



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

ОБЗОР ДЕНЕЖНО КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

за II квартал 2021 года

Ташкент 2021 год

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
I. ВНУТРЕННИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ.....	7
1.1. Восстановление экономической активности и основные макроэкономические показатели.....	7
1.2. Государственные расходы	10
1.3. Динамика кредитных вложений в экономику.....	12
II. ВНЕШНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	14
2.1. Ситуация с пандемией и восстановление внешнего спроса	14
2.2. Платежный баланс и динамика внешней торговли	16
2.3. Уровень инфляции и валютный курс в основных торговых партнерах.....	17
III. УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ И ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ.....	28
3.1. Анализ динамики инфляции и ее компонентов	28
3.2. Инфляция продовольственных товаров	30
3.3. Инфляция непродовольственных товаров.....	32
3.4. Инфляционные ожидания	33
3.5. Прогноз инфляции, риски и неопределенности.....	35
IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ.....	37
4.1. Основные показатели межбанковского денежного рынка	37
4.2. Инструменты денежно-кредитной политики.....	39
4.3. Анализ объемов и процентных ставок депозитов	42
4.4. Анализ процентных ставок по кредитам.....	45
ГЛОССАРИЙ	49

ВВЕДЕНИЕ

Во II квартале текущего года продолжилось ускорение экономической активности в стране, более быстрый чем ожидалось рост совокупного спроса и темпы роста в большинстве секторов достигли уровня, предшествующего пандемии. В частности, в I половине 2021 года ВВП вырос в реальном выражении на **6,2%** по сравнению с соответствующим периодом прошлого года.

В то же время было отмечено, что если темпы роста в секторах производства **промышленных** товаров и **услуг** (8,5 и 18,3% соответственно) достигли уровней периода до пандемии, то в сельском хозяйстве (1,8%) и строительстве (0,1%) не наблюдалось значительного роста показателей в текущем году в связи с тем, что в 2020 году сохранялись высокие темпы роста, и как ожидается, данные показатели улучшатся во II половине года.

В I полугодии объем **нецентрализованных инвестиций в основной капитал** увеличился на **15%** по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. Кредиты коммерческих банков, заемные средства и иностранные кредитные линии были основными драйверами роста **инвестиционного спроса**.

В связи с введением ограничительных мер, связанных с пандемией, в I квартале 2020 года в экономике начал формироваться **отрицательный разрыв выпуска**, который достиг своей максимальной отметки во II квартале. За последние **4 квартала отрицательный разрыв выпуска сократился** за счет постепенного ускорения экономической активности и роста совокупного спроса. Прогнозируется, что во второй половине 2021 года при сохранении нынешних темпов экономической активности отрицательный разрыв выпуска будет постепенно сокращаться и **закроется к концу года** (рис. 1).

Центральный банк пересмотрел свои среднесрочные прогнозы макроэкономического развития с учетом макроэкономических результатов за I полугодие 2021 года и ожидаемых тенденций во внешних и внутренних экономических условиях.

Согласно обновленным прогнозам, рост реального ВВП в 2021 году ожидается в пределах **5,8–6,8%**, что на **1,0–1,3 процентных пункта** выше **первоначального** прогноза (4,5–5,5%) по итогам I квартала (рис. 2).

При этом, продолжение **фискального стимулирования** экономики в 2021 году, восстановление совокупного спроса на фоне **неизменных** денежно-кредитных условий в IV квартале 2020 года и первой половине 2021 года, активизация **частных инвестиций** в результате структурных реформы по либерализации экономики - будут ключевым фактором поддержки экономического роста.

Рис. 1. Разрыв выпуска

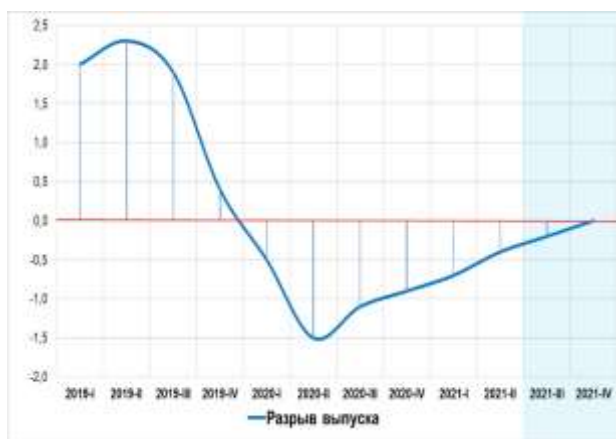
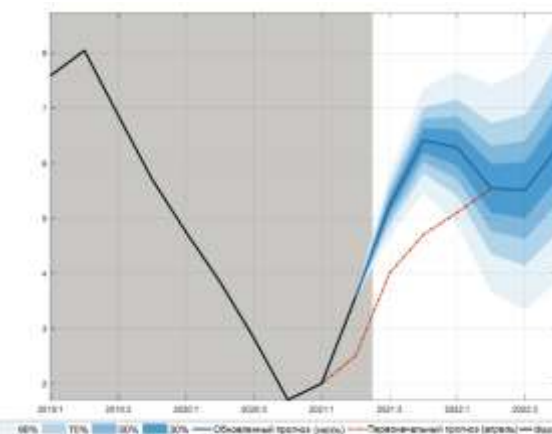


Рис. 2. Прогноз реального роста ВВП



Источник: Прогнозы Центрального банка

В текущем году **темпы роста остатка кредитных вложений** в экономику прогнозируются на уровне роста номинального ВВП (16-20%). В то же время ожидается **рост возвратности** по ранее выданным кредитам за счет улучшения доходов и финансовой дисциплины в экономике.

Темп роста кредитных вложений в экономику на уровне роста номинального ВВП, не окажет негативного влияния на показатели **финансовой устойчивости** (уровень обеспеченности экономики финансовыми ресурсами).

Годовая инфляция в июне 2021 года составила **10,9%**, и находилась в рамках базового прогноза в последние три месяца.

Обновленные прогнозы инфляции на 2021 год остаются неизменными на уровне **9-10%**. Прогноз инфляции на конец года будет достигнут за счет сохранения относительно жестких денежно-кредитных условий, вносимых изменений в набор денежно-кредитных инструментов, стабильных тенденций на валютном рынке и активизации мер по снижению воздействия немонетарных факторов с соответствующими министерствами и ведомствами.

Согласно прогнозам, реальный рост расходов на конечное потребление ожидается на уровне 7-8%. В частности, расходы на потребление домашних хозяйств прогнозируются на уровне **7,5-8,5%**, а органов государственного управления - **7-8%**. Реальный рост потребления объясняется **проявлением отложенного** из-за пандемии **спроса** и **восстановлением доходов домохозяйств**.

По итогам года прогнозируется рост объема инвестиций в основной капитал на **13-18%**, в частности, объема централизованных вложений - на **24-26%**, а объем нецентрализованных инвестиций - на **10-16%** (Таблица 1).

Таблица 1. Прогнозы макроэкономических показателей на 2021 год (%)

Показатели	2020 год (факт)	Первоначальный прогноз	Обновленный прогноз (с учетом итогов I полугодия)
Уровень инфляции	11,1	9-10	9-10
Валовой внутренний продукт	1,6	4,5-5,5	5,8-6,8
Расходы на конечное потребление	2,7	4,3-5,3	7-8
- домохозяйства	3	4,5-5,5	7,5-8,5
- органы госуправления	2	6-6,5	7-8
Инвестиции в основной капитал	-8,2	2-4	13-18
- централизованные	-34,9	2,5-4,5	24-26
- нецентрализованные	2	1,5-3,5	10-16
Экспорт (без золота)	-25,7	8-10	20-25
Импорт	-12,8	6-8	12-15
Рост кредитных вложений	34,3	20-22	16-20
Общий фискальный дефицит (в % к ВВП)	4,4	4,4-5,5	4,4-5,5

Источник: Прогнозы Центрального банка

В текущем году ожидается рост экспорта на **20-25%** после резкого снижения его объемов (без учета экспорта золота) из-за пандемии в прошлом году, за счет восстановления внутренней и внешней экономической активности, а импорта - на **12-15%**.

Следует отметить, что при подготовке среднесрочных макроэкономических прогнозов Центральный банк старался учитывать ситуацию с пандемией и вакцинацией в мире, экономические условия и уровень восстановления основных торговых партнеров, потенциальные внутренние и внешние риски и неопределенности.

В то же время в мире существуют риски и неопределенности, связанные с усилением следующей волны пандемий, распространением **новых штаммов** коронавируса и последующим усилением местных **ограничительных мер**, которые могут оказать определенное влияние на **экономическую активность** до конца года.

В дальнейшем Центральный банк продолжит постоянно обновлять свои прогнозы и анализ, а также принимать необходимые меры денежно-кредитной политики в ответ на **изменение макроэкономических условий и прогнозируемой динамики инфляции**.

I. ВНУТРЕННИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

1.1. Восстановление экономической активности и основные макроэкономические показатели

Во II квартале 2021 года макроэкономическая ситуация формировалась в рамках **базового и оптимистичного сценариев** основных направлений денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022-2023 годов.

В частности, во II квартале текущего года за счет внешних и внутренних фискальных стимулов и роста кредитов в экономику, наблюдался быстрый рост **экономической активности и совокупного спроса**.

Восстановление экономической активности также отразилось на увеличении выручки от торговли и платных услуг, операций через банковскую систему, денежных переводов и экспортных поступлений, а также количества сделок на Республиканской товарно-сырьевой бирже.

Рис. 1.1. Выручка от торговли и платных услуг

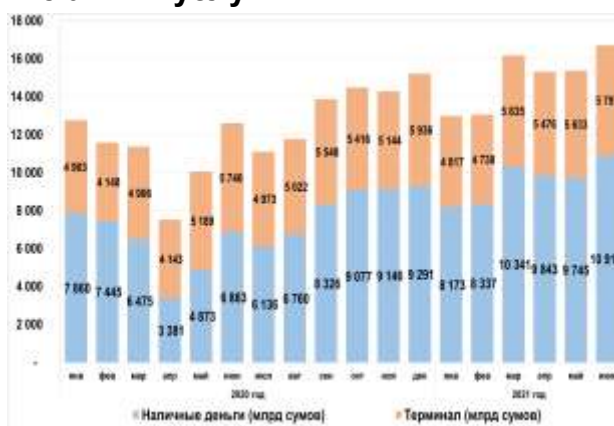
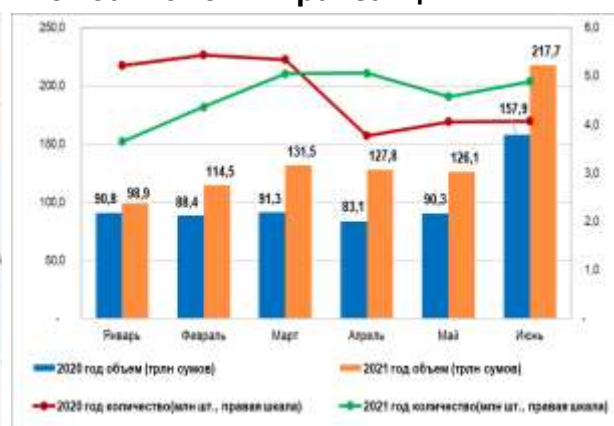


Рис. 1.2. Количество и объем межбанковских транзакций



Источник: Центральный банк

Во II квартале текущего года выручка от торговли и платных услуг составила **47,4 трлн сумов** и увеличились на **57,0%** по сравнению с соответствующим периодом 2020 года (рис. 1.1).

Также в январе-июне 2021 года поступления наличных денежных средств от торговли и платных услуг увеличились в **1,4 раза** по сравнению с соответствующим периодом прошлого года и в 1,6 раза по сравнению с соответствующим периодом 2019 года.

Это, в свою очередь, указывает на то, что секторы экономики, работающие за наличный расчет (традиционные рынки и объекты по оказанию бытовых услуг) справились с последствиями пандемии и полностью восстановили экономическую активность, рабочие места и доходы.

За этот период объем межбанковских операций составил **471,6 трлн сумов** и увеличился на **42,3%** (140,3 трлн сумов) по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (270,6 трлн сумов) (рис. 1.2).

Также во II квартале 2021 года объем сделок на Республиканской товарно-сырьевой бирже увеличился на **22,4%** (3,9 трлн сумов) по сравнению с I кварталом текущего года и составил **21,6 трлн сумов**.

Быстрое восстановление экономической активности в формальном и неформальном секторах и рост доходов также отразились в увеличении валового внутреннего продукта.

В частности, в I полугодии 2021 года валовой внутренний продукт увеличился на **6,2%** по сравнению с соответствующим периодом прошлого года (рис. 1.3). Такие высокие темпы роста объясняются, во-первых, эффектом **низкой базы** в январе-июне 2020 года, а во-вторых, поддержкой совокупного спроса в экономике за счет **фискальных стимулов, кредитов в экономику и увеличения внешнего спроса**.

Рис. 1.3. Реальный рост ВВП и его компонентов



Рис. 1.4. Изменение объемов выпуска потребительских товаров
(накопленное, в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Государственный комитет по статистике

Рост спроса в экономике, в свою очередь, отразился в росте производства товаров народного потребления на **7,7%** и оборота розничной торговли на **9%** по сравнению с соответствующим периодом прошлого года.

Рис.1.5. Динамика розничного товарооборота

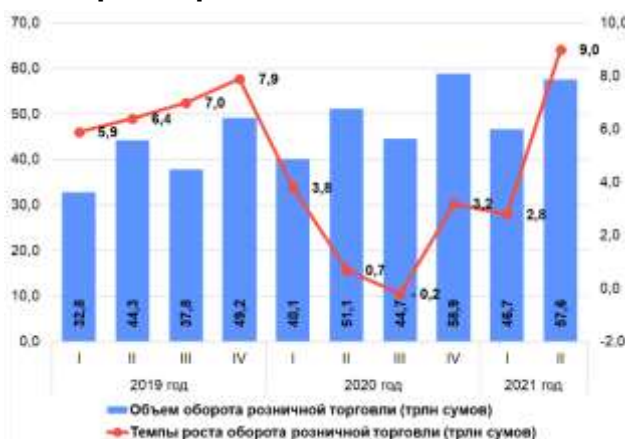


Рис. 1.6. Объемы и источники инвестиций в основной капитал



Источник: Государственный комитет по статистике

Кредиты коммерческих банков, заемные средства и иностранные кредитные линии были основными драйверами роста **инвестиционного спроса**, и в I полугодии объем инвестиций в основной капитал увеличился на **5,9%** по сравнению с соответствующим периодом прошлого года и составил **103,1 трлн сумов** (рис.1.6).

В I полугодии текущего года **16,1%** от общего объема инвестиций в основной капитал составили централизованные инвестиции и **83,9%** нецентрализованные инвестиции.

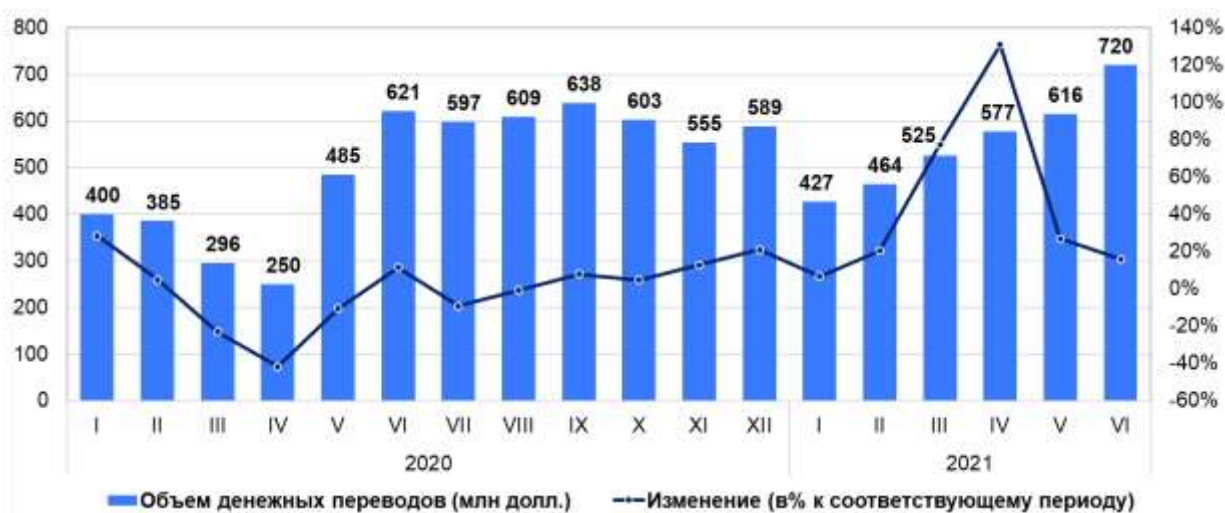
Несмотря на то, что **доля иностранных кредитов под гарантию государства** в структуре централизованных инвестиций остается высокой, по сравнению с прошлым годом она снизилась. В частности, доля этих кредитов в первом полугодии 2020 года составила **65%**, тогда как в соответствующем периоде текущего года этот показатель снизился до **55%**.

В свою очередь, объем нецентрализованных инвестиций в I полугодии составил **86,5 трлн сумов**, что на **15%** больше, чем за соответствующий период прошлого года. В структуре нецентрализованных инвестиций относительно высока доля **собственных средств предприятий (33,6%)**, **банковских кредитов (15,8%)** и **прямых иностранных инвестиций (13,1%)**.

Объем трансграничных денежных переводов в нашу страну, который является одним из факторов, формирующих совокупный спрос в экономике, был в **1,4 раза** выше, чем в соответствующем периоде 2020 года (рис. 1.7).

На фоне **восстановления экономической активности** в основных торговых партнерах Узбекистана и **увеличения количества авиарейсов** в Россию ожидается, что по итогам года объем трансграничных денежных переводов вырастет на **10-12%**.

Рис. 1.7. Динамика объемов трансграничных денежных переводов



Источник: Центральный банк

1.2. Государственные расходы

С начала 2021 года активно продолжается **фискальное стимулирование** для поддержки экономической активности, увеличения доходов населения и устранения последствий пандемии коронавируса.

В частности, если в I квартале 2021 года **отрицательная** разница между доходами и расходами государственного бюджета составила **286 млрд сумов**, то II квартале данный показатель достиг **4,2 трлн сумов** (рис. 1.8).

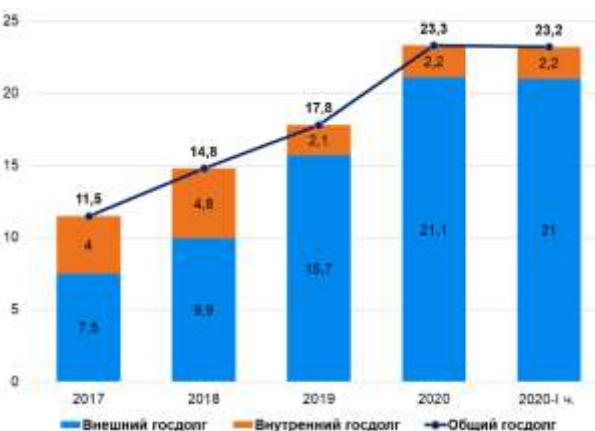
В то же время фискальные стимулы в первой половине года с расходов на экономику в целом из внебюджетных фондов и других источников, с одной стороны, поддержали экономическую активность, с другой стороны, значительно усилили давление со стороны инфляции спроса в экономике.

Государственный внешний долг по итогам I квартал 2021 года составил **21 млрд долларов** и существенно не изменился по сравнению с началом года (рис. 1.9).

Рис. 1.8. Расходы и доходы бюджета (млрд сумов)



Рис. 1.9. Внутренний и внешний государственный долг (млрд долл.)



Источник: Министерство финансов и Центральный банк

В свою очередь, Министерство финансов в I полугодии текущего года разместило на внутреннем рынке государственные ценные бумаги на сумму **2,2 трлн сумов**. По состоянию на 1 июля 2021 года общий остаток облигаций составил **3,2 трлн сумов**.

В целом, увеличение государственных финансовых расходов за последние **6** кварталов вместе с монетарными факторами создаст основу для восстановления экономической активности.

Следует отметить, что в 2020 году государственные расходы были направлены на повышение потенциала системы здравоохранения по борьбе с пандемией, социальную поддержку и восстановление экономики во время пандемии, и к концу года **общий фискальный дефицит** составил **4,5%** к ВВП.

В 2021 году фискальная политика будет направлена на дальнейшее стимулирование экономической активности, возвращение к допандемическим реальным показателям экономического роста, поддержку населения и определенных секторов экономики, включая развитие семейного, молодежного и женского предпринимательства. Общий фискальный дефицит по итогам года ожидается на уровне **5,4%** к ВВП.

Роль фискальной политики в текущих условиях также важна на международном уровне, и усиление фискальных стимулов, как и в нашей стране, наблюдается практически во всех зарубежных странах.

В ближайшие годы **сокращение дефицита** за счет роста доходов бюджета и оптимизация бюджетных расходов будет играть важную роль в обеспечении макроэкономической стабильности и достижении **таргета инфляции**.

Учитывая, что влияние фискальной поддержки на экономику будет происходить с **определенным запаздыванием**, бюджетные расходы, осуществленные в первой половине 2021 года, будут способствовать повышению экономической активности и во второй половине 2021 года. В то же время увеличение социальных расходов в течение года положительно скажется на росте совокупного спроса и доходов и отрицательно на инфляции.

Также в среднесрочной перспективе оптимизация государственных расходов окажет положительное влияние на улучшение платежного баланса и будет способствовать сбалансированному росту совокупного спроса в экономике.

1.3. Динамика кредитных вложений в экономику

По итогам II квартала объем кредитных вложений в экономику увеличился на **5,9%** (17,0 трлн сумов) и достиг **304,8 трлн сумов** (рис. 1.10).

Рис. 1.10. Изменение кредитных вложений и их компонентов (трлн сумов)

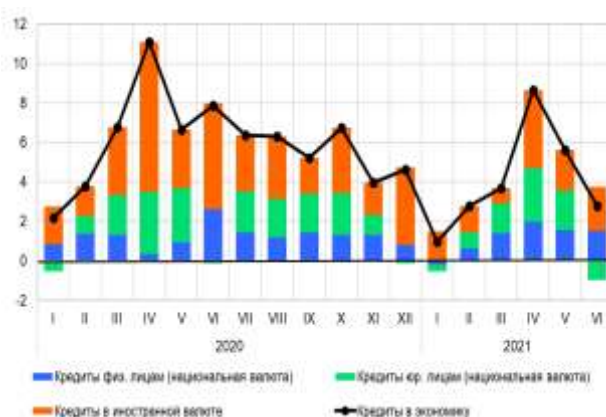


Рис. 1.11. Изменение остатка кредитов населению (трлн сумов)



Источник: Центральный банк

В I полугодии текущего года всего было выделено **79,1 трлн** сумов кредитов, что на **35%** больше, чем за соответствующий период прошлого года.

Уровень возвратности кредитов увеличился с **56%** в I полугодии 2020 года до **72%** в соответствующем периоде текущего года. Это можно объяснить возобновлением хозяйственной деятельности и восстановлением оборота финансовых ресурсов на предприятиях и в организациях.

Во II квартале текущего года остаток кредитов населению увеличился на **8,9%** или **5,1 трлн** сумов. В основном это связано с выделением ипотечных кредитов в рамках государственных программ жилищного строительства и ростом объемов кредитов на развитие семейного предпринимательства (рис. 1.11).

В целом рост кредитных вложений в экономику в I полугодии был в пределах базовых прогнозов Центрального банка и составил **8,7%**.

При положительной тенденции сбалансированности роста кредитных вложений, с сохранением текущей динамики роста, к концу года ожидается рост кредитных вложений в экономику в пределах **16-20%**, пропорционально росту номинального ВВП. Это, в свою очередь, позволит минимизировать влияние монетарных факторов, которые могут оказывать давление на макроэкономическую и финансовую стабильность.

II. ВНЕШНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Ситуация с пандемией и восстановление внешнего спроса

Процесс **восстановления экономики** в разных регионах мира неоднороден. По мнению международных экспертов, если широкомасштабная вакцинация дает возможности полностью восстановить нормальную экономическую активность, низкие уровни вакцинации могут замедлить восстановление и возврат экономики к показателям до пандемии. При этом, процесс восстановления идет дольше, в основном в странах, экономика которых сильно зависит от туризма и услуг.

Согласно, обновленным в июне данным **Всемирного банка**, факторами роста мировой экономики в 2021 году станут проявление отложенного спроса со стороны Китая и восстановление совокупного спроса под влиянием масштабных финансовых стимулов в экономике США. Самый высокий темп роста ожидается в экономике Китая - **8,5%** (таблица 2.1).

Таблица 2.1. Экономический рост и восстановление экономики в основных торговых партнерах Узбекистана

Страны	Реальный рост ВВП до пандемии (2019 год)	2020	2021 (прогноз)	Прогноз возврата к реальным темпам ВВП до пандемии	Доля привитого населения (по состоянию на 20.07.2021 г.)
Казахстан	4,5%	-2,6%	3,2%	4,8% (2023 йил)	26%
Китай	6,0%	2,3%	8,5%	8,5% (2021 йил)	43%
Россия	2,0%	-3,0%	3,2%	3,2% (2021 йил)	23%
Турция	0,9%	1,8%	5,0%	1,8% (2020 йил)	46%

Источник: Перспективы мировой экономики. Всемирный банк. Июнь, 2021 год.

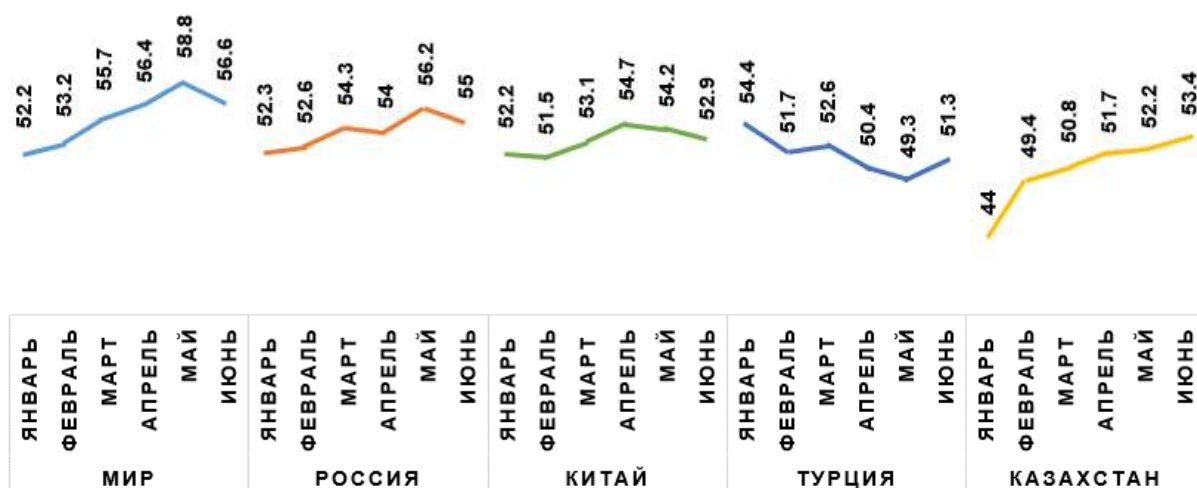
С начала года экономика Китая активно восстанавливается. В первой половине 2021 года внешнеторговый оборот Китая увеличился на **37%** по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, экспорт - на **39%**, импорт - на **36%**.

В мае в Китае резко увеличился импорт продуктов питания и нефтепродуктов, что отразилось на росте цен на эти товары на мировом рынке.

Ожидается, что из-за роста внутреннего спроса и цен на энергоносители рост экономик основных внешнеторговых партнеров Узбекистана - России и Казахстана, составит около **3,2%**.

С начала 2021 года наблюдается тенденция роста **индекса деловой активности** в мировой экономике. В частности, начал формироваться деловой оптимизм по поводу перехода компаний и предпринимателей к фазе быстрого роста производства, новых заказов и увеличения занятости.

Рис. 2.1. Месячное изменение индекса деловой активности в 2021 году



Источник: J.P.Morgan, IHS Markit.

Однако в июне текущего года индекс снизился до **56,6 пункта**. Это связано с тем, что во многих странах мира влияние третьей волны пандемии сказывается на объемах предложения производства, и есть опасения по поводу сокращения внутреннего и внешнего спроса под влиянием ограничительных мер (рис. 2.1).

В то же время объем международной торговли быстро восстанавливается. Согласно показателям «**торгового барометра**», разработанного Всемирной торговой организацией, индекс в мае составил **109,7 пункта**, что на **21,6 пункта** выше, чем в прошлом году. По прогнозам организации, общий рост мировой торговли достигнет 8% в 2021 году (в 2020 году падение на 5,3%).

2.2. Платежный баланс и динамика внешней торговли

По предварительным расчетам Центрального банка, в I полугодии 2021 года дефицит счета текущих операций платежного баланса составил **2,9 млрд** долларов и увеличился на **45%** по сравнению с соответствующим периодом прошлого года (2 млрд долларов в январе-июне 2020 года). Вместе с тем, отрицательное сальдо торгового баланса (товары и услуги) составило **5,7 млрд** долларов было частично покрыто положительным сальдо **вторичных доходов**.

Положительное сальдо вторичных доходов составило **2,7 млрд долларов**, что на **28%** или **604 млн долларов** больше, чем за соответствующий период прошлого года.

На фоне улучшения внешней конъюнктуры по основным статьям экспорта также растут объемы экспорта.

По данным Государственного комитета по статистике, **объем экспорта** в I полугодии 2021 года составил **7,1 млрд** долларов и увеличился на **12,3%** по сравнению с соответствующим периодом прошлого года.

В частности, без учета золота и газа, объем экспорта в данный период составил **5,5 млрд** долларов, что на **38%** больше, чем за соответствующий период прошлого года.

В структуре экспорта **относительно высокие темпы роста** по сравнению с соответствующим периодом прошлого года наблюдались в позициях машин и оборудования (99,4%), цветных металлов и металлических изделий (86,9%), текстиля (62,9%) и хлопкового волокна (53,3%).

Прогнозируется, что в этом году объемы экспорта (без учета экспорта золота) вырастут на **20-25%** в результате восстановления внутренней и внешнеэкономической активности после резкого спада в прошлом году из-за пандемии.

В условиях восстановления совокупного спроса в мировой экономике ожидается сохранение растущей динамики цен на рынках основных товаров. Эти ожидания создадут основу для улучшению прогнозов по основным экспортным позициям страны.

В частности, в структуре экспорта прогнозируются высокие темпы роста цветных металлов и изделий из них (рост на 20-25%), химической продукции (20-25%), текстиля (25-30%).

В I полугодии текущего года объем импорта составил **11,0 млрд долларов**, что на **14,3%** больше по сравнению с соответствующим периодом 2020 года. В общем объеме импорта относительно высокие темпы роста наблюдались в позициях товаров народного потребления (45,4%), черных металлов и изделий из них (23,5%) и химической продукции (16,8%).

Ожидается, что в текущем году импорт вырастет на **12-15%** на фоне улучшения роста отраслей экономики и быстрого увеличения объемов совокупного спроса. В частности, по итогам года намечены высокие темпы роста по основным позициям импорта в том числе, машин и оборудования (30-40%), черных металлов и изделий из них (13-18%), продуктов питания (10-12%) и строительных материалов (17-22%).

Основным источником улучшения сальдо счета текущих операций в будущем, на фоне увеличения импорта пропорционально экономической активности, является значительный рост **прямых иностранных инвестиций**. Это, в свою очередь, сыграет важную роль в поддержании стабильности на внутреннем валютном рынке.

2.3. Уровень инфляции и валютный курс в основных торговых партнерах

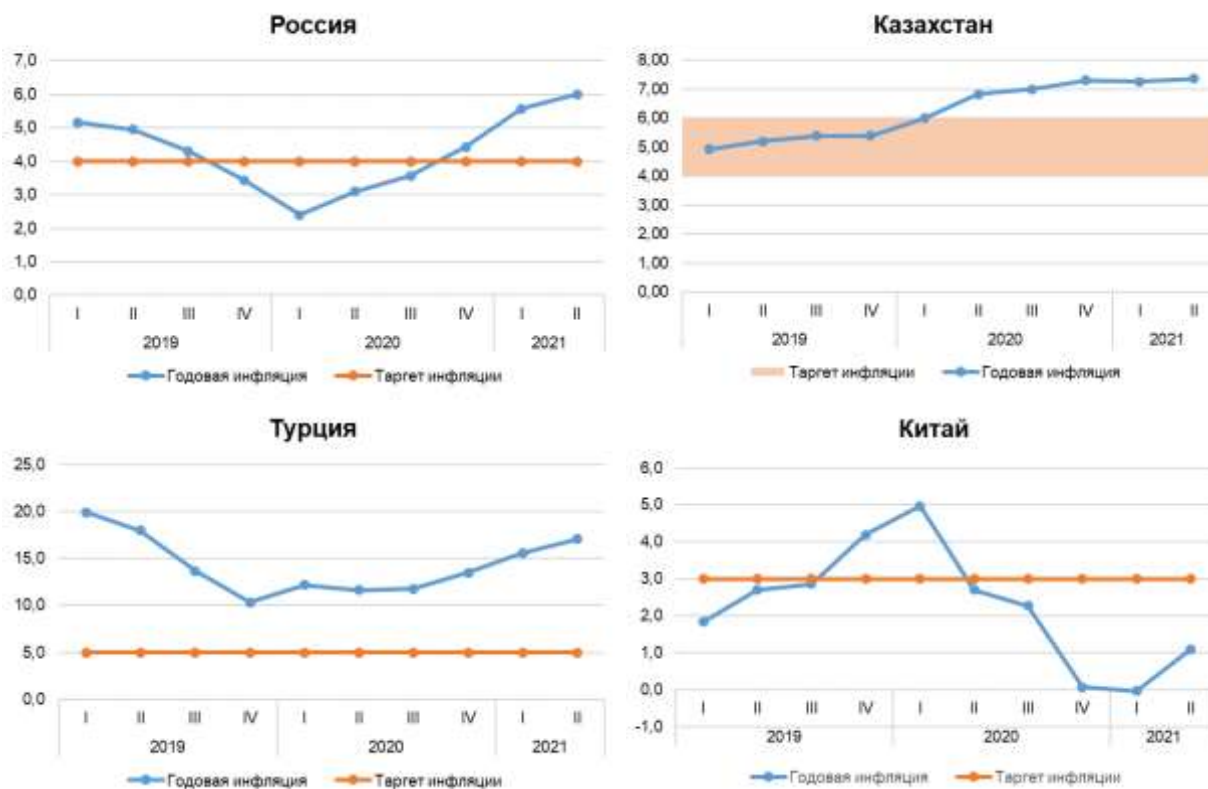
В I половине 2021 года **инфляция** у наших основных торговых партнеров - России, Казахстана и Турции, **превысила** целевой показатель (таргет). Это связано с быстрым восстановлением совокупного спроса, ростом цен на энергоносители, включая нефть, и значительным ростом цен на основные продукты питания на мировых рынках.

В России и Казахстане основным фактором роста цен стало подорожание основных продуктов питания, которые имеют большой вес в индексе потребительских цен.

В частности, в июне 2021 года годовые темпы инфляции в России, Казахстане и Турции составили **6,5%**, **7,9%** и **17,5%** соответственно. Вместе с тем, разрыв между годовым уровнем и таргетом инфляции был выше на **2,5 процентных пункта** выше в России, на **2,9 процентных пункта** в Казахстане и на **12,5 процентных пункта** в Турции (рис. 2.2).

В то же время в **Китае** годовой уровень инфляции в июне составил **1,1%** и начал замедляться после четырех месяцев роста. В частности, в апреле-мае текущего года годовая инфляция составила **0,9%** и **1,3%** соответственно.

Рис. 2.2. Изменения индекса цен в основных торговых партнерах
(в % к соответствующему периоду прошлого года)



Источник: Данные Централных банков соответствующих стран

Основными факторами снижения инфляции в Китае являются удешевление **мясных продуктов**, которые широко потребляются, и формирование ожиданий относительно стабильных цен на **зерно** благодаря хорошему летнему урожаю.

В целом в большинстве развивающихся стран, в июне текущего года продолжала **расти** инфляция.

В то время как большинство развивающихся стран пытаются снизить инфляционное давление в экономике за счет повышения ключевых ставок, учитывая **спиральный характер** высокой инфляции и возможность **вторичных эффектов**, центральные банки в развитых странах не торопятся ужесточать денежно-кредитную политику, подчеркивая, что текущая инфляция имеет **временный** характер.

В частности, Банк России с марта текущего года повысил базовую ставку с **4,25% до 6,5%** с учетом текущего и прогнозируемого уровня инфляции (рис. 2.3). Учитывая текущую динамику инфляции, Банк России сохраняет возможность рассмотрения вопроса о **повышении ключевой ставки** на будущих заседаниях совета директоров.

Рис. 2.3. Целевой показатель инфляции, уровень инфляции и ключевой ставки в отдельных странах (%)

Страны	Таргет инфляции	Уровень инфляции (июнь)	Основная ставка Центрального банка						
			Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль
Россия	4	6.5	4.25	4.25	4.50	5.00	5.00	5.50	6.50
Казахстан	4-6	7.9	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.25
Киргизстан	5-7	14.2	5.00	5.50	5.50	6.50	6.50	6.50	7.50
Турция	5±2	17.5	17.00	17.00	19.00	19.00	19.00	19.00	19.00
Украина	5±1	9.5	6.00	6.00	6.50	7.50	7.50	7.50	8.00
Армения	4±1.5	6.5	5.25	5.50	5.50	5.50	6.00	6.50	6.50
Беларусь	5	9.9	7.75	7.75	7.75	8.50	8.50	8.50	8.50

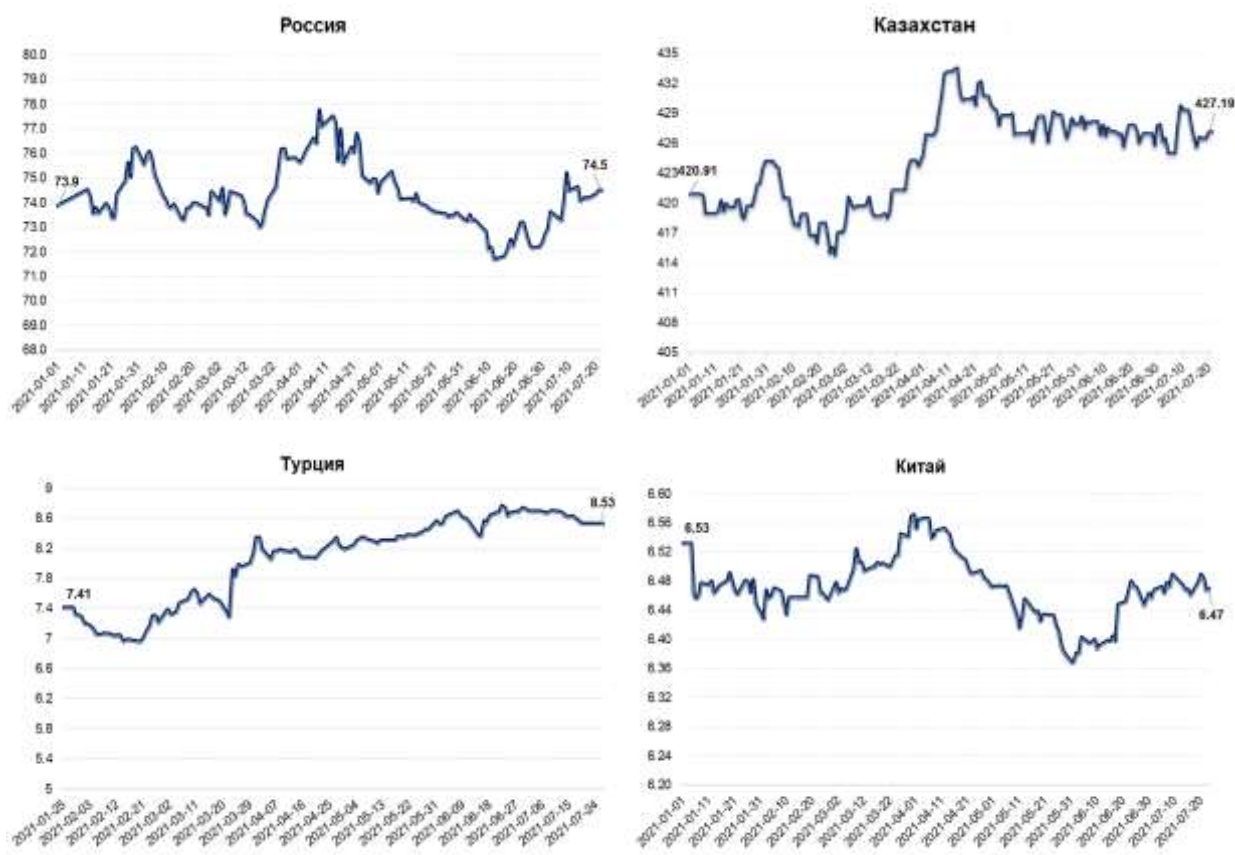
Источник: Данные Централных банков соответствующих стран

Национальный банк **Казахстана** 26 июня повысил ключевую ставку до **9,25%** в ответ на устойчивый рост инфляционных рисков как со стороны спроса, так и предложения.

В свою очередь, в Турции, Кыргызстане, Украине, Армении и Беларуси в первой половине 2021 года Центральные банки повысили ключевую ставку и стремились сдержать инфляцию за счет ужесточения денежно-кредитных условий в экономике.

В динамике курсов национальных валют основных торговых партнеров в январе-июле 2021 года наблюдалось сильное колебание курса **турецкой лиры** на **18,3%** (курс лиры ослабился с 7,2 до 8,5 за доллар). Отложенное влияние снижения ключевой ставки Центральным банком в 2020 году, высокие финансовые риски, значительный отток иностранного капитала, а также макроэкономическая нестабильность являются основными факторами **резкого обесценивания турецкой лиры**.

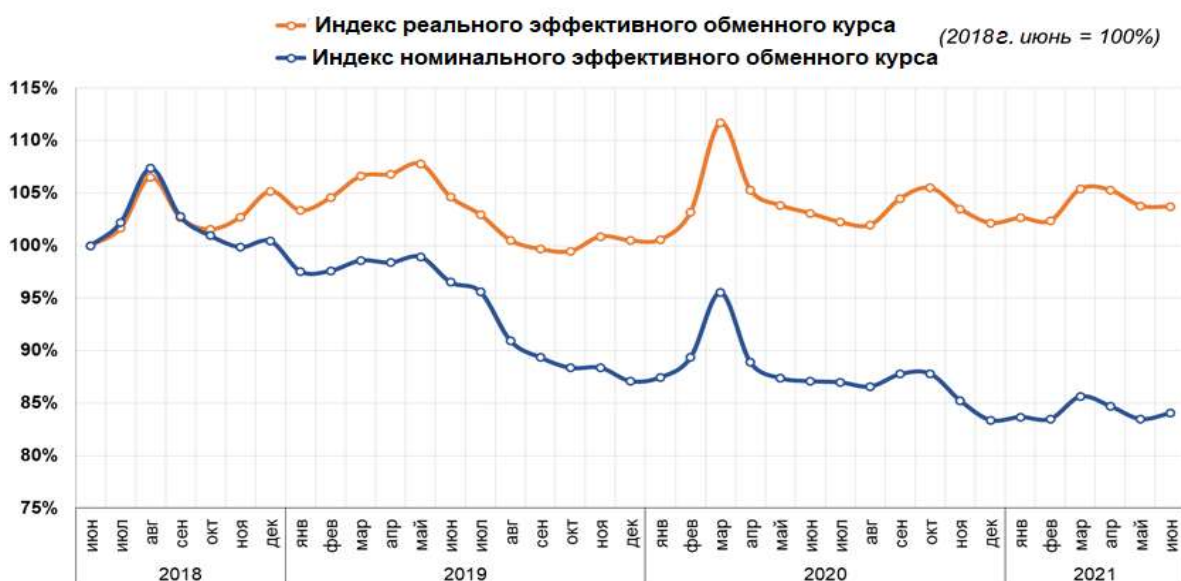
Рис. 2.4. Изменение обменного курса в основных торговых партнерах (к доллару США)



Источник: Данные Централных банков соответствующих стран

За рассматриваемый период российский рубль и казахский тенге обесценились на **0,8%** и **1,5%** по отношению к доллару соответственно, а китайский юань напротив укрепился на **0,8%** (рис. 2.4).

Рис. 2.5. Реальный и номинальный эффективный обменный курс сума



Источник: Расчеты Центрального банка

В свою очередь, на фоне ослабления национальных валют основных торговых партнеров реальный эффективный курс сума в марте-апреле **несколько укрепился**, тогда как в мае-июне приблизился к своему долгосрочному тренду из-за высокой инфляции в основных торговых партнерах (рис. 2.5).

Вставка

Масштабы вакцинации и ее влияние на глобальный экономический рост

Мировое сообщество продолжает борьбу с пандемией COVID-19. После спада в начале 2021 года заболеваемость увеличилась с появлением новых штаммов вируса и увеличением мобильности населения. Новая волна заболевания COVID-19 оказывает негативное влияние на восстановление мировой экономики, темпы роста промышленного производства и сектора услуг. Процесс вакцинации проходит с разной скоростью в разных регионах мира.

Рис. 1. Ситуация с пандемией по странам мира и уровень вакцинации

(по состоянию на 20 июля 2021 года)

Страна	Количество привитых	Доля в общем населении	Среднее за 7 дней количество заболевших на млн населения	Среднее за 7 дней количество смертей на млн населения
Страны с высоким уровнем вакцинации				
Мальта	386 328	88%	467	0,0
Исландия	267 154	79%	66	0,0
ОАЭ	7 684 876	78%	155	0,4
Уругвай	2 482 573	72%	86	1,9
Сингапур	4 164 922	71%	17	0,0
Другие страны и торговые партнеры				
США	186 474 836	56%	112	0,7
Турция	39 047 910	46%	90	0,6
Китай	622 000 000	43%	0	0,0
Казахстан	4 944 498	26%	291	11,7
Индия	328 716 212	24%	28	0,7
Россия	33 185 732	23%	166	5,2
Украина	2 778 375	6%	24	0,6

Источник: OWID, JPMAM.

Анализ, проведенный финансовой холдинговой компанией США JP Morgan, показывает, что на развивающихся рынках показатели вакцинации значительно ниже, и сильнее **распространен** дельта-штамм вируса. Это может привести к повторному введению или расширению ограничений на перемещение в некоторых штатах.

Возвращение экономического роста к уровню, предшествующему пандемии, во многом определяется активностью и мобильностью населения, которая зависит от скорости и масштаба вакцинации.

Рис. 2. Прогнозы возврата к допандемическому уровню экономической активности в странах мира

Страны	Google Mobility (розничная торговля, отдых)	Модель «New Normal» (полная вакцинация 50% населения)	Возвращение ВВП к уровню до пандемии - прогноз JPM
Филиппины	-21,29	2023 йил 3 квартал	2022 йил 3 квартал
Мексика	-7,14	2022 йил 1 квартал	2022 йил 1 квартал
Южная Африка	-14,71	2022 йил 2 квартал	2022 йил 3 квартал
Индия	-20,07	2022 йил 1 квартал	2021 йил 3 квартал
Республика Корея	5,00	2021 йил 4 квартал	2021 йил 2 квартал
Малайзия	-41,79	2021 йил 4 квартал	2022 йил 2 квартал
Бразилия	-12,36	2021 йил 4 квартал	2021 йил 2 квартал
Аргентина	-18,36	2021 йил 4 квартал	после 2022 года
Индонезия	-9,43	2022 йил 1 квартал	2021 йил 2 квартал
Россия	0,86	2022 йил 1 квартал	2021 йил 2 квартал
Сингапур	-21,29	2021 йил 3 квартал	2021 йил 3 квартал

Источник: JP Morgan, 2021 год

Согласно исследованию JP Morgan, уровни вакцинации для восстановления нормальной мобильности варьируются от страны к стране. Некоторые страны вернутся к допандемическому уровню экономического роста к концу этого года, в то время как другие не смогут оправиться от последствий COVID-19 и до конца следующего года.

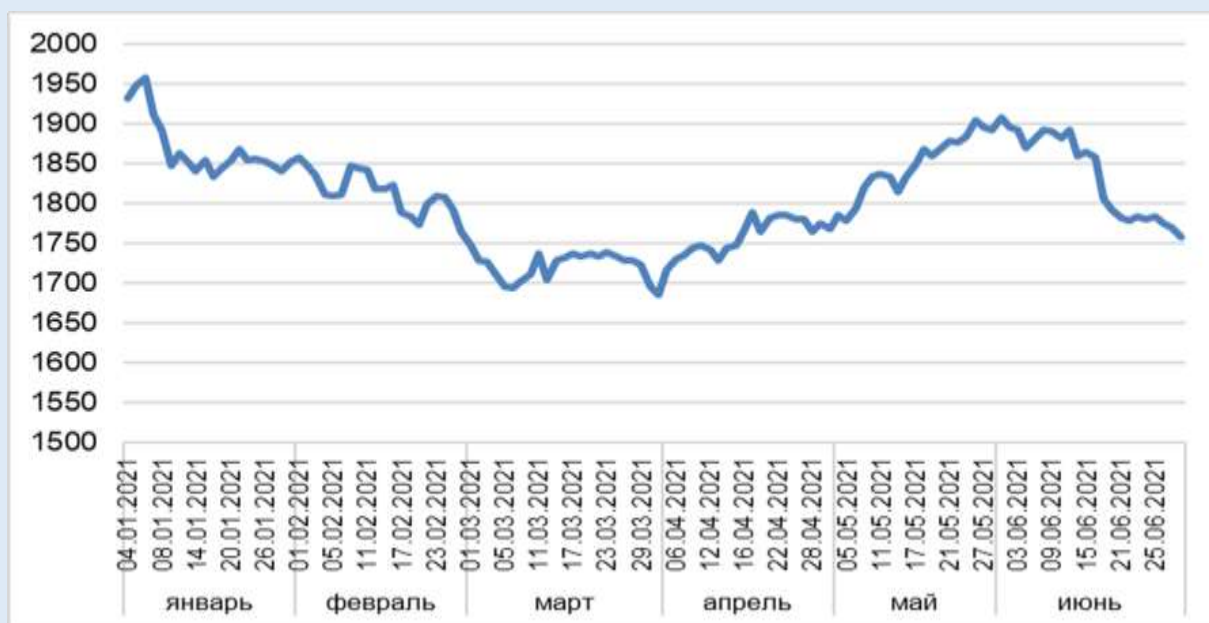
Вставка

Конъюнктура мировых рынков основных экспортных товаров Узбекистана

Золото

Если в I половине прошлого года на мировом рынке наблюдался устойчивый рост цен на золото, то в первой половине 2021 года наблюдалась тенденция к снижению. В частности, в I полугодии прошлого года цены на золото выросли на **16,5%**, тогда как в январе-июне текущего года цены на золото упали на **9%** (с 1930,8 долл./тр.ун. в начале года до 1757,8 долл./тр.ун. к концу июня) (рис.1).

Рис.1. Изменение цены золота на мировом рынке (долларов за 1 тройскую унцию¹)



Основной причиной роста цен на золото в 2020 году стали растущие **риски и неопределенность** в контексте пандемии. Однако восстановление мировой экономики в первой половине этого года **в результате ослабления ограничительных мер во многих странах и увеличения вакцинации от коронавируса** ослабило интерес инвесторов к золоту как альтернативному варианту вложений.

В этой связи, наблюдался значительный отток золота из Биржевых торговых фондов. По данным Всемирного совета по золоту, по состоянию на 25 июня золотовалютные резервы мировых бирж уменьшились на **4%** (144,2 тонны) по сравнению с началом года.

¹ Тройская унция – мера веса драгоценных металлов. 1 тройская унция = 31,1 грамм.

Дальнейшая динамика цены на золото на мировом рынке будет зависеть от траектории пандемии коронавируса. По мнению аналитиков BMO Capital Markets (дочерней компании Банка Монреаля в Канаде), средняя цена на золото в 2021 году прогнозируется на уровне **1815 долларов** за унцию (практически не изменилась по сравнению с предыдущим прогнозом).

Однако в 2022-2023 годах прогноз снижен до **1 731 долл./тр.ун.** и **1 630 долл./тр.ун.** соответственно. Основными причинами данного снижения были значительное сокращение объема количественного смягчения Федеральной резервной системой США и повышение процентных ставок.

С другой стороны, прогноз Goldman Sachs по цене на золото оптимистичен, и остается на уровне **2000 долл./тр.ун.** Данный прогноз объясняется наличием опасений инвесторов по поводу роста инфляции, доходности государственных ценных бумаг США и ослабления доллара.

Природный газ

Сохранение политики стимулирования, направленной на восстановление крупнейших экономик мира, привело к активному росту цен на сырьевые товары на мировом рынке со II квартала 2021 года. При этом сохраняются ограничения на транспортировку многих видов сырья.

В первой половине 2021 года цены на **природный газ** на мировом рынке имеют тенденцию к росту. Текущий рост обусловлен восстановлением спроса в посткризисный период и снижением добычи газа на крупнейшем в мире рынке - США.

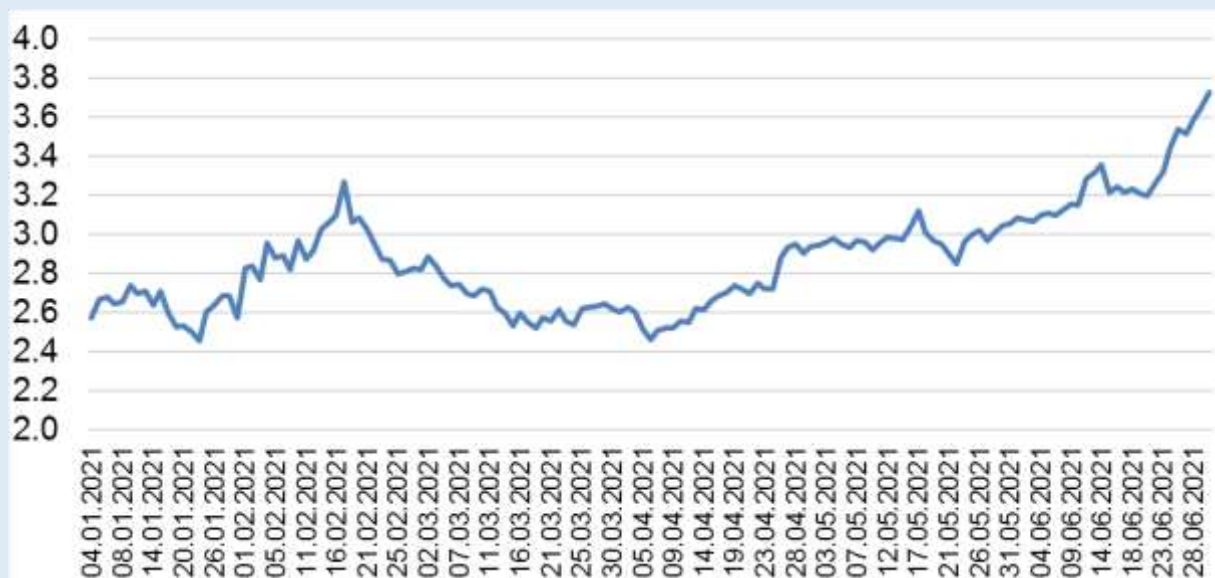
Однако, хотя основная часть роста в этом году пришлась на II квартал, цены на природный газ по спотовым контрактам выросли на **42%** (с 2,6 доллар/млн БТЕ² в начале года до 3,7 доллар/млн. БТЕ в конце июня), рост цен в I квартале составил **1%**.

В Китае, крупнейшем импортере сжиженного природного газа (СПГ), в I половине текущего года импорт СПГ увеличился на **28%** по сравнению с тем же периодом прошлого года, что составило более **40%** мирового роста импорта СПГ.

Агентство энергетических данных Министерства энергетики США прогнозирует, что к концу 2021 года средний 12-месячный уровень цен на природный газ, в Henry Hub (3,22 доллара за миллион БТЕ), будет почти на **60 %** выше, чем в 2020 году (2,03 доллара за миллион БТЕ).

² БТЕ – Британская тепловая единица. Единица измерения степени теплоты топливных и энергетических ресурсов.

Рис. 2. Изменение цены на природный газ на мировом рынке
(долл. США за 1 млн Британских тепловых единиц)



В связи с резким ростом цен в Европе Газпром повысил прогноз средней экспортной цены на газ в Европе в 2021 году с предыдущих **200 долларов**, и **170 долларов** в начале года, до **240 долларов** за тысячу кубометров.

Хлопок

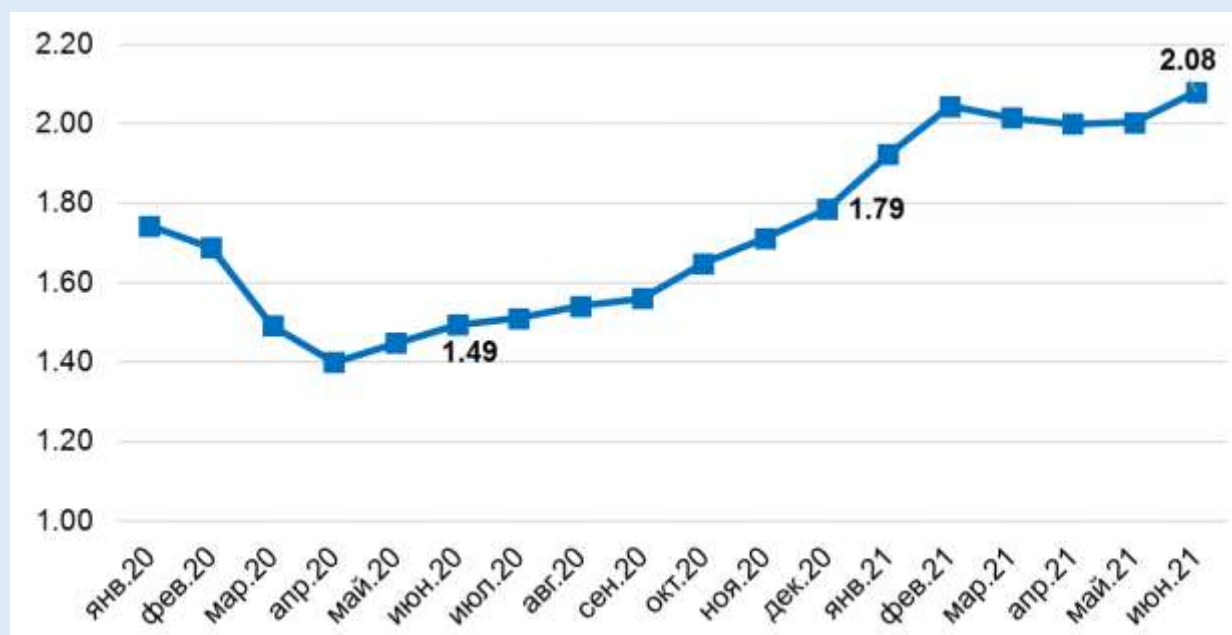
В первой половине 2021 года цена на хлопок на мировом рынке выросла на 16,5% (с 1,79 доллара за кг в начале года до 2,08 доллара за кг в июне). В то время как значительное повышение цен произошло в основном в I квартале (16 процентов), цены на хлопок начали снижаться в апреле и достигли **2,08 доллара** за кг в конце июня (рис. 3).

Основной причиной роста цен на хлопок стало восстановление мирового валового внутреннего продукта. По данным Всемирного банка, мировое потребление хлопка в этом сезоне увеличится на **8%** по сравнению с сезоном 2019/2020 годов и достигнет **24,5 млн тонн**.

Вместе с тем, самые высокие темпы роста потребления хлопка были в Китае и Индии, где в связи с восстановлением текстильной промышленности потребление хлопка увеличилось на **12%** и **22%**, соответственно. Повышение цен на хлопок также связано с сокращением предложения, в частности, в этом сезоне ожидается снижение мирового производства хлопка на **8%**. В основном это связано с сокращением посевных площадей в США, Индии и Пакистане.

Рис. 3. Изменение цены хлопка на мировом рынке

(в долл. США за кг)



По данным Всемирного банка, в 2021 году ожидается рост цен на хлопок на **22-23%** по сравнению с прошлым годом.

III. УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ И ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ

3.1. Анализ динамики инфляции и ее компонентов

По итогам июня текущего года годовая инфляция относительно замедлилась на **0,2 процентного пункта** с начала года (**11,1%**) и составила **10,9%** (рис. 3.1).

Рис. 3.1. Траектория инфляционного таргета и промежуточных целевых показателей



Источник: Государственный комитет по статистике и Центральный банк

При анализе изменения потребительских цен по ключевым компонентам, высокие тенденции роста цен на продукты питания, наблюдавшиеся в прошлом периоде (**14,7%** в годовом исчислении), являются основными драйверами общей инфляции.

Годовой рост цен на непродовольственные товары и услуги составил **8,2%** и **8,1%** соответственно, что оказало понижающее влияние на общую инфляцию.

В свою очередь, следует отметить, что рост цен в январе-июне текущего года был ниже, чем в соответствующий период прошлого года. В частности, в январе-июне 2021 года общий уровень инфляции составил **4,4%**, что на **0,2 процентного пункта** ниже, чем в соответствующем периоде 2020 года, и на 1,0 процентного пункта чем в тот же период 2019 года (рис. 3.2).

Также вклад продовольственных (**2,4%**) и непродовольственных (**1,0%**) товаров в общую инфляцию в этот период показал тенденцию к снижению по сравнению с соответствующим периодом предыдущих лет.

Однако в **секторе услуг** рост цен несколько ускорился, и вклад в общую инфляцию (на **0,4 процентных пункта** выше, чем в соответствующем периоде прошлого года) составил **1,0 процентный пункт**. Это объясняется ростом цен на некоторые **транспортные услуги** в первой половине года на фоне роста цен на топливо, а также повышением платы в **государственных дошкольных учреждениях** и тарифов на холодное водоснабжение.

Рис. 3.2. Общая инфляция и ее основные компоненты



Источник: Государственный комитет по статистике

Базовая и усеченная инфляция

Центральный банк рассчитывает базовый и приведенный показатели инфляции, и постоянно мониторит их динамику. Эти показатели используются для анализа тенденций инфляции и факторов, влияющих на нее.

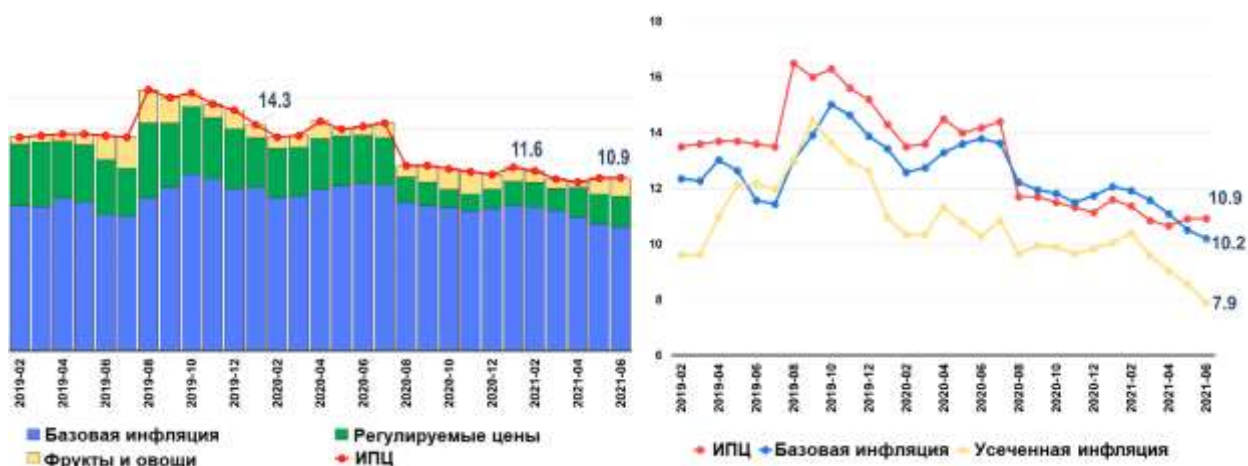
Во II квартале 2021 года уровень **базовой инфляции** снижался, достигнув в июне **10,2%** годовых, а ее вклад в общую инфляцию снизился до **7,8 процентных пункта** (в марте - 8,8 процентных пункта) (рис. 3.3).

В данный период уровень **усеченной инфляции**³ также показал тенденцию к снижению, снизившись до **7,9%** годовых в июне (март - 9,6%).

³ **Усеченная инфляция** рассчитывается путем исключения из индекса потребительских цен товаров и услуг с сильными колебаниями цен. То есть, товары и услуги с наибольшими изменениями цен исключаются из расчета (**10 товаров** с наибольшим ростом и снижением цен).

В I квартале 2021 года вклад регулируемых цен на товары (услуги) в общую инфляцию в среднем составил **1,5 процентного пункта**, а во II квартале он незначительно увеличился до **1,9 процентного пункта**.

Рис. 3.3. Динамика базовой и усеченной инфляции



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике

3.2. Инфляция продовольственных товаров

По итогам июня 2021 года годовой рост цен на продовольственные товары оказал влияние на общую инфляцию на уровне **6,2 процентных пункта**.

Из основных продовольственных товаров, мясные продукты подорожали на **14,5%** в годовом исчислении в июне текущего года, в том числе говядина (кроме бескостной) на **15,7%**, баранина на **17,1%** и живая рыба на **9,5%**.

Динамика роста цен на мясо в прошедшем периоде, объясняется сезонным снижением предложения, в том числе сокращением поголовья мясных пород крупно- и мелко рогатого скота и повышением цен на корма для скотоводства.

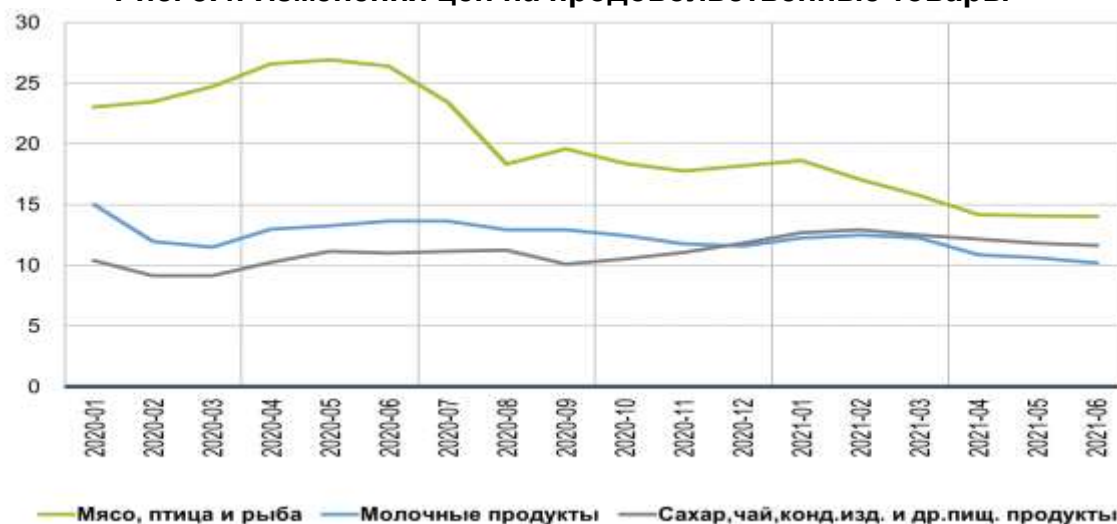
Относительно небольшое количество осадков в этом году в равнинных регионах страны привело к сокращению кормов на пастбищах. Это, в свою очередь, оказывает дополнительное давление на цены на корма для домашних животных, приготовленные промышленным способом.

В начале апреля на товарной бирже цена шелухи составляла **1954 сумов**, а в июне существенно выросла до **3296 сумов**. Такая же

ситуация и с ценами на **шрот**, цены на который в апреле составляли около **2850-2900 сумов**, а в последние три месяца в среднем около **3700-3800 сумов**.

Если текущая тенденция к росту цен на корма сохранится, **эффективность** животноводства в будущем может **еще больше снизиться**, что может оказать дополнительное давление на цены.

Рис. 3.4. Изменения цен на продовольственные товары



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике

Значительный рост цены **сахара** (годовой рост 33,3% в июне) оказал повышающее влияние на цены кондитерских изделий (годовой рост 15,7%).

На Республиканской товарно-сырьевой биржи на фоне роста внутреннего спроса на сахар произошел рост цен данного товара. В частности, в конце июня средняя цена за килограмм сахара составила **7527 сумов**, что на **435 сумов** (6,1%) выше, чем в начале апреля.

Тенденции роста цен **масложировых продуктов** на мировых рынках с начала года также повлияли на цены растительного масла на внутреннем рынке. В частности, в апреле 2021 года произошел резкий рост цен на растительное масло, в месячном исчислении цена на **хлопковое масло** выросла на **31%**, **подсолнечное масло** - на **26,5%**.

Отмена **налога на добавленную стоимость** при производстве, импорте и реализации **растительных масел** с мая до конца текущего года положительно отразилась на ценах на внутреннем рынке. В

частности, в мае-июне текущего года хлопковое масло подешевело на **5,5%**, а подсолнечное - на **3,2%**.

В целом по итогам июня 2021 года годовой рост цен на **хлопковое масло** составил **61%**, а подсолнечное - **62%**.

Неблагоприятные погодные условия с начала года, перебои и задержки с поставками сельхозпродукции, привели к высокому росту цен в группе **фруктов и овощей**. По итогам июня цены на фрукты выросли на **12,1%** в годовом исчислении, а на овощи - на **26,7%**. При этом в мае-июне не наблюдалось ожидаемого сезонного снижения цен на продукты данной группы.

В свою очередь, ожидается **рост внутреннего и внешнего спроса** на основные продовольственные товары в среднесрочной перспективе в условиях активного восстановления экономики.

3.3. Инфляция непродовольственных товаров

На внутреннем рынке цены на **бензин** растут на фоне роста цен на нефть на мировых рынках. В частности, с начала года цена **бензина** выросла на **17%**, а во II квартале - на **7,8%**. Цены на **пропан** в I квартале имели тенденцию к снижению, а во II квартале они снова вернулись к растущему тренду, повысившись на **13%** (рис. 3.5).

Рис. 3.5. Изменение цен на топливо



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике

В июне годовой рост цен на **строительные материалы** составил **9,0%**, в том числе цены на **цемент** выросли на **7,5%**, и замедлились по сравнению с предыдущим годом (в июне 2020 года цены на строительные материалы выросли на 10,1%, цемент на 16,6%).

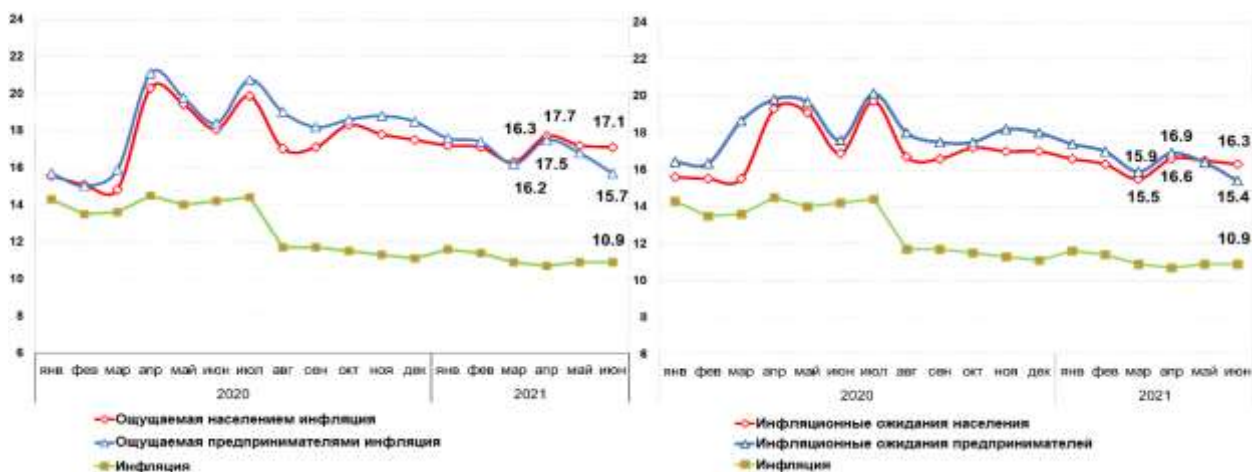
В свою очередь, цены на одежду, обувь и другие непродовольственные товары в этот период были относительно стабильными, и их будущие цены будут зависеть от возобновления авиарейсов в зарубежные страны, непрерывности цепочек поставок и динамики курса национальной валюты.

3.4. Инфляционные ожидания

Согласно результатам опросов, проведенных во II квартале текущего года, инфляционные ожидания населения и предпринимателей имеют изменчивые тенденции. В частности, по итогам июня 2021 года инфляционные ожидания населения составили **16,3%**, увеличившись на **0,8 процентных пункта** по сравнению с мартом. В свою очередь, среди субъектов предпринимательства этот показатель составил **15,4%** и снизился на **0,5 п.п.** по сравнению с мартом (рис. 3.6).

Инфляционные ожидания субъектов экономики **несколько превышают прогнозируемый уровень годовой инфляции**, что в основном обусловлено ростом цен на основные потребительские товары выше общей инфляции, высокой инфляцией и девальвацией национальной валюты в предыдущие периоды.

Рис. 3.6. Уровень ощущаемой инфляции и динамика инфляционных ожиданий (%)



Источник: Расчеты Центрального банка на основе результатов опросов по инфляционным ожиданиям

В свою очередь, во II квартале 2021 года, если уровень инфляции, ощущаемый населением, формировался на **стабильным**, среди субъектов предпринимательства наблюдалась его понижательная динамика. В частности, ощущаемая населением инфляция в июне текущего года, составила **17,1%**, относительно увеличившись на **0,8 процентных пункта** по сравнению с мартом 2021 года. В то же время уровень инфляции ощущаемой предпринимателями составил **15,7%**, что на **0,5 процентных пункта** ниже, чем в марте.

Ощущаемый физическими и юридическими лицами **уровень инфляции был несколько выше, чем годовая инфляция**, при этом важную роль сыграл рост цен на товары и услуги, приобретаемые на регулярной основе, в частности на **основные продовольственные товары**.

В частности, значительный рост цен на **товары первой необходимости**, такие как **растительное масло и сахар** в апреле-июне 2021 года, сыграл важную роль в формировании высоких инфляционных ожиданиях населения.

Рис. 3.7. Инфляционные ожидания в разрезе регионов во II квартале 2021 года(среднеквартальные, %)

Население		Предприниматели	
Наманганская обл.	19.0	гор. Ташкент	18.3
Ферганская обл.	18.5	Ферганская обл.	18.2
гор. Ташкент	17.3	Сырдарьинская обл.	18.0
Ташкентская обл.	17.0	Хорезмская обл.	17.8
Бухарская обл.	16.6	Самаркандская обл.	17.5
Сырдарьинская обл.	16.6	Ташкентская обл.	17.4
Хорезмская обл.	16.5	Андижанская обл.	16.8
Республика	16.5	Наманганская обл.	16.6
Самаркандская обл.	16.1	Республика	16.2
Джизакская обл.	15.8	Джизакская обл.	15.6
Кашкадарьинская обл.	15.8	Бухарская обл.	15.5
Андижанская обл.	15.5	Кашкадарьинская обл.	15.4
Сурхандарьинская обл.	15.2	Навоийская обл.	14.9
Навоийская обл.	15.2	Рес. Каракалкакстан	14.0
Рес. Каракалкакстан	14.4	Сурхандарьинская обл.	13.5

Источник: Расчеты Центрального банка на основе результатов опросов по инфляционным ожиданиям

Относительно высокие инфляционные ожидания населения наблюдались в Наманганской области (19,0%), Ферганской области (18,5%) и Ташкенте (17,3%), а самые низкие - в Навоийской области (15,2%) и Республике Каракалпакстан (14,4%).

Более высокие ожидания предпринимателей зафиксированы в Ташкентской (18,3%), Ферганской (18,2%), Сырдарьинской (18,0%) и Хорезмской (17,8%) областях, а самый низкий показатель наблюдался в Сурхандарьинской области (13,5%) (рис. 3.8).

При изучении инфляционных ожиданий в основных странах-торговых партнерах, можно сделать вывод, что инфляционные ожидания на следующий период в этих странах также формируются выше текущего уровня инфляции и целевого показателя (таргета).

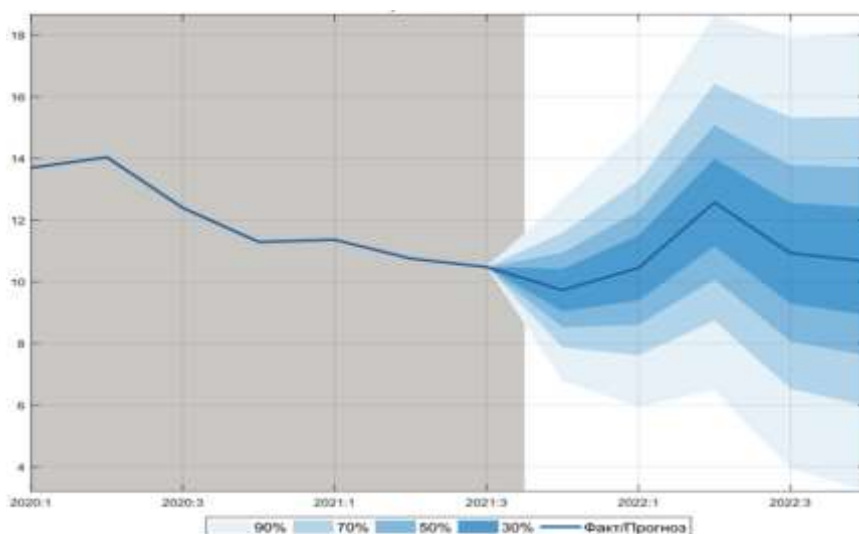
В частности, к июню 2021 года годовая инфляция в России составила **6,5%**, а инфляционные ожидания сформировались на уровне **11,9%**.

Центральный банк продолжит изучение **инфляционных ожиданий**, которые являются одним из важнейших показателей при принятии **экономических решений** населением и предпринимателями (потребление, сбережения или инвестиции). В то же время, этот показатель является одной из важнейших переменных при разработке среднесрочных прогнозов макроэкономического развития и играет важную роль при принятии решений в области денежно-кредитной политики.

3.5. Прогноз инфляции, риски и неопределенности

Согласно обновленным прогнозам Центрального банка, годовой прогноз инфляции на 2021 год сохранен без изменений на **уровне 9-10%** (рис. 3.8).

Рис. 3.8. Прогноз инфляции (% , квартальный)



Источник: Расчеты Центрального банка

Прогноз инфляции на конец 2021 года будет достигнут за счет сохранения относительно жестких денежно-кредитных условий, вносимых в набор денежно-кредитных инструментов изменений, стабильных тенденций на валютном рынке и ускорения мер по снижению воздействия немонетарных факторов с соответствующими министерствами и ведомствами.

Кроме того, хотя индекс ФАО, который является индикатором мировых цен, немного снизился в июле этого года, **засушливая погода** во многих странах во второй половине года негативно влияет на ожидания урожая в этом году.

Учитывая, что большая часть спроса на потребительские товары в том числе растительное масло, сахар и мясные продукты покрывается за счет импорта, рост цен на основные потребительские товары в **России и Казахстане**, а также на **мировом рынке** может оказать повышающее влияние на цены местных товаров.

В целом **в некоторой степени сохраняется уровень неопределенности и рисков** во внутренних и внешних условиях, а уровень инфляции к концу 2021 года зависит от формирования перечисленных выше факторов.

При этом Центральный банк будет принимать соответствующие решения по денежно-кредитной политике, исходя из уровня инфляционных ожиданий в экономике, текущей динамики и прогноза инфляции, а также характеристик инфляционных факторов.

IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

Денежно-кредитные условия в экономике, во II квартале 2021 года, формировались **относительно жесткими** на фоне роста процентных ставок по кредитам и депозитам в экономике, в том числе реальных процентных ставок, за счет сохранения основной ставки **без изменений**, формирования уровня инфляции с некоторыми колебаниями **около 11%**, а также отмены политики **приемлемых процентных ставок** временно применявшейся во время пандемии.

В то же время во II квартале произошло **увеличение общей ликвидности в банковской системе** за счет фискальных стимулов и под его влиянием, значительное снижение краткосрочных процентных ставок на денежном рынке. Это, в свою очередь, стало причиной внесения со стороны Центрального банка определенных изменений в набор инструментов регулирования краткосрочной ликвидности.

В частности, с увеличением объема ликвидности в банковской системе с целью эффективного регулирования процентных ставок денежного рынка был увеличен объем **облигаций Центрального банка** и **инструментов привлечения краткосрочной ликвидности**.

При этом, с началом снижения процентных ставок на денежном рынке, в мае лимиты остатка облигаций Центрального банка увеличены с **5 трлн до 7,5 трлн сумов**, а объем двухнедельных депозитных с **100 млрд до 200 млрд**. В июне, в ответ на продолжающийся рост общей ликвидности и продолжающуюся тенденцию к снижению процентных ставок на рынке, лимит остатка облигаций Центрального банка был повышен до **10 трлн сумов**, а объем двухнедельных депозитных аукционов до **500 млрд сумов**.

4.1. Основные показатели межбанковского денежного рынка

Во II квартале текущего года произошло увеличение структурного профицита ликвидности в банковской системе и значительное смягчение условий на межбанковском денежном рынке, и в июне средневзвешенные процентные ставки упали до **11%**.

В свою очередь, наблюдалось значительное снижение активности банков на денежном рынке. В частности, во втором квартале II года на денежном рынке всего было осуществлено операций в объеме **21,7 трлн сумов** или на **39,1%** (13,9 трлн сумов) меньше, чем в I квартале (рис. 4.1).

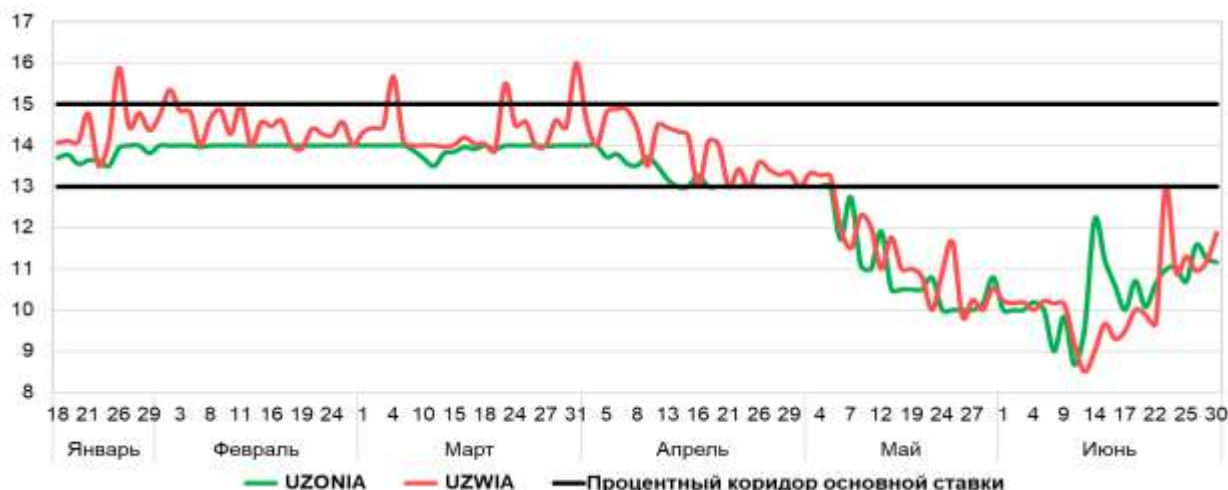
Рис. 4.1. Объем операций (млрд сумов) и процентные ставки на межбанковском денежном рынке



Источник: Центральный банк

В I квартале текущего года индексы Uzonіa и Uzwiа формировались с некоторыми колебаниями в процентном коридоре основной ставки, но из-за значительного увеличения общей ликвидности банковской системы во II квартале данные индексы опускались ниже нижней границы процентной процентного коридора (рис. 4.2).

Рис. 4.2. Индексы денежного рынка “UZONIA” и “UZWIA”



Источник: Центральный банк

Данная ситуация требует **полной отмены лимитов** на операции по депозитам овернайт и их постоянного осуществления в **неограниченном объеме** для повышения **эффективности процентного коридора** основной ставки Центрального банка.

В связи с изменением инструментов денежно-кредитной политики и активизацией практики регулирования ликвидности ожидается, что в ближайшие месяцы процентные ставки денежного рынка будут формироваться в процентном коридоре, близко к основной ставке Центрального банка.

Эффективное регулирование процентных ставок по краткосрочным операциям на денежном рынке важно для **эффективности процентного канала** трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, эффективного переноса решений по основной ставке на процентные ставки по депозитам и кредитам в экономике, и таким образом возможности влияния на решения населения и предпринимателей по потреблению, сбережениям и инвестициям.

В результате будет достигнуто сокращение разрыва выпуска через изменение совокупного спроса и снижение влияния монетарных факторов на инфляцию.

В целом денежно-кредитные операции Центрального банка направлены на **формирование цен краткосрочных ресурсов на денежном рынке**, и процентных ставок по более долгосрочным депозитам на основе **краткосрочных процентных ставок банков и ожиданий по ним**, а также **премий за риск**.

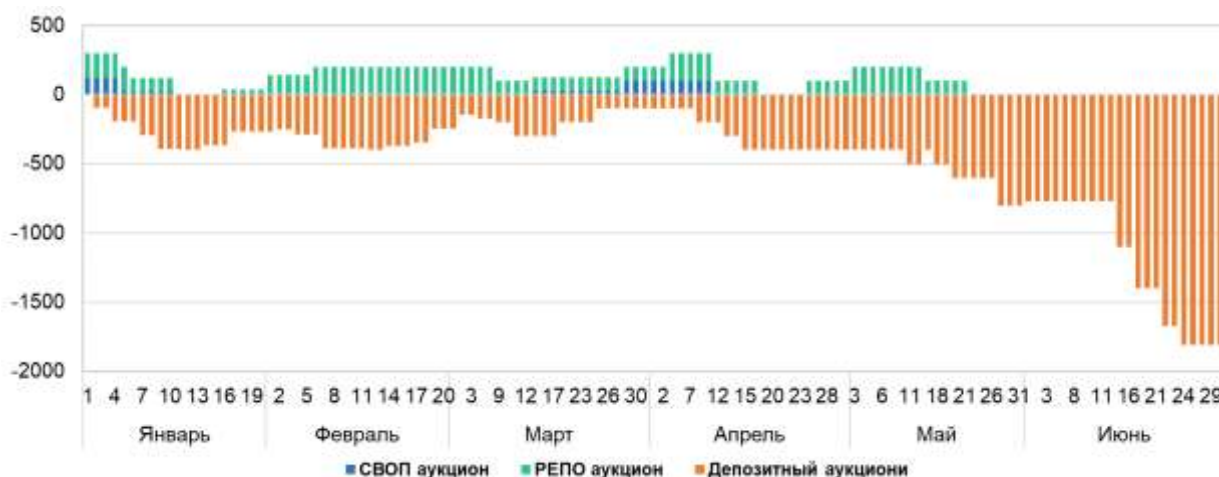
В этой связи, Центральный банк будет постоянно отслеживать ситуацию на денежном рынке и принимать все необходимые меры для того, чтобы процентные ставки формировались в процентном коридоре, близко к основной ставке.

4.2. Инструменты денежно-кредитной политики

Во II квартале 2021 года Центральный банк продолжил активно использовать краткосрочные инструменты денежно-кредитной политики для регулирования общего уровня ликвидности. Эти операции зависели от состояния ликвидности банковской системы и уровня соблюдения установленных нормативов коммерческими банками.

При этом, в связи с увеличением общей ликвидности в течение квартала, спрос на депозитные операции со стороны банков резко увеличился, в то время как спрос на операции предоставления ликвидности оставался низким (рис. 4.3).

Рис. 4.3. Дневной остаток операций Центрального банка РЕПО, СВОП и депозитный аукцион (млрд сумов)



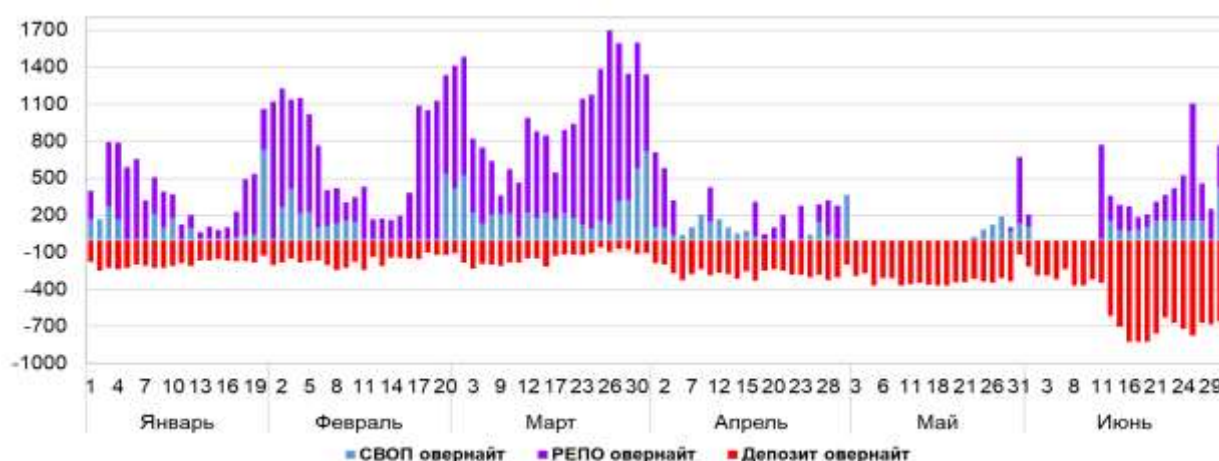
Источник: Центральный банк

В связи с повышением общего уровня ликвидности спрос на аукционы РЕПО и СВОП резко снизился, тогда как спрос на депозитные аукционы увеличился. В частности, со второй половины мая аукционы РЕПО и СВОП практически не проводятся.

Объем **депозитных аукционов** постоянно возрастал. В частности, общий объем ежемесячных аукционов в апреле составил **800 млрд сумов**, в мае **1,2 трлн сумов** и в июне **3,1 трлн сумов**. По состоянию на 1 июля остаток по данным операциям составил **1,8 трлн сумов**.

Аналогичная ситуация наблюдалась во II квартале текущего года с операциями Центрального банка овернайт с увеличением объема депозитных операций овернайт и значительным снижением спроса на операции овернайт РЕПО и СВОП (рис. 4.4).

Рис. 4.4. Дневной остаток операций Центрального банка овернайт РЕПО, СВОП и депозит (млрд сумов)



Источник: Центральный банк

В частности, средненежной объем операций РЕПО овернайт в течение квартала составил **161 млрд сумов**, операций СВОП овернайт **70 млрд сумов** и депозитных операции овернайт **381 млрд сумов**.

Следует отметить, что, исходя из среднесрочного прогноза общей ликвидности, ожидается, что спрос на депозитные аукционы в ближайшие месяцы останется **стабильным**, а объем депозитных операций овернайт **увеличится**. По причине структурного профицита ликвидности банковской системы спрос на операции Центрального банка по предоставлению ликвидности останется **низким**.

Центральный банк и Министерство финансов также объявили график эмиссии облигаций, запланированных к выпуску во II квартале 2021 года, что позволило коммерческим банкам заранее планировать операции управления ликвидностью.

В частности, наблюдалась активность по выпуску государственных ценных бумаг, который за квартал составил **6,2 трлн сумов** облигаций Центрального банка и **1,1 трлн сумов** облигаций Министерства финансов (рис. 4.5).

По состоянию на 1 июля 2021 года в обращение находились облигации Центрального банка в объеме **8,0 трлн сумов** и **3,2 трлн сумов** государственных ценных бумаг, выпущенных Министерством финансов.

Кривая доходности этих облигаций показывает, что средневзвешенные процентные ставки по ценным бумагам с разным сроком погашения формируются в большей степени не на макроэкономических ожиданиях, а на основе ситуации с ликвидностью банковской системы на момент выпуска и рыночного спроса (рис. 4.6).

Рис. 4.5. Эмиссия государственных ценных бумаг (млрд сумов)

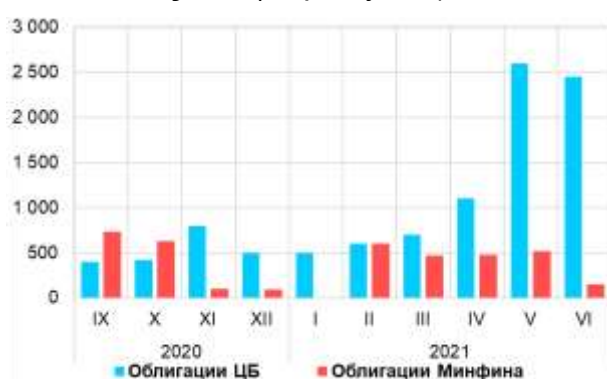


Рис.4.6. Кривая доходности по ГЦБ



Источник: Центральный банк

В то же время увеличение выпуска государственных ценных бумаг и сотрудничество Министерства финансов и Центрального банка по их выпуску послужит увеличению объема первичных и вторичных торгов в будущем и сформирует **эффективную «кривую доходности»** отражающую макроэкономические ожидания участников рынка.

Дальнейшее совершенствование набора инструментов денежно-кредитной политики, реализация необходимых мер по развитию рынка межбанковского РЕПО и вторичного рынка государственных ценных бумаг являются одними из важных задач повестки дня на ближайшие периоды.

4.3. Анализ объемов и процентных ставок депозитов

Процентные ставки на межбанковском денежном рынке и инфляционные ожидания населения и предпринимателей на будущее играют важную роль в формировании процентных ставок по депозитам в экономике.

В частности, процентные ставки по срочным депозитам физических лиц в национальной валюте повысились с **19,1%** в марте 2021 года до **19,5%** в июне текущего года. Ставки по срочным депозитам юридических лиц в национальной валюте снизились с **16,7%** в марте до **16,0%** в июне (рис. 4.7).

Учитывая высокий уровень спроса на долгосрочные денежные ресурсы в экономике, ограниченность предложения долгосрочных ресурсов отражается на динамике роста процентных ставок по долгосрочным депозитам.

Снижение процентных ставок по срочным депозитам юридических лиц объясняется размещением крупных сумм средств на среднесрочные депозиты в коммерческих банках со стороны централизованными источниками и фондов в первой половине года.

Во II квартале, наряду с ростом номинальных процентных ставок по срочным депозитам, произошло повышение реальных процентных ставок по депозитам в связи со стабильным формированием инфляции в экономике на уровне около 11/%. При этом реальные процентные ставки по депозитам физических лиц в июне выросли до **7,7%** (рис. 4.8).

Источник: Центральный банк

Рис. 4.7. Номинальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте



Рис. 4.8. Реальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте



В свою очередь, в июне **инфляционные ожидания** населения и предпринимателей на следующий период составили **16,3%** и **15,4%** соответственно.

Если учитывать, что экономические субъекты при принятии решений о потреблении, сбережениях или инвестициях исходят из своих инфляционных ожиданий, то по депозитам населения сохраняются положительные реальные процентные ставки в размере **2-3%**.

Во II квартале 2021 года общая денежная масса увеличилась на **10,2%** и составила **116,1 трлн сумов**. В том числе, наблюдалось сезонное увеличение объема наличных денег в обращении на **15,5%** (3,5 трлн сумов) (рис. 4.9).

Рис. 4.9. Изменение денежной массы и ее компонентов (трлн сумов)

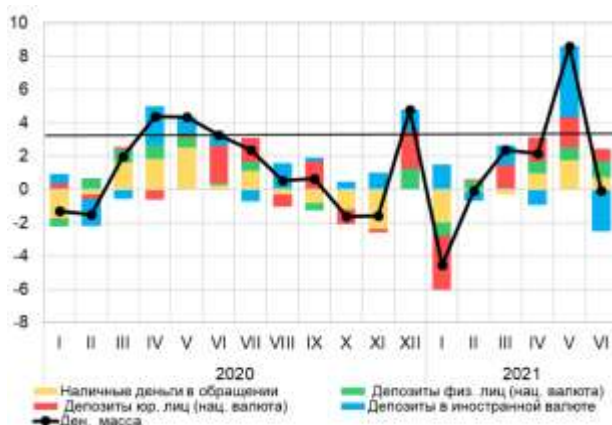
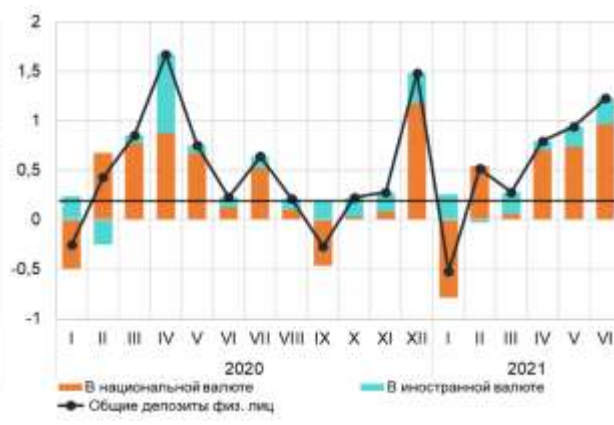


Рис. 4.10. Изменение депозитов населения (трлн сумов)



Источник: Центральный банк

В свою очередь, общий объем депозитов в национальной валюте увеличился на **13,9%** (6,4 трлн сумов), а депозиты в иностранной валюте увеличились на **2,1%** (в эквиваленте 0,8 трлн сумов). Формирование более высоких темпов роста депозитов в национальной валюте, чем в иностранной валюте, послужит повышению **доверия к национальной валюте**, изменению ожиданий по обменному курсу в **положительную сторону** и дальнейшему снижению долларизации депозитов в будущем.

В целом за I полугодие депозиты в национальной валюте увеличились на **9,3%** или на **4,4 трлн сумов**, а депозиты в иностранной валюте на **8,4%** (в эквиваленте 2,9 трлн сумов).

Следует отметить, что изменение объема денежной массы в экономике носит сезонный характер, и аналогичная динамика в наблюдалась и в предыдущие годы. В частности, общая денежная масса во II квартале 2020 года увеличилась на **13,3%** (12,0 трлн сумов), в соответствующем периоде 2019 года этот показатель составлял **10,9%** (8,7 трлн сумов).

Данную ситуацию можно объяснить **спецификой деятельности хозяйствующих субъектов**, в частности, высокой активностью сберегательной активностью населения в первой половине года, временным накоплением средств на счетах предприятий-экспортеров и накоплением средств крупными предприятиями на будущие расходы.

Исходя из динамики прошлых лет, в ближайшие месяцы ожидается осуществление хозяйствующими субъектами операционных и инвестиционных расходов за счет этих средств.

Наблюдавшаяся динамика существенного роста общих депозитов физических лиц, что в основном было связано с увеличением депозитов в национальной валюте. В частности, во II квартале общий объем депозитов населения в банках увеличился на **10,9%** до **30,4 трлн сумов**. Депозиты физических лиц в национальной валюте увеличились на **14,2%** (2,4 трлн сумов), а депозиты физических лиц в иностранной валюте - на **5,4%** (в эквиваленте 0,6 трлн сумов) (рис. 4.10).

В целом за I полугодие совокупные депозиты физических лиц увеличились на **12%** (3,3 трлн сумов). При этом годовой рост совокупных депозитов физических лиц составил **23,8%** (5,8 трлн сумов),

в **2,2 раза** превысил годовой уровень инфляции (10,9%) и был пропорционален тенденциям роста **реальных доходов населения** (10,8%).

Учитывая текущие реальные процентные ставки по депозитам в национальной валюте и текущую стабильную динамику обменного курса, ожидается, что динамика роста депозитов в национальной валюте сохранится в ближайшие кварталы.

4.4. Анализ процентных ставок по кредитам

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

Вместе с тем, принятые в условиях пандемии **пруденциальные меры**, в частности, отмена политики **приемлемых процентных ставок** во второй половине прошлого года, изменение критериев оценки степени риска по кредитам в текущем году, а также усиление **инвестиционной активности** в экономике сыграли немаловажную роль в росте спроса на кредитные ресурсы.

В частности, процентные ставки по краткосрочным кредитам в национальной валюте снизились с **21,9%** в марте до **21,2%** в июне, а по долгосрочным кредитам увеличились с **21,2%** в марте до **21,4%** в июне (рис. 4.11).

При этом, формирование процентных ставок по краткосрочным и долгосрочным кредитам очень близко друг к другу, объясняется тем, что в структуру долгосрочных кредитов входят кредиты в рамках государственных программ под относительно низкие процентные ставки.

В свою очередь, процентные ставки по кредитам физическим лицам в национальной валюте в течение квартала выросли с **22,1%** до **22,2%**, а юридическим лицам снизились с **21,1%** до **20,8%** (рис. 4.12).

Источник: Центральный банк

Рис. 4.11. Номинальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте



Рис. 4.12. Номинальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте



Изменения на мировых финансовых рынках и денежно-кредитная политика зарубежных Централных банков

Во II квартале текущего года ультрамягкая политика центральных банков ведущих стран, а также улучшение ожиданий в отношении вакцинации и восстановления экономики привели к **умеренному ужесточению денежно-кредитной политики** во многих странах мира. В частности, были повышены ключевые ставки Централных банков в Армении и Бразилии на **125 базисных пунктов (1,25%)**, в Кыргызстане на **150 базисных пунктов (1,5%)**, в Украине и Турции на **200 базисных пунктов (2%)** в России на **225 базисных пунктов (2,25%)**.

Кроме того, МВФ прогнозирует, что ожидаемый из-за быстрого восстановления экономики рост инфляции в США может привести к повышению со стороны ФРС базовой ставки в конце 2022 года или начале 2023 года. В то же время ФРС подает сигналы, что условия **стимулирующей денежно-кредитной политики** сохранятся до 2023 года.

Одним из факторов, который может косвенно повлиять на отток капитала из стран-партнеров Узбекистана, является **изменение доходности государственных облигаций США**, основной принцип инвестирования в которые заключается в том, что рыночные ставки и цена долговых ценных бумаг обычно формируются в противоположных направлениях.

В частности, при повышении процентных ставок стоимость облигаций с фиксированной доходностью снижается. Это явление можно рассматривать как **процентный риск**. На сегодняшний день ФРС держит процентные ставки на минимальных значениях. Однако, как уже отмечалось, рост инфляционного давления в последнее время, может вынудить регулятор **ужесточить свою политику**.

Вместе с тем, динамика рынка (переток капитала с фондовых рынков в облигации) привела к снижению доходности **10-летних облигаций США** до **1,39%**. В мае этот показатель был чуть ниже 1,7%. Несмотря на восстановление экономики США и рост инфляции, доходность хотя и снижается, но остается выше по сравнению с прошлым годом.

Высокие процентные ставки и высокая доходность активов снижают уровень доходности инвесторов от рисков и способствуют оттоку капитала из развивающихся стран.

Изменение уровня доходности по 10-летним
государственным облигациям США

С другой стороны, годовая инфляция в США может вырасти до **5,4%** в июне, что может побудить инвесторов переключиться на более **безопасные активы**.

Следует отметить, что, несмотря на относительно положительные общие показатели, сохраняется высокий уровень неопределенности, связанный с пандемией в мире, в частности неясность влияния **распространения новых дельта- и лямбда-штаммов коронавируса** на мировую экономику, динамику финансовых рынков и общую макроэкономическую ситуацию.

ГЛОССАРИЙ

Административно регулируемые цены	– цены, которые формируются не под воздействием рыночных сил (предложения и спроса), а устанавливаются государственными органами, организациями и предприятиями административным путем на отдельные товары (услуги) с целью ограничения изменения их цен.
Базовая инфляция	– инфляция, рассчитанная без учёта изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят сезонный и административный характер (плодоовощная продукция, топливо, отдельные услуги пассажирского транспорта, услуги связи, жилищно-коммунальные услуги и др.).
Валютные интервенции Центрального банка	– участие Центрального банка на валютном рынке путём покупки и продажи иностранной валюты с целью стерилизации дополнительной ликвидности в банковской системе, сформированной в результате покупки Центральным банком монетарного золота, а также с целью сглаживания или предотвращения резких колебаний обменного курса.
Временной лаг	– показатель, отражающий отставание во времени одного экономического явления по сравнению с другим, связанным с ним явлением; промежуток времени между двумя связанными явлениями или событиями.
Денежная масса	– совокупность наличных денег в обращении и денежных средств на банковских счетах. Для анализа денежной массы рассчитываются различные денежные агрегаты, которые классифицируются по степени ликвидности: M0 – наличные деньги в обращении; M1 – M0 + депозиты до востребования в национальной валюте; M2 – M1 + срочные, сберегательные и другие депозиты в национальной валюте + депозиты в иностранной валюте.
Денежно-кредитная политика	– часть макроэкономической политики, проводимая Центральным банком Республики Узбекистан с целью обеспечения стабильности цен на внутреннем рынке. Денежно-кредитная политика осуществляется посредством использования денежно-кредитных инструментов для поддержания объёма ликвидности в банковской системе, уровня процентных ставок и других монетарных показателей на целевом уровне.
Денежный агрегат «эффektivный M0»	– сумма наличных денег в обращении, а также средств физических лиц и индивидуальных предпринимателей на банковских картах.
Длинные деньги	– выражение, используемое в экономике и финансах для характеристики долгосрочных (более года) заимствований (инвестиций) или кредитов, предоставляемых на длительный срок.
Инвестиционный спрос	– спрос со стороны бизнес-субъектов на объекты физического капитала (машины, оборудование) и услуги, используемые для поддержания или расширения своей деятельности. Инвестиционный спрос является частью совокупного спроса в экономике.
Индекс инфляционных ожиданий	– количественный показатель инфляционных ожиданий, который сигнализирует о дальнейшем ускорении или замедлении инфляции.
Индекс потребительских цен (ИПЦ)	– показатель изменения общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. ИПЦ рассчитывается как отношение стоимости фиксированного набора

	<p>товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода.</p>
Инерционность инфляции	<p>– тенденция инфляции возвращаться медленно к своему долгосрочному (равновесному) уровню после шока, который отклонил её от этого долгосрочного уровня.</p>
Инфляционные ожидания	<p>– предположения населения и предпринимателей о будущем уровне инфляции, который они учитывают при принятии ими экономических решений. Исходя из инфляционных ожиданий, производители и потребители, продавцы и покупатели строят свою будущую кредитно-финансовую и ценовую политику, оценивают уровень доходов, расходов и предполагаемый объём прибыли.</p>
Ликвидность банковской системы	<p>– остатки денежных средств в национальной валюте на корреспондентских счетах коммерческих банков в Центральном банке Республики Узбекистан.</p>
Макропруденциальные меры (англ. macroprudential policy)	<p>- комплекс упреждающих мер, направленных на минимизацию системного риска финансового сектора в целом либо в его отдельных секторах.</p>
Межбанковский денежный рынок	<p>– система организации и осуществления биржевых торгов краткосрочных операций (как правило, до одного года) по размещению и привлечению денежных средств в национальной и иностранной валютах.</p>
Монетарные факторы инфляции	<p>– факторы инфляции, на которые Центральный банк может оказывать непосредственное влияние при помощи инструментов денежно-кредитной политики на среднесрочном горизонте.</p>
Немонетарные факторы инфляции	<p>– факторы, влияющие на инфляцию, которые находятся вне влияния денежно-кредитной политики Центрального банка. В эту группу входят внешнеэкономические условия, структурные факторы (состояние основных фондов, продуктивность и эффективность производства, предложение и качественные параметры рабочей силы, технологический уровень производства, транспортная, логистическая инфраструктура, уровень концентрации рынков), нормативно-правовая среда, фискальная политика, факторы со стороны предложения товаров и услуг.</p>
Обязательные резервы коммерческих банков	<p>– денежные средства, депонируемые коммерческими банками в Центральном банке с целью выполнения обязательных резервных требований Центрального банка. Минимальный уровень обязательных резервов, депонируемых в Центральном банке, определяется нормативно-правовыми актами Центрального банка с учётом целей денежно-кредитной политики и зависит от размера, вида и срока депозитов, других обязательств банков. Размеры обязательных резервов одинаковы для всех банков по каждой категории привлеченных средств.</p>
Платёжный баланс	<p>– статистический отчёт, в котором отражаются все экономические операции между резидентами и нерезидентами за определённый период времени.</p>
Потребительский спрос	<p>– часть совокупного спроса в экономике, относящаяся к потребительским товарам и услугам.</p>
Процентная политика Центрального банка	<p>– часть денежно-кредитной политики Центрального банка, с помощью которой Центральный банк влияет на стоимость финансовых ресурсов и уровень процентных ставок в экономике, а также на финансовые и инвестиционные решения населения и бизнеса. Процентная политика направлена на поддержание определенного уровня процентных ставок в экономике с целью</p>

	<p>обеспечения положительных реальных ставок по активам в национальной валюте. Изменение процентной ставки центрального банка влияет на уровень процентных ставок в экономике в целом, что приводит к соответствующим изменениям в инвестициях/сбережениях и, следовательно, в совокупном спросе.</p>
Разрыв выпуска (англ. Output gap)	<p>— разница между фактическим ВВП и потенциальным ВВП. Положительный разрыв ВВП называют инфляционным разрывом, который указывает, что рост совокупного спроса опережает рост совокупного предложения, возможно, приводя к инфляции. Отрицательный разрыв ВВП называют рецессионным разрывом, который, возможно, приводит к дефляции.</p>
Режим инфляционного таргетирования	<p>— режим денежно-кредитной политики, при котором центральный банк объявляет среднесрочную цель по уровню инфляции и сосредоточивает все свои усилия на приведении текущей инфляции к её целевому показателю посредством применения денежно-кредитных инструментов.</p>
Системный риск	<p>— это риск краха всей финансовой системы или всего финансового рынка в отличие от риска, связанного с каким-либо участником финансового рынка, группы участников или отдельной компоненты финансовой системы.</p>
Средневзвешенная процентная ставка	<p>— средняя ставка, рассчитанная с учётом веса изучаемого показателя в общем объёме. В качестве весов берётся доля каждой ставки в совокупном объёме.</p>
Стерилизация ликвидности	<p>— изъятие излишней ликвидности из банковской системы, возникшей в результате различных факторов.</p>
Стресс-тестирование (англ. stress testing)	<p>— метод анализа рисков финансовых организаций, отдельных секторов, рынков или финансовой системы в целом и оценки их устойчивости к реализации исключительных, но вероятных шоков.</p>
Счёт текущих операций	<p>— раздел платёжного баланса страны, в котором отражаются потоки товаров, услуг, первичных и вторичных доходов (оплата труда работников, инвестиционные доходы и прочие) между резидентами и нерезидентами.</p>
Трансграничные денежные переводы	<p>— перевод денежных средств в страну или из страны посредством международных систем денежных переводов.</p>
Трансмиссионные (передаточные) каналы денежно-кредитной политики	<p>— каналы влияния решений в области денежно-кредитной политики на динамику цен и экономику в целом. Процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении процентной ставки и будущей её траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня процентной ставки транслируется в экономику по следующим основным каналам: процентному, кредитному, валютному, цен активов и ожиданий.</p>
Тренд	<p>— основная тенденция изменения показателя. Тренды могут быть описаны различными уравнениями — линейными, логарифмическими, степенными и так далее. Фактический тип тренда устанавливают на основе подбора его функциональной модели статистическими методами либо сглаживанием исходного временного ряда.</p>
Финансовая система	<p>— совокупность финансовых организаций и финансовых рынков, обеспечивающих с помощью различных финансовых инструментов формирование и использование денежных средств государства, организаций, населения. При этом финансовые институты (рынки и финансовые организации) осуществляют перераспределение</p>

	ограниченных финансовых ресурсов от одних экономических субъектов к другим.
Финансовая стабильность	– состояние, при котором финансовая система эффективно выполняет свои функции, обеспечивая перераспределение ресурсов и управление финансовыми рисками, отсутствует чрезмерная волатильность на финансовом рынке (его сегментах), обеспечивается бесперебойное осуществление расчетов, а также способность финансовой системы функционировать в экстремальных условиях, предотвращая влияние негативных шоков, и восстанавливаться в состоянии стресса.
Финансовый рынок (от лат. <i>financia</i> — наличность, доход)	– система экономических отношений, возникающая в процессе обмена экономических благ.
Экономический цикл	– естественная форма развития экономики, при которой подъем производства, уровня занятости, роста ВВП сменяется периодами спада.
Эмпирический анализ	– подход к изучению и интерпретации информации, основанный на анализе фактических данных. Эмпирический подход основан на реальных данных, метриках и результатах, а не на теориях и концепциях.
Эффект низкой базы	– состояние, когда чрезмерные темпы роста того или иного индикатора объясняются его крайне низким стартовым показателем т.е. если в рассматриваемом периоде, не было зафиксировано значительных изменений в ценах, но в базовом периоде отмечалось нестандартное резкое снижение, то за счёт возвращения цены на свой “естественный” уровень и обычную динамику роста наблюдается значительное увеличение текущего годового показателя инфляции по отношению к базовому. Обратный эффект называется эффектом высокой базы. Эффекты базы более явно проявляются в ценах товаров и услуг подверженных сезонным колебаниям.
Реальный эффективный обменный курс (англ. <i>Real effective exchange rate</i>)	Расчетный валютный курс, который является индикатором изменения ценовой конкурентоспособности отечественных товаров по отношению к продукции основных торговых партнёров страны. Экономическое содержание реального эффективного обменного курса заключается в отображении изменения обменного курса, откорректированного на уровень инфляции в странах-торговых партнёрах.

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2021

Подготовлено Департаментом денежно-кредитной политики

Вы можете направить Ваши предложения и замечания по адресу:

E-mail: achilov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22