случае данного проинфляционного шока Центральному банку потребуется поддерживать денежно-кредитные условия на более жестком уровне, и перейти к фазе смягчения позднее, чем в базовом сценарии.

## **Резкое повышение цен золота**

В 2025 году на фоне геополитической и экономической неопределённости, торговых разногласий, ослабления доллара США, и высокого спроса инвесторов на золото как на защитный актив его цена существенно выросла. Дополнительным фактором стало активное диверсифицирование резервов центральными банками, значительно увеличившими долю золота в своих активах.

Существует вероятность, что в ближайшие годы текущая неопределённость ещё больше усилится, и спрос на золото останется на высоком уровне. В то же время заявления правительства США относительно процентной политики Федеральной резервной системы (ФРС) вызывают опасения по поводу будущей независимости ФРС.

На фоне данных факторов существуют вероятность, что темпы роста цены на золото сформируются выше по сравнению с основным сценарием, достигнув 5000–5500 долларов за одну тройскую унцию.

В случае возникновения данного шока, доходы бюджета от добычи золота увеличатся, что послужит расширению совокупного спроса. Это, поддерживая экономический рост, одновременно усилит инфляционное давление.

Вместе с тем, увеличение предложения на внутреннем валютном рынке за счёт экспорта золота послужит укреплению обменного курса, что приведёт к снижению импортируемой инфляции.

Под воздействием данного шока уровень инфляции может снизиться на **0,1-0,2 процентного пункта** по сравнению с основным сценарием, а уровень ВВП может сформироваться выше на **0,3-0,5 процентного пункта**.

При возникновении данного шока Центральный банк будет обеспечивать денежно-кредитные условия в соответствии с базовым сценарием. Это позволит быстрее достичь таргет инфляции.

### **Резкое снижение цены золота**

В последние годы наблюдается высокая волатильность цен на золото, и в целом прослеживается устойчивая тенденция к росту.

Вместе с тем, на цену золота оказывают влияние краткосрочные и нестабильные факторы, в частности, быстрые ответные реакции на политические заявления, неожиданные новости, а также краткосрочные колебания в других активах.

В дальнейшем, на фоне прекращения геополитических конфликтов и значительного улучшения инвестиционного климата в развивающихся странах, резкое падение цены на золото по сравнению с базовым сценарием (*снижение до 2500–2700 долларов за тройскую унцию*) приведёт к сокращению бюджетных доходов. Кроме того, сокращение поступлений от экспорта золота из-за снижения цены уменьшит предложение на внутреннем валютном рынке, что окажет повышательное давление на обменный курс. Это, в свою очередь, может стать причиной роста импортируемой инфляции.

Под воздействием данного шока уровень инфляции может повыситься на **0,5–0,6 процентного пункта** по сравнению с базовым сценарием, а уровень ВВП может снизиться на **0,25–0,35 процентного пункта**.

В случае реализации данного шока Центральному банку потребуется перейти к фазе смягчения денежно-кредитных условий позже, чем предусмотрено базовым сценарием.

### ***Значительное повышение мировых цен на импортируемые продовольственные товары***

В последние годы влияние глобальных климатических изменений на мировые цены продовольствия усиливается. Сохраняется вероятность дальнейшего роста мировых цен на продовольственные товары (*в частности, на мясо и масложировую продукцию*), тогда как вводимые торговыми партнёрами ограничения могут создавать дополнительное повышательное давление на продовольственные цены.

Это, в свою очередь, может повлиять на ускорение продовольственной инфляции на внутреннем рынке через канал импорта.

Под воздействием высокого уровня импортируемой инфляции уровень инфляции может повыситься на **0,8–1 процентный пункт** по сравнению с базовым сценарием, а уровень ВВП может снизиться на **0,15–0,25 процентного пункта**.

При возникновении данного шока Центральный банк должен будет формировать денежно-кредитные условия на более жёстком уровне по сравнению с базовым сценарием и переходить к фазе их смягчения относительно позже.

В этом случае повышение цен на продовольствие под влиянием внешних (*экзогенных*) факторов не может быть решено путём сдерживания спроса на них. Здесь ужесточение денежно-кредитной политики будет направлено на предотвращение перехода сбережений в потребление и подачу сигнала на умеренность потребления товаров и услуг, не являющихся важными в повседневном использовании.

Таким образом обеспечивается недопущение того, чтобы шок предложения не перерос в спиральный характер через инфляционные ожидания.

Вместе с тем, в этих условиях Правительством должны быть приняты соответствующие меры по стабилизации предложения продовольствия.

## Расширение фискального дефицита

Существуют также риски расширения фискального дефицита в результате дисбаланса между бюджетными расходами и доходами. Формирование фискального дефицита выше 3% по отношению к ВВП повышает совокупный спрос в экономике, создавая дополнительное инфляционное давление.

Под воздействием формирования фискального дефицита на уровне около 5% по отношению к ВВП, уровень инфляции может сформироваться выше на **0,7–0,9 процентного пункта**, а уровень ВВП – на **0,6–0,7 процентного пункта**, по сравнению с базовым сценарием.

При возникновении данного проинфляционного шока он оказывает повышательное влияние на совокупный спрос и создаёт давление на цены.

В такой ситуации укрепляются также ожидания населения и субъектов бизнеса относительно дальнейшего роста инфляции, и усиливается неопределённость в экономических процессах.

В случае формирования фискального дефицита выше, чем в базовом сценарии, возникает необходимость принятия мер по **дополнительному ужесточению денежно-кредитной политики**.

При этом важное значение имеет структурная составляющая фискальной политики. В частности, даже если фискальный дефицит формируется в пределах установленных параметров (*около 3% к ВВП*), но при этом государственные расходы увеличиваются в условиях, когда экономика демонстрирует высокие темпы роста и существует риск «перегрева», такая политика фактически приобретает **проциклический** характер. Это, в свою очередь, усиливает существующее инфляционное давление и снижает эффективность денежно-кредитной политики.

В этом случае важное значение имеет проведение **контрциклической фискальной политики, то есть на основе бюджетных правил, привязанных к экономической активности**. В период высокой экономической активности важно не допускать резкого увеличения расходов сверх запланированных и соблюдать финансовую дисциплину.

### ***Перебои в энергоснабжении***

В результате резкого роста спроса на электроэнергию, повышения цен на нефть на мировом рынке и санкций, применяемых в отношении иностранных поставщиков нефти, могут возникнуть перебои в поставках энергоресурсов.

С учётом того, что стабильное снабжение энергоресурсами имеет важное значение для основных отраслей экономики, перебои в нём являются потенциальным риском для экономической системы.

В результате перебоев в энергоснабжении неожиданные остановки производственной деятельности предприятий замедляют экономическую активность, а рост связанных с этим транзакционных издержек и снижение предложения усиливают давление на цены со стороны предложения.

Вместе с тем, проблемы в энергоснабжении снижают эффективность производства и ограничивают темпы экономического роста.

Под воздействием данного шока уровень инфляции может повыситься на **0,4-0,5 процентного пункта** по сравнению с основным сценарием, а уровень ВВП может снизиться на **0,1-0,2 процентного пункта**.

В таких условиях Центральный банк будет проводить денежно-кредитную политику на основе принципа осторожности для обеспечения экономической стабильности и достижения таргета по инфляции.

Вместе с тем, в целях предотвращения ускорения инфляции из-за повышательного влияния перебоев в энергоснабжении на инфляционные ожидания и возникновения вторичных эффектов, денежно-кредитная политика будет ужесточена.

### ***Активизация процессов приватизации, улучшение инвестиционной и конкурентной среды***

Активизация процессов приватизации и конкуренции на внутреннем рынке по сравнению с базовым сценарием будет способствовать повышению эффективности в частном секторе. Это, в свою очередь, послужит стабильности цен за счёт увеличения объёма предложения и оптимизации ценообразования.

Кроме того, сократятся трансферты из бюджета в эти сферы, а средства, полученные от приватизации, будут направлены в другие важные направления. В результате потенциал экономического роста сформируется выше по сравнению с базовым сценарием, и сократится положительный разрыв выпуска.

Под воздействием данного шока уровень инфляции может снизиться **на 0,6–0,7 процентного пункта**, а уровень ВВП может сформироваться выше **на 0,3–0,4 процентного пункта** по сравнению с базовым сценарием.

В случае повышения результативности данных структурных изменений, срок достижения таргета инфляции может сократиться. При этом появится возможность быстрее перейти к нейтральной фазе денежно-кредитных условий по сравнению с базовым сценарием.

### **Ухудшение климатических и погодных условий**

Резкая изменчивость климатических и погодных условий, наблюдаемая в последние годы, а также риски, связанные со стабильностью водоснабжения страны, оказывают негативное влияние на сельское хозяйство и экономику в целом. При этом неожиданная засуха может привести к снижению урожайности сельского хозяйства и сокращению предложения продовольственных товаров на внутреннем рынке, а аномальные холода или тепловые волны могут вызвать перебои в поставках энергии и резкий рост транзакционных издержек в экономике.

Это влияет не только на уровень жизни населения, но и на формирование инфляционных ожиданий. Рост опасений по поводу продовольственной безопасности усиливает атмосферу неопределённости на потребительском рынке, что может негативно сказаться на процессах принятия решений относительно потребления и инвестиций.

Под воздействием данного шока уровень инфляции может повыситься на **0,5-0,6 процентного пункта** по сравнению с базовым сценарием, а уровень ВВП может снизиться на **0,35-0,45 процентного пункта**.

В целях предотвращения влияния роста цен, вызванного ухудшением климатических и погодных условий, на инфляционные ожидания, денежно-кредитная политика может сохраняться на жёстком уровне более продолжительное время. В таких ситуациях важное значение имеет обеспечение стабильности факторов предложения.



### **Активизация потребительского спроса за счёт расширения финансовой доступности**

Более широкое и быстрое по сравнению с базовым сценарием расширение спектра услуг, основанных на современных технологиях, упрощение процедур онлайн-кредитования, а также увеличение охвата населения кредитами будут способствовать облегчению доступа к заёмным средствам и ускорению оборота денег. Это, в свою очередь, приведёт к усилению потребительского спроса и повышательному давлению на цены.

Также расширение охвата пользования банковскими услугами повысит спрос на кредит.

Под воздействием данного шока уровень инфляции может повыситься на **0,4-0,5 процентного пункта** по сравнению с базовым сценарием, а уровень ВВП может сформироваться выше на **0,3-0,4 процентного пункта**.

При этом, в результате преобладания влияния других факторов, эффективность процентного канала в регулировании кредитования может быть низкой.

В случае возникновения данной ситуации, наряду с сохранением денежно-кредитной политики на жёстком уровне, будут приняты также макропруденциальные меры в целях обеспечения ценовой и финансовой стабильности.

### **Повышение регулируемых цен темпами, превышающими уровень инфляции**

Повышение цен на электроэнергию, природный газ, коммунальные услуги, транспорт и другие регулируемые услуги более высокими темпами по сравнению с уровнем, учитываемым в базовом сценарии, будет иметь дополнительное прямое и вторичное повышательное воздействие на общие потребительские цены.

В частности, вследствие роста производственных затрат предприятия пересмотрят цены на товары и услуги, что вызовет вторичный инфляционный эффект. Также под воздействием этого шока возрастут инфляционные ожидания населения.

Под влиянием высокого повышения регулируемых цен уровень инфляции может повыситься **на 0,6-0,8 процентного пункта** по сравнению с базовым сценарием, а уровень ВВП может снизиться **на 0,1-0,2 процентного пункта**.

При возникновении данного шока меры денежно-кредитной политики будут ужесточены в целях сдерживания инфляционных ожиданий и уменьшения вторичных эффектов от повышения регулируемых цен.

### Изменения, внесённые в методологию расчёта бенчмарк показателя денежного рынка

В целях совершенствования механизма формирования и публикации информации о процентных ставках, сложившихся на денежном рынке, Центральным банком внедрена в практику новая редакция «Методологии расчёта и публикации индекса межбанковского денежного рынка UZONIA (Uzbek OverNight Index Average)».

UZONIA является показателем, который выражает бенчмарк-уровень краткосрочных ресурсов, сформированный на денежном рынке. Порядок его расчёта и публикации был разработан и внедрён Центральным банком в 2022 году при технической поддержке Европейского банка реконструкции и развития.

В период внедрения показателя UZONIA (2022 год) на денежном рынке в основном осуществлялись депозитные операции, в связи с чем именно эти операции были приняты в качестве базы для расчёта ставки UZONIA.

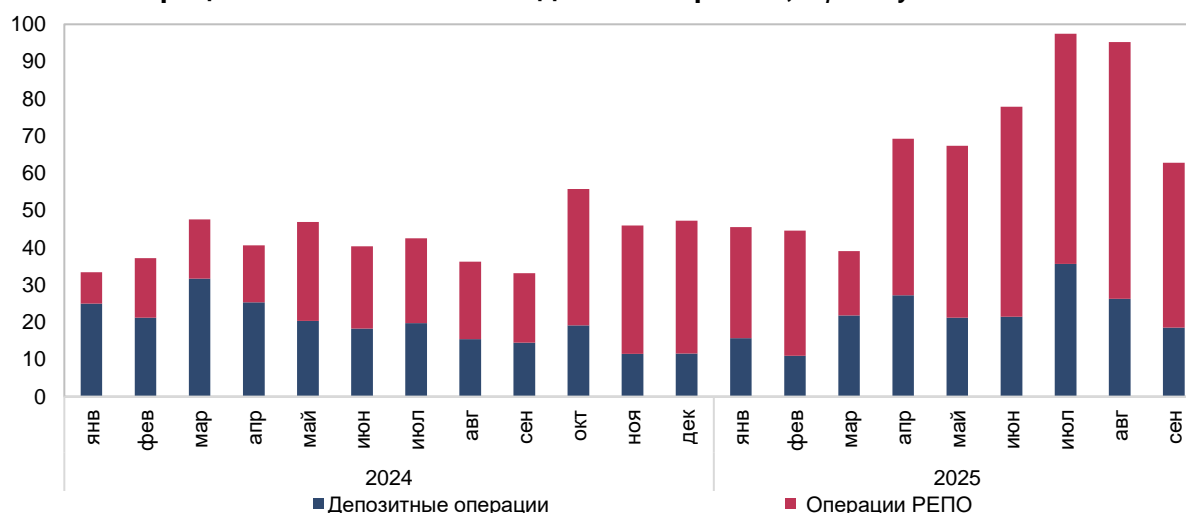
Однако, поскольку при проведении операций на межбанковском депозитном рынке не используется ликвидное залоговое обеспечение, среди участников рынка возникает определённый кредитный риск. В результате расширения рынка государственных ценных бумаг, а также по вышеуказанным причинам, банки начали отдавать предпочтение операциям РЕПО на денежном рынке (рис. 1).

В результате, в 2024 году доля операций РЕПО на денежном рынке в среднем увеличилась до 53%, а за январь-сентябрь текущего года – до 66%.

Кроме того, если в январе-сентябре текущего года среднедневной объём овернайт операций на депозитном рынке составлял 0,6 трлн сумов, а их количество – 4, то на рынке РЕПО эти показатели сложились значительно выше – 1,3 трлн сумов и 10 соответственно.

Указанные структурные изменения на денежном рынке потребовали соответствующего отражения и в его бенчмарк-ставке – UZONIA.

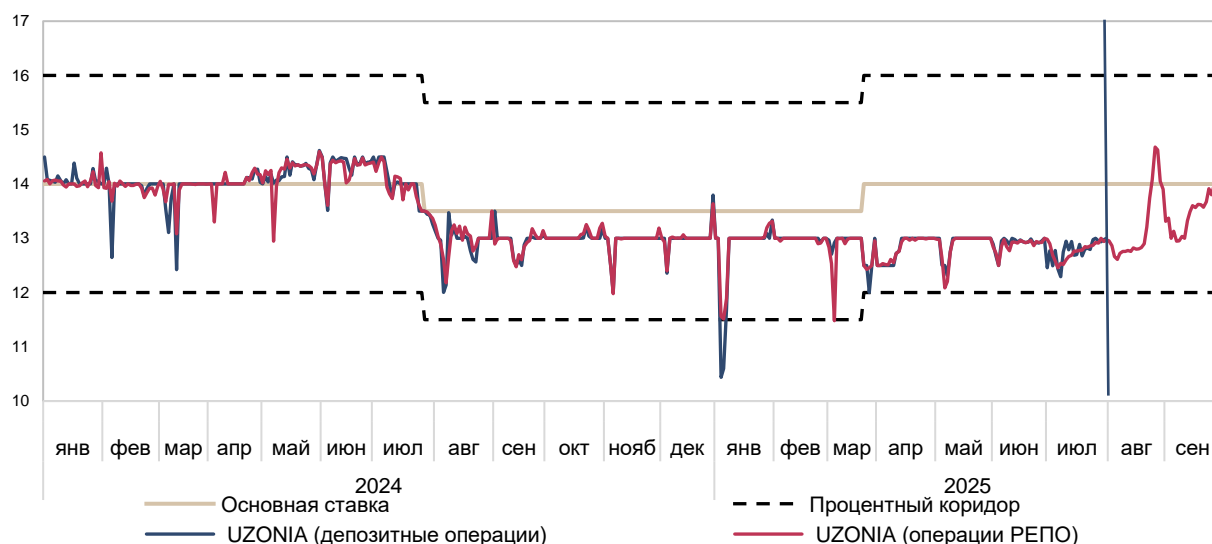
**Рис. 1. Операции на межбанковском денежном рынке, трлн сумов**



Источник: Расчёты Центрального банка.

При анализе процентных ставок UZONIA, рассчитанных на основе депозитного рынка и рынка РЕПО, можно наблюдать, что динамика индекса, базой для расчёта которого являются операции РЕПО, ближе к основной ставке, а также формируется в рамках установленного процентного коридора (рис. 2.).

**Рис. 2. Процентные ставки UZONIA, рассчитанные на основе операций депозитного рынка и рынка РЕПО, %**



Источник: Расчёты Центрального банка.

Исходя из вышеизложенного, на основе передового международного опыта и технической поддержки ЕБРР, была разработана и с 1 августа текущего года внедрена в практику новая методология расчёта ставки UZONIA. В соответствии с обновлённой методологией, в качестве базы для расчёта UZONIA используются овернайт операции на межбанковском рынке РЕПО и процентные ставки по ним.

Также, для расчёта процентной ставки UZONIA необходимо, чтобы в банковский рабочий день было проведено не менее 5 овернайт операций РЕПО, а их общий объём составлял не менее 500 млрд сумов.

Вместе с тем, были введены и шаги для расчёта процентной ставки UZONIA в тех случаях, когда количество операций, совершённых на межбанковском рынке РЕПО в банковский рабочий день, не удовлетворяет установленным минимальным требованиям.

В частности, в банковский рабочий день, когда минимальные требования не выполняются, к базе расчёта процентной ставки UZONIA добавляется «усеченный» 80% композитный вес овернайт операций, совершённых на межбанковском денежном рынке.

Если общий объём межбанковских операций РЕПО и депозитных операций, добавленных к базе расчёта, составляет менее 500 млрд сумов, то к базе расчёта добавляются 10% от овернайт депозитных операций Центрального банка за этот рабочий день.

Если после выполнения вышеуказанной последовательности шагов объём в базе расчёта меньше 500 млрд сумов, то процентная ставка UZONIA рассчитывается на основе среднего отклонения процентных ставок UZONIA за последние 5 рабочих дней от основной ставки Центрального банка.

Если процентная ставка UZONIA рассчитывается по вышеуказанному порядку в течение 5 последовательных банковских рабочих дней, то со следующего рабочего дня процентная ставка UZONIA устанавливается на уровне основной ставки Центрального банка.

Изменения, внесённые в индекс UZONIA, не только отражают реальные тенденции, сложившиеся на денежном рынке в последние годы, но и повышают эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

В целях повышения эффективности процентной ставки UZONIA на денежном рынке, в частности, обеспечения того, чтобы она отражала реальную ситуацию на межбанковском денежном рынке и правильно учитывала интересы пользователей, Центральный банк будет постоянно, и не реже одного раза в год, пересматривать данную методологию.

## Врезка 4.

## Оценка факторов и динамики инфляции в Узбекистане с помощью модели векторной коррекции ошибок (VECM)

Изучение факторов, играющих важную роль в формировании динамики инфляции, а также повышение потенциала прогнозирования уровня инфляции имеют важное значение для Центрального банка.

В данном анализе с использованием модели векторной коррекции ошибок (Vector Error Correction Model - VECM) были изучены краткосрочные и долгосрочные факторы инфляции, а также формирование её динамики в период с 2018 по 2025 годы.

VECM модель, использованную для исследования, можно выразить следующим образом:

$$\Delta Y_t = \Pi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{n-1} \Phi_i \Delta Y_{t-i} + C + v_t$$

где:  $Y_t = [\ln CPI_t \ln rSale_t \ln M2_t \ln EXP_t \ln NER_t \ln IMPP_t]$  – вектор переменных месяца  $t$ ;  $\Delta Y_t$  – первая разность вектора состоящего из  $k$  эндогенных переменных;  $\Pi$  – матрица отражающая коинтеграционные связи размера  $6 \times 1$ ;  $\Delta Y_{t-i}$  – матрица разностей (lagged differences) эндогенных переменных за прошлые периоды;  $\Phi_i$  – матрица коэффициентов размером  $6 \times 1$  для разниц эндогенных переменных за прошлые периоды;  $C$  – вектор констант,  $n$  – количество лагов в VAR-форме модели<sup>1</sup> и  $v_t$  – вектор ошибок.

В модели, использованной для оценки инфляции (CPI), для отражения факторов спроса использовался объём выручки от торговли и платных услуг ( $rSale$ , в реальном выражении)<sup>2</sup>. Для учёта воздействий монетарной и фискальной политики использовались, соответственно, такие переменные, как широкая денежная масса ( $M2$ ) и бюджетные расходы ( $EXP$ ), а для отражения воздействия внешних факторов – номинальный обменный курс ( $NER$ ) и импортные цены ( $IMPP$ ).

Результаты показывают наличие положительной взаимосвязи между выбранными переменными и инфляцией в **долгосрочном периоде**<sup>3</sup> (табл. 1).

Согласно коэффициентам нормализованного коинтеграционного уравнения, оценённого с помощью модели, рост широкой денежной массы на 1% приводит к повышению уровня инфляции на 0,15% в долгосрочном периоде. Обесценение номинального обменного курса ( $NER$ ) и рост импортных цен имеют относительно более высокое значение в формировании инфляции. В частности, обесценение обменного курса на 1% повышает уровень инфляции на 0,36%, а рост импортных цен на 1% повышает потребительские цены на 0,28%.

Экономическая активность также оказывает существенное влияние на формирование инфляции. В частности, увеличение объёма платной выручки, отражающей динамику внутреннего спроса, на 1% приводит к росту потребительских цен на 0,04%.

<sup>1</sup> Согласно результатам различных информационных критериев (таких как LR, FPE, AIC, SC и HQ), наиболее оптимальный лаг для основной модели (в форме VAR) равен  $n=3$ . Это означает, что оптимальный лаг в модели VECM должен быть  $n-1 = 3-1 = 2$ .

<sup>2</sup> Объём выручки от торговли и платных услуг был переведён в реальное выражение с использованием индексов цен производителей и цен на услуги (базовый период 2018=100). В дальнейшем он будет называться платной выручкой.

<sup>3</sup> Продолжительность долгосрочного периода составляет два с половиной года.

**Таблица 1. Нормализованные коинтеграционные (долгосрочные) коэффициенты**  
(В скобках приведены стандартные ошибки, переменные представлены в логарифмическом виде)

CPI	rSale	M2	EXP	NER	IMPP	Adjustment coefficient (α)
	0.04 * (0.02)	0.15 *** (0.02)	0.02 (0.03)	0.36 *** (0.05)	0.28 *** (0.05)	-0.14 *** (0.03)

Обозначения \*\*\* (\*\*) [\*] указывают на статистическую значимость на 1 (5) [10] процентном уровне.

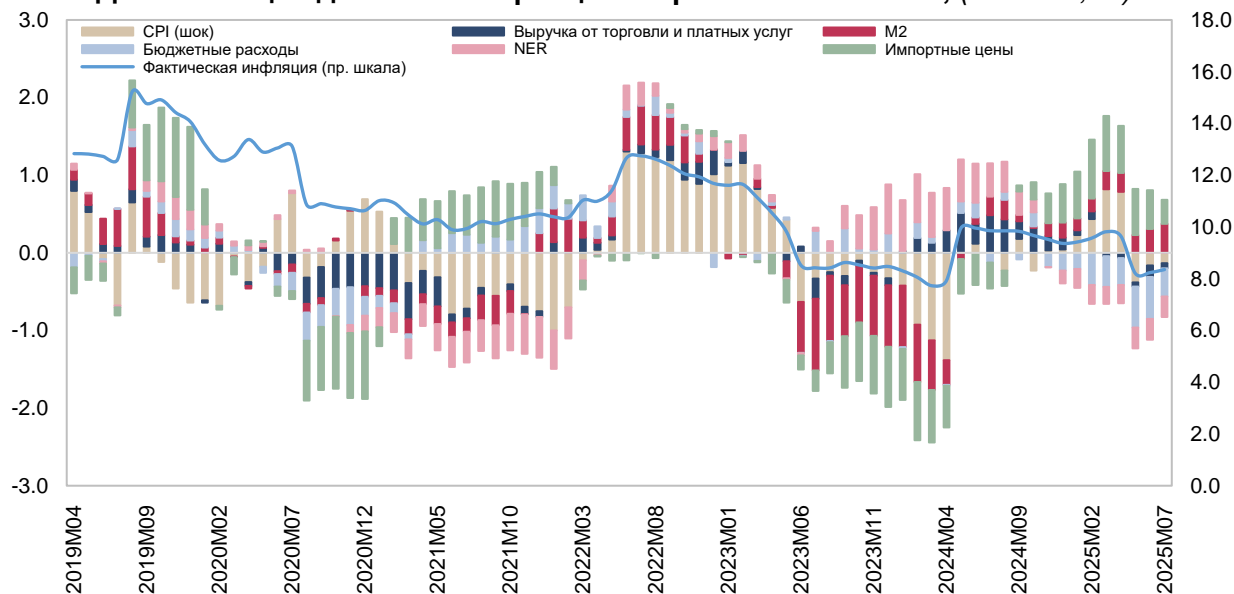
Источник: Расчёты Центрального банка.

По результатам основной модели все переменные, за исключением бюджетных расходов, статистически значимы.

Вместе с тем, **краткосрочные взаимодействия** инфляции с различными переменными анализируются посредством импульсных откликов. Согласно результатам основной модели, в краткосрочном периоде<sup>4</sup> увеличение денежной выручки, широкой денежной массы (M2) и импортных цен, а также обесценение валютного курса, приводят к заметному усилению инфляционного давления. Повышающее влияние шоков государственных расходов на инфляцию формируется относительно ниже.

Историческая декомпозиция изменения инфляции относительно внутренних (денежные поступления, M2 и бюджетные расходы) и внешних шоков (обменный курс и импортные цены) также показывает, что в периоды, предшествующие 2023 году, чувствительность цен как к внутренним, так и к внешним шокам была высокой. В частности, если в 2019–2020 годах внешние шоки имели важное значение в формировании инфляции, то к 2021–2023 годам влияние внутренних шоков заметно возросло (особенно явно это проявилось во II и III кварталах 2022 и 2023 годов).

**Рис. 1. Декомпозиция динамики инфляции по различным шокам, (годовая, %)**



Источник: Расчёты Центрального банка.

<sup>4</sup> Продолжительность краткосрочного периода до 6 месяцев.



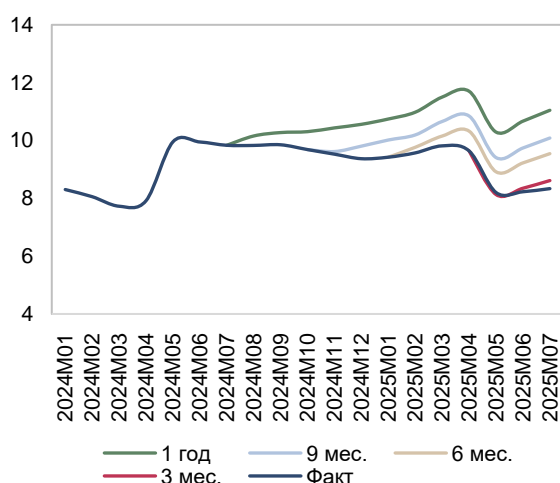
С 2025 года роль внешних шоков в формировании инфляции снова возросла. В частности, укрепление обменного курса в последних кварталах оказало понижающее воздействие на инфляцию, в то время как индекс импортных цен послужил повышающим фактором (рис. 1).

Также при оценке прогнозного потенциала модели при прогнозировании с помощью модели VECM был использован метод динамической симуляции<sup>5</sup>.

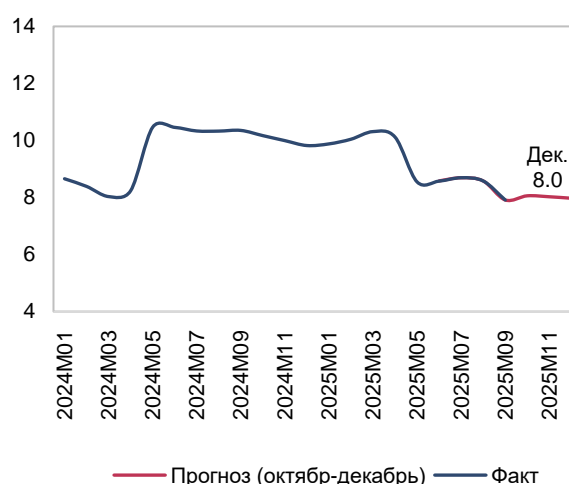
В целом, прогнозируемая инфляция и фактическая инфляция имеют относительно схожие тенденции. В частности, результаты прогнозирования на краткосрочном (3-месячном) интервале сформировались близко к фактической инфляции (рис. 2). Однако с увеличением периодов прогнозирования, несмотря на то, что прогнозируемая и фактическая инфляция сохраняют схожие тенденции (от 6 месяцев до 1 года), ошибки между ними возрастают. По этой причине целесообразно осуществлять краткосрочные прогнозы с помощью данной модели и провести дополнительные исследования по дальнейшему совершенствованию возможностей модели для прогнозирования на долгосрочном интервале.

С учетом высокого качества прогнозной способности модели на краткосрочный период, были осуществлены прогнозы на последующий 3-месячный период (октябрь-декабрь 2025 года). Результаты показывают, что к декабрю годовая инфляция составит 8,0 процента (рис. 3).

**Рис. 2. Прогнозная способность основной модели за пределами выборочного периода, (годовой, %)**



**Рис. 3. Прогноз на октябрь-декабрь 2025 года, (годовой, %)**



Источник: Расчёты Центрального банка

<sup>5</sup> При этом, прогнозирование было осуществлено путём сокращения периодов выборки, охватываемых прогнозом, переоценки модели на основе этих сокращенных периодов и последующего прогнозирования для следующих периодов.

### Влияние факторов предложения на инфляцию

В Узбекистане активно осуществляется ряд реформ, направленных на переход к рыночным механизмам и повышение эффективности экономических процессов. Достижение среднесрочных целей макроэкономической стабильности, в том числе низкой и стабильной инфляции, во многом зависит от темпов и эффективности реализации данных реформ.

Эффект структурных реформ проявляется в среднесрочном и долгосрочном периоде, тогда как в краткосрочном периоде может наблюдаться их прямое и косвенное воздействие на инфляцию. В таких условиях для ограничения воздействия возможного роста инфляционных ожиданий требуется ужесточение условий денежно-кредитной политики.

Наряду с этим, в обеспечении стабильности цен большое значение имеет дальнейшая либерализация экономики, включая смягчение избыточных регуляторных требований, а также проведение политики, направленной на стимулирование устойчивого роста совокупного предложения.

Задержки или отсрочки решений в этом направлении приводят к высокому росту цен в отдельных сегментах потребительского рынка, формированию вторичных инфляционных эффектов, снижению эффективности денежно-кредитной политики и необходимости её поддержания на жестком уровне в течение более длительного периода.

Для обеспечения стабильно низкого уровня инфляции важное значение имеет осуществление ряда фундаментальных структурных преобразований. В частности, важно сокращение доли государства в экономике и усиление конкурентной среды за счет активизации процессов приватизации, снижение уровня концентрации на внутренних рынках путем упрощения условий доступа к ним, совершенствование и повышение потенциала транспортной и логистической инфраструктуры, обеспечение предложения энергоресурсов в соответствии со спросом, а также заблаговременное объявление общественности о предстоящем повышении регулируемых тарифов.

**Активизация процессов приватизации.** Последовательная реализация этой реформы способствует укреплению эффективности деятельности предприятий, оптимизации производственных процессов и сокращению издержек предложения, что создает основу для улучшения конкурентной среды и усиления роли и значимости частного сектора в экономике.

Вместе с тем, эффективность процессов приватизации во многом зависит от качества институтов, механизмов реализации реформы и существующих макроэкономических условий. При этом важно обеспечить такие критерии, как порядок и прозрачность процесса приватизации, уровень конкуренции, а также репутация и отраслевой опыт инвесторов.

**Повышение уровня конкуренции и снижение уровня концентрации на отдельных рынках** занимают особое место в формировании стабильных цен и смягчении инфляционного давления в экономике.

В условиях низкой конкуренции предприятия имеют значительное превосходство в формировании цен и во многих случаях перекладывают высокие наценки сверх издержек на конечного потребителя.

Это приводит к росту цен и усилению инфляционного давления. Формирование сильной конкуренции способствует снижению таких рисков.

В частности, компании, стремясь сохранить свою долю на рынке, активизируются во внедрении возможностей для повышения производительности, перераспределения части прибыли или оптимизации издержек. Это, в свою очередь, смягчает чувствительность цен к внешним и внутренним шокам. В результате укрепляется адаптивность экономики и стабильность ценовой динамики, а также ограничивается эффект факторов, временно влияющих на инфляцию. Расширение конкуренции также способствует повышению эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, увеличивая чувствительность бизнеса к изменениям в условиях финансирования и процентных расходах.

**Совершенствование и повышение потенциала транспортной и логистической инфраструктуры** повышает мобильность в экономике и увеличивает общую экономическую производительность за счет более быстрого и эффективного распределения ресурсов.

Снижение транспортных и логистических издержек уменьшает себестоимость товаров и услуг, смягчая давление на цены. Развитие инфраструктуры усиливает взаимосвязь региональных рынков, способствует быстрой адаптации цен между регионами и снижает диспропорции, возникающие из-за ограничений в поставках.

Эффективная логистика расширяет возможности производителей и торговых сетей для диверсификации поставщиков, создавая основу для усиления конкуренции. Развитая инфраструктура повышает устойчивость экономики к внешним и внутренним шокам, в том числе за счет смягчения перебоев в поставках и волатильности цен на мировых рынках.

В долгосрочной перспективе совершенствование транспортной и логистической инфраструктуры создает необходимые условия для увеличения производственных мощностей, расширения предложения и эффективного распределения ресурсов, что способствует снижению структурного инфляционного давления.

**Обеспечение энергетическими ресурсами в соответствии с уровнем спроса.** Энергетические ресурсы занимают важное место в производственных процессах и структуре затрат большинства отраслей. Недостаток в предложении электроэнергии, газа или топлива приводит к росту расходов предприятий, сокращению объемов производства и перебоям в производственных цепочках, что оказывает широкое инфляционное воздействие на экономику. В частности, увеличение расходов, связанных с энергопотреблением, заметно влияет на транспортные расходы, а также на себестоимость продуктов питания и товаров повседневного спроса.

В отраслях с непрерывным производственным циклом дефицит энергетических ресурсов приводит к резкому росту транзакционных издержек, таких как потеря сырья и полуфабрикатов, а также затрат на повторный запуск оборудования.

Данные факторы, в свою очередь, напрямую влияют на рост потребительских цен и инфляционные ожидания населения. Кроме того, это приводит к росту неопределенности для бизнеса и снижению эффективности использования производственных мощностей.

**Заблаговременное информирование общественности о повышении регулируемых тарифов.** С целью снижения неопределённости при принятии решений населением и бизнесом, предварительное объявление графиков индексации тарифов на регулируемые коммунальные услуги и услуги общественного транспорта в среднесрочной перспективе (*на ближайшие 3–5 лет*) позволит облегчить финансовое планирование и сформировать относительно сдержанные ожидания.

При этом осуществление повышения цен на уровне ниже инфляции одновременно во всех регионах в определённый месяц, а также ежегодное продолжение этого процесса в соответствии с данным планом-графиком, будет способствовать предотвращению потенциально негативных последствий индексации для инфляционных ожиданий.

### III. ПРИОРИТЕТНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

#### 3.1. Перспективы повышения эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики

Трансмиссия денежно-кредитной политики – это процесс передачи и воздействия решений Центрального банка на реальный сектор экономики и, в конечном итоге, на уровень цен посредством различных каналов. При этом решения Центрального банка по денежно-кредитной политике оказывают влияние на процессы кредитования в экономике, на стоимость финансовых активов, а также на решения населения по сбережению и потреблению через такие каналы трансмиссии, как **канал процентной ставки, кредитный канал, канал финансовых активов, канал ожиданий и канал обменного курса.**

Эффективность трансмиссии зависит от воздействия инструментов денежно-кредитной политики Центрального банка, уровня развития финансового рынка страны, конкурентной среды на кредитном и депозитном рынках, а также от степени вмешательства государства.

В среднесрочной перспективе Центральный банк принимает меры по повышению эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики, совершенствуя инструменты денежно-кредитной политики и адаптируя операционный механизм в соответствии с передовым зарубежным опытом. Основное внимание при этом уделяется повышению эффективности механизмов трансмиссии, в частности **процентного канала.** Реализуемые меры охватывают несколько ключевых направлений.

**Секьюритизация основных операций по привлечению ликвидности.** В случае профицита ликвидности в банковской системе Центральный банк управляет процентными ставками на денежном рынке, эффективно привлекая (*абсорбируя*) дополнительную ликвидность. В целях повышения эффективности денежно-кредитной политики и **секьюритизации** (*обеспечения долговыми ценными бумагами*) основных операций Центрального банка по привлечению ликвидности были внесены **временные** изменения в операционный механизм денежно-кредитной политики.

С 1 августа 2025 года в качестве основного инструмента привлечения ликвидности вместо **1-недельных депозитных аукционов** было введено размещение **7-дневных облигаций Центрального банка**.

Данное изменение, внесенное в операционный механизм, напрямую влияет на формирование процентных ставок на денежном рынке в пределах процентного коридора Центрального банка, на уровне, близком к основной ставке.

Однако **очень короткий срок обращения** данных облигаций, **низкий спрос на них на вторичном рынке** ценных бумаг, а также **ограниченная возможность заключения сделок РЕПО** с краткосрочными ценными бумагами согласно действующим нормативно-правовым документам снижают возможность полноценного использования этого инструмента банками.

С целью повышения привлекательности основных операций по привлечению ликвидности и обеспечения формирования процентных ставок на денежном рынке на уровне, близком к основной ставке, начиная со следующего года планируется выпуск в обращение **специальных облигаций Центрального банка сроком до 1 года** (без размещения среди коммерческих банков) с их отражением на балансе Центрального банка, а также организация с их использованием **полностью обеспеченных основных операций в форме РЕПО-операций по фиксированной процентной ставке**.

Преимущество данного механизма перед действующими инструментами объясняется возможностью коммерческого банка **продать заложенную облигацию Центрального банка** или привлечь средства **через вторичное РЕПО**, когда ликвидность необходима в течение 1 недели. При этом операции РЕПО с фиксированной ставкой и полным обеспечением будут осуществляться в **неограниченном объеме, на уровне основной ставки**. В этом направлении порядок выпуска специальных облигаций и правила ведения их бухгалтерского учета будут разработаны в соответствии с международными стандартами.

Секьюритизация основных операций улучшает трансмиссию денежно-кредитной политики за счет эффективного обеспечения операционной цели денежно-кредитной политики. При этом в условиях структурного профицита ликвидности это послужит расширению залоговой базы коммерческих банков и увеличению доли обеспеченных операций на межбанковском денежном рынке.



**Расширение доступа к финансовым инструментам с плавающей процентной ставкой, привязанной к основной ставке.** В международной практике активное использование финансовых инструментов с плавающей процентной ставкой, привязанных к бенчмарк-ставке, имеет важное значение для повышения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Инструменты с плавающей процентной ставкой позволяют **быстрее и точнее** передавать решения денежно-кредитной политики в финансовую систему и, в конечном итоге, в реальный сектор. При этом изменение процентных выплат по банковским продуктам в непосредственном соответствии с бенчмарк-ставкой играет ключевую роль в принятии финансовых решений участниками рынка.

В условиях Узбекистана распространение банковских продуктов с плавающей процентной ставкой, привязанных к UZONIA, повышает **действенность процентного канала** трансмиссии денежно-кредитной политики. Влияние изменений основной ставки на процентные ставки денежного рынка адаптирует стоимость финансовых ресурсов для банков к рыночным условиям и **усиливает кредитный канал**. Прямое воздействие изменений процентных ставок на заемщиков и инвесторов **усиливает канал ожиданий** и обеспечивает их формирование исходя из реальных условий. Формирование процентных ставок в рыночных условиях, в свою очередь, делает финансовую систему более гибкой и способствует **перераспределению** рисков между кредитором и заемщиком.

Вместе с тем, широкое применение таких инструментов может привести и к возникновению новых рисков в экономике. Резкие колебания процентных ставок могут оказать негативное влияние на ожидания и платежеспособность заемщиков, а также создать вероятность усиления кредитного риска в банковском секторе. Поэтому инструменты, привязанные к бенчмарк-ставке, рассматриваются не только как средство ускорения трансмиссии, но и как механизм, требующий осторожности.

**Организация рынка процентных свопов** с целью создания возможности управления рисками по процентным ставкам финансовых инструментов в национальной валюте в банковской системе считается одним из важных направлений в среднесрочной перспективе.



При этом:

- **повышение знаний и навыков** банков в области процентных рисков и возможностей управления ими;
- **разработка методического руководства** по осуществлению операций процентного свопа;
- **создание отдельной страницы на платформе межбанковского денежного рынка валютной биржи, предоставляющей коммерческим банкам возможность ввода ежедневных индикативных котировок (*indicative quote*) по операциям своп на индекс овернайт, привязанным к UZONIA в национальной валюте.**

Центральный банк в рамках **«Рабочей группы по денежному рынку»**, организованной совместно с Европейским банком реконструкции и развития, будет на постоянной основе проводить **учебные семинары** для коммерческих банков по вопросам внедрения финансовых инструментов с плавающей процентной ставкой, привязанных к бенчмарк-ставке, осуществления расчетов по ним, а также устранения процентных рисков, которые могут возникнуть по данным инструментам.

### **Разработка механизма залогового обеспечения по операциям предоставления ликвидности Центрального банка.**

Развитие финансовых рынков и финансовых инструментов, а также рост объемов и увеличение видов операций на межбанковском денежном рынке обуславливают необходимость дальнейшего совершенствования механизма залогового обеспечения для повышения эффективности операций Центрального банка по предоставлению ликвидности.

В операционном механизме денежно-кредитной политики залоговая политика выполняет следующие задачи:

- **снижение кредитного риска** по операциям предоставления ликвидности Центрального банка, то есть **гарантирование возврата предоставленной ликвидности;**
- **подача сигнала участникам рынка о надежных средствах обеспечения в операциях перераспределения ликвидности.** При этом активы в залоговой корзине Центрального банка в качестве бенчмарка служат ориентиром для участников рынка относительно пригодных, ликвидных и безопасных активов;

- оказание **влияния на процесс определения цен** по операциям на денежном рынке. При этом вид активов, принимаемых в качестве залога, метод их оценки и уровень применяемых к ним **дисконтов (haircut)** служат важным фактором в формировании рыночных ставок.

В целях управления рисками по операциям денежно-кредитной политики будут **пересмотрены виды залогового обеспечения**, которые могут быть использованы в инструментах Центрального банка по предоставлению ликвидности, **и применяемые к ним дисконты (haircut)**. На основе этого, с привлечением технического содействия от международных финансовых институтов, будет разработан **Механизм залогового обеспечения Центрального банка**.

Разработка Механизма залогового обеспечения основывается на следующих принципах, исходя из уровня развития рыночной инфраструктуры и финансовых инструментов:

**Диверсификация и гибкость:** сфера активов, принимаемых в качестве залога, будет поэтапно расширена, и наряду с государственными ценными бумагами в залоговую базу будут включены и другие высоколиквидные финансовые активы, соответствующие критериям, установленным Центральным банком.

**Риск-ориентированный подход:** уровень дисконта (*haircut*) для каждого типа актива будет определяться на основе его ликвидности, волатильности цен и кредитного рейтинга.

**Автоматизированная система оценки:** будет внедрена современная автоматизированная информационная система, позволяющая осуществлять мониторинг и переоценку залогов в режиме реального времени. Это позволит не только упростить операционные процессы, но и контролировать качество обеспечения, а также снизить риски операций по предоставлению ликвидности.

Совершенствование механизма залогового обеспечения обеспечит осуществление операций по предоставлению ликвидности более точным, прозрачным и соответствующим рыночным условиям образом. Данный механизм будет способствовать формированию процентных ставок в рыночных условиях, быстрой адаптации операций по предоставлению ликвидности к рыночным сигналам, а также повышению эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики.

**Разработка новой редакции тактики и стратегии интервенций Центрального банка по операциям на валютном рынке.** В целях совершенствования рыночных механизмов формирования курса национальной валюты в экономике, дальнейшего развития внутреннего валютного рынка и повышения роли коммерческих банков в курсообразовании планируется усовершенствовать стратегию валютных интервенций Центрального банка.

При этом будут полностью разделены операции Центрального банка, связанные с покупкой монетарного золота (*в рамках принципа нейтральности*), и его валютные интервенции. Интервенции Центрального банка будут осуществляться на основе результатов модели управления рисками, учитывающей колебания валютного курса.

Новая редакция тактики и стратегии интервенций Центрального банка по операциям на валютном рынке определит основные принципы, цели, задачи и формы интервенций, осуществляемых Центральным банком на внутреннем валютном рынке.

Также будет повышаться активность и роль коммерческих банков как «маркет-мейкеров» в формировании курса национальной валюты.

**Совершенствование инструментов хеджирования и организация местного хедж-фонда с участием зарубежных экспертов.** В целях дальнейшего развития внутреннего валютного рынка, смягчения воздействия колебаний валютного курса и внешних шоков на финансовое состояние предприятий, а также хеджирования валютных рисков будут внедрены новые деривативные инструменты. При этом действующая нормативно-правовая база будет подвергнута полной правовой экспертизе, и будут приняты меры по ее гармонизации с международными стандартами.

Тем самым будут созданы условия для смягчения воздействия колебаний валютного курса и внешних шоков, а также для хеджирования валютных рисков для субъектов предпринимательства, занимающихся внешнеторговой деятельностью.

Вместе с тем, в целях обеспечения постоянной ликвидности на рынке инструментов хеджирования и создания возможностей для предотвращения концентрации рисков, связанных с хеджированием, при содействии зарубежных экспертов и участии субъектов рынка будет организована местная хеджирующая компания.

Кроме того, будут разработаны программы маркет-мейкерства для инструментов хеджирования на внутреннем валютном рынке и созданы благоприятные условия, направленные на повышение роли местного хедж-фонда и коммерческих банков в качестве маркет-мейкеров на рынке.

***Разработка системы управления рисками по операциям Центрального банка на валютном и денежном рынках.*** В целях организации системы управления рисками по операциям Центрального банка на валютном и денежном рынках на основе передового зарубежного опыта налажено сотрудничество между Центральным банком и Международной рабочей группой по управлению рисками (IORWG).

В рамках данного сотрудничества будет организована работа по выявлению и оценке рисков на валютном и денежном рынках, формированию сводного реестра рисков, а также на основе рекомендаций рабочей группы будет разработана система управления рисками.

Кроме того, будут приняты меры по снижению кредитного риска, связанного с операциями, осуществляемыми в рамках операционного механизма денежно-кредитной политики Центрального банка, то есть по гарантированию возврата предоставленной ликвидности.

### 3.2. Направления развития потенциала макроэкономического анализа и прогнозирования

Активные структурные реформы, ускорение процессов цифровизации, глобальные тенденции в области искусственного интеллекта, высокая неопределенность и риски в мировой экономике, а также меняющаяся макроэкономическая ситуация в нашей стране обуславливает необходимость разработки Центральным банком качественного и оперативного анализа и прогнозов для проведения эффективной денежно-кредитной политики.

На сегодняшний день в Центральном банке внедрены все ключевые элементы системы прогнозирования и анализа (FPAS). Основной моделью Центрального банка является квартальная модель прогнозирования (QPM). Кроме того, разработан ряд вспомогательных (сателлитных) моделей для более глубокого анализа и прогнозирования отдельных показателей.

Для прогнозирования инфляции применяются модели авторегрессионного интегрированного скользящего среднего (ARIMA) и байесовской векторной авторегрессии (BVAR). Для прогнозирования ВВП используются макроэкономическая модель, основанная на финансовом программировании, а также динамические факторные модели (DFM) и модели на данных смешанной частоты (MIDAS).

#### **Направления совершенствования системы нукастинга и краткосрочного прогнозирования**

Центральный банк привлекает техническую помощь от МВФ на 2025–2026 годы по направлению «Совершенствование нукастинга текущего и краткосрочного прогнозирования». В рамках этой технической помощи будет разработана система нукастинга и краткосрочного прогнозирования макроэкономических показателей с использованием модели большой байесовской векторной авторегрессии (LBVAR).

Преимущество модели LBVAR над традиционными моделями векторной авторегрессии заключается в возможности использования больших объемов данных при прогнозировании макроэкономических показателей.

При этом по мере публикации высокочастотных данных результаты прогноза будут обновляться в режиме реального времени. Кроме того, будет проводиться оценка маржинального влияния каждого опубликованного показателя на основные прогнозные показатели.

В текущем году на начальном этапе технической помощи МВФ модель LBVAR была запущена в тестовом режиме. При этом было использовано около 50 внутренних и внешних макроэкономических показателей, таких как экономическая активность, платежный баланс, цены на сырьевые товары, внутренняя инфляция, инфляция торговых партнеров, обменные курсы, монетарные показатели, процентные ставки, индекс цен производителей, а также бюджетные доходы и расходы.

Работы по совершенствованию модели LBVAR будут полностью завершены и внедрены в практику в следующем году. Также будет налажен выпуск кратких аналитических сведений (Data Commentary) об обновлении прогнозов и их изменениях по мере публикации высокочастотных данных.

В рамках расширения ряда краткосрочных прогнозов инфляции запланировано использование методов машинного обучения. Этот подход поможет повысить точность краткосрочного прогноза инфляции, снизить ошибки прогнозирования и выявить нелинейные зависимости между переменными. Для этого планируется адаптировать алгоритмы машинного обучения к национальной базе макроэкономических данных.

Наряду с моделями BVAR и ARIMA, планируется внедрение моделей «градиентного бустинга», которые позволят быстро адаптировать динамику цен к шокам спроса и предложения в краткосрочном периоде.

Кроме того, в прогнозировании инфляции запланировано внедрение метода прогнозов плотности вероятности (*probability density forecast*). Этот метод позволяет оценивать будущее значение инфляции не как одно число, а в виде вероятностного распределения. В процессе внедрения на основе байесовского подхода будут формироваться вероятностные распределения по каждому прогнозному горизонту.

Исходя из необходимости всестороннего анализа экономических условий, в процессе прогнозирования намечено поэтапное внедрение и налаживание системы вспомогательных (сателлитных) моделей. В частности, предусматривается разработка прогнозных моделей по составным элементам счёта текущих операций (*экспорт, импорт и денежные переводы*), применение моделей для оценки влияния фискальной политики на макроэкономические показатели, а также регулярный расчёт фискальной позиции и фискального импульса и определение фискальных мультипликаторов.



Также планируется расширить набор краткосрочных динамических прогнозных моделей ВВП со стороны предложения с учетом взаимосвязей между секторами экономики.

Планируется расширение набора эконометрических и структурных моделей, используемых для анализа динамики других макроэкономических показателей, которые важны для принятия решений денежно-кредитной политики.

В рамках этого процесса предусмотрена разработка ряда эконометрических моделей с высоким потенциалом для повышения точности прогнозов, включая расширенную модель векторной авторегрессии с изменяющимися во времени параметрами, модель векторной коррекции ошибок, модель локальных проекций и модели, основанные на байесовских методах.

Планируется внедрение интегрированной прогнозной платформы, которая позволит консолидировать прогнозы, созданные различными моделями, и на их основе формировать наиболее оптимальный прогнозный результат. Ожидается, что эта система обеспечит согласованность между всеми моделями в рамках FPAS и значительно повысит точность прогнозных результатов в процессе принятия решений.

### ***Направления совершенствования системы среднесрочного и долгосрочного прогнозирования***

Для того чтобы система FPAS полностью отражала структуру и условия экономики, требуется регулярное обновление параметров моделей данной системы. С учетом этого, при содействии технической помощи МВФ в 2025 году начаты работы по полному пересмотру параметров модели QPM и их перекалибровке под меняющиеся макроэкономические условия и структурное строение экономики. Планируется продолжить работу в этом направлении и в последующие годы.

В 2025 году была проведена работа по совершенствованию и расширению использования динамической стохастической модели общего равновесия (DSGE), разработанной для экономики Узбекистана. В последующие годы предусмотрена разработка и внедрение в практику квартальной модели DSGE. В целях расширения использования данной модели будет уделено особое внимание повышению опыта и навыков операторов модели.



## Направления усиления исследований и анализа

Также изучаются возможности анализа текстовой информации, полученной из таких источников, как новости, статьи и социальные сети, на основе моделей машинного обучения.

Это поможет оценить рыночное настроение и провести более широкий анализ его потенциального воздействия на экономику.

Анализ настроений позволит оценить реакцию рынка на решения и глубже понять рыночные ожидания при принятии решений.

В то же время, предусмотрено внедрение моделей, основанных на кривой Филлипса, для оценки влияния показателей рынка труда, таких как занятость и динамика заработной платы, на инфляцию. В перспективе Центральный банк ставит целью повышение точности прогнозов и обеспечение высокой эффективности анализа денежно-кредитной политики путем адаптации этого передового опыта к национальным экономическим условиям.

Также в целях совершенствования анализа рынка труда будет налажено повышение качества данных и возможностей автоматизированного сбора информации, а также углубленный анализ тенденций на рынке труда посредством оценки нейтрального уровня безработицы (NAIRU).

В целях усиления глубокого и всестороннего анализа рынка недвижимости планируется обновление скриптов для сбора данных с открытых веб-ресурсов, а также совершенствование процессов сбора данных по нежилым объектам.

Следует отметить, что одним из важных направлений усиления прогнозного и аналитического потенциала является проведение фундаментальных научных исследований в области денежно-кредитной политики. В связи с этим планируется дальнейшее расширение деятельности в этом направлении.

В ближайшей перспективе предусмотрено проведение исследований по разработке и регулярному обновлению методологии определения, расчета и оценки нейтрального уровня долларизации в экономике, разработка методологии расчета и оценки нейтрального уровня реальной процентной ставки, а также регулярная оценка других ненаблюдаемых переменных в экономике (*таких как разрыв выпуска, равновесный реальный обменный курс и т.д.*).

## IV. ПРОЗРАЧНОСТЬ И КОММУНИКАЦИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

### 4.1. Цель и основные принципы денежно-кредитной политики

Статьей 151 Конституции Республики Узбекистан закреплена независимость Центрального банка Узбекистана в разработке и реализации денежно-кредитной политики.

В соответствии с Законом Республики Узбекистан «О Центральном банке Республики Узбекистан» Центральный банк разрабатывает и реализует денежно-кредитную политику, исходя из цели обеспечения стабильности цен. **Стабильность цен означает стабильно низкий уровень инфляции.**

Центральный банк при реализации денежно-кредитной политики определил постоянную цель (*target*) по инфляции на уровне 5%, использует все имеющиеся в его распоряжении инструменты и принимает необходимые меры для достижения этой цели.

Обеспечение Центральным банком формирования инфляции на уровне таргета сохраняет покупательную способность доходов и сбережений населения и предпринимателей, позволяет им планировать долгосрочные расходы, а также создает благоприятные условия для устойчивого и инклюзивного экономического роста.

Вместе с тем, постоянно низкая инфляция способствует притоку устойчивых инвестиций в страну, снижению процентных ставок за счет сокращения инфляционной премии, а также уменьшению уязвимости экономики к внешним рискам в условиях роста доверия к национальной валюте.

Начиная с 2020 года, Центральный банк Республики Узбекистан осуществляет денежно-кредитную политику в режиме инфляционного таргетирования на основе следующих принципов:

***Устанавливается таргет инфляции, на достижение которого направлены все меры денежно-кредитной политики.*** Среднесрочный целевой показатель инфляции, в стране установлен на уровне 5%. Таргет инфляции объявлен широкой общественности, чтобы население, хозяйствующие субъекты и участники финансового рынка могли учитывать его при планировании своей деятельности и принятии решений.

Данный целевой показатель определяет годовой темп прироста потребительских цен, то есть целевой уровень общего изменения цен на товары и услуги, приобретаемые населением, за 12-месячный период.

В деятельности Центрального банка задача достижения таргета инфляции является приоритетной по сравнению другими, и все принимаемые меры и решения в денежно-кредитной сфере направлены на её реализацию.

Достижение таргета инфляции является основным критерием оценки деятельности Центрального банка хозяйствующими субъектами и укрепления доверия к проводимой денежно-кредитной политике. С этой точки зрения, все принимаемые решения в макроэкономической сфере должны взаимоувязаны с таргетом инфляции.

**Основная ставка Центрального банка является главным инструментом денежно-кредитной политики.** Основная ставка, являясь главным инструментом денежно-кредитной политики, определяет денежно-кредитные условия, необходимые для обеспечения поддержания инфляции в пределах 5% таргета. При этом, основная ставка Центрального банка влияет на динамику процентных ставок в экономике и, через неё, на внутренний спрос. Целевой показатель инфляции достигается за счёт уравнивания внутреннего спроса.

Заседания Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки проводятся 8 раз в год по заранее утверждённому графику.

**Операционный механизм денежно-кредитной политики самостоятельно разрабатывается и совершенствуется Центральным банком.** Центральный банк самостоятельно выбирает инструменты и подходы денежно-кредитной политики для достижения целевого показателя инфляции.

При этом может применяться управление процентными ставками, проведение операций на открытом рынке, изменение нормативов обязательных резервов и другие меры в зависимости от экономической ситуации. Операционный механизм денежно-кредитной политики работает на основе основной ставки и процентного коридора.

Операционная цель денежно-кредитной политики заключается в обеспечении формирования краткосрочных (*овернайт*) процентных ставок на денежном рынке на уровне, близком к основной ставке. Используя инструменты денежно-кредитной политики, Центральный банк регулирует совокупную ликвидность банковской системы, тем самым воздействуя на динамику процентных ставок денежного рынка.

**Решения по денежно-кредитной политике принимаются на основе комплексного макроэкономического анализа и прогнозов.** Денежно-кредитная политика влияет на динамику цен в течении определенного времени посредством цепочки ряда взаимосвязей. Поэтому при принятии решений по основной ставке, для оценки их влияния на инфляцию и экономику, Правление Центрального банка опирается на макроэкономический анализ и прогнозы.

В настоящее время Центральный банк использует в основном квартальную модель прогнозирования (*QPM*) для разработки макроэкономических прогнозов. Кроме того, для сравнения результатов прогнозов и проведения исследований используется ряд эконометрических и структурных моделей.

Следует отметить, что решения по основной ставке принимаются в условиях некоторого уровня неопределённости. Это обусловлено тем, что макроэкономические прогнозы формируются на основе вероятных перспектив экономического развития, ожидаемых изменений на мировых товарных и финансовых рынках и других факторов.

В этой связи, при принятии решений по денежно-кредитной политике Центральный банк исходит из относительно устойчивых тенденций факторов и их влияния на уровень инфляции. Центральный банк постоянно совершенствует свой аналитический и прогнозный потенциал, учитывая изменения и неопределённость в экономике страны и мира.

**Центральный банк реализует валютную политику в режиме свободно плавающего обменного курса.** Свободно плавающий обменный курс является необходимым условием проведения эффективной денежно-кредитной политики в рамках инфляционного таргетирования. Участие Центрального банка на внутреннем валютном рынке основано на принципе нейтральности.

То есть интервенции Центрального банка осуществляются в пределах объема приобретенного в течение года золота и не влияют на фундаментальную динамику обменного курса.

Обменный курс сума формируется с учётом соотношения спроса и предложения иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Центральный банк не устанавливает целевых ориентиров для обменного курса сума. Свободно формирующийся обменный курс, основанный на рыночном спросе и предложении, выполняет функцию ограничения передачи внешних рисков на внутреннюю экономику (*“shock absorber”*) и является важным условием обеспечения макроэкономической стабильности.

**Денежно-кредитная политика проводится прозрачно, и каждое решение подробно разъясняется широкой общественности.** Одним из ключевых элементов режима инфляционного таргетирования является открытость и обеспечение прозрачности принимаемых решений в области денежно-кредитной политики.

Своевременное и понятное доведение принимаемых решений в области денежно-кредитной политики до широкой общественности имеет важное значение в формировании инфляционных ожиданий населения и субъектов предпринимательства.

Обеспечение Центральным банком формирования инфляции в рамках таргета и повышение коммуникационной прозрачности способствуют росту доверия населения и субъектов предпринимательства к Центральному банку и, в конечном итоге, повышению эффективности принимаемых мер денежно-кредитной политики.

## 4.2. Коммуникация денежно-кредитной политики

В режиме инфляционного таргетирования коммуникация денежно-кредитной политики является одним из основных инструментов Центрального банка. Посредством проведения эффективной коммуникационной политики Центральный банк стремится обеспечить формирование инфляционных ожиданий населения, бизнеса и участников финансового рынка на уровне, близком к уровню инфляции, и тем самым оказывает воздействие на инфляционные ожидания.

За счет проведения эффективной коммуникационной политики обеспечивается прозрачность деятельности Центрального банка, повышается доверие к денежно-кредитной политике, растет подотчетность Центрального банка и улучшается трансмиссия денежно-кредитной политики.

На сегодняшний день принимаемые и планируемые решения Центрального банка Республики Узбекистан касательно денежно-кредитной политики доводятся до широкой общественности посредством пресс-релизов, аналитических обзоров, «Основных направлений денежно-кредитной политики», инфографик и других публикаций, а также через регулярные пресс-брифинги и диалоги с представителями медиа.

В частности, через каналы коммуникации Центрального банка на постоянной основе публикуются «Основные направления денежно-кредитной политики» на предстоящие годы, «Обзоры денежно-кредитной политики», «Обзоры денежного рынка и ликвидности», «Обзоры потребительских настроений», «Обзоры деловых настроений», «Анализ рынка недвижимости», «Обзоры рынка труда», инфографика по инфляционным ожиданиям и ощущаемой инфляции, а также аналитические и исследовательские материалы.

В коммуникации денежно-кредитной политики многих стран, успешно перешедших на режим инфляционного таргетирования, применяется преимущественно ориентированный на перспективу подход (*forward-looking approach*), который предусматривает управление будущими инфляционными ожиданиями населения и предпринимателей. Центральный банк также расширяет в своих изданиях разнообразие информации о прогнозах макроэкономических показателей и ответных мерах денежно-кредитной политики.



Кроме того, Центральный банк на постоянной основе проводит работу по улучшению коммуникации денежно-кредитной политики с профессиональными участниками рынка и широкой общественностью.

В частности, были повышены объем и качество публикуемой Центральным банком информации, а также расширяется деятельность по увеличению охвата целевой аудитории.

Так, в текущем году была налажена практика проведения на постоянной основе круглых столов и встреч со средствами массовой информации, блогерами, профессиональными участниками финансового рынка и другими целевыми группами по интересующим их темам, которая будет совершенствоваться в будущем.

Вместе с тем, установлены прямые партнерские связи с высшими учебными заведениями экономического профиля по направлениям денежно-кредитной политики и экономического анализа, а также проведения совместных исследований и научных изысканий.

В частности, на сегодняшний день в высших учебных заведениях и других образовательных учреждениях организуются лекции, семинары и открытые диалоги о политике, проводимой Центральным банком в рамках режима инфляционного таргетирования. Данные мероприятия служат повышению знаний молодых специалистов о текущих реформах в сфере денежно-кредитной политики.

Эти изменения, в свою очередь, повышают открытость денежно-кредитной политики и позволяют участникам рынка и населению лучше понимать решения в области денежно-кредитной политики и учитывать их при принятии собственных решений.

При этом изложение информации в различных изданиях, выпускаемых Центральным банком, на понятном и доступном языке для широкой общественности, представителей бизнеса и других участников рынка считается одним из важных принципов проведения эффективной коммуникационной политики.

В международной практике широко распространен метод оценки уровня понятности публикаций, основанный на Индексе Рудольфа Флеша, который имеет следующий вид:



**Индекс Рудольфа Флеша<sup>6</sup>** =  $206.835 - (1.015 \times \text{ASL}) - (84.6 \times \text{ASW})$  (1)

где, ASL (average number of words per sentence) – среднее количество слов в предложении; ASW (average number of syllables per word) – среднее количество слогов в словах.

На основе вышеуказанного индекса оценён уровень понятности «Основных направлений денежно-кредитной политики», «Обзоров денежно-кредитной политики» и других публикаций Центрального банка по вопросам денежно-кредитной политики для различных целевых групп (табл. 1).

По результатам оценки, большинство публикаций, относящихся к денежно-кредитной политике, оказались написанными техническим языком. Это, в свою очередь, может свидетельствовать о том, что внимание Центрального банка больше направлено на профессиональных участников рынка и аналитиков.

В частности, в период 2023–2024 годов уровень понятности пресс-релизов и обзоров денежно-кредитной политики Центрального банка был относительно сложным, тогда как в 2025 году уровень понятности этих публикаций несколько улучшился. Аналогично, в 2024 году наблюдалось повышение понятности «Основных направлений денежно-кредитной политики».

Согласно результатам исследования, проведенного специалистами Банка Англии, представителям населения довольно сложно напрямую и правильно воспринимать коммуникацию центрального банка.

**Таблица 1. Результаты оценки публикаций Центрального банка по индексу Рудольфа Флеша**

Документ/публикация	Балл по индексу Рудольфа Флеша	Уровень сложности	Целевая аудитория
Пресс-релиз	2023-г. – 36.08 2024-г. – 29.74 2025-г. – 30.26	Сложный Очень сложный Сложный	Профессиональные экономисты и аналитики
Обзор денежно-кредитной политики	2023-г. – 30.09 2024-г. – 25.89 2025-г. – 28.53	Сложный Очень сложный Очень сложный	Профессиональные экономисты и аналитики
Основные направления денежно-кредитной политики	2022-г. – 22.18 2023-г. – 19.82 2024-г. – 22.65	Очень сложный Очень сложный Очень сложный	Профессиональные экономисты и аналитики

Источник: Расчёты Центрального банка.

<sup>6</sup> **Индекс Рудольфа Флеша** используется для оценки того, насколько легко или сложно читать и понимать текст. Индекс принимает значения в диапазоне от 0 до 100, при этом интерпретация следующая: 0-29 очень сложно (только для читателей с ученой степенью), 30-49 сложно (уровень выпускников высших учебных заведений), 50-59 относительно сложно (уровень выпускников колледжей), 60-69 стандартный (учащиеся школы 13–15 лет), 70-79 довольно легко (средний читатель), 80-89 легко (разговорный язык), 90-100 очень легко (понятно для детей в возрасте около 11 лет).

Это объясняется тем, что в большинстве случаев публикуемые материалы написаны сложным, непонятным (*техническим*) языком для рядовых граждан.

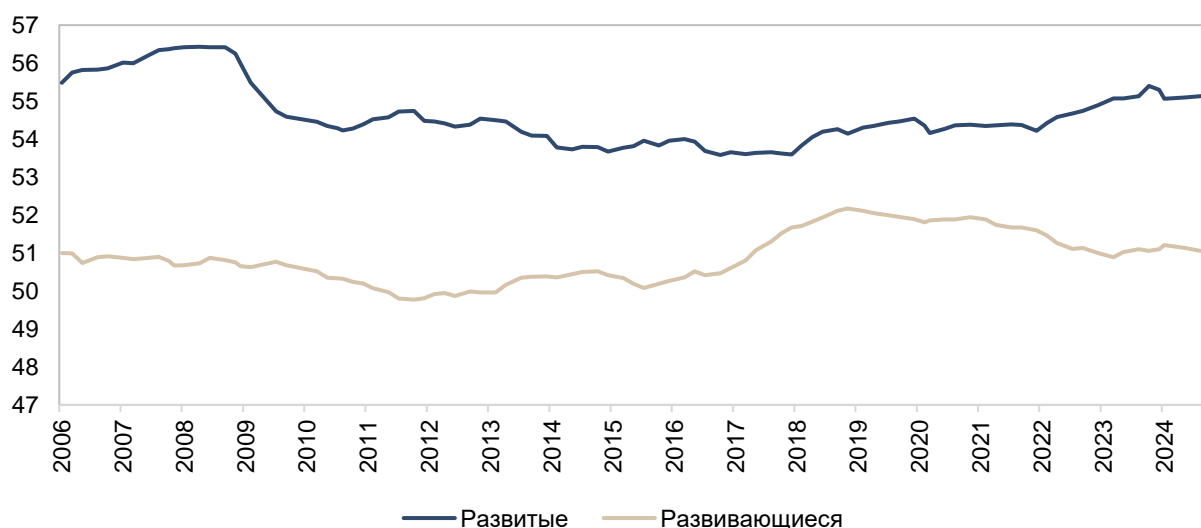
Непонимание публикуемых материалов или информации широкой общественностью, в свою очередь, приводит к снижению доверия к центральному банку и оказывает негативное влияние на эффективность денежно-кредитной политики<sup>7</sup>.

В международной практике уровень понятности публикаций, объявляемых центральным банком, варьируется в зависимости от уровня развития стран. В развивающихся странах коммуникация центрального банка понимается несколько сложнее, чем в развитых странах (рис. 1).

Этот процесс объясняется тем, что по мере развития страны растет уровень финансовой грамотности населения, расширяется финансовый рынок и значительно увеличиваются различные информационные потоки в странах.

Центральный банк продолжит свою деятельность в различных направлениях по развитию коммуникационной политики и улучшению связей с широкой общественностью в будущем периоде.

**Рис. 1. Взаимосвязь уровня развития и индекса Рудольфа Флеша в странах, перешедших на режим инфляционного таргетирования**



Источник: Расчёты МВФ.

Во-первых, предусмотрена разработка «Стратегии коммуникаций» Центрального банка, рассчитанной на среднесрочный период.

<sup>7</sup> Haldane, A. et al. 2020. "The 3 E's of central bank communication with the public". Bank of England, Staff Working Paper No. 847. January.

Данный документ будет включать основные цели и принципы коммуникации денежно-кредитной политики, каналы и инструменты коммуникации, а также направления работы с целевыми аудиториями. При этом особое внимание будет уделено ориентации аналитических материалов денежно-кредитной политики на будущий период.

Во-вторых, предусмотрено налаживание обратной связи с профессиональными участниками и широкой общественностью через основные каналы связи Центрального банка (*веб-сайт и социальные сети*) и предоставление им информации, представляющей для них интерес.

В-третьих, в целях совершенствования денежно-кредитной коммуникации и коммуникационной политики Центрального банка в целом запланировано налаживание взаимодействия и обмен опытом в этой области с развитыми зарубежными центральными банками и международными финансовыми институтами.

В частности, в конце 2025 года предусмотрено привлечение программы технической помощи Международного валютного фонда по «Кодексу прозрачности центральных банков» (Central bank transparency code). В рамках данной программы деятельность Центрального банка будет оцениваться на основе международных стандартов в соответствии с принципами открытости, подотчетности и надежности.

В-четвертых, официальный веб-сайт Центрального банка, являющийся его основным каналом связи, будет совершенствоваться, исходя из опыта ведущих международных центральных банков. При этом основное внимание будет уделено обогащению информацией раздела денежно-кредитной политики на веб-сайте и размещению краткого содержания публикаций денежно-кредитной политики непосредственно на сайте.

Кроме того, в целях повышения знаний населения в области денежно-кредитной политики и его финансовой грамотности, а также для содействия принятию им рациональных решений, Центральный банк продолжит и усовершенствует работу по регулярной подготовке и публикации на своих официальных страницах различных видеороликов, подкастов, инфографики и других подобных аналитических материалов.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### *Приложение 1.*

#### **График заседаний Правления Центрального банка Республики Узбекистан по рассмотрению основной ставки на 2026 год**

В 2026 году заседания Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки будут проводиться по следующему графику:

28 января;  
18 марта;  
29 апреля;  
17 июня;  
29 июля;  
16 сентября;  
28 октября;  
16 декабря.

По итогам всех заседаний Правления на официальном веб-сайте Центрального банка будет опубликован пресс-релиз Центрального банка.

Кроме того, по результатам опорных заседаний Правления, назначенных на 28 января, 29 апреля, 29 июля и 28 октября, будет проводиться пресс-конференция с участием руководства Центрального банка и опубликован «Обзор денежно-кредитной политики».

**Календарь публикаций по денежно-кредитной политике Центрального банка Республики Узбекистан на 2026 год**

Наименование публикации	Периодичность	Срок объявления
Пресс-релиз о решении Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки	8 раз в год	После заседаний Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки: 28 января; 18 марта; 29 апреля; 17 июня; 29 июля; 16 сентября; 28 октября; 16 декабря.
Презентация и доклад Председателя Центрального банка на пресс-конференции, организованной по итогам решения Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки	4 раза в год	В течение 3 дней после опорных заседаний Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки: до 31 января; до 2 мая; до 30 июля; до 29 октября.
Обзор денежно-кредитной политики	квартальный	В течение 20 дней после опорных заседаний Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки: до 15 февраля; до 15 мая; до 15 августа; до 15 ноября.
Концептуальный проект Основных направлений денежно-кредитной политики на 2027 год и на период 2028–2029 годов	годовой	В течение 1 недели после последнего опорного заседания Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки: до 4 ноября.

Наименование публикации	Периодичность	Срок объявления
Обзор денежного рынка и ликвидности	квартальный	Во второй половине месяца, следующего за каждым кварталом: январь; апрель; июль; октябрь.
Инфографика по инфляционным ожиданиям и ощущаемой инфляции	месячный	В первой половине месяца, следующего за соответствующим месяцем
Обзор потребительских настроений	квартальный	Во второй половине следующих месяцев: февраль; май; август; ноябрь.
Обзор бизнес настроений	квартальный	Во второй половине следующих месяцев: февраль; май; август; ноябрь.
Анализ рынка недвижимости	квартальный	Во второй половине месяца, следующего за каждым кварталом: январь; апрель; июль; октябрь.
Обзор рынка труда	квартальный	Во второй половине месяца, следующего за каждым кварталом: январь; апрель; июль; октябрь.

### Роль структуры потребления по группам доходов в формировании ощущаемой инфляции

Показатель инфляции, отражая среднее изменение цен в экономике, отличается от инфляции, ощущаемой населением. Это различие возникает в результате таких факторов, как личная потребительская корзина, ограниченное внимание потребителей и их асимметричная реакция на изменение цен.

При оценке инфляции потребители полагаются не на обширную потребительскую корзину, используемую в статистике цен, а на ограниченный набор наиболее важных для них и привлекающих внимание товаров. Например, в США наибольшее влияние на инфляционные ожидания потребителей оказывают цены на общественное питание, новые автомобили и жильё<sup>8</sup>, тогда как в России в этот список входят часто покупаемые продукты питания и лекарственные средства<sup>9</sup>. В Польше население формирует своё мнение, основываясь на немногих группах товаров, таких как продукты питания, коммунальные услуги и одежда<sup>10</sup>.

Кроме того, ряд исследований отмечает, что рост цен оказывает более быстрое и сильное влияние на население, чем их снижение. В частности, поскольку внимание сосредоточено именно на тех товарах и услугах из потребительской корзины, цены на которые выросли, ощущаемая инфляция формируется на более высоком уровне, чем общий уровень инфляции. Когда инфляция растёт, её ощущаемость населением немедленно возрастает, но когда инфляция снижается, адаптация ощущаемого уровня происходит значительно медленнее. В то же время потребители игнорируют небольшие изменения цен и реагируют только на существенные изменения. Такая рациональная невнимательность объясняется тем, что отслеживание и анализ каждого маленького изменения требует времени и умственных ресурсов.

Восприятие инфляции также различается в зависимости от общих экономических условий и личного положения потребителя. В условиях высокой инфляции внимание населения к ней резко возрастает, тогда как в периоды низкой инфляции большинство людей не обращают на неё внимания. Кроме того, ощущаемая инфляция потребителей различается в зависимости от их возраста, дохода, региона проживания и уровня образования.

Изучение этих особенностей важно для проведения эффективной денежно-кредитной политики, поскольку если большая часть населения ощущает инфляцию выше официального показателя, это может негативно сказаться на их ожиданиях и затруднить сдерживание инфляции.

При изучении различий между общей и ощущаемой инфляцией важен анализ в разрезе доходов групп населения. Это связано с тем, что структура потребительских расходов населения напрямую зависит от уровня их доходов.

<sup>8</sup> Campos, Chris, Michael McMain, and Mathieu Pedemonte. 2022. "Understanding Which Prices Affect Inflation Expectations." Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary 2022-06.

<sup>9</sup> Грищенко В., Кадрева О., Поршаков А., Чернядьев Д. "Оценка заякоренности инфляционных ожиданий для России." Аналитическая записка. Банк России, июль 2022.

<sup>10</sup> Ewa Stanisławska, 2019. "Consumers' perception of inflation in inflationary and deflationary environment," NBP Working Papers 301, Narodowy Bank Polski.



Малообеспеченное население выделяет значительную часть своего бюджета на предметы первой необходимости, в частности, на продукты питания, коммунальные услуги и транспортные расходы. В потребительской корзине населения с более высоким доходом доля таких расходов меньше, и больший вес в ней занимают услуги, культурный досуг и другие второстепенные товары.

Например, если в течение года цены на продукты питания выросли на 15%, а на все остальные товары и услуги – на 5%, общая инфляция, то есть средний показатель, может составить примерно 9,5%. Однако в таком случае:

- **Для семьи с низким доходом** удорожание продуктов питания на 15%, которые составляют основную часть их расходов, окажет значительное влияние на общие расходы семьи, и ощущаемая ими инфляция может сформироваться выше 15%.
- **Для семьи с высоким доходом** это воздействие будет меньшим за счет высокого веса непродовольственных товаров и услуг в их корзине, и инфляция, которую они ощущают, может составить около 6–7%.

В результате, возникает разрыв между официальной статистикой и инфляцией, ощущаемой различными слоями населения.

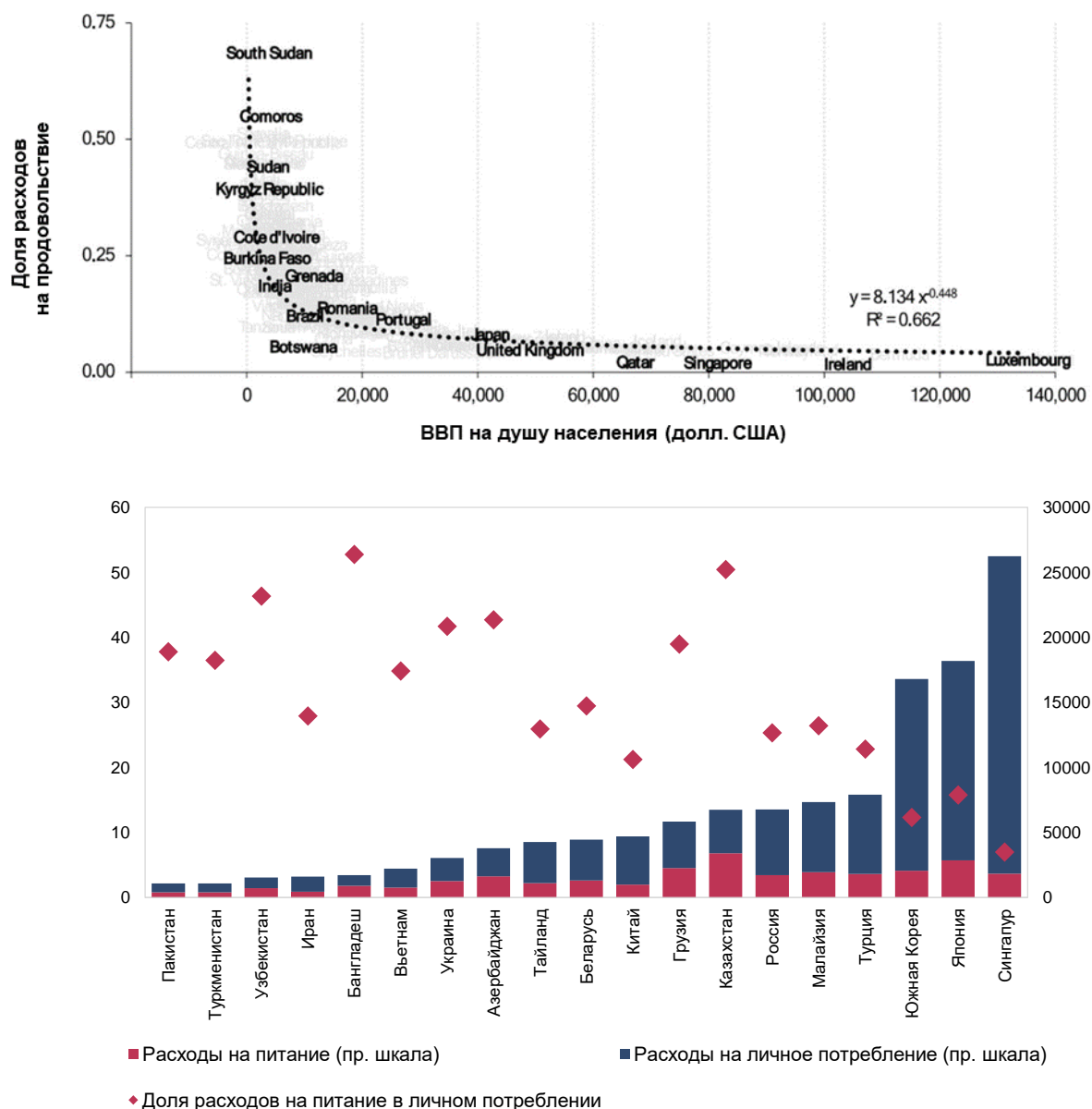
В экономической теории существует зависимость, известная как **«Закон Энгеля»**, согласно которому по мере роста дохода доля расходов, направляемых на товары первой необходимости, такие как продукты питания, уменьшается. Был проведен ряд эмпирических исследований для оценки того, насколько этот закон действует в глобальном масштабе. В частности, исследование Savant Nzayiramu и др. (2025), представило несколько важных выводов:

**Во-первых**, чем выше уровень экономического развития страны (ВВП), тем меньше доля продуктов питания в структуре потребительских расходов населения. Согласно результатам анализа, при увеличении ВВП на душу населения на 1% доля расходов на продукты питания в среднем сокращается на 0,448% (рис. 1).

**Во-вторых**, если в странах с низким уровнем дохода доля продуктов питания в расходах населения в среднем составляет более 40%, то в развитых странах этот показатель составляет менее 10%. Доля предельных расходов также наглядно демонстрирует эту разницу. Население в странах с низким уровнем дохода вынуждено тратить 42% своего дополнительного дохода вновь на продукты питания, тогда как в странах с высоким уровнем дохода на продукты питания направляется лишь 5% дополнительного дохода. Это свидетельствует о том, что население развитых стран уже удовлетворило свои основные потребности в питании и имеет возможность направлять новые доходы на сферы, нацеленные на повышение качества жизни.

**В-третьих**, высокая доля расходов на продукты питания делает население крайне уязвимым перед шоками цен и доходов. Для семей, в структуре расходов которых продукты питания занимают большое место, резкий рост цен на эти продукты или снижение дохода может привести к серьезным социальным последствиям.

**Рис. 1. Зависимость доли расходов на продовольствие от ВВП на душу населения по странам**



Источник: 1. Nzayiramy, S., Muhammad, A. & Baffoe-Bonnie, A. A global assessment of food and non-food spending: evidence from 173 countries and implications for food security. *Agriculture & Food Security* 14, 20 (2025).  
2. USDA Economic Research Service (ERS). Data on Expenditures on Food and Alcoholic Beverages in Selected Countries, 2019-2023

В исследовании также была изучена эластичность потребительских расходов по отношению к изменению цен. Чувствительность к изменению цен напрямую зависит от уровня дохода страны. В странах с низким уровнем дохода эластичность составляет примерно -0.70, тогда как в странах с высоким уровнем дохода этот показатель находится в районе -0.30.

Это, в свою очередь, означает, что если в странах с низким уровнем дохода цена на продукты питания вырастет на 10%, население будет вынуждено сократить потребление на 7%. В странах с высоким уровнем дохода потребление снизится всего на 3%. Следовательно, продовольственная инфляция оказывает гораздо более сильное воздействие на население стран с низким уровнем дохода.

В этой ситуации возникает правомерный вопрос, почему население с низким доходом, несмотря на жизненную необходимость продуктов питания, реагирует на рост цен резким сокращением потребления?

Основная причина – резкое различие в финансовых возможностях и структуре бюджетов этих двух групп. Население с высоким доходом может компенсировать рост цен за счет сокращения второстепенных расходов – общественного питания, развлечений или путешествий. В бюджете малообеспеченного населения такой возможности нет, их доход почти полностью направлен на удовлетворение первичных потребностей. Поэтому, когда продукты питания дорожают, у них не остается другого выбора, кроме как уменьшить объём потребления.

Кроме того, если высокообеспеченные люди имеют возможность выбрать альтернативные товары вместо подорожавших, то малообеспеченные, наоборот, с высокой вероятностью уже находятся в сегменте самых дешёвых продуктов. Когда цены в этом сегменте растут, найти ещё более дешёвую альтернативу практически невозможно, и единственным выходом остаётся сокращение количества потребления.

Для анализа того, как вышеуказанные различия проявляются на примере Узбекистана, были проанализированы результаты **опроса по изучению потребительских настроений населения** на основе данных за 2024–2025 годы (рис. 2).

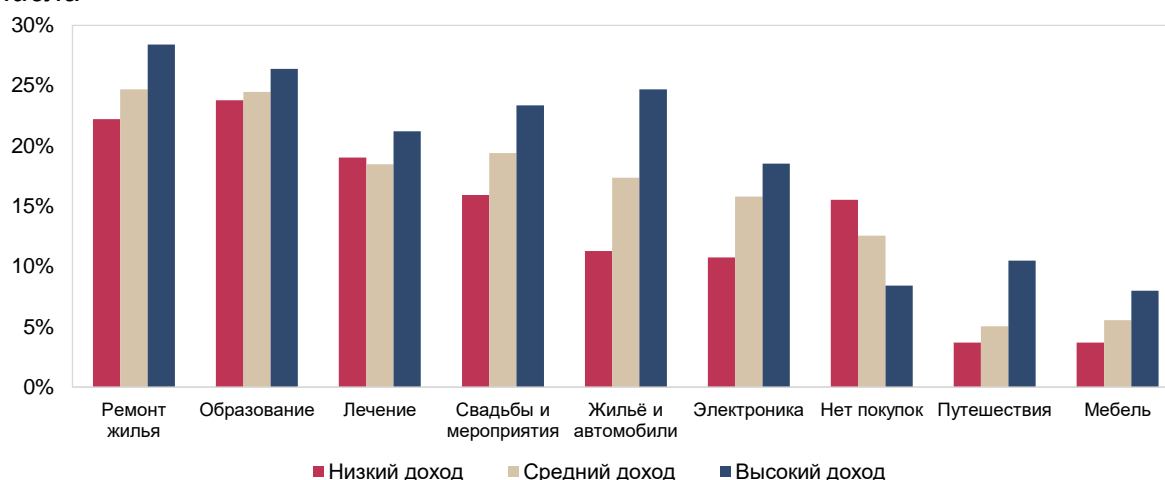
При этом была рассчитана доля респондентов, совершивших определенный тип крупной покупки в рамках каждой группы доходов, и количество выбравших каждый тип покупки было разделено на общее число участников в соответствующей доходной группе. Поскольку респонденты имели возможность выбрать несколько вариантов ответа одновременно, сумма долей для каждой группы превышает 100%. Для анализа респонденты были разделены на три группы по уровню семейного дохода:

- **Низкий доход:** семейный доход менее 5 млн сумов в месяц;
- **Средний доход:** от 5 млн сумов до 10 млн сумов;
- **Высокий доход:** свыше 10 млн сумов.

Анализ долей ответов показал значительные различия в покупках среди групп с различными доходами. В частности, 16% населения с низким доходом сообщили, что за последние месяцы не смогли совершить никаких крупных расходов, в то время как среди респондентов с высоким доходом этот показатель был в два раза ниже (8%). Это свидетельствует о том, что слой населения с низким доходом направляет свои средства в основном на ежедневные нужды.

Напротив, можно заметить, что расходы населения с высоким доходом направлены на увеличение активов и улучшение качества жизни. В частности, наибольшая разница заметна в инвестициях в капитальные активы, такие как жилье и автомобили (25%). В этом отношении их возможности вдвое превышают возможности населения с низким доходом (11%).

**Рис. 2. Структура крупных покупок по группам доходов, в % от общего числа**



Источник: Расчёты Центрального банка.

Кроме того, расходы, такие как путешествия (10%), занимают важное место в их потребительской корзине, и этот показатель значительно выше, чем у людей с низким доходом (4%). В то же время, значительная доля таких расходов, как ремонт жилья (28%), а также свадьбы и мероприятия (23%), также наглядно демонстрирует разницу в их уровне благосостояния.

Вместе с тем, можно заметить, что некоторые крупные расходы одинаково важны для всех, независимо от уровня дохода. Отмечается, что расходы на образование (24–26%) и лечение (18–21%) имеют почти одинаково высокую долю во всех группах.

Такие различия в потребительских расходах, в свою очередь, также определяют чувствительность населения к изменениям цен. Чтобы выявить, что группы с разным составом потребительской корзины по-разному ощущают инфляцию, были проанализированы результаты **опроса инфляционных ожиданий** за 2023–2025 годы в разрезе различных групп по доходам (рис. 3).

В отличие от предыдущего опроса, в этом опросе вопрос о доходе респондентов касался их личного, а не семейного дохода, исходя из чего для анализа были определены следующие группы:

- **Низкий доход:** лица с ежемесячным личным доходом до 3 млн сумов;
- **Средний доход:** лица с ежемесячным личным доходом 3-7 млн сумов;
- **Высокий доход:** лица с ежемесячным личным доходом свыше 7 млн сумов.

Согласно результатам, восприятие инфляции населением с низким доходом, в первую очередь, связано с товарами и услугами первой необходимости. Для них, после продуктов питания, самым ощутимым драйвером инфляции являются коммунальные услуги. 38% респондентов из группы с низким доходом отметили рост цен на электроэнергию и газ, и этот показатель выше, чем в других группах по доходам. Кроме того, наряду с важными для всех товарами, такими как мясо и молоко (44%), рост цен на самые дешёвые источники калорий, такие как растительное масло (22%) и хлеб (20%), также был воспринят относительно сильнее.

**Рис. 3. Товары и услуги, рост цен на которые был отмечен группами населения по доходам, в % от общего числа**

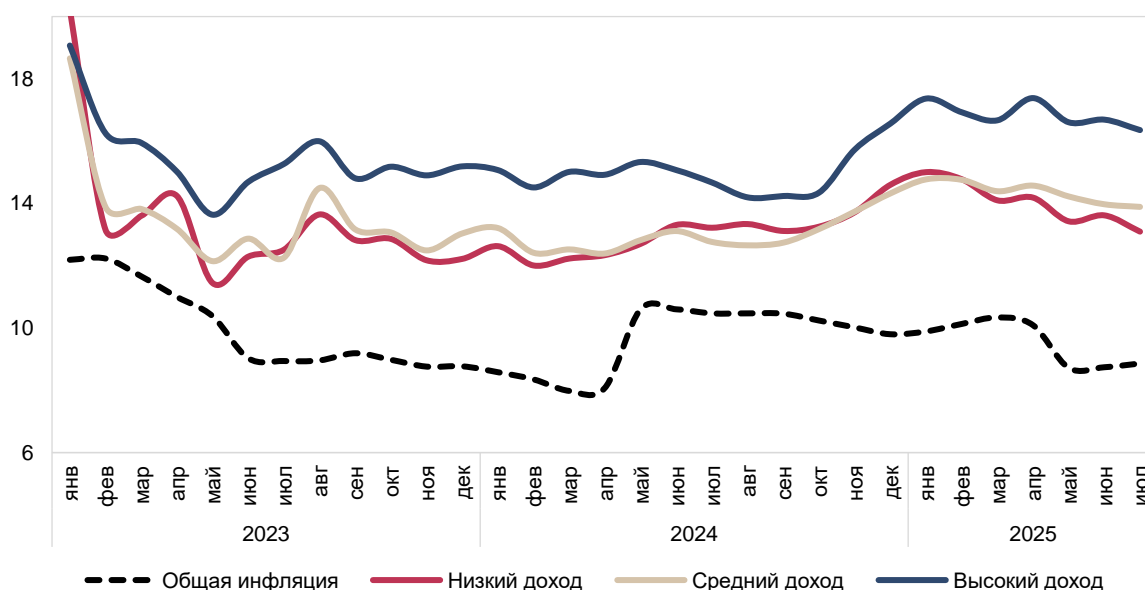


Источник: Расчёты Центрального банка

Восприятие инфляции у лиц с высоким доходом в большей степени связано с расходами на личный транспорт, при этом 43% респондентов отметили именно рост цен на бензин. Этот показатель значительно выше, чем в группе с низким доходом (34%). Кроме того, можно увидеть, что они сильнее, чем другие, ощутили повышение цен на рестораны и кафе (26%), лекарства (31%), а также на строительные материалы (29%).

На рис. 4 представлена динамика ощущаемой инфляции по группам доходов и общей инфляции.

**Рис. 4. Динамика инфляции, ощущаемой различными группами населения по уровню дохода, %**



Источник: Расчёты Центрального банка.

Из графика видно, что ощущаемая инфляция для всех групп доходов постоянно формировалась на более высоком уровне, чем показатель общей инфляции. При этом самая высокая ощущаемая инфляция наблюдалась в группе населения с высоким доходом. Это может быть связано с качеством, типом и рыночным сегментом товаров и услуг, которые они потребляют. Группы с высоким и низким доходом потребляют совершенно разные типы продуктов одной категории. Например, в отношении продуктов питания и лекарств, население с высоким доходом часто выбирает более качественные, импортные или брендовые товары. А цены на товары в этом сегменте меняются быстрее и резче, чем на их более дешевые аналоги.

Аналогично, если для населения с низким доходом проездные билеты часто означают общественный транспорт по фиксированной цене, то для людей с высоким доходом это часто услуги такси с динамически меняющимися ценами. На рынке жилья и аренды они чаще выбирают относительно более дорогое и быстрорастущее в цене жилье в центральных районах.

Это означает, что ощущаемая инфляция может зависеть не только от группы товаров, но и от качества и типа товаров в этой группе.

## Приложение 4.

### Прогнозирование наличных денег в обращении: модель ARIMA

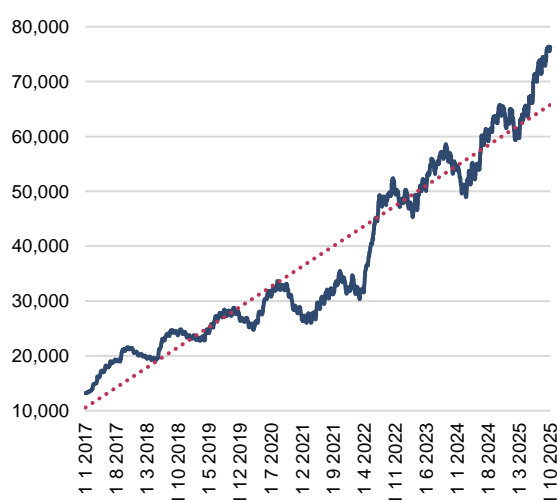
Наличные деньги в обращении<sup>11</sup> являются одним из самых основных и волатильных автономных факторов, влияющих на ликвидность банковской системы. Изменение объема наличных денег в обращении напрямую влияет на корреспондентские счета коммерческих банков в Центральном банке. Увеличение наличных денег в обращении снижает ликвидность банковской системы, тогда как, наоборот, снижение наличных денег в обращении оказывает повышающий эффект. Следовательно, прогнозирование наличных денег в обращении позволяет центральному банку определять объем операций по управлению ликвидностью и эффективно регулировать ликвидность банковской системы.

В среднесрочном и долгосрочном периодах спрос на наличные деньги формируется под влиянием ряда факторов, включая рост объема ВВП, уровень инфляции, процентные ставки в экономике и развитие платежных систем. С ростом экономики и увеличением предложения товаров и услуг спрос на наличные деньги в обращении также растет соответствующим образом (рис. 1). В краткосрочном периоде спрос на наличные деньги формируется, в основном, за счет сезонных факторов и отличается **высокой степенью сезонности** (рис. 2).

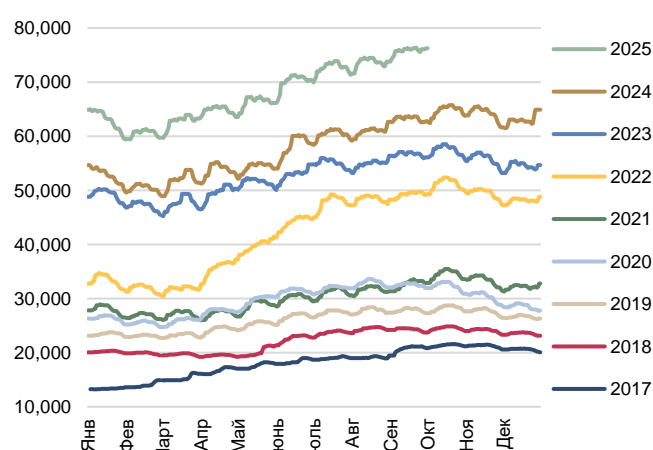
Исходя из того, что денежно-кредитные операции Центрального банка направлены главным образом на регулирование ликвидности в краткосрочном периоде, центральный банк прогнозирует наличные деньги в основном на короткий период (1–1,5 месяца).

В международной практике для прогнозирования наличных денег в обращении используются в основном 2 вида эконометрических методов – модели **структурных временных рядов (Structural Time Series)** и **ARIMA**.

**Рис. 1. Наличные деньги в обращении, млрд сумов**



**Рис. 2. Наличные деньги в обращении по отдельным годам, млрд сумов**



Источник: Расчёты Центрального банка.

<sup>11</sup> Выпущенные Центральным банком в обращение денежные средства отражаются в отчетности, а наличные средства в кассе Центрального банка не учитываются.



В модели структурных временных рядов показатели с помощью фильтра Калмана разделяются на трендовый, сезонный и нерегулярный компоненты и прогнозируются.

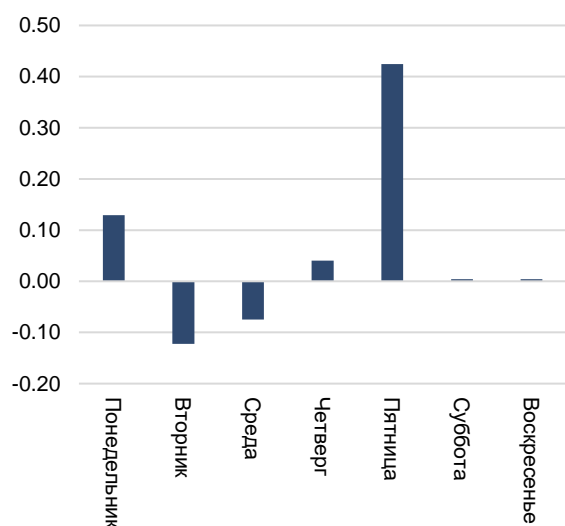
В модели ARIMA прогнозирование осуществляется путем включения фиктивных переменных (“dummy variables”), отражающих различные сезонные и календарные воздействия на прогнозируемую переменную.

Центральный банк для прогнозирования наличных денег использует широко распространенную среди многих центральных банков (Англия, Франция, Чехия, Польша, Катар, Европейский центральный банк и другие) эконометрическую модель ARIMA. Модель ARIMA, в свою очередь, состоит из 3 частей: AR (*auto regressive – авторегрессия*), I (*integrated – интеграция*), MA (*moving average – скользящее среднее*).

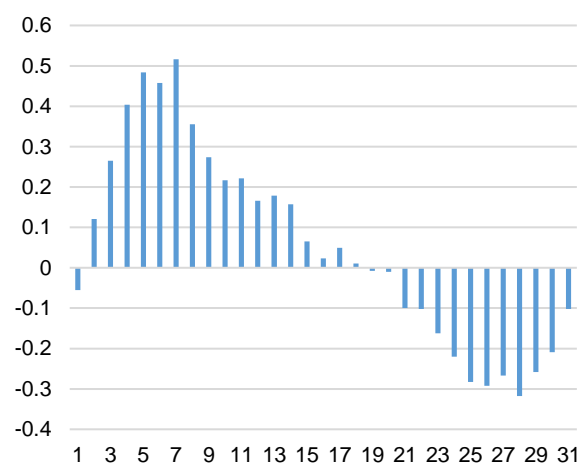
Часть авторегрессии (AR) модели прогнозирует будущий период, оценивая его как функцию предыдущих периодов. Часть скользящего среднего (MA) позволяет оценить влияние постоянных шоков на прогноз и учесть постоянный рост. Часть интеграции (I) означает количество преобразований, необходимых для перевода данных из нестационарной формы в стационарную форму<sup>12</sup>.

На первом этапе ряд данных преобразуется из нестационарного вида в стационарный с использованием логарифмической функции. Данное преобразование позволяет сосредоточиться на процентных изменениях в ряду данных и, исходя из этого, осуществлять прогнозы на следующий период.

**Рис. 3. Недельная сезонность наличных денег в обращении, среднее изменение, %**



**Рис. 4. Месячная сезонность наличных денег в обращении, среднее изменение, %**



Источник: Данные Центрального банка.

<sup>12</sup> Ряд данных считается нестационарным, если среднее значение и показатели вариации меняются с течением времени. Во многих эконометрических моделях исходные данные (например, наличные деньги в обращении, ВВП) находятся в нестационарном виде и приводятся к стационарному виду в процессе прогнозирования.

**Факторы недельной сезонности** оцениваются исходя из сезонности изменений наличных денег в обращении в течение дней недели. Обычно, заметное увеличение наличных денег в обращении наблюдается по понедельникам и пятницам, в то время как по вторникам и средам оно снижается. Увеличение наличных денег в пятницу объясняется пополнением банкоматов наличными для снятия их населением перед выходными днями. Снижение, наблюдаемое по вторникам и средам, объясняется сдачей наличной выручки от торговли в банковские кассы (рис. 3).

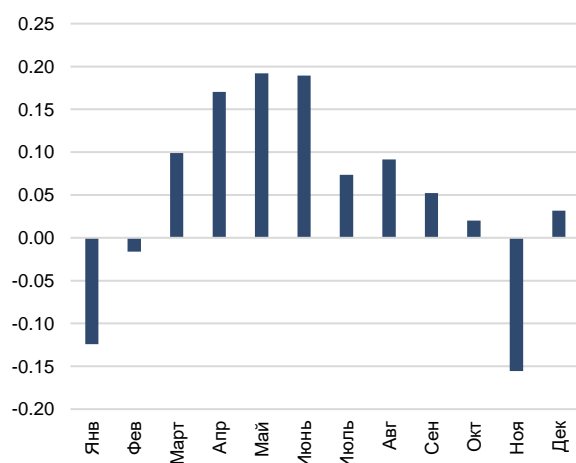
**Факторы месячной сезонности** оцениваются исходя из сезонности изменений наличных денег в обращении в течение месяца. В первой половине месяца наблюдается увеличение объема наличных денег в обращении за счет финансирования выплат заработной платы, пенсий и других бюджетных расходов. Во второй половине месяца наличность в обращении снижается за счет осуществления налоговых и других обязательных платежей (рис. 4). Изменения объема наличных денег в обращении в течение месяца выражаются следующими тригонометрическими функциями:

$$d_t = \sum_{n=1}^p (a_n \cos \frac{2\pi n m_t}{M_t} + b_n \sin \frac{2\pi n m_t}{M_t}) \quad (1)$$

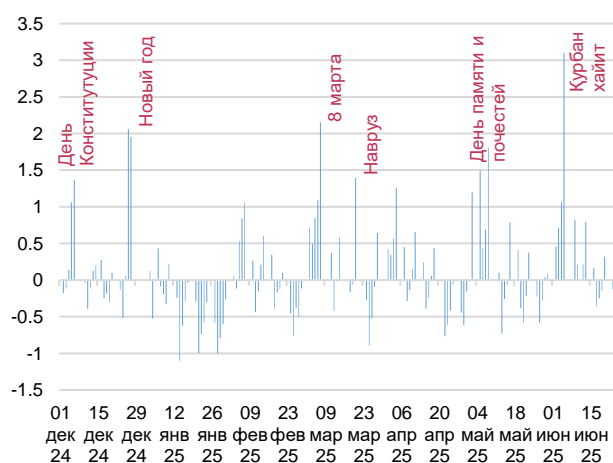
где,  $d_t$  – детерминистический сезонный компонент,  $p$  – количество максимальных частот, охваченных моделью,  $m_t$  – день месяца (1-31),  $M_t$  – количество дней данного месяца,  $n$  – количество различных частот, используемых при моделировании внутримесячного влияния,  $a_n, b_n$  – коэффициенты.

**Фактор годовой сезонности** оценивается исходя из изменений наличных денег в обращении в разрезе месяцев. В основном, увеличение наличных денег в обращении наблюдается во II-III кварталах, а сокращение – в остальных кварталах. Это объясняется заметным ростом покупательской активности населения именно в этот период (рис. 5).

**Рис. 5. Годовая сезонность наличных денег в обращении, среднее изменение, %**



**Рис. 6. Предпраздничная сезонность наличных денег в обращении, среднее изменение, %**



Источник: Данные Центрального банка.

**Влияние праздников** оценивается исходя из сезонности изменений наличных денег в обращении в предпраздничные дни. Праздники оказывают существенное влияние, и в предпраздничные дни наблюдается заметное увеличение наличных денег в обращении (рис. 6). Обычно перед праздниками выплачиваются праздничные премии, и, поскольку праздничные дни являются нерабочими для банков, банкоматы пополняются большим объемом наличных денег.

Помимо вышеуказанных переменных, резкие изменения объема наличных денег в обращении анализируются индивидуально, и при необходимости включаются и другие переменные. Если значительное увеличение или значительное уменьшение не может быть объяснено праздниками и другими переменными, оно включается в качестве выбросов (outliers).

После включения всех переменных, относящихся к изменению объема наличных денег в обращении, на их основе формируется **модель ARIMA** и осуществляется прогнозирование. На начальном этапе прогнозирование осуществляется в виде прогноза на основе имеющихся фактических данных с использованием информации предыдущих периодов для текущего периода и включает проверку модели (рис. 7).

После первичной проверки прогноза модель повторно оценивается с помощью различных эконометрических тестов, и формируется окончательная формула для прогнозирования. Окончательная формула имеет вид:

$$DL\_CIC = \beta_0 + B_1 * AR(4) + \beta_2 * AR(6) + \beta_3 * AR(11) + \beta_4 * MA(1) + \beta_n * DV(1:n) + \varepsilon \quad (2)$$

где: **DL\_CIC** – логарифмическая разность изменения объема наличных денег в обращении; **AR** – авторегрессивные переменные; **MA** – скользящее среднее; **DV** – условные переменные;  $\varepsilon$  – ошибка.

**Рис. 7. Наличные деньги в обращении, факт и прогноз (предварительный), млрд сумов**



Источник: Расчёты Центрального банка.

Количество **условных переменных в модели составляет 24**. В качестве авторегрессионных переменных (AR) в модели взяты: изменение значения наличных денег AR (4) – 4 дня назад, изменение значения AR (6) – 6 дней назад и изменение значения AR (11) – 11 дней назад. В то время как влияние изменения наличных денег за предыдущие 4 и 6 рабочих дней на сегодняшнее изменение является высоким, значение за 11 дней назад в основном объясняется повторением сезонности. Окончательная модель имеет следующий вид: (табл. 1):

**Таблица 1. Результаты модели ARIMA по прогнозированию изменения наличных денег в обращении (основные независимые и условные переменные)**

Переменные	Коэффициент	Стандартная ошибка	T-статистика	Вероятность
WED – среда	-0,2542	0,0444	-5,7262	0,0000
TH – понедельник	-0,1085	0,0435	-2,4907	0,0130
FRI – пятница	-0,4438	0,0565	-7,8602	0,0000
JANUARY – январь	-0,3785	0,0542	-6,9828	0,0000
JUNE – июнь	0,2119	0,0451	4,6943	0,0000
NOVEMBER – ноябрь	-0,2704	0,0994	-2,7203	0,0067
a2 – коэффициент тригонометрической функции	-0,1332	0,0274	-4,8668	0,0000
a3 – коэффициент тригонометрической функции	-0,1393	0,0247	-5,6325	0,0000
a4 – коэффициент тригонометрической функции	-0,0534	0,0214	-2,4934	0,0129
b1 – коэффициент тригонометрической функции	0,4368	0,0327	13,3482	0,0000
b2 – коэффициент тригонометрической функции	0,2127	0,0258	8,2320	0,0000
b4 – коэффициент тригонометрической функции	-0,0450	0,0195	-2,3112	0,0211
NY_1 – рабочий день перед новым годом	1,1204	0,3045	3,6789	0,0003
WO_1 – рабочий день перед 8 марта	0,3261	0,1134	2,8757	0,0042
NAV_1 – рабочий день перед Наврузом	1,0123	0,1123	9,0128	0,0000
DMH_1 – рабочий день перед Днём памяти и почестей	-0,2504	0,1416	-1,7681	0,0775
IND_1 – Рабочий день перед Днём независимости	0,9915	0,1946	5,0942	0,0000
FITR_2 – День за 2 рабочих дня до Руза хайит	0,5794	0,1404	4,1258	0,0000
FITR_1 – рабочий день перед Руза хайит	0,8046	0,2495	3,2252	0,0013
ADHA_1 – рабочий день перед Курбан хайит	1,1347	0,1073	10,5776	0,0000
FEBRUARY - февраль	-0,1245	0,0635	-1,9609	0,0503
_2WD – второй рабочий день после выходных	-0,4505	0,0347	-12,9905	0,0000
LWD – последний рабочий день недели	0,8532	0,0538	15,8515	0,0000
OUTLIER43 – переменная описывающая резкие изменения	1,6473	0,6931	2,3766	0,0178
AR(4) – изменение 4 дня назад	-0,0791	0,0446	-1,7738	0,0766
AR(6) – изменение 6 дней назад	-0,0957	0,0475	-2,0160	0,0442
AR(11) – изменение 11 дней назад	-0,1143	0,0441	-2,5889	0,0099
MA(1) - скользящее среднее 1-го порядка	0,2402	0,0279	8,6176	0,0000

Источник: Расчёты Центрального банка.

На заключительном этапе прогнозирования наличные деньги в обращении прогнозируются на следующий период, в основном на один месяц вперед, а окончательные результаты корректируются на основе данных экспертных суждений.

**Рис. 8. Прогноз наличных денег в обращении, млрд сумов**



Источник: Расчёты Центрального банка.

В конце каждой недели определяется разница между прогнозными и фактическими показателями, оценивается модель, и анализируются факторы, вызвавшие отклонение (если таковое имеется). Например, отклонения между прогнозом и фактическими показателями за сентябрь месяц имели следующий вид (табл. 2).

**Таблица 2. Отклонения прогнозных и фактических показателей наличных денег в обращении**

Показатели	Значение
Средняя квадратичная ошибка (RMSE)	374.7
Средняя абсолютная ошибка (MAE)	285.2
Средняя абсолютная процентная ошибка (MAPE)	0.38%
Средняя ошибка прогноза (MFE)	-199.1

Хотя модель ARIMA является эффективной для **краткосрочного прогнозирования**, она не способна охватить неожиданные шоки. По этой причине требуется, чтобы результаты модели постоянно оценивались экспертом и совершенствовались с определенными интервалами.

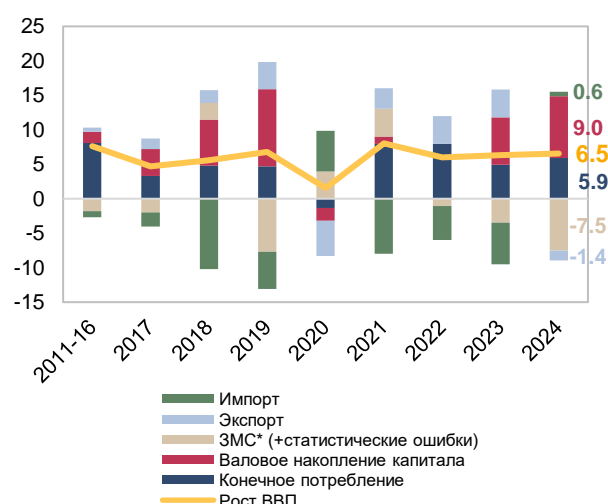
## Роль инвестиций в экономическом развитии Узбекистана

Структурные реформы, начатые в экономике Узбекистана с 2017 года, создают дополнительные факторы экономического роста. При этом, наряду с традиционными факторами, такими как потребление и государственные инвестиции, частные инвестиции также стали основным драйвером экономики.

Либерализация внешнеторговой и валютной политики, а также поддержка развития частного сектора, создают возможности для улучшения общего делового климата и резкого увеличения притока иностранных и внутренних инвестиций. Пандемия 2020 года и последующие процессы восстановления негативно повлияли на инвестиционные возможности и снизили долю инвестиций в экономике на фоне существующих в мире жестких финансовых условий, слабого инвестиционного спроса и разрывов в цепочках поставок. Однако, в последние годы наблюдается положительная тенденция в инвестиционной динамике, и инвестиции остаются одним из ключевых драйверов экономического роста Узбекистана. В частности, в 2023-2024 годах вклад инвестиций в основной капитал в рост ВВП составил в среднем 8%, что выше, чем вклад потребления (5,4%) и экспорта (1,3%) (рис. 1).

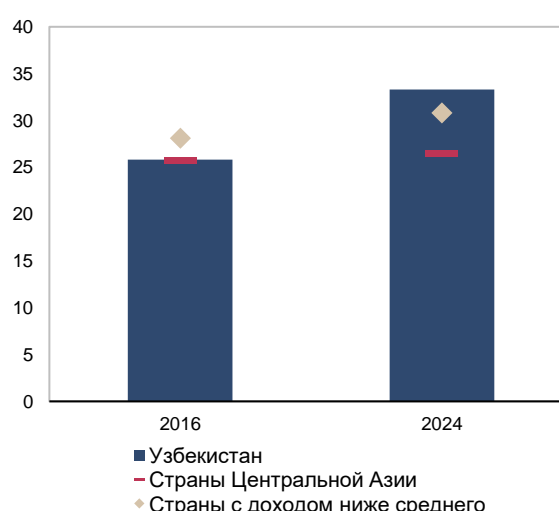
**Роль инвестиций.** Отношение валового накопления капитала к ВВП в Узбекистане значительно выросло по сравнению с 2016 годом (26%) и достигло 33% по итогам 2024 года. Этот показатель является одним из самых высоких среди стран Центральной Азии, а также среди стран с доходом ниже среднего, таких как Узбекистан. Высокая доля инвестиций направляется в основном в области, повышающие эффективность, включая модернизацию промышленности, жилищное строительство, а также инфраструктурные проекты, реализуемые за счет государственных источников.

Рис. 1. Вклад компонентов в рост ВВП, 2011-2024<sup>13</sup>



Источник: Национальный комитет по статистике.

Рис. 2. Доля инвестиций в ВВП<sup>14</sup>



Источник: Азиатский банк развития.

<sup>13</sup> ЗМС – Запасы материальных средств;

<sup>14</sup> Для Кыргызстана, Таджикистана и Туркменистана учитывается показатель за 2023 год. К странам с доходом ниже среднего относятся страны, соответственно классифицированные Всемирным банком.

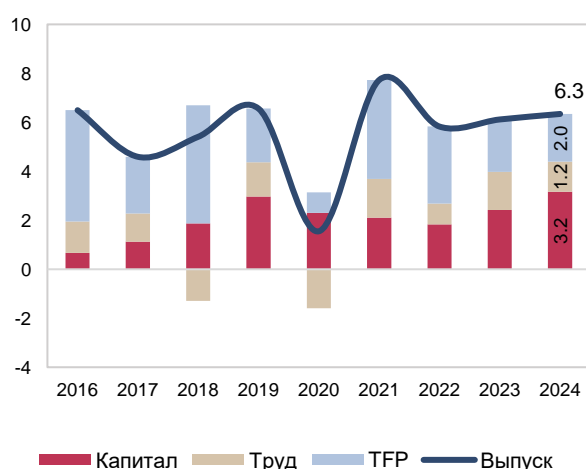
Эти расходы, в свою очередь, служат повышению потенциала экономики и являются важным фактором, обеспечивающим экономическое развитие.

При анализе экономического роста через факторы производства можно увидеть, что рост инвестиций в последние годы приводит к постоянному увеличению запаса капитала. По предварительным оценкам, объем капитала (Capital stock) за последние 8 лет увеличился на 81%, а отношение общего капитала к ВВП улучшилось с 2 раз в 2016 году до 2,4 раз в 2024 году. Это объясняется тем, что инвестиции растут быстрее, чем производство. В условиях высокого роста инвестиций для соответствующего повышения эффективности производства важное значение имеют развитие человеческого капитала и увеличение инвестиций в секторах с низкой производительностью труда.

Также происходят значительные качественные изменения в структуре инвестиций. Если в 2010–2016 годах финансирование инвестиций осуществлялось в основном за счет государственных средств, то в 2017–2024 годах в среднем 43% (рис. 4) от общего объема инвестиций, а к первой половине текущего года – две трети, составили частные и иностранные инвестиции и кредиты. Резкий рост иностранного финансирования объясняется, с одной стороны, расширением возможностей заимствования у финансовых институтов, а с другой – улучшением инвестиционного климата в стране и ростом доверия иностранных инвесторов. В частности, в 2024 году прямые иностранные инвестиции (ПИИ) составили 61% в структуре иностранных инвестиций и кредитов.

Рост инвестиций в основной капитал происходит параллельно с увеличением импорта машин и оборудования (рис. 5). Поступление этих капитальных товаров обычно означает приток новых знаний, навыков и дополнительных факторов, повышающих эффективность. Расходы на машины, оборудование и запасы материальных оборотных средств составляют почти половину инвестиционных расходов в основной капитал, и примерно такая же часть приходится на расходы на строительно-монтажные работы (рис. 6).

**Рис. 3. Структура ВВП по факторам производства, 2016-2024 гг.**



Источник: Расчёты Центрального банка.

**Рис. 4. Источники финансирования инвестиций в основной капитал, 2017-2024 гг.**



Источник: Национальный комитет по статистике.

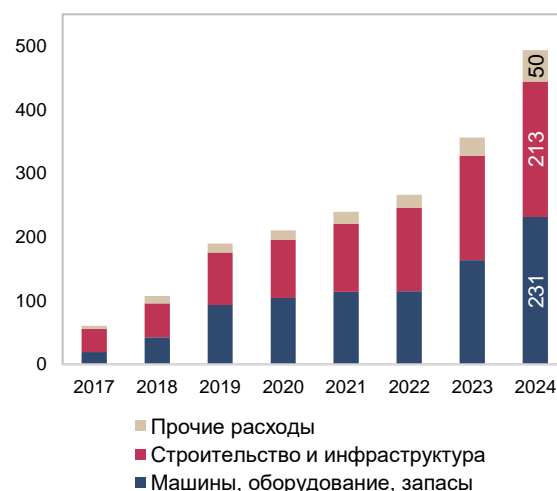


**Рис. 5. Импорт капитальных товаров и реальные инвестиции в основной капитал, млн долл.**



Источник: Национальный комитет по статистике.

**Рис. 6. Технологическая структура инвестиций в основной капитал<sup>15</sup>, трлн сумов**



Источник: Национальный комитет по статистике.

**Прямые иностранные инвестиции (ПИИ).** В последние годы в Узбекистане наблюдается значительный рост экономической свободы, которая приблизилась к среднему показателю по региону (рис. 7). Улучшающийся бизнес-климат в стране способствует росту прямых иностранных инвестиций, которые традиционно рассматриваются как фактор повышения эффективности производства. Доля чистых ПИИ в ВВП, рассчитанная по платежному балансу, улучшилась с 1,7% в 2010–2016 годах до в среднем 2,5% в период 2017–2024 годов. Этот показатель выше стран Центральной Азии, но ниже по сравнению со странами Южной Азии (рис. 8). Активы, созданные в результате освоения этих инвестиций (*здания и сооружения, капитальное оборудование*), составляли в среднем 2% от ВВП в 2010–2016 годах, тогда как к 2024 году их доля достигла 10%.

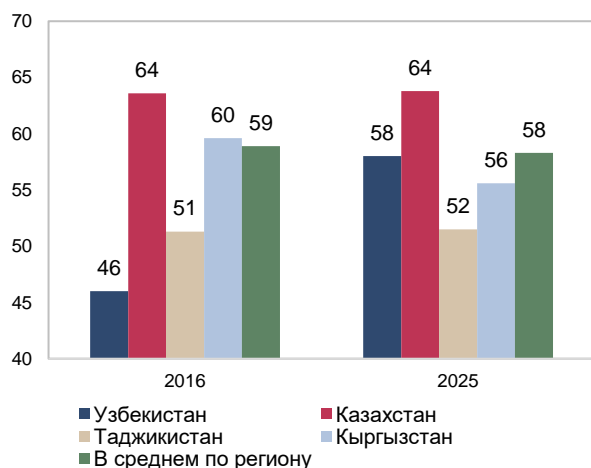
В первом полугодии 2025 года значительная часть из освоенных иностранных инвестиций и кредитов, направленных на создание основных фондов в размере 195 трлн сумов (*или 15,1 млрд долларов*), пришлась на обрабатывающую промышленность (32%), снабжение электроэнергией и газом (18%) и горнодобывающую промышленность (13%).

**Анализ динамики инвестиций, финансируемых из иностранных источников.** Наблюдаемое в мире после 2022 года финансовое ужесточение привело к росту цен на заимствования как в иностранной, так и в национальной валюте в Узбекистане. При этом средневзвешенная ставка по кредитам в иностранной валюте для юридических лиц выросла с 7 до 10,5%, а ее эквивалент в национальной валюте — с 21 до 23%. В результате, активность предприятий по инвестированию за счет собственных средств или путем привлечения кредитов коммерческих банков несколько снизилась (рис. 9).

В течение 2022–2024 годов наблюдался значительный рост отношения иностранных инвестиций и кредитов, привлеченных для финансирования инвестиций в основной капитал, к ВВП.

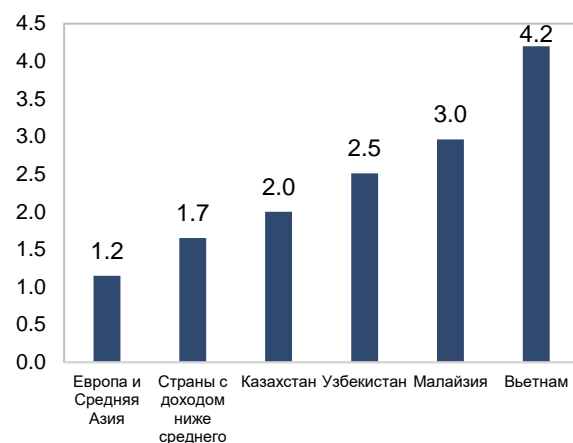
<sup>15</sup> Показатель за 2024 год основан на предварительных (необновленных) данных. Данные за 2010–2017 годы отсутствуют.

**Рис. 7. Показатель экономической свободы**



Источник: heritage.org

**Рис. 8. Доля ПИИ в ВВП, средний показатель за 2017-2024 годы, %**



Источник: Всемирный банк.

Это объясняется, с одной стороны, восстановлением притока инвестиций в развивающиеся страны до допандемийного уровня, а с другой стороны, высоким спросом на внешние займы и кредиты со стороны предприятий с государственной долей.

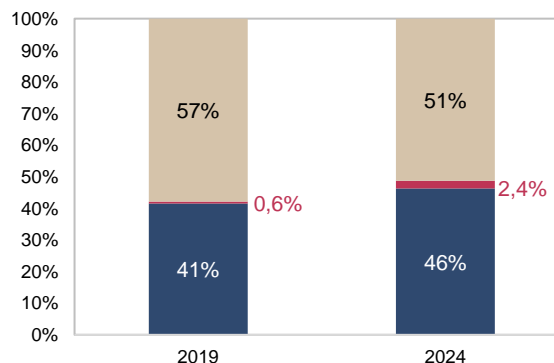
**Инвестиции в долгосрочную и инновационную деятельность.** Для обеспечения высоких и устойчивых темпов роста для Узбекистана необходимо увеличение инвестиций в долгосрочную и инновационную деятельность. В период 2019–2024 годов инвестиции, направленные на продукты интеллектуальной собственности, увеличились до 2,4% от общего объема инвестиций в основной капитал. Дальнейшее увеличение доли этих инвестиций будет способствовать усилению экспортного потенциала, диверсификации внутреннего рынка и получению конкурентного преимущества в мировой экономике, что, в свою очередь, ускорит экономический рост.

**Рис. 9. Проценты по кредитам и инвестиции за счёт средств предприятий или кредитов коммерческих банков, млрд сумов, %**



Источник: Центральный банк, Национальный комитет по статистике.

**Рис. 10. Структура инвестиций в основной капитал по видам основных фондов, %**



Источник: Национальный комитет по статистике.

## Согласованность денежно-кредитной и макропруденциальной политики и их взаимодополняющее значение

После глобального финансового кризиса 2007–2009 годов взгляды на взаимосвязь между стабильностью цен и финансовой стабильностью кардинально изменились. До глобального финансового кризиса большинство экономистов, экспертов и учёных рассматривали обеспечение стабильности цен в экономике как основу для автоматического обеспечения и финансовой стабильности. Однако глобальный финансовый кризис показал, что стабильность цен является необходимым, но недостаточным условием для обеспечения финансовой стабильности. По этой причине после глобального финансового кризиса в деятельности центральных банков возрастает значение макропруденциальной политики, направленной на предотвращение системных финансовых рисков. При этом особое внимание стало уделяться взаимной согласованности денежно-кредитной политики и макропруденциальной политики.

*Денежно-кредитная политика Центрального банка в основном направлена на обеспечение низкого и стабильного уровня инфляции и включает такие инструменты, как основная процентная ставка, операции на открытом рынке и нормативы обязательных резервов. Эффективность денежно-кредитной политики оценивается низким уровнем инфляции, а также инфляционных ожиданий.*

*Макропруденциальная политика – это политика, направленная на сохранение всей финансовой системы безопасной и устойчивой, снижение системных рисков в масштабах финансовой системы и предотвращение финансовых кризисов. Она помогает предотвратить нарастание рисков, таких как чрезмерное заимствование, быстрый рост кредитов или резкий рост цен на активы.*

Почему стабильность цен не гарантирует финансовую стабильность?

Стабильность цен на товары и услуги очень важна, поскольку она защищает доходы и сбережения населения от инфляции. Однако стабильность потребительских цен не всегда означает безопасность финансовой системы. Этому есть несколько причин. В частности:

### *1. Цена активов и быстрый рост кредитов*

Иногда, наряду со стабильностью потребительских цен в частности, цен на продукты питания или одежду, цены на активы, такие как жильё, земля, акции, очень быстро растут. Эта ситуация побуждает инвесторов (*население, финансовые организации или фирмы*) к чрезмерному заимствованию для покупки таких активов, что приводит к образованию пузыря в ценах на активы. Когда пузырь лопается, вероятность возникновения финансового кризиса резко возрастает, несмотря на низкий уровень инфляции. (*Например, в США в 2008 году инфляция была низкой, однако цены на жильё чрезмерно выросли. В результате, из-за образования и последующего схлопывания пузыря цен на жильё, возник глобальный финансовый кризис*).

## *2. Повышение склонности к риску в период низких процентных ставок*

Низкие процентные ставки, обусловленные стабильностью цен в течение длительного периода времени, побуждают банки и инвесторов вкладывать средства в более рискованные активы, чтобы получить большую прибыль, чем от низкодоходных безопасных активов.

В результате накопление риска в системе увеличивает ее уязвимость к риску, и даже возникновение небольшого риска в системе может привести к большим убыткам.

## *3. Пробелы в контроле над небанковскими кредитными организациями*

Как правило, не все кредиты в экономике выдаются через традиционные банки. В экономике, наряду с коммерческими банками, другие финансовые учреждения осуществляют операции «кредитования» (продажа в рассрочку, процентные и беспроцентные отсроченные платежи и т. д.). Однако, поскольку эти учреждения не подвержены влиянию инструментов денежно-кредитной политики, ужесточение денежно-кредитной политики не может оказать влияние на их объемы кредитования. В результате это приводит к накоплению скрытых рисков в экономике. Поэтому даже при низкой инфляции скрытые риски в системе могут возрасти.

## *4. Финансовые инновации и инклюзивность*

Использование финансовых инноваций и более широкий доступ населения к финансовым услугам являются позитивными процессами для финансовой системы<sup>16</sup>. Это повышает эффективность экономики и способствует развитию финансовой системы. Однако данные инновации также могут вызвать новые риски, которые не предусмотрены действующими правилами.

Как правило, новые технологии и продукты быстро развиваются, тогда как регулирование отстает от них. Задержка в регулировании может усилить цикл развития (boom-bust cycle) и создать риски будущих кризисов.

Поэтому, когда на финансовый рынок приходят новые участники или технологии, возрастает необходимость постоянного мониторинга того, какие новые риски они могут создать.

## *Согласованность денежно-кредитной и макропруденциальной политики*

В международной практике существуют разные точки зрения относительно того, должны ли Центральные банки реагировать на пузыри цен на активы или не вмешиваться. Эти взгляды в основном делятся на две группы.

Первая группа экономистов выступает за то, что Центральный банк не должен реагировать на пузыри цен на активы. По их мнению, в экономике существует слишком много видов активов, и нет возможности точно идентифицировать пузыри в их ценах.

---

<sup>16</sup> Финансовые инновации – новые продукты, технологии и бизнес-модели (например, мобильный банкинг, финтех). Финансовая инклюзивность – обеспечение доступности финансовых услуг для большего числа людей и малых предприятий.

Использование инструментов денежно-кредитной политики против пузыря активов окажет негативное влияние не только на цены тех активов, чья цена превысила фундаментальный уровень, но и на всю экономику. Например, повышение основной ставки приведёт к снижению совокупного спроса в экономике и замедлению общего экономического роста.

Экономисты этой группы подчеркивают, что после схлопывания пузыря цен на активы можно смягчить нанесенный экономике ущерб и восстановить её, проводя мягкую/стимулирующую денежно-кредитную политику.

Вторая группа экономистов, наоборот, выступает за то, что Центральные банки должны активно реагировать на пузыри цен на активы (*leaning against the wind*<sup>17</sup> – «движение против ветра»). Сторонники этой точки зрения считают, что, хотя пузыри цен на активы трудно обнаружить, игнорирование этого риска представляет серьезную угрозу финансовой стабильности, а бездействие может иметь значительные негативные последствия.

Согласно этому подходу, когда Центральный банк обнаруживает, что цены на активы растут слишком быстро, а кредитование расширяется слишком сильно, он должен осторожно ужесточить основную процентную ставку или другие денежно-кредитные инструменты. В этом случае политика центрального банка проводится на основе целей «охлаждения» экономики от перегрева, ограничения чрезмерного принятия рисков и предотвращения роста пузырей в финансовой системе.

Кроме того, экономисты этой группы выступают за активное использование инструментов макропруденциальной политики против пузырей цен на активы. Использование инструментов макропруденциальной политики позволяет четко ограничить источники риска в финансовой системе и обеспечить целенаправленный механизм воздействия без негативного влияния на всю экономику через процентные ставки.

В целом, денежно-кредитная политика должна включать в себя не только низкую и стабильную инфляцию, но и финансовую стабильность. Центральный банк может ужесточить политику процентных ставок с целью предотвращения финансовых рисков, даже если это повлечет за собой небольшое отклонение от целевого уровня инфляции. Это является стратегией обеспечения долгосрочной финансовой стабильности через отказ от краткосрочного экономического роста.

Хотя денежно-кредитная политика является основным инструментом регулирования инфляции и экономического цикла, а макропруденциальная политика – предотвращения системных рисков в финансовом секторе, обе политики одинаково важны и значимы для обеспечения финансовой стабильности в стране. Опыт периода после глобального финансового кризиса свидетельствует о том, что положительный результат может быть достигнут только тогда, когда денежно-кредитная и макропруденциальная политика дополняют друг друга.

<sup>17</sup> «Движение против ветра» – это экономический и монетарный термин, обозначающий решение центрального банка ужесточить или смягчить монетарную политику в ответ на резкий рост цен на активы или кредитования, даже если инфляция и объем производства кажутся стабильными. Когда центральный банк «движется против ветра», он повышает процентные ставки (*ужесточает политику*), чтобы снизить чрезмерный рост кредитования, пузыри цен на активы или финансовые дисбалансы, даже если инфляция ниже целевого уровня.

Для обеспечения безопасности финансовой системы необходимы непрерывный надзор, ответственное кредитование и сильные регуляторные инструменты и меры.

Эффективная политика требует интегрированного подхода – денежно-кредитной политики, направленной на стабильность цен и активного макропруденциального надзора, жесткого микропруденциального регулирования, инструментов управления кризисами и институциональных мер, обеспечивающих координацию.

Макропруденциальная политика играет важную роль не только в выявлении и своевременном ограничении рисков в финансовой системе, но и в повышении эффективности денежно-кредитной политики.

В частности, если макропруденциальный надзор организован неэффективно, ужесточение денежно-кредитных условий может оказаться неэффективным в ответ на быстрый рост кредитования в экономике. В этом случае эффективность инструментов процентной политики снижается из-за недостаточного установления требований к кредитованию.

Кроме того, в условиях высокого государственного долга и долга домохозяйств, когда системным рискам уделяется недостаточное внимание, Центральный банк не сможет свободно использовать процентные инструменты, если по определённым причинам возникнет инфляционное давление. В такой ситуации повышение процентных ставок с целью снижения инфляции может вызвать риск дефолта в экономике.

По этой причине обеспечение макропруденциального надзора не только повышает устойчивость финансовой системы к различным неожиданным шокам, но и, в свою очередь, улучшает эффективность денежно-кредитной политики.

Центральные банки должны постоянно отслеживать показатели стабильности цен и финансовой стабильности, поддерживать расширенный набор инструментов и быть готовыми принимать целенаправленные макропруденциальные меры до того, как проблемы перерастут в системные.

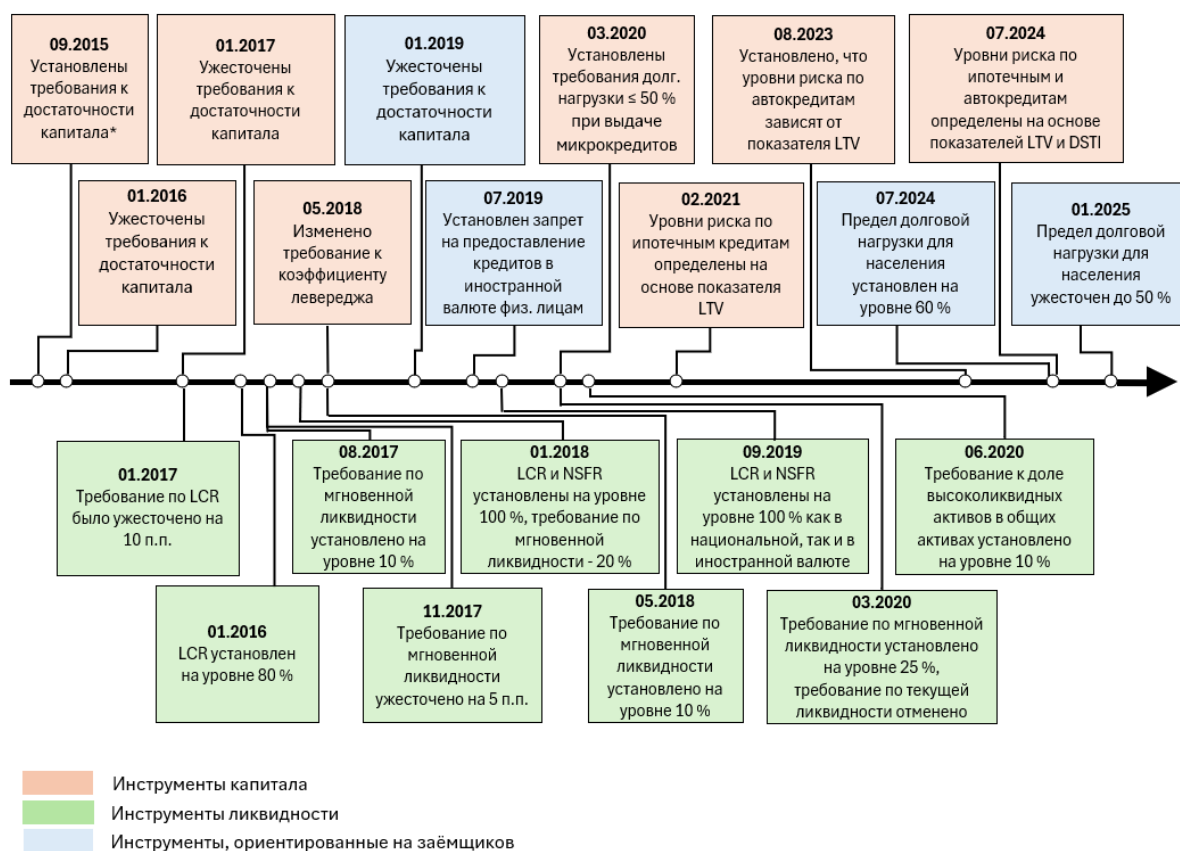
В Узбекистане постоянно анализируются системные риски, которые могут негативно повлиять на финансовую стабильность страны, и рассматриваются ответные меры. Масштаб системных рисков, которые могут возникнуть в связи с развитием финансового сектора в экономике и резким увеличением кредитования, также расширяется.

В ответ на это, соответственно, совершенствуются макропруденциальные меры, направленные на их регулирование (рис. 1).

*Более подробную информацию о мерах, направленных на предотвращение системных рисков, и причинах их применения можно найти в [обзорах финансовой стабильности Центрального банка](#).*



**Рис. 1. Основные изменения в инструментах макропруденциальной политики в Узбекистане, (по состоянию на 1 января 2025 года)**



Источник: Центральный банк.



### Значение степени активности денежно-кредитной политики для эффективного сдерживания инфляции

Когда в экономике возникает инфляционное давление, Центральный банк иногда может ожидать накопления необходимых данных и откладывать принятие решения о ужесточении денежно-кредитных условий из-за неопределённости относительно продолжительности шока. В такой ситуации необходимость согласовывать снижение потенциальных последствий ошибочного решения в условиях высокой неопределённости с требованием своевременно реагировать на инфляционное давление естественным образом может замедлять процесс принятия решений. Хотя краткосрочное ожидание может рассматриваться как проявление осторожности, в среднесрочной перспективе такой подход может иметь негативные последствия: высокое ценовое давление влияет на инфляционные ожидания, усиливая длительность инфляции, а снижение доверия экономических агентов к денежно-кредитной политике Центрального банка потребует ещё более жёстких мер для восстановления стабильности цен.

Для анализа последствий запаздывания в денежно-кредитной политике с помощью квартальной модели прогнозирования изучаются экономические эффекты 1% инфляционных и спросовых шоков в условиях активной и запаздывающей реакции денежно-кредитной политики.

#### **Условия симуляции:**

- **Активная денежно-кредитная политика:** сразу после возникновения шока денежно-кредитная политика ужесточается, основная ставка повышается, и таким образом выполняется мандат по сдерживанию инфляции. Такой подход направлен на закрепление инфляционных ожиданий и стабилизацию экономики.

- **Запаздывающая денежно-кредитная политика:** в первые два квартала сохраняется нейтральная политика, а затем постепенно принимаются меры по ужесточению.

При активной денежно-кредитной политике быстрая реакция центрального банка оперативно смягчает шок и возвращает экономику в равновесие с относительно небольшой волатильностью.

Задержка ужесточения денежно-кредитной политики позволяет инфляционному давлению нарастать на начальном этапе, что, в свою очередь, требует более жёстких корректировок и увеличивает общую волатильность экономики.

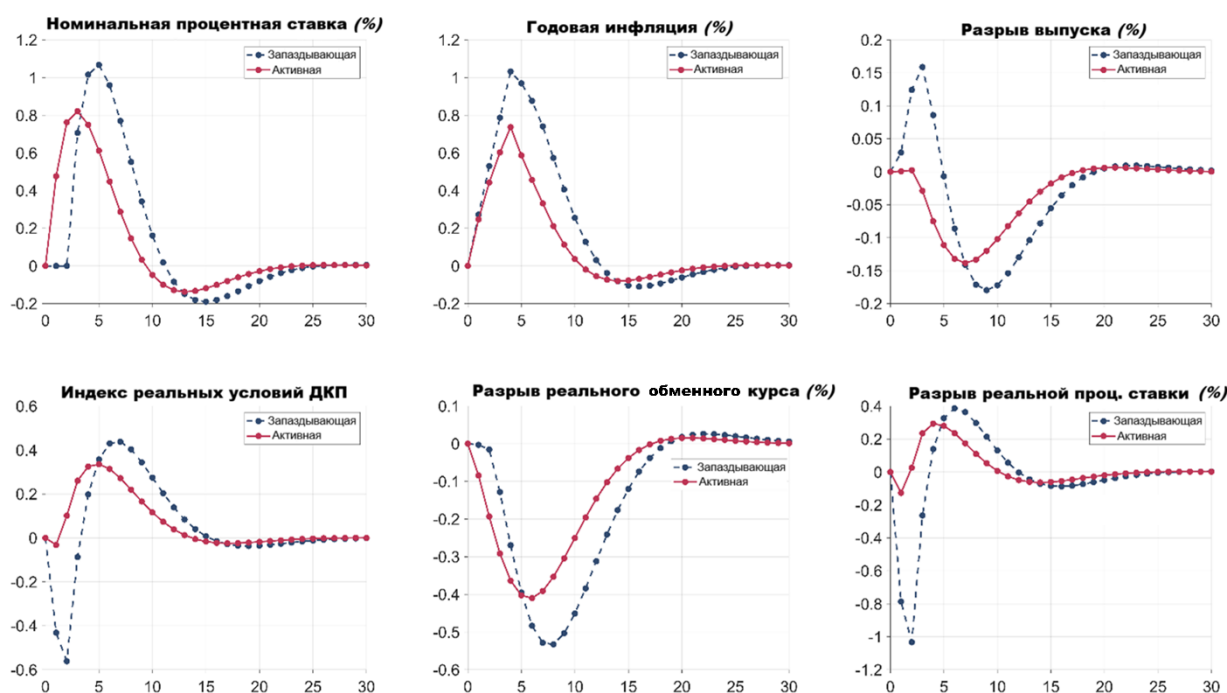
**Влияние инфляционного шока на экономику.** В результате наблюдаемого шока инфляция начинает расти уже в первые кварталы. По итогам четырёх кварталов после шока инфляция в условиях активной и запаздывающей денежно-кредитной политики формируется соответственно на 0,75 п.п. и 1,05 п.п. выше. При этом инфляционные ожидания в обоих сценариях складываются по-разному. Запаздывающие меры Центрального банка ослабляют сигналы жёсткости, в результате чего вторичные эффекты оказывают дополнительное повышающее влияние на инфляцию, и инфляционный процесс продолжается дольше.

В сценарии запаздывающих мер процентный канал в первые два квартала практически не работает: межбанковская процентная ставка вначале почти не меняется, что сохраняет стоимость финансовых ресурсов неизменной и поддерживает давление со стороны совокупного спроса. Напротив, при активной денежно-кредитной политике основная ставка повышается на 0,5 п.п. в первый квартал и далее постепенно увеличивается до 0,8 п.п. к концу года, что сдерживает расходы и стабилизирует совокупный спрос.

В условиях запаздывающей денежно-кредитной политики более высокая инфляция и неизменная номинальная процентная ставка приводят к тому, что разрыв реальных процентных ставок в первые кварталы формируется устойчиво отрицательным. В то время как при активной политике разница реальной процентной ставки становится ужесточающей и принимает положительное значение. Разница реальных ставок при активном подходе постепенно увеличивается и последовательно ограничивает спрос. Запаздывающая политика, напротив, требует резкого повышения основной ставки для смягчения накопившегося инфляционного давления.

Различная динамика разницы реального обменного курса в анализируемых двух сценариях ещё больше усиливает различия в денежно-кредитных условиях. В частности, при активной денежно-кредитной политике более высокие процентные ставки приводят к усилению притока капитала, в результате чего национальная валюта укрепляется, и по итогам года разрыва реального обменного курса составляет –0,3 п.п. В условиях запаздывающей политики разрыв обменного курса формируется несколько позже, но из-за более высокой инфляции оказывается сильнее и достигает –0,4 п.п. к концу года.

**Рис. 1. Импульсные отклики выбранных макроэкономических показателей в условиях активной и запаздывающей денежно-кредитной политики при возникновении инфляционного шока**



Источник: Результаты моделирования.

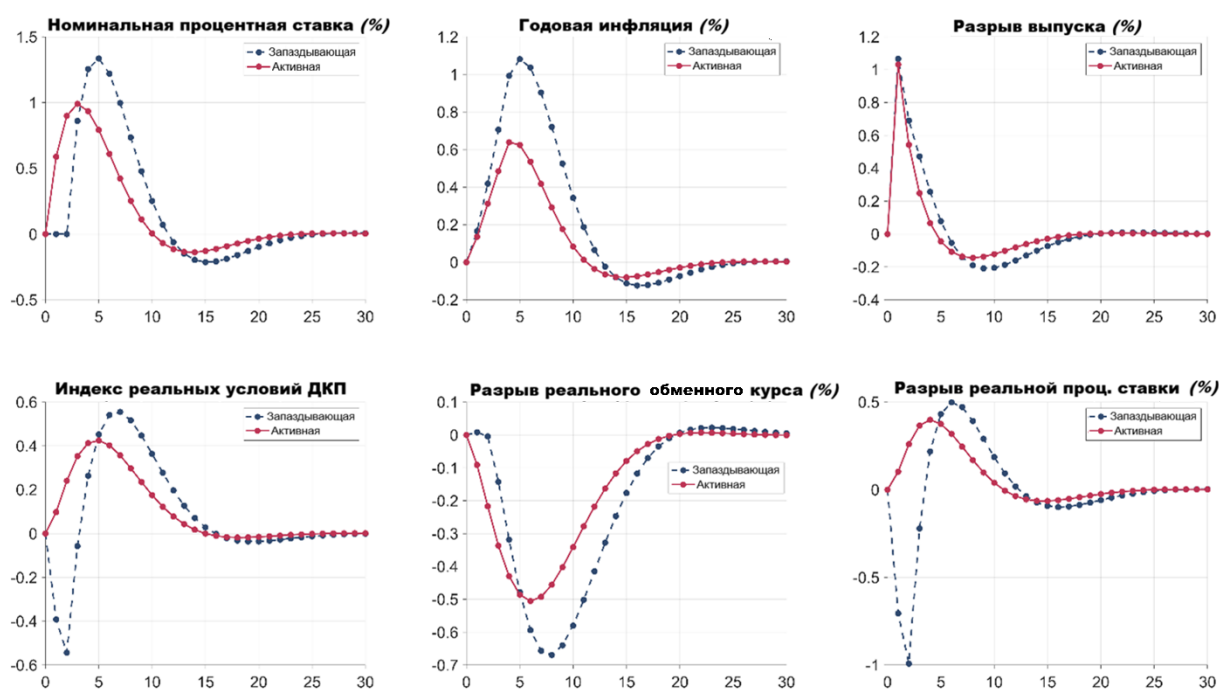
Индекс реальных денежно-кредитных условий, отражающий степень ужесточения или смягчения общих денежно-кредитных условий, формируется в соответствии с динамикой реальной процентной ставки и разрыва реального обменного курса. В условиях активной денежно-кредитной политики индекс быстрее отклоняется от нейтрального уровня в сторону ужесточения — повышаясь до 0,4 п.п. в четвёртом квартале, что указывает на направленность политики Центрального банка на сдерживание инфляции.

В сценарии запаздывающей денежно-кредитной политики за счёт отрицательной реальной процентной ставки и разрыва реального обменного курса индекс реальных условий денежно-кредитной политики первые три квартала остаётся отрицательным, оказывая стимулирующее воздействие на совокупный спрос.

При активной политике своевременное ужесточение денежно-кредитных условий в короткий срок приводит к умеренному снижению разрыва выпуска. Оперативные меры Центрального банка смягчают эффект шока и возвращают экономику к равновесию с относительно меньшими колебаниями. В этом процессе более высокие процентные ставки замедляют рост инвестиций и потребления.

В условиях запаздывающих мер стимулирующие денежно-кредитные условия повышают совокупный спрос выше нейтрального уровня, вследствие чего разрыв выпуска остаётся положительным до конца года. Запаздывание мер на начальном этапе допускает усиление давления спроса, что впоследствии требует более резких корректировок и увеличивает масштаб общих экономических колебаний.

**Рис. 2. Импульсные отклики выбранных макроэкономических показателей в условиях активной и запаздывающей денежно-кредитной политики при возникновении шока совокупного спроса**



Источник: Результаты моделирования.

**Влияние шока спроса на экономику.** В результате шока совокупного спроса разрыв выпуска в первый квартал увеличивается на 1 п.п. как в условиях активной, так и в условиях запаздывающей денежно-кредитной политики. Поскольку влияние мер денежно-кредитной политики на совокупный спрос проявляется с определённым лагом, различия в политике в первый квартал почти не отражаются на динамике разрыва выпуска. В последующих периодах формирование совокупного спроса в двух сценариях развивается по-разному. Запаздывающие меры Центрального банка ослабляют сигналы ужесточения и оказывают дополнительное положительное влияние на рост разрыва выпуска. В результате положительный разрыв выпуска сохраняется дольше, однако фаза ужесточения в условиях запаздывающей политики приводит к более глубокому снижению разрыва выпуска.

В сценарии запаздывающей политики процентный канал в первые два квартала сохраняет цену финансовых ресурсов практически неизменной, позволяя продолжаться давлению со стороны спроса. Центральный банк начиная с третьего квартала резко повышает основную ставку на 0,8 п.п., а к концу года – на 1,4 п.п. При активной денежно-кредитной политике ставка повышается на 0,6 п.п. в первый квартал и затем постепенно увеличивается до 1 п.п. в течение следующих трёх кварталов.

Разрыв реального обменного курса в анализируемый период остаётся отрицательным в обоих сценариях, что отражает реальное укрепление национальной валюты относительно нейтрального уровня на фоне высокой инфляции.

Индекс реальных денежно-кредитных условий в период симуляции при активной политике остаётся жёстче нейтрального уровня, повышаясь к четвёртому кварталу на 0,4 п.п. и обеспечивая ограничение инфляционного давления. В условиях запаздывающей политики более высокая инфляция и сохранение номинальной ставки на нейтральном уровне приводят к тому, что разрыв реальной процентной ставки в первые кварталы становится отрицательным. В результате общие денежно-кредитные условия оказываются стимулирующими и усиливают совокупный спрос. При запаздывании мер возникает необходимость значительно более сильного ужесточения условий для нейтрализации накопленного давления спроса и инфляции. Таким образом, денежно-кредитные условия, будучи стимулирующими в первые три квартала, с конца года переходят в фазу резкого ужесточения, усиливая динамику экономических колебаний.

По результатам анализа, запаздывание мер денежно-кредитной политики на 2 квартала при шоке инфляции в 1 п.п. приводит к увеличению инфляции на 3 п.п. и разрыва выпуска на 0,3 п.п. в течение трёх лет. В случае шока совокупного спроса в 1 п.п. запаздывание мер увеличивает инфляцию на 3,6 п.п., а разрыв выпуска – на 0,4 п.п. за тот же период.

Данный анализ показывает, что в условиях любых проинфляционных шоков со стороны спроса или предложения проведение активной денежно-кредитной политики имеет важное значение для обеспечения стабильности цен и достижения сбалансированного экономического роста в среднесрочной перспективе. Кроме того, такой подход способствует укреплению доверия экономических агентов к политике Центрального банка и эффективному сдерживанию инфляционных ожиданий.

## ГЛОССАРИЙ

<b>Административно регулируемые цены</b>	– цены, которые формируются не на основе рыночных механизмов (спроса и предложения), а административно устанавливаются для определенных видов продукции (товаров, услуг) через государственные органы, организации и предприятия.
<b>Базовая инфляция</b>	– инфляция рассчитывается без учета изменения цен на отдельные товары и услуги (фрукты и овощи, топливо, отдельные виды пассажирского транспорта, услуги связи, жилищно-коммунальные услуги и др.), цены на которые колеблются под влиянием сезонных и административных факторов..
<b>Валютные интервенции Центрального банка</b>	– участие Центрального банка на валютном рынке посредством покупки и продажи иностранной валюты с целью стерилизации дополнительной ликвидности, создаваемой покупкой Центральным банком монетарного золота, а также для предотвращения резких колебаний курса национальной валюты.
<b>Временной лаг</b>	– индикатор влияния одного экономического события на другое экономическое событие с определенной временной задержкой; интервал между возникновением двух и более связанных событий.
<b>Денежно-кредитная политика</b>	– часть макроэкономической политики, проводимой для обеспечения стабильности цен на внутреннем рынке. Денежно-кредитная политика реализуется посредством использования денежно-кредитных инструментов для поддержания необходимого уровня ликвидности, процентных ставок и других показателей в банковской системе.
<b>Депозитные аукционы</b>	– операции Центрального банка по привлечению средств на корреспондентский счет коммерческих банков по аукционным процентным ставкам (обычно одна или две недели) с целью управления общей ликвидностью банковской системы и временного изъятия избыточной ликвидности из банковской системы в контексте структурного профицита ликвидности.
<b>Дефлятор валового внутреннего продукта</b>	– изменение общего уровня цен на товары и услуги, производимые и потребляемые в стране за определенный период.
<b>Заякоренность инфляционных ожиданий</b>	– закрепление темпов ожидаемой населением и хозяйствующими субъектами на ближайшую среднесрочную перспективу инфляции к определенному количественному показателю (таргету инфляции).

<b>Инвестиционный спрос</b>	– спрос на объекты физического капитала (машины, оборудование) и услуги, используемые хозяйствующими субъектами для ведения и расширения своей деятельности. Инвестиционный спрос является частью совокупного спроса в экономике.
<b>Индекс потребительских цен (ИПЦ)</b>	– индикатор изменения общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления, рассчитывается как отношение суммы цен на товары и услуги в текущем периоде к ценам в предыдущем (базовом) периоде.
<b>Инерционная инфляция</b>	– тенденция инфляции медленно возвращаться к долгосрочному равновесному уровню после шоков, которые приводят к отклонениям от долгосрочного уровня.
<b>Инфляционное таргетирование</b>	– представляет собой режим денежно-кредитной политики, при котором Центральный банк устанавливает и объявляет среднесрочный целевой уровень инфляции. В то же время он направляет денежно-кредитные инструменты на достижение данного количественного показателя по инфляции.
<b>Инфляционные ожидания</b>	- оценки населения и субъектов предпринимательства об уровне инфляции на следующий период. На основании инфляционных ожиданий производители и потребители, продавцы и покупатели определяют свою будущую инвестиционную, кредитную, финансовую и ценовую политику, оценивают доходы, расходы и предполагаемую прибыль.
<b>Инфляционный таргет</b>	– заранее объявленный целевой показатель инфляции, который закладывает основу для долгосрочного экономического развития и стабильности цен.
<b>Кривая доходности</b>	- в экономике и финансах кривая, показывающая изменение процентных ставок (доходности) определенного долгового инструмента (например, государственных ценных бумаг) в зависимости от сроков погашения. Наклон кривой доходности считается важным экономическим индикатором и играет центральную роль в трансмиссии решений денежно-кредитной политики в экономику. Эта кривая является источником информации, выражающей ожидания инвесторов по макроэкономическим показателям, таким как будущие процентные ставки, экономический рост и уровень инфляции.
<b>Кривая Филлипса</b>	– кривая, показывающая связь между инфляцией и уровнем безработицы. Согласно кривой Филлипса, низкий уровень безработицы приводит к высокой инфляции.
<b>Ликвидность банковской системы</b>	– остатки средств коммерческих банков в национальной валюте на корреспондентских счетах, открытых в Центральном банке Республики Узбекистан.
<b>Макропруденциальные меры</b>	– комплекс активных мер, направленных на минимизацию системного риска в банковской системе, финансовом рынке или отдельных его сферах.



<b>Машинное обучение (ML)</b>	- это алгоритм обучения программы на компьютере или алгоритм самостоятельного решения заданных задач с использованием существующих данных. Преимущество этого метода в том, что он позволяет делать более точные прогнозы, используя большую базу данных.
<b>Межбанковский денежный рынок</b>	– система организации и проведения краткосрочных (обычно до одного года) биржевых операций по размещению и привлечению средств в национальной и иностранной валютах.
<b>Международные денежные переводы</b>	– перевод средств в страну или из страны через международные системы денежных переводов.
<b>Монетарные факторы инфляции</b>	– факторы инфляции, на которые могут оказать прямое влияние инструменты денежно-кредитной политики Центрального банка в среднесрочной перспективе.
<b>Обязательные резервы коммерческих банков</b>	– средства, депонированные коммерческими банками в Центральном банке для выполнения обязательных резервных требований Центрального банка. Минимальный размер обязательных резервов в Центральном банке определяется нормативными актами Центрального банка с учетом целей денежно-кредитной политики в отношении объема, вида, сроков и других обязательств банков. Размер обязательных резервов по каждой категории привлекаемых средств одинаков для всех банков.
<b>Операции РЕПО</b>	– операции продажи государственных ценных бумаг Центральному банку на основании договора репо коммерческих банков для краткосрочного заимствования или операции Центрального банка по продаже ценных бумаг коммерческим банкам с целью управления денежной массой и банковскими резервами (в этом случае государственные ценные бумаги выступают в качестве обеспечения).
<b>Основная ставка</b>	– процентная ставка, определяющая процентную ставку по займам для коммерческих банков и стоимость займов для заемщиков; изменение основной процентной ставки влияет на процентные ставки на межбанковском денежном рынке.
<b>Открытая валютная позиция</b>	– валютная позиция в ситуации несовпадения требований банка в иностранной валюте его обязательствам в иностранной валюте.
<b>Платежный баланс</b>	– статистический отчет, отражающий все экономические операции между резидентами и нерезидентами страны за определенный период времени.
<b>Потребительский спрос</b>	– спрос на потребительские товары и услуги в экономике.



<b>Процентный коридор</b>	– система приближения краткосрочных процентных ставок на денежном рынке к основной процентной ставке (процентной цели) Центрального банка; Верхний предел коридора процентных ставок - это ставка Центрального банка по кредитованию коммерческих банков (обычно ставка овернайт), а нижний предел - это ставка Центрального банка по привлечению депозитов коммерческих банков.
<b>Разрыв выпуска (разрыв ВВП)</b>	– разница между текущим и потенциальным ВВП. Положительная разница называется инфляционным разрывом. Это означает, что темпы роста совокупного спроса будут превышать темпы роста совокупного предложения, и это может создать инфляционное давление. И наоборот, отрицательная разница приводит к дефляции.
<b>Рецессия</b>	– резкое снижение производства в экономике или существенное замедление темпов экономического роста.
<b>Системные риски</b>	– риски функционирования всей финансовой системы или финансового рынка, в отличие от рисков, связанных с отдельным участником или группой участников финансового рынка.
<b>Стагфляция</b>	– высокая инфляция в сочетании с низким экономическим ростом.
<b>Счет текущих операций</b>	– является частью платежного баланса страны, отражает поток товаров, услуг, первичных и вторичных доходов (заработная плата рабочих, доход от инвестиций и т. д.) между резидентами и нерезидентами.
<b>Трансмиссионные каналы денежно-кредитной политики</b>	– каналы воздействия решений денежно-кредитной политики на ценовую динамику и экономику. Процесс, посредством которого изменение или сохранение неизменной процентной ставки центрального банка, и сигнал о его будущей траектории постепенно передается от сегментов финансового рынка реальному сектору экономики и, в результате, уровню инфляции. Изменения процентных ставок передаются в экономику по следующим основным каналам: процентный, кредитный, валютный, цен на активы и канал ожиданий.
<b>Тренд</b>	– основная тенденция изменения индикатора. Тренды могут быть представлены различными уравнениями - линейными, логарифмическими, степенными и т. д. Актуальный тип тренда определяется с помощью его функциональной модели, используя статистические методы или сглаживание временных рядов (time series).
<b>Усеченная инфляция</b>	– инфляция рассчитанная путем исключения 10 групп товаров (услуг) с наибольшим и наименьшим ростом цен соответственно.

<b>Финансовая система</b>	– совокупность финансовых институтов и финансовых рынков, обеспечивающих формирование и использование средств государства, организаций и населения посредством различных финансовых инструментов. В то же время финансовые учреждения перераспределяют ограниченные финансовые ресурсы от одного хозяйствующего субъекта к другому.
<b>Финансовая стабильность</b>	– эффективное функционирование финансовой системы за счет обеспечения перераспределения ресурсов и управления финансовыми рисками, умеренная волатильность финансового рынка (его сегментов), непрерывность расчетов, а также способность преодолевать последствия негативных шоков и восстанавливаться после шока в чрезвычайных ситуациях, состояние финансовой системы, в котором она может эффективно работать.
<b>Финансовый рынок</b>	– система экономических отношений, возникающая в процессе обмена экономическими богатствами.
<b>Экономический цикл</b>	– естественный процесс экономического развития, в котором рост производства, занятости и ВВП сменяется периодами спада (рецессии).

