



Центральный банк
Республики Узбекистана

IV квартал
2024

ОБЗОР
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКИ

Центральный банк Республики Узбекистан

При реализации денежно-кредитной политики основное внимание уделяется обеспечению стабильности цен в экономике и достижению среднесрочного 5% таргета инфляции

5%



СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	3
I. СРЕДНЕСРОЧНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ	6
1.1. Перспективы развития внешних экономических условий	6
Врезка 1. Торговые ограничения в мире и их экономическое влияние	12
1.2. Макроэкономические прогнозы	14
1.3. Перспективы денежно-кредитной политики	18
1.4. Инфляционные ожидания и прогноз инфляции	20
1.5. Риски и неопределенности макроэкономического развития.....	23
Врезка 2. Риски связанные с изменением климата.....	24
Врезка 3. Установление целей Центральными банками.....	26
II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	29
2.1. Внутренняя экономическая активность и факторы совокупного спроса	29
Врезка 4. Оценка потенциального роста экономики и разрыва выпуска	34
2.2. Анализ динамики инфляции	37
Врезка 5. Анализ показателей дисперсии и стандартного отклонения инфляции.....	41
2.3. Денежно-кредитные условия.....	44

РЕЗЮМЕ

Правление Центрального банка на заседании 23 января 2025 года приняло решение сохранить основную ставку на уровне 13,5% годовых.

В последние месяцы, несмотря на снижение общей инфляции, инфляционные факторы в экономике формируются разнонаправленно. Ожидается, что в ближайшие кварталы влияние на инфляцию прошлогодней либерализации цен на энергоносители будет постепенно снижаться. Однако сохранение инфляционных ожиданий на высоком уровне требует поддержания относительно жестких денежно-кредитных условий.

Сохранение основной ставки без изменений направлено на возвращение показателей базовой инфляции и инфляционных ожиданий к траектории устойчивого снижения, а также на создание необходимых условий для достижения среднесрочного 5% таргета инфляции.

Общий уровень инфляции с октября 2024 года перешел в нисходящий тренд, и в декабре составил 9,8% в годовом выражении. В конце 2024 года темпы роста цен на три четверти товаров и услуг потребительской корзины замедлились по сравнению с 2023 годом. Данную динамику можно рассматривать как начало процесса укрепления стабильности цен.

В то же время в декабре базовая инфляция несколько ускорилась, достигнув 7,2%. При этом, относительно высокая базовая инфляция услуг и непродовольственных товаров указывает на наличие проинфляционных факторов, обусловленных не только предложением, но и ростом совокупного спроса.

В экономике сохраняется высокий уровень потребительской и инвестиционной активности. В частности, значительный рост заработных плат и объема трансграничных денежных переводов способствует увеличению реальных доходов населения. Это, в свою очередь, на фоне высокой экономической активности продолжит поддерживать совокупный спрос в ближайшие месяцы, создавая дополнительное давление на базовую инфляцию.

В первой половине 2025 года снижение влияния сезонных факторов предложения на инфляцию, относительно жесткие денежно-кредитные условия и обеспечение макроэкономической стабильности будут способствовать снижению инфляционных ожиданий.

В первом полугодии текущего года первичное влияние либерализации цен на энергоресурсы в 2024 году будет ослабевать, что окажет заметное дезинфляционное воздействие на общий уровень инфляции к концу второго квартала. Однако в апреле ожидается временный рост общего уровня инфляции из-за смещения срока реализации следующего этапа данной реформы на один месяц по сравнению с 2024 годом.

Согласно обновленным прогнозам, к концу 2025 года общий уровень инфляции ожидается на уровне около 7–8%.

В дальнейшем, степень вторичных эффектов указанных изменений на базовую инфляцию будет важным фактором при определении направлений денежно-кредитных условий.

Ожидается, что в 2025 году сохранится тенденция роста валового внутреннего продукта благодаря высокой экономической активности, к концу года темп роста составит около 6%. Рост частных инвестиций станет фактором, поддерживающим экономический рост и способствующим увеличению предложения товаров и услуг.

В то же время в ближайшие кварталы риски роста цен на некоторые продовольственные товары на мировом рынке могут оказывать инфляционное давление через импортные цены.

Укрепление реального эффективного обменного курса в последние месяцы 2024 года носит краткосрочный характер и было обусловлено ослаблением валют отдельных торговых партнеров, а также относительно более высоким уровнем внутренней инфляции. Ожидается, что во второй половине 2025 года, по мере снижения инфляции, реальный эффективный обменный курс вернется к своему среднесрочному тренду.

В 2025 году прогнозируется относительная макроэкономическая стабильность в странах-торговых партнерах и отсутствие значительных внутренних факторов риска, влияющих на обменный курс. Это формирует ожидания сбалансированных тенденций на внутреннем валютном рынке в среднесрочной перспективе.

Процентные ставки на денежном рынке и доходность государственных ценных бумаг указывают на относительную жесткость текущих денежно-кредитных условий. Реальные процентные ставки в экономике усиливают склонность населения к сбережениям.

Сохранение уровня жесткости денежно-кредитных условий обеспечит умеренный рост объемов кредитования, а также поддержит высокие темпы роста депозитов, что окажет сдерживающее влияние на совокупный спрос и снизит влияние монетарных факторов инфляции.

В среднесрочной перспективе Центральный банк продолжит обеспечивать достаточную жесткость денежно-кредитных условий для устойчивого снижения инфляции до целевого уровня 5%.

В случае возникновения более значительных, чем ожидалось, проинфляционных факторов, связанных с ростом совокупного спроса и ценового давления, уровень жесткости денежно-кредитных условий может быть пересмотрен.

I. СРЕДНЕСРОЧНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ

1.1. Перспективы развития внешних экономических условий

В последние кварталы глобальный экономический рост продолжает стабилизироваться, а снижение инфляционного давления в большинстве стран и приближение инфляции к целевым показателям (таргетам) способствуют смягчению денежно-кредитных условий, что поддерживает экономическую активность.

Основные риски для перспектив экономического роста и прогнозов инфляции связаны с ожидаемыми ограничениями в международной торговле, которые могут быть введены как развитыми, так и развивающимися странами.

Глобальные экономические перспективы. Согласно обновленным прогнозам международных финансовых организаций¹, прогноз глобального экономического роста на 2025 год был повышен на 0,1 процентный пункт до 3,3% (рис. 1.1.1). Улучшение прогноза объясняется устойчивой деловой активностью в США и ожидаемым высоким экономическим ростом в развивающихся странах.

Вместе с тем, несмотря на оживление экономической активности, показатели экономического роста, как ожидается, останутся ниже исторического среднего уровня за последние двадцать лет, который наблюдался до пандемии.

Рис. 1.1.1. Прогнозы глобального экономического роста, %

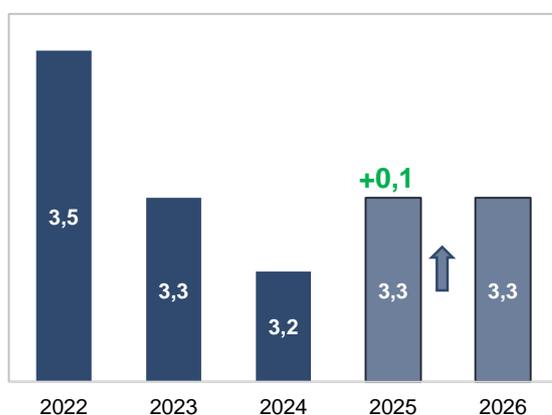
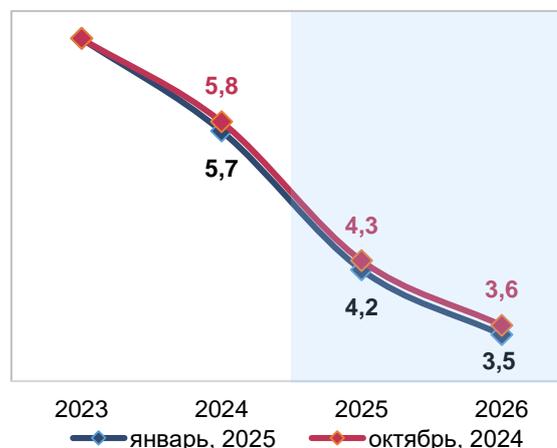


Рис. 1.1.2. Прогнозы глобальной инфляции, %



Источник: «World Economic Outlook», МВФ, 2025 год январь

¹ «World Economic Outlook», МВФ, 2025 год январь.

Данные ожидания объясняются высоким уровнем долга в странах, относительно медленным ростом производства, слабым притоком инвестиций и сохраняющимися макроэкономическими дисбалансами.

Кроме того, в среднесрочной перспективе глобальный экономический рост может еще больше ослабнуть на фоне усиления геополитической неопределенности между странами, углубления торговой фрагментации, повторного ускорения инфляционных процессов, а также учащения аномальных климатических явлений.

Прогнозируется, что в 2025–2026 годах глобальная инфляция продолжит снижаться до 4,2% и 3,5% соответственно (рис. 1.1.2). Основными факторами стабилизации глобальной инфляции станут более низкий уровень базовой инфляции, формирующийся под влиянием жесткой денежно-кредитной политики большинства центральных банков, замедление роста заработных плат и снижение цен на энергоносители.

Прогнозы объемов международной торговли на текущий и предстоящие годы были пересмотрены в сторону понижения из-за неопределенности в торговой политике стран и введения возможных торговых ограничений (рис. 1.1.3).

Ожидается, что в 2025 году глобальный рост торговли составит около 3,6%, что на 0,1 процентный пункт ниже по сравнению с предыдущими расчетами (рис. 1.1.4).

Рис. 1.1.3. Меры по торговым ограничениям, 2015 = 100%

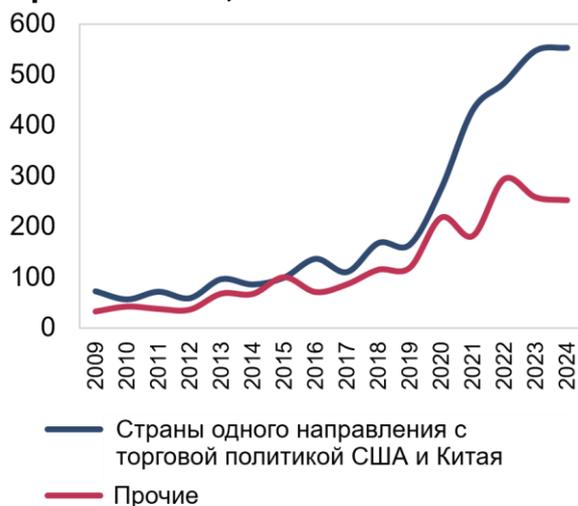
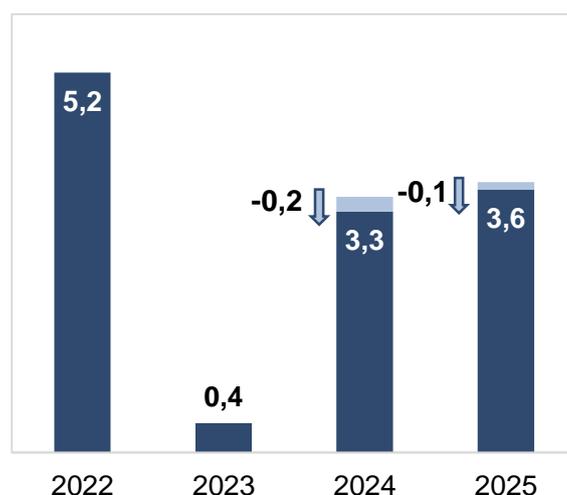


Рис. 1.1.4. Темпы роста глобальной торговли, %



Источник: Всемирный банк, «World Economic Outlook», МВФ, 2025 год январь

Глобальные и региональные финансовые условия.

В последнем квартале на фоне снижения инфляционного давления в развитых странах (рис. 1.1.5) наблюдается относительное смягчение глобальных финансовых условий.

В 2024 году центральные банки развитых стран, в частности Федеральная резервная система (ФРС), Европейский центральный банк (ЕЦБ) и Банк Англии, продолжили корректировать свои ставки в соответствии с экономическими условиями. В 2024 году ФРС снизила основную ставку до 4,25-4,50% (совокупно на 1,0 п.п.), ЕЦБ – до 3,15% (на 1,35 п.п.), а Банк Англии – до 4,75% (на 0,5 п.п.).

Замедление роста цен, длительное поддержание ставок на высоком уровне, а также восстановление цепочек поставок в разных регионах способствовали некоторому смягчению денежно-кредитной политики.

Однако риск введения новых тарифов на импортные товары в отдельных странах может усилить спрос на сырье со стороны предприятий и создать дополнительное давление на цены. Это, в свою очередь, увеличивает риск роста инфляции и вызывает опасения по поводу возможного затягивания снижения процентных ставок.

Рис. 1.1.5. Динамика годовой инфляции в развитых странах, %

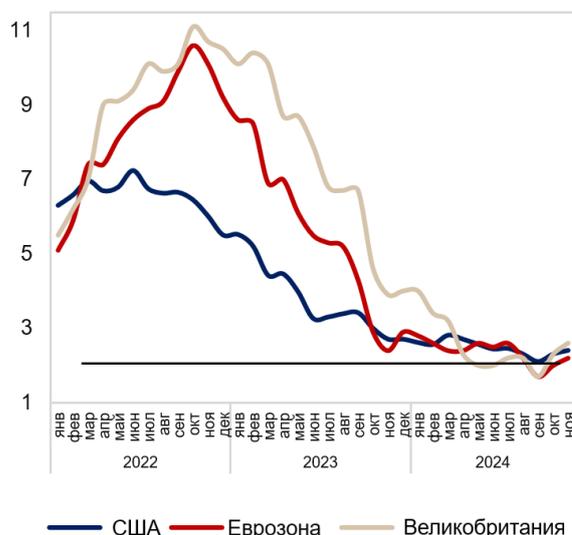
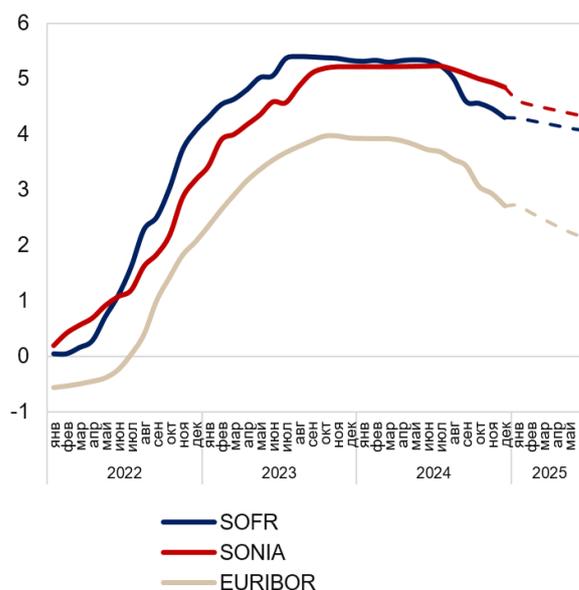


Рис. 1.1.6. Межбанковского ставки SOFR, 3-месячные SONIA и EURIBOR и ожидания по ним, %



Источник: Данные статистических органов и центральных банков соответствующих стран

В свою очередь, это формирует ожидания о том, что снижение процентных ставок будет медленнее, чем ожидалось. В частности, прогнозируется, что бенчмарк ставка EURIBOR продолжит снижаться, начиная со второго квартала 2025 года, тогда как ставки SOFR и SONIA, скорее всего, останутся на текущем уровне в течение более длительного времени (рис. 1.1.6).

Для стран с высокой долей внешнего долга² тенденция сохранения ставок на высоком уровне в течение длительного времени приведет к росту затрат на обслуживание долга в среднесрочной перспективе. Этот фактор также частично отражает динамику процентных выплат по внешнему долгу Узбекистана в последние годы (рис. 1.1.7).

Макроэкономические и финансовые условия в странах-основных торговых партнерах Узбекистана формируются разнонаправленно (рис. 1.1.8).

В частности, в России и Казахстане инфляция ускорилась из-за высокого внутреннего спроса и ослабления рубля и тенге, наблюдавшегося в последнем квартале. В ответ на эти изменения были ужесточены денежно-кредитные условия.

В результате, ожидается, что уровень инфляции снизится к концу 2025 года. В то же время, высокая волатильность валютных курсов в этих странах может повлиять на уровень инфляции в Узбекистане через импортные цены.

Рис. 1.1.7. Динамика процентных выплат по внешнему долгу Узбекистана, млн. долл.

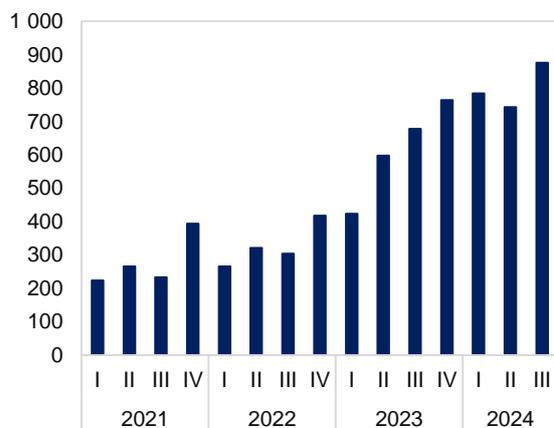
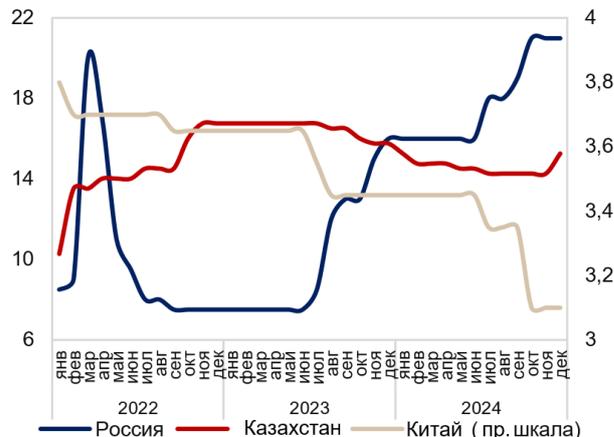


Рис. 1.1.8. Динамика основных ставок стран - торговых партнеров Узбекистана, %



Источник: Центральные банки соответствующих стран

² В частности, по данным за третий квартал 2024 года, доля внешнего долга в общем государственном долге Узбекистана составила 82%, или 28,8% валового внутреннего продукта. Почти 40% государственного внешнего долга Узбекистана привязаны к плавающим ставкам.

Экономика Китая сталкивается с дефляционным давлением из-за слабой динамики внутреннего спроса. На этом фоне ожидания повышения пошлин на импорт китайских товаров со стороны США усиливают риски замедления темпов экономического роста Китая.

Динамика мировых цен на сырьевые товары. В 2024 году цены на основные экспортируемые сырьевые товары складывались благоприятно для экономики Узбекистана (рис. 1.1.9). Однако в среднесрочной перспективе на фоне геополитической неопределенности ожидается некоторая волатильность мировых цен на сырье.

Несмотря на недавний рост цен на нефть, участники рынка в среднесрочной перспективе ожидают увеличения предложения при умеренном спросе, что приведет к постепенной стабилизации цен на нефть.

Цена на уран в 2024 году скорректировалась на фоне сообщений о намерении крупнейших производителей (Канада, Казахстан) увеличить предложение. Вместе с тем, рост спроса на атомную энергию рассматривается как основной фактор формирования высоких цен.

Рис. 1.1.9. Изменения мировых цен на основные сырьевые экспортные товары, январь 2023 = 100%

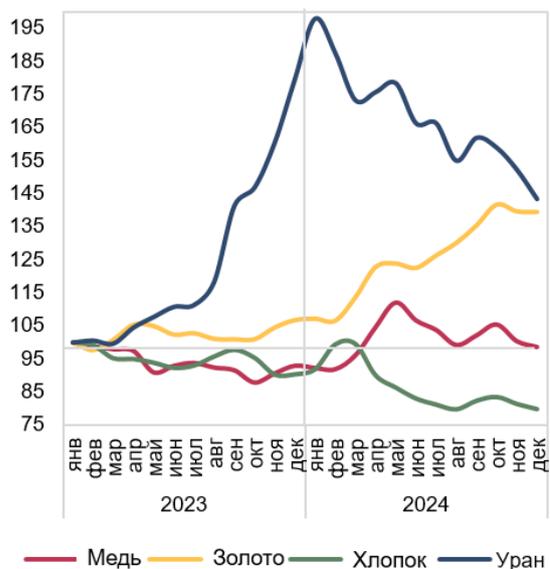
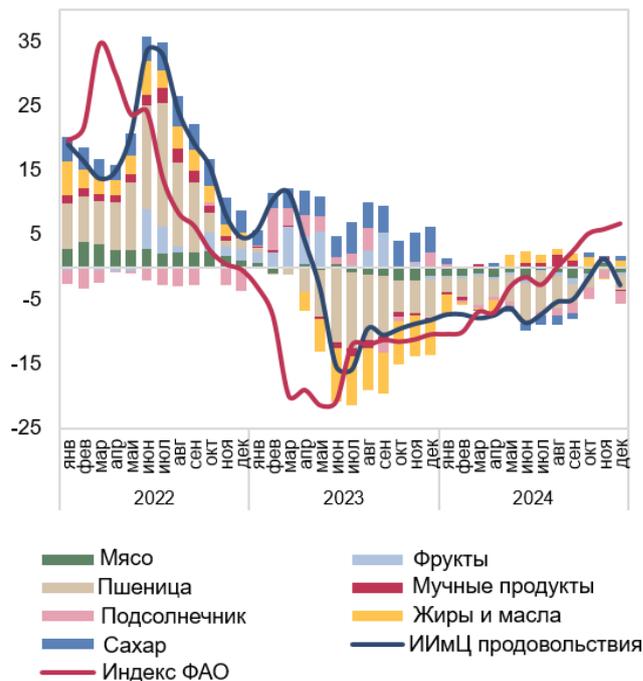


Рис. 1.1.10. Изменения в индексах цен ФАО и импорта продовольствия, % годовых



Источник: Всемирный банк, ФАО, расчеты Центрального банка

В 2024 году мировые цены на продовольствие формировались стабильно, что положительно повлияло на умеренность импортных цен на основные продовольственные товары (*рис. 1.1.10*). В то же время в последние кварталы годовые изменения данных цен перешли к положительному растущему тренду, что со временем может отразиться на импортных ценах. Эта тенденция особенно заметна в динамике мировых цен на растительные масла и мясо.

Ожидается, что в 2025 году продовольственные цены будут изменяться в разных направлениях и со временем стабилизируются. В этом контексте экстремальные климатические условия, влияющие на предложение, рассматриваются как фактор риска, способствующий росту цен. С другой стороны, стабилизация цен на нефть создает позитивные ожидания снижения стоимости сахара и растительных масел, поскольку их цены связаны с энергетическими ресурсами.

В целом, в 2025 году сохранится умеренная внешнеэкономическая активность, а инфляционные процессы будут замедляться, несмотря на сохранение определенных рисков. Это позволяет предположить, что внешнее инфляционное давление на экономику будет сдержанным. В то же время рост отдельных глобальных цен на продовольствие может оказать повышательное влияние на инфляцию в сегменте продовольственных товаров.

Врезка 1.

Торговые ограничения в мире и их экономическое влияние

Глобальные тенденции. На фоне наблюдающейся в последние годы геополитической напряженности процессы глобальной фрагментации в мире продолжают нарастать. В результате снижается объем торговых потоков между экономическими блоками и отдельными странами, вводятся новые ограничения, что оказывает негативное влияние на рост мирового торгового оборота.

При этом широкомасштабное введение торговых ограничений со стороны крупных экономик, проведение протекционистской политики и сокращение глобального объема торговли рассматриваются как основные риски для мировой экономики.

По данным Всемирного банка, в 2024 году количество введенных торговых ограничений было в пять раз выше средних показателей 2010–2019 годов. В частности, с начала 2024 года в Европе и Центральной Азии было введено более 585³ торговых ограничений. Ожидается, что рост этих ограничений приведет к значительным экономическим потерям.

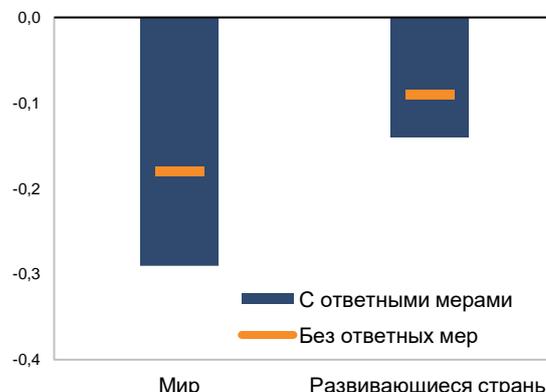
Согласно отчетам⁴, 70% новых торговых барьеров, введенных в 2022–2024 годах, приходится на развитые экономики. Однако их негативные последствия сильнее ощущаются в развивающихся странах (рис. 1). Это объясняется тем, что значительная часть экспорта этих государств состоит из сырьевых товаров, а внутренние возможности для поддержания экономического роста у них ограничены, что делает их более уязвимыми перед внешнеторговыми ограничениями.

Предварительные расчеты показывают, что повышение США таможенных пошлин в отношении всех торговых партнеров приведет к замедлению темпов мирового экономического роста. В частности, повышение пошлин на 10 процентных пунктов в 2025 году может сократить глобальный экономический рост на 0,2 п.п. в случае отсутствия ответных мер и на 0,3 п.п. при их наличии (рис. 2).

Рис. 1. Меры по ограничению торговли, введенные развитыми и развивающимися странами, тыс. шт.



Рис. 2. Влияние 10-процентного повышения пошлин США на глобальный рост и рост развивающихся стран⁵, процентных пунктов



Источник: Всемирный банк

Рейтинг глобальных рисков. Согласно отчету «Глобальные риски», представленному Всемирным экономическим форумом⁶, геэкономические противоречия (санкции, тарифные и нетарифные ограничения) заняли третье место среди ключевых рисков на 2025 год, уступая лишь геополитическим конфликтам и экстремальным погодным условиям.

В будущем существует угроза усиления тарифного и торгового протекционизма, что может привести к дальнейшей фрагментации между США, их соседями (Канадой и Мексикой), а также Китаем и Европой. В результате прогнозируется значительное сокращение объемов глобальной торговли.

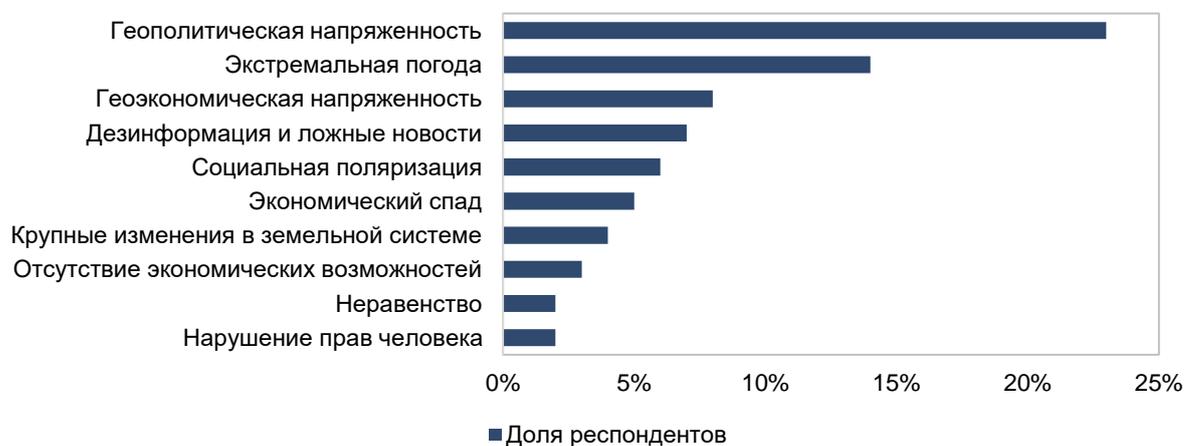
Торговые ограничения и прогнозы экономического роста. В двух третях стран мира ожидается, что рост торговых объемов из-за введенных ограничений останется ниже среднего показателя периода до пандемии.

Несмотря на торговые барьеры, введенные против Китая, их негативное влияние может быть ограниченным благодаря перенаправлению торговых потоков и переносу производства в другие страны. Таким образом, в ближайшей перспективе прогноз для большинства экономик региона остается относительно стабильным.

Кроме того, новая волна тарифов может усилить торговые конфликты, привести к снижению инвестиций, сбоям в цепочках поставок и ухудшению рыночной эффективности. Все это в свою очередь нанесет ущерб глобальному экономическому росту.

С учетом вышеуказанных ожиданий Международный валютный фонд (МВФ) пересмотрел прогноз роста объемов мирового торговли на ближайшие два года в сторону понижения.

Рис. 3. Рейтинг рисков в текущем году, %



Источник: Обзор глобальных рисков, 2025

³ Всемирный банк (<https://openknowledge.worldbank.org/>), Глобальный репозиторий торговых рисков (<https://globaltradealert.org/>).

⁴ Глобальные экономические перспективы, отчет 2025 года, Всемирный банк.

⁵ Это воздействие рассчитывается относительно роста в соответствии с базовым сценарием Всемирного банка на 2025 год.

⁶ Всемирный экономический форум (ВЭФ) — международная организация, которая содействует развитию государственно-частного партнерства и служит платформой для укрепления доверия между заинтересованными сторонами и формирования инициатив по сотрудничеству и развитию.

1.2. Макроэкономические прогнозы

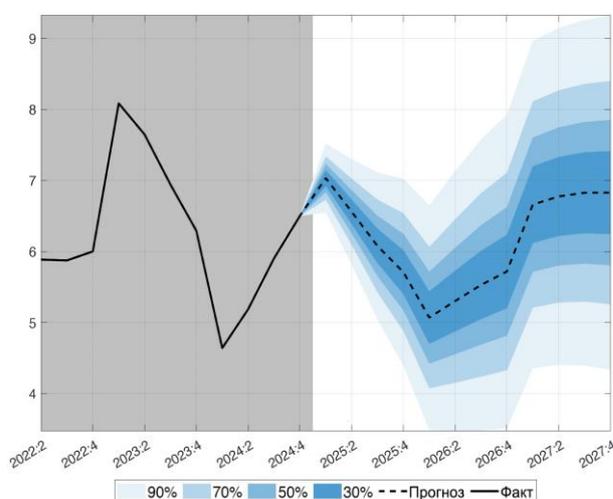
Центральный банк обновил прогнозы макроэкономического развития на 2025 год и среднесрочную перспективу с учетом уровня совокупного спроса и предложения в экономике, сформированных в конце 2024 года, прогнозов по экономикам стран-торговых партнеров, а также ожиданий по мировым ценам на основные экспортные и импортные товары.

Согласно обновленным прогнозам, в 2025 году ожидается экономический рост около 6% (рис. 1.2.1).

Кроме того, учитывая текущие условия, международные финансовые организации прогнозируют рост экономики Узбекистана в 2025 году на уровне 5,7–5,8% (рис. 1.2.2).

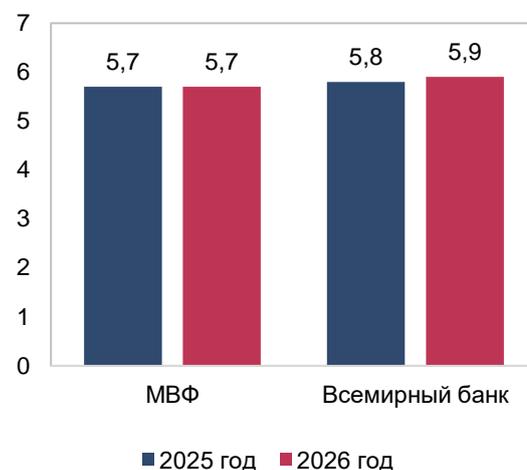
В 2025 году ключевыми факторами экономического роста останутся сохранение экономической активности, увеличение объемов прямых иностранных и внутренних инвестиций, а также продолжение структурных реформ в реальном секторе экономики.

Рис. 1.2.1. Прогноз роста ВВП, %



Источник: Расчеты Центрального банка

Рис. 1.2.2. Прогнозы международных финансовых организаций по росту экономики Узбекистана, %



Источник: Всемирный банк, “Глобальные экономические перспективы”, 2025 г. январь; МВФ, “Мировые экономические перспективы”, 2024 г. октябрь

Таблица 1.2.1. Основные макроэкономические показатели, годовое изменение, %

* - *ожидаемое*

Показатели	Факт		Прогноз		
	2023	2024	2025	2026	2027
Уровень инфляции	8,8	9,8	7-8 (6-7)	5 (5)	5 (5)
Реальный рост ВВП	6,3	6,5	5,5-6,0 (5,5-6,0)	6-6,5 (6-6,5)	6-6,5 (6-6,5)
Расходы на конечное потребление	5,3	6,5-7,5*	5,0-6,0 (5,5-6,0)	5,5-6,0 (5,0-5,5)	5,0-6,0 (5,0-6,0)
- домохозяйства	6,2	7,0-9,0*	5,5-6,5 (6,0-6,5)	5,0-6,0 (5,0-5,5)	5,0-6,0 (4,5-5,5)
- органы государственного управления	1,4	1,5-2,0*	1,0-2,0 (1,0-2,0)	2,0-3,0 (2,0-3,0)	1,5-2,5 (1,5-2,5)
Общий фискальный баланс (к ВВП)	-4,9	-4,0*	-3,0 (-3,0)	-3,0 (-3,0)	-3,0 (-3,0)
Экспорт (без золота)	4,2	16,5	10,0-12,0 (8,0-10,0)	8,0-10,0 (8,0-10,0)	9,0-11,0 (9,0-11,0)
Импорт	24,0	0,8	8,0-10,0 (8,0-10,0)	8,0-10,0 (8,0-10,0)	8,0-10,0 (8,0-10,0)
Денежные переводы	-32,9	30,0	10,0-12,0 (9,0-11,0)	10,0-12,0 (9,0-12,0)	10,0-15,0 (10,0-15,0)
Остаток кредитных вложений	23,3	14,0	14,0-16,0 (14,0-16,0)	13,0-15,0 (13,0-15,0)	12,0-15,0 (12,0-15,0)

Источник: Расчеты Центрального банка

В 2025 году дефицит бюджета запланирован на уровне около 3% к ВВП, при этом фискальная консолидация будет продолжена. На фоне оптимизации фискальных расходов потребление государственного сектора в реальном выражении ожидается в пределах показателей 2024 года.

Стабильный экономический рост торговых партнеров, ожидания введения торговых ограничений со стороны крупных экономик, а также сохраняющаяся геополитическая неопределенность будут способствовать высокому уровню цен на золото и другие сырьевые товары, что останется одним из ключевых факторов поддержки роста экспорта.

По сравнению с предыдущими прогнозами рост экспорта в 2025 году был пересмотрен в сторону небольшого повышения благодаря более высоким, чем ожидалось, объемам экспорта отдельных сырьевых товаров и услуг в 2024 году⁷. В результате общий рост экспорта в 2025 году прогнозируется в диапазоне 9–12%, а рост экспорта без учета золота – на уровне 10–12% (рис. 1.2.3).

В то же время ожидается, что темпы роста импорта в 2025 году и в последующие периоды составят 8–10% (рис. 1.2.4).

Рис. 1.2.3. Темпы роста экспорта без золота, %

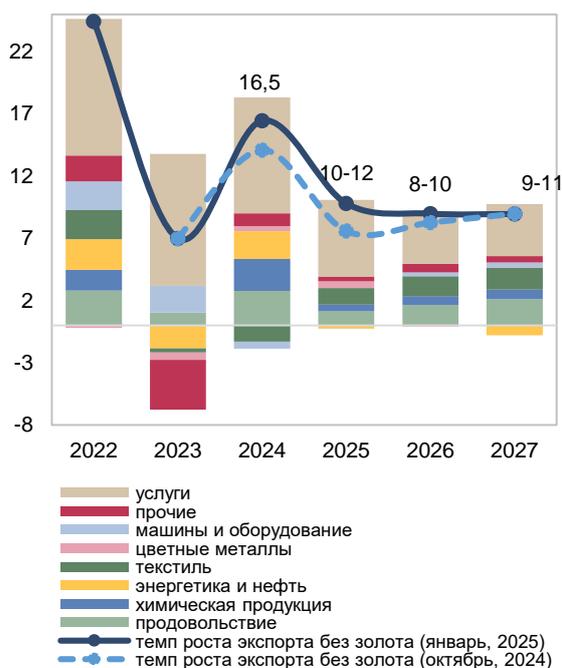
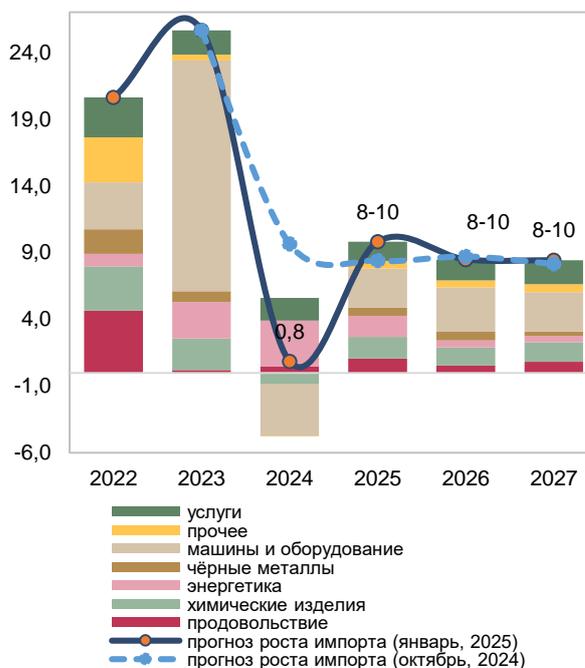


Рис. 1.2.4. Темпы роста импорта, %



Источник: Расчеты Центрального банка

⁷ Уран, медь, в связи с ожиданиями увеличения объема экспорта услуг.

Данные прогнозы основаны на таких факторах, как продолжение проводимых реформ, привлечение прямых иностранных инвестиций для дальнейшего расширения местного производства, а также сохранение внутреннего потребительского спроса и роста доходов.

В 2025 году ожидается сбалансированный рост реальных доходов населения. Прогнозируется, что после значительного увеличения денежных переводов в 2024 году в 2025 году темпы трансграничных денежных потоков вернуться к среднесрочному тренду (10-12%), что обеспечит рост доходов населения на уровне 5,5–6,5%, а в среднесрочной перспективе – около 6–7%.

Рост объема денежных переводов ожидается за счет высокого внешнего спроса на трудовые ресурсы, а также увеличения миграционных потоков в страны с высоким и выше среднего уровнем доходов.

Эти факторы, в свою очередь, продолжают поддерживать высокий уровень потребительской активности в будущем, что потребует сохранения жестких денежно-кредитных условий.

Рис. 1.2.5. Темп роста реальных доходов населения, %



Рис. 1.2.6. Темп роста конечного личного потребления, %



Источник: Расчеты Центрального банка

1.3. Перспективы денежно-кредитной политики

Центральный банк будет сохранять меры по обеспечению относительно жестких денежно-кредитных условий в экономике до тех пор, пока уровень инфляции не стабилизируется в пределах целевого показателя 5% и не будут устранены риски ее резкого роста.

В частности, со стороны Центрального банка будут приняты меры по обеспечению умеренности индекса реальных денежно-кредитных условий путем поддержания положительных реальных процентных ставок (рис. 1.3.1).

Рис. 1.3.1. Индекс реальных денежно-кредитных условий⁸



Источник: Расчеты Центрального банка

В первой половине 2025 года завершение влияния разовых факторов инфляции со стороны предложения, наблюдавшихся в прошлом году, а также сохранение процентных ставок на относительно жестком уровне будет способствовать увеличению реальных процентных ставок. Кроме того, поддержание положительного разрыва реальной процентной ставки в прогнозируемый период поможет сдерживать излишний потребительский спрос и повысить привлекательность депозитов в национальной валюте.

⁸ Индекс реальных денежно-кредитных условий рассчитывается как взвешенное среднее разрыва реальной процентной ставки (РПС) и разрыва реального эффективного обменного курса (РЭОК), при этом разрыв РЭОК учитывается с обратным знаком. Вес влияния РЭОК, как правило, варьируется в пределах от 0,2 (для закрытых экономик) до 0,8 (для очень открытых экономик). Положительные значения индекса реальных денежно-кредитных условий указывают на относительно жесткие денежно-кредитные условия в экономике, а отрицательные – на относительно мягкие. Если индекс равен нулю, это означает нейтральные денежно-кредитные условия, которые не создают ни инфляционного, ни дефляционного давления.

Это, в свою очередь, создаст необходимые условия для формирования базовой инфляции в пределах прогноза и снижения общей инфляции до таргета.

Согласно обновленным прогнозам, отрицательное отклонение реального эффективного обменного курса (РЭОК) сохранится в прогнозном периоде, что будет способствовать поддержанию жестких денежно-кредитных условий.

В ближайшие кварталы, учитывая сохранение структурного профицита общей ликвидности банковской системы и необходимость обеспечения эффективной работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, уровень ликвидности будет регулироваться через монетарные операции.

Ожидаемые денежно-кредитные условия продолжат сдерживать влияние монетарных факторов инфляции даже при инфляции, находящейся в верхних границах прогноза, и сохранят стимулирующий эффект на сбережения в национальной валюте.

В случае значительного отклонения базовой инфляции от траектории снижения, а также резкого роста инфляционных ожиданий населения, будут приняты соответствующие меры денежно-кредитной политики.

1.4. Инфляционные ожидания и прогноз инфляции

Согласно обновленным прогнозам, к концу 2025 года общая инфляция ожидается в пределах 7–8%. Несмотря на исчерпание первичного эффекта либерализации цен на энергоресурсы в ближайшие кварталы, сохраняющееся влияние инфляционных ожиданий, активности совокупного спроса и факторов предложения создаёт вероятность более медленного снижения уровня инфляции, чем предполагалось в предыдущих прогнозах.

В 2024 году наблюдалась изменчивая динамика инфляционных ожиданий населения и субъектов предпринимательства. В частности, в четвертом квартале ожидания экономических субъектов по ценам повысились, и в декабре инфляционные ожидания населения составили 14,4%, тогда как у предпринимателей – 13,9% (рис. 1.4.1).

На формирование ожиданий цен в последнем квартале 2024 года в основном повлияли такие факторы, как удорожание топлива и энергоресурсов, рост стоимости коммунальных услуг, изменение обменного курса и увеличение транспортных расходов (рис. 1.4.2).

Рис. 1.4.1. Инфляционные ожидания на следующие 12 месяцев, %



Рис. 1.4.2. Факторы инфляционных ожиданий населения, доля респондентов, %

Население	2024											
	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек		
Подорожание топлива и энергии	50	47	49	47	44	46	47	46	51	57		
Подорожание коммунальных услуг	42	55	57	54	51	49	45	47	51	56		
Изменение валютного курса	61	55	49	41	39	42	50	51	51	55		
Повышение транспортных расходов	29	28	28	28	26	26	28	26	30	35		
Монополия и искусственное повышение цен	35	29	30	28	28	27	29	28	31	33		
Рост зарплат и пособий	29	23	24	26	22	40	39	31	28	28		
Подорожание основных видов продовольствия	26	25	22	21	20	23	25	24	26	26		

Источник: Расчеты Центрального банка

В первой половине текущего года ожидается исчерпание первичного эффекта либерализации цен на энергоресурсы, проведённой в 2024 году, что во втором квартале окажет заметное влияние на снижение общего уровня инфляции.

Однако в апреле 2025 года возможно временное повышение инфляции из-за смещения в сроках реализации следующего этапа энергетической реформы на один месяц.

Рис. 1.4.3. Прогноз общей инфляции, %

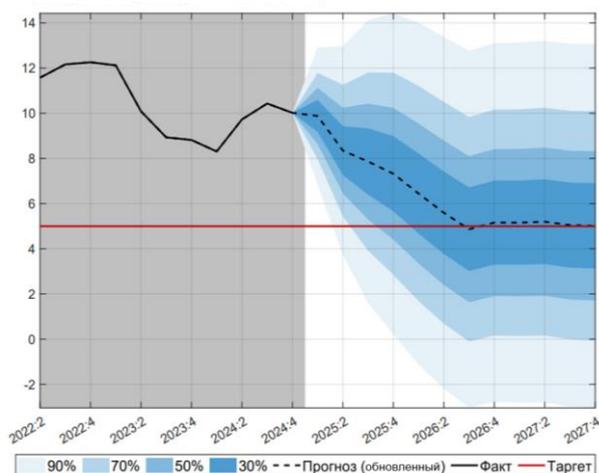
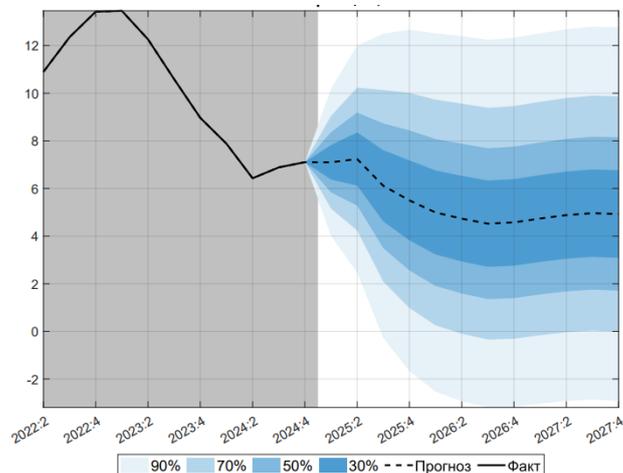


Рис. 1.4.4. Прогноз базовой инфляции, %



Источник: Расчеты Центрального банка

Во второй половине 2025 года инфляция должна перейти в устойчивый нисходящий тренд и к концу года составить 7–8%, а к завершению 2026 года достичь 5% целевого показателя (рис. 1.4.3).

Сохранение относительно жёстких денежно-кредитных условий будет способствовать снижению базовой инфляции. Ожидается, что к концу текущего года базовая инфляция составит 5–6%, а в последующие годы будет формироваться в пределах 4–5% (рис. 1.4.4).

Согласно обновлённым прогнозам, из-за эффекта низкой базы цен на фрукты и овощи в 2024 году их вклад в инфляцию в 2025 году может оказаться повышенным. В четвертом квартале 2024 года наблюдалось более быстрое, чем ожидалось, восстановление индекса цен на эту группу товаров, и предполагается, что этот процесс продолжится в ближайшие кварталы.

При этом в связи с тем, что общая и базовая инфляция в последнем квартале прошлого года были выше прогнозных, а также ростом инфляционных ожиданий населения в последнем квартале, их переходящие инерционные эффекты в 2025 году оцениваются выше. Это, в свою очередь, может в некоторой степени замедлить снижение базовой инфляции.

Рис. 1.4.5. Декомпозиция медианы прогноза общей инфляции, %

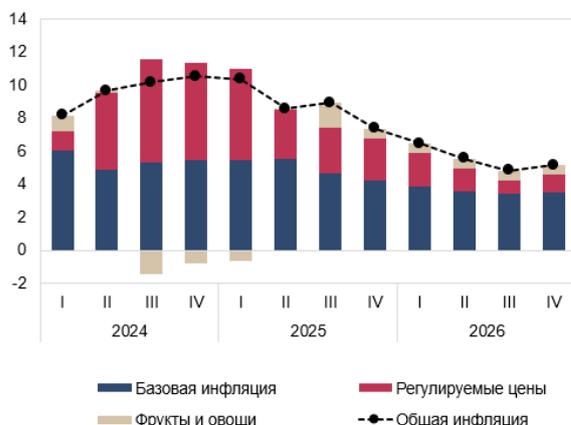
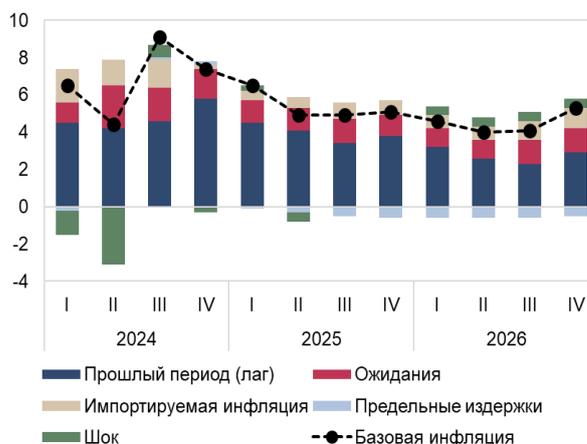


Рис. 1.4.6. Декомпозиция медианы прогноза базовой инфляции, %



Источник: Расчеты Центрального банка

При этом реальные денежно-кредитные условия будут выступать основным фактором снижения базовой инфляции в ближайшие годы.

Следует подчеркнуть, что для снижения повышающего инфляционного влияния факторов спроса и инфляционных ожиданий в экономике в 2025 году потребуются сохранение уровня жесткости денежно-кредитных условий в течение более длительного периода.

1.5. Риски и неопределенности макроэкономического развития

Внешние риски и неопределенности. Рост настроений в поддержку протекционистской политики в мире и усиление торговых ограничений могут привести к проблемам в международных цепочках поставок. Это, в свою очередь, способно изменить текущую динамику снижения глобальной инфляции и повысить вероятность сохранения инфляционного давления на более длительный срок. Кроме того, на фоне усиления глобальных инфляционных рисков центральные банки могут задержать смягчение денежно-кредитных условий.

Также продолжающаяся геополитическая напряжённость в мире может способствовать дальнейшему росту цен на сырьё и продовольственные товары. В частности, подорожание продовольствия на мировом рынке в будущем может усилить давление на внутренние цены.

Внутренние риски и неопределенности. В текущем году на следующем этапе энергетической реформы изменение тарифов на энергию для юридических лиц может привести к росту производственных затрат и ускорению инфляционных ожиданий экономических субъектов.

Кроме того, повышение оптовой цены на природный газ для газонаполнительных компрессорных станций в апреле может повлиять на себестоимость продукции за счёт увеличения транспортных расходов.

Высокая инвестиционная активность в экономике и значительный уровень реальных доходов населения будут поддерживать потребительский спрос, что может способствовать сохранению влияния факторов спроса в будущем.

Риски связанные с изменением климата

Климат – это долгосрочные закономерности температуры, влажности и осадков в глобальном масштабе, наблюдаемые в течение сезонов, лет или десятилетий. Под изменением климата понимается изменение этих закономерностей под воздействием природных или антропогенных факторов. Согласно выводам Организации Объединённых Наций (ООН), если раньше изменение климата рассматривалось как естественный процесс, то в настоящее время оно в основном проявляется в виде ускоренного глобального потепления, вызванного деятельностью человека.

Так как Узбекистан входит в число стран, высоко уязвимых к климатическим изменениям, вызванным человеческой деятельностью, эта тема является актуальной для страны.

В последние годы усиливающееся негативное влияние изменения климата на кредитные риски, рыночную волатильность и стабильность цен требует от центральных банков уделять этому процессу повышенное внимание.

По данным Национального бюро экономических исследований, повышение глобальной температуры на 1°C может привести к сокращению мирового валового внутреннего продукта (ВВП) на 12%⁹.

Изменение климата создаёт так называемые "переходные" и "физические" риски, которые воздействуют на экономику через микро- и макроэкономические трансмиссионные каналы. Переходные риски связаны с финансовыми и экономическими проблемами, возникающими в процессе перехода к зелёной экономике, а физические риски представляют собой финансовые угрозы, обусловленные ущербом, наносимым инфраструктуре, цепочкам поставок и окружающей среде.

Каналы передачи климатических рисков представляют собой цепочку событий, которая связывает факторы, приводящие к климатическим рискам, с финансовыми рисками, с которыми сталкивается банковская система.

Банк международных расчётов (Bank for International Settlements) отмечает, что распространение климатических рисков на всю финансовую систему осуществляется через микроэкономические трансмиссионные каналы. В частности, существующие климатические угрозы оказывают негативное влияние на клиентов банков, что, в свою очередь, создаёт потенциальные финансовые риски в системе¹⁰.

Физические факторы риска косвенно влияют на кредитные риски банков через экономических агентов. Например, если домохозяйства, корпорации или государственные структуры пострадают от природных катастроф, что приведёт к повреждению или полному уничтожению их основных средств – недвижимости, товарно-материальных запасов, имущества, оборудования или инфраструктуры – это вызовет обесценивание этих активов.

Переходные риски и их влияние на будущие экономические условия и формирование стоимости активов могут привести к изменению цен и повышению рыночной волатильности.

Однако, если климатические риски заранее учитываются в стоимости активов, это снижает вероятность неожиданных ценовых колебаний.

Макроэкономические трансмиссионные каналы отражают влияние климатических рисков на макроэкономические факторы, такие как производительность труда и экономический рост. Эти факторы, в свою очередь, оказывают влияние на всю экономику, включая банковскую систему. Кроме того, в рамках этих каналов учитывается воздействие климатических рисков на рыночные показатели, такие как процентные ставки, инфляция, цены на сырье и валютные курсы.

В странах с низким доходом и развивающихся экономиках изменение климата может привести к снижению темпов роста экономики из-за высоких затрат на восстановление и заимствования. Например, в период с 1970 по 2018 год ущерб от крупных природных катастроф в развивающихся рынках оценивался в пределах от 2,9% до 10,1% ВВП, тогда как в развитых странах этот показатель составлял от 1% до 3,2% ВВП¹¹.

Климатические изменения также оказывают значительное влияние на уровень цен. Это воздействие проявляется в трех направлениях: климатическая инфляция, зеленая инфляция и ископаемая инфляция¹².

«Климатическая инфляция» возникает в результате повышения цен на продукты питания из-за снижения урожайности под влиянием природных катастроф и экстремальных погодных условий.

«Зеленая инфляция» связана с ростом цен, вызванным инвестициями и мерами политики, направленными на переход к экономике с низким уровнем выбросов углерода, что приводит к дисбалансу спроса и предложения. При этом учитывается и удорожание производства из-за использования технологий, наносящих меньший ущерб окружающей среде.

«Ископаемая инфляция» обусловлена ростом цен на топливо в результате геополитической напряженности, сбоев в цепочках поставок и изменения климата.

Последовательное возникновение этих факторов в течение короткого периода может дестабилизировать экономику и создать серьезные проблемы для финансового сектора. Учитывая важность этого вопроса, центральные банки должны учитывать климатические факторы в своей политике и правильно оценивать связанные с ними риски.

⁹ NBER working paper series: How much will global warming cool global growth? July 2024.

¹⁰ Climate-related risk drivers and their transmission channels by BIS, April 2021.

¹¹ IMF Annual Report 2020.

¹² Speech by Isabel Schnabel "A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation" Monetary Policy and Climate Change" at The ECB and its Watchers XXII Conference, Frankfurt am Main, 17 March 2022.

Установление целей Центральных банков

Согласно международному опыту, при осуществлении деятельности центральные банки устанавливают один или несколько макроэкономических показателей в качестве конечной цели. Практически во всех центральных банках обеспечение стабильности цен является основной целью при проведении денежно-кредитной политики.

При определении целей центральных банков учитываются долгосрочные равновесные уровни макроэкономических показателей. Распространенность выбора стабильности цен в качестве основной цели объясняется рядом факторов.

Во-первых, в долгосрочной перспективе стабильный экономический рост, низкий уровень безработицы и сбалансированное развитие экономики невозможны без стабильности цен. Во-вторых, в условиях рыночной экономики центральный банк, исходя из своей специфики, обладает большими возможностями для обеспечения стабильности цен по сравнению с другими государственными учреждениями. В-третьих, в отличие от показателей экономической активности, уровень инфляции можно относительно точно оценить в краткосрочном периоде.

В настоящее время, с расширением и совершенствованием функций центральных банков, они начинают ставить перед собой дополнительные цели. Такой многоцелевой подход, в свою очередь, может быть двух видов: с равноприоритетными целями (*dual mandates*) и с иерархическими целями. В иерархической модели ключевой задачей является поддержание низкой и стабильной инфляции, тогда как другие направления, такие как финансовая стабильность, высокий экономический рост и низкая безработица, рассматриваются в качестве дополнительных целей.

В частности, с 2019 года Центральный банк Узбекистана перешел к иерархическому подходу при формулировании своих целей. В соответствии с Законом «О Центральном банке Республики Узбекистан» были определены задачи по обеспечению стабильности цен, банковской системы и платежных систем. При этом подчеркивается, что деятельность Центрального банка по обеспечению стабильности банковской системы не должна негативно влиять на стабильность цен.

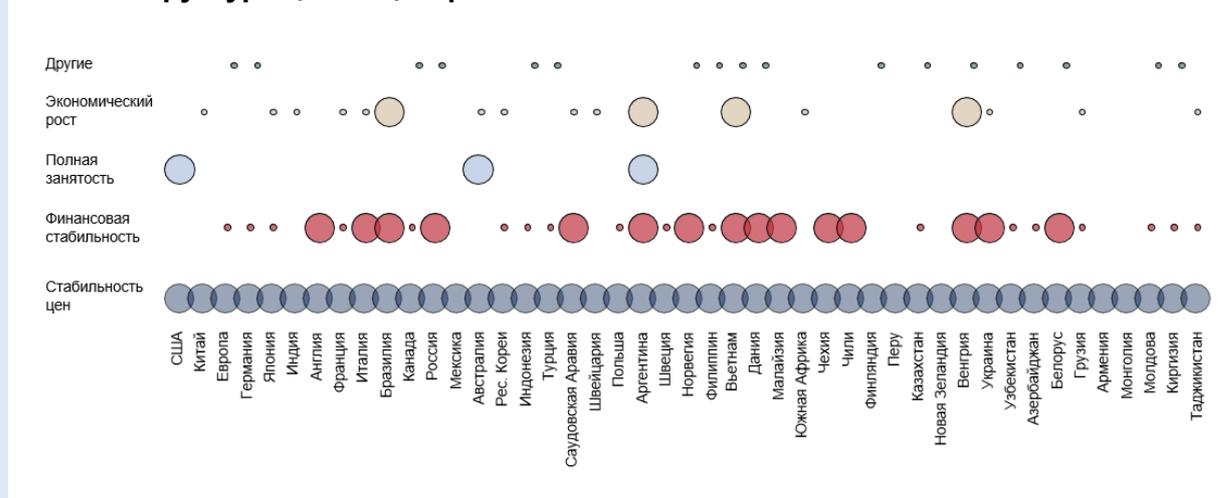
На практике центральным банкам могут быть установлены две и более равнозначные цели. Например, в Федеральной резервной системе США, а также в центральных банках Австралии, Новой Зеландии (в 2019–2023 годах) и Аргентины наряду со стабильностью цен в качестве основной задачи ставилась цель достижения полной занятости (*full employment*).

При определении целей центральных банков особое внимание уделяется показателям, которые можно оценить с помощью конкретных количественных индикаторов. В этом смысле целевой уровень (*target*) инфляции считается более эффективным по сравнению с целью полной занятости.

Именно поэтому в большинстве центральных банков в рамках единой или иерархической системы приоритетных целей показатели, связанные с рынком труда, не рассматриваются в качестве основной цели.

В долгосрочной перспективе между целью стабильности цен и другими целями нет противоречия¹³. Естественный уровень безработицы не снижается при высокой инфляции, так же как и в долгосрочной перспективе высокая инфляция не приводит к снижению безработицы или увеличению занятости. В долгосрочной перспективе ценовая стабильность способствует экономическому росту, финансовой стабильности и формированию низких процентных ставок.

Рис. 1. Структура целей центрального банка



Примечание: Размер кругов показывает место цели денежно-кредитной политики в структуре целей центральных банков. Два круга одинакового размера обозначают центральный банк с двумя равнозначными целями, а круги разного размера — иерархический мандат.

Кроме того, наличие у центральных банков нескольких целей во время экономических шоков позволяет им уделять больше внимания одним целям и меньше — другим, что создает возможность отклонения от ответственного подхода и приводит к конфликту целей (то есть к противоречию одной цели с другой).

Федеральная резервная система (ФРС) США проводит денежно-кредитную политику в рамках целей достижения полной занятости и обеспечения стабильности цен.

С учетом динамического характера экономики гарантировать, что низкий уровень безработицы не приведет к ускорению инфляции, становится сложнее. Более того, по мере структурных изменений на рынке труда показатель полной занятости для экономики также изменяется.

По этой причине ФРС оценивает широкий спектр данных о состоянии рынка труда, чтобы определить, насколько экономика близка к полной занятости. ФРС воздействует на занятость не напрямую, а через основную процентную ставку (ставку федеральных фондов).

¹³ Mishkin, Frederic S. The economics of money, banking and financial markets.

Федеральная резервная система устанавливает и поддерживает средний долгосрочный уровень инфляции в соответствии с целью стабильности цен. Однако ФРС не определяет точного количественного уровня полной занятости.

Резервный банк Новой Зеландии в 2019 году перешел к двухцелевой модели, направленной на обеспечение стабильности цен и поддержку максимально стабильной занятости. Однако в декабре 2023 года этот мандат был изменен, и осталась только одна цель — инфляционный таргет в диапазоне 1–3% со средним уровнем в 2%, а цель по поддержке занятости была отменена. Это изменение было реализовано для устранения проблем, возникших после перехода к системе с двумя целями.

В качестве потенциального риска указывалось, что участники рынка могут воспринимать цель полной занятости как ослабление внимания Резервного банка к стабилизации инфляции. Резервный банк Новой Зеландии также привел несколько причин для возврата к одноцелевой модели, одной из которых является сложность определения уровня полной занятости. Наличие в макроэкономической политике целей, которые трудно измерить, повышает вероятность ошибок. В то же время достижение ценовой стабильности является необходимым условием для достижения других экономических целей, включая обеспечение занятости.

II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Внутренняя экономическая активность и факторы совокупного спроса

В IV квартале 2024 года сохранялись высокие темпы экономического роста. Значительный рост объема денежных переводов способствовал увеличению доходов домашних хозяйств и формированию устойчивого потребительского спроса. Со стороны производства ключевыми факторами поддержки экономического роста стали стабильный рост в сфере услуг, промышленности, строительства, а также сохранение высокой инвестиционной активности.

Кроме того, по итогам 2024 года зафиксировано сокращение дефицита бюджета и улучшение внешнеторгового баланса.

Экономический рост. По итогам 2024 года темпы экономического роста составили 6,5%, что соответствует верхней границе 6,0–6,5% диапазона прогноза, опубликованного в октябре 2024 года.

С стороны предложения значительный вклад в рост экономики в 2024 году внесли сектор услуг, обрабатывающая промышленность, строительство (рис. 2.1.1).

Рис. 2.1.1. Декомпозиция ВВП по производственному методу, п.п.

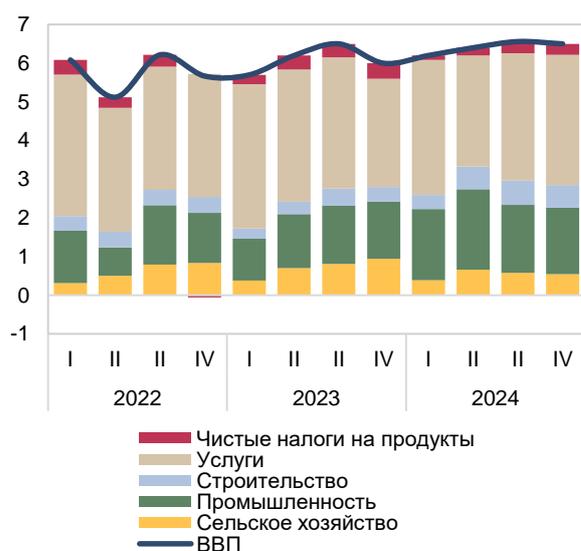
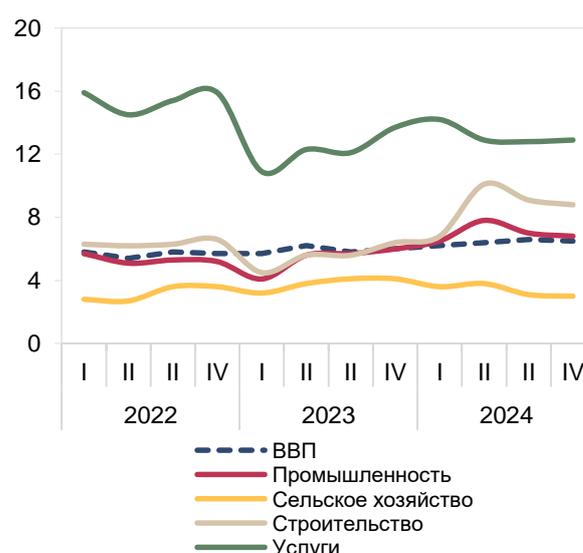


Рис. 2.1.2. Динамика роста секторов экономики, %



Источник: Агентство статистики

В частности, объем промышленного производства увеличился на 6,8% (вклад в рост ВВП – 1,7 процентного пункта), объем рыночных услуг – на 12,9% (3,4 процентного пункта), сельского хозяйства – на 3% (0,5 процентного пункта), а строительного сектора – на 8,8% (0,6 процентного пункта) (рис. 2.1.2).

Со стороны факторов спроса экономический рост поддерживался главным образом за счет увеличения доходов населения, что способствовало активизации совокупного потребления, а также роста частных иностранных инвестиций.

В результате высокой потребительской активности в 2024 году объемы розничной и оптовой торговли в реальном выражении увеличились соответственно на 9,9% и 11,4%, а оборот общественного питания вырос на 10,5% (рис. 2.1.3).

Сохранение высоких темпов роста доходов от торговли и платных услуг (28,7%) также свидетельствует о высокой потребительской активности (рис. 2.1.4).

В этот период важную роль в росте ВВП сыграли высокие темпы инвестиционной активности, в частности, увеличение нецентрализованных инвестиций на 32,8%. В том числе приток прямых иностранных инвестиций составил 11,9 млрд долл., что на 53,6% больше по сравнению с 2023 годом (рис. 2.1.5-2.1.6).

Рис. 2.1.3. Рост оборота розничной, оптовой торговли и общественного питания, %

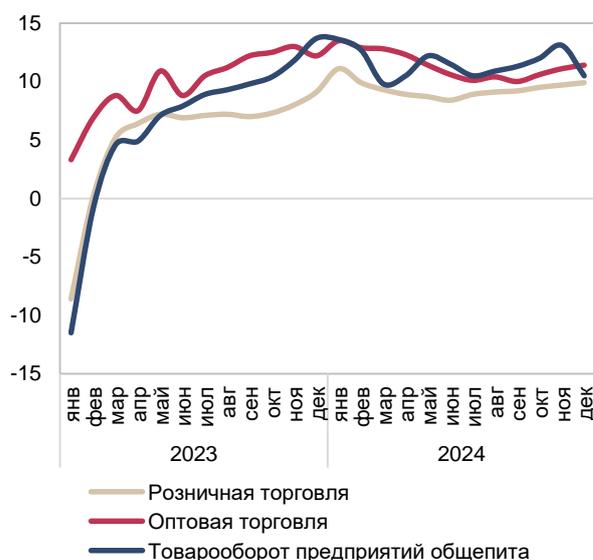


Рис. 2.1.4. Изменение выручки от торговли и платных услуг, %



Источник: Расчеты Центрального банка

Рис. 2.1.5. Динамика прямых иностранных инвестиций, млн. долл.

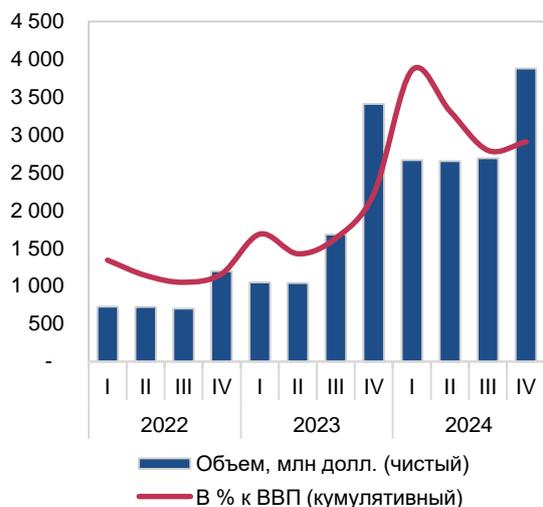
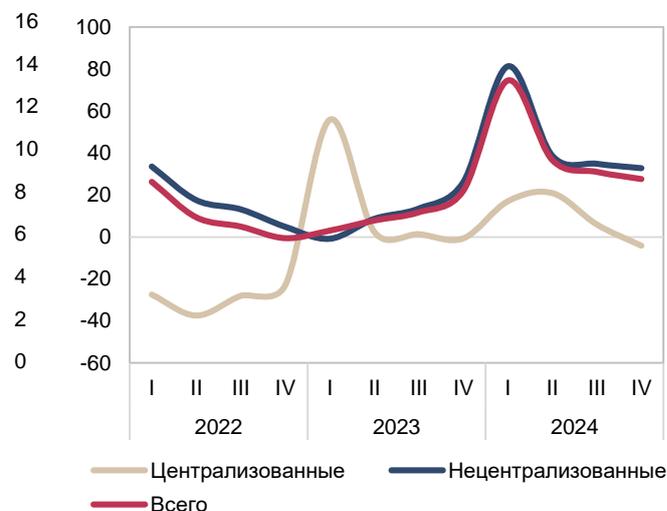


Рис. 2.1.6. Освоенные инвестиции в основной капитал, реальный рост, %



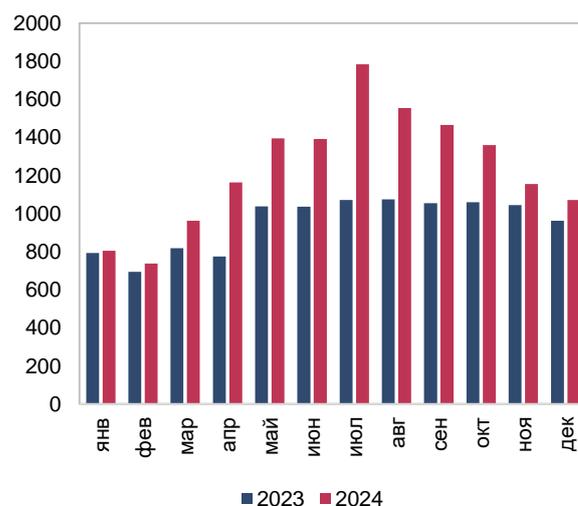
Источник: Агентство статистики

В 2024 году номинальный рост средней заработной платы в экономике составил 17,7%, а поток трансграничных денежных переводов достиг 14,9 млрд долл., увеличившись на 30%. Под воздействием этих факторов реальные доходы населения выросли на 8,1% (рис. 2.1.7-2.1.8).

Рис. 2.1.7. Рост реальных доходов населения и заработных плат, %



Рис. 2.1.8. Объемы денежных переводов из зарубежных стран, млн долл.



Источник: Агентство статистики и расчеты Центрального банка

На фоне высокой экономической активности, это может продолжить поддерживать совокупный спрос в ближайшие месяцы, создавая повышательное давление на базовую инфляцию.

Динамика роста доходов государственного бюджета сохранился и в IV квартале, составив 21,6% по итогам года. Темпы роста расходов государственного бюджета замедлились в IV квартале 2024 года, составив 9,1% в годовом выражении. Такая динамика доходов и расходов бюджета способствовала сокращению фискального дефицита (рис. 2.1.9).

Динамика внешней торговли и валютного курса. В 2024 году цены на основные экспортные сырьевые товары формировались на высоких уровнях под влиянием конъюнктуры внешних рынков. В результате общий объем экспорта вырос на 8,4%, а экспорт без учета золота – на 16,5% (рис. 2.1.10).

Основными драйверами роста экспорта стали увеличение экспорта услуг на 27,7%, продовольственных товаров – на 22,4% и промышленных товаров – на 3,7%.

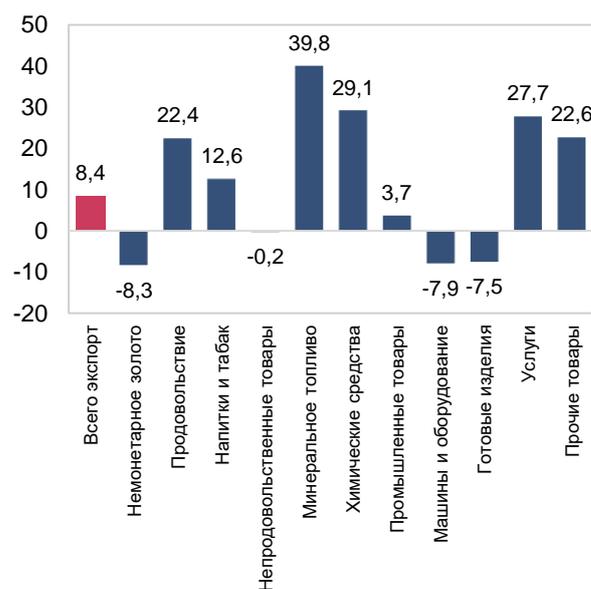
Рост общего объема импорта в 2024 году составил 0,8% и был обусловлен, главным образом, увеличением импорта энергетических ресурсов, нефти, продовольствия и услуг, тогда как импорт машин и оборудования, а также химической продукции сократился (рис. 2.1.11).

Рис. 2.1.9. Темпы роста бюджетных показателей, %



Источник: Министерство экономики и финансов

Рис. 2.1.10. Темпы роста экспорта, %



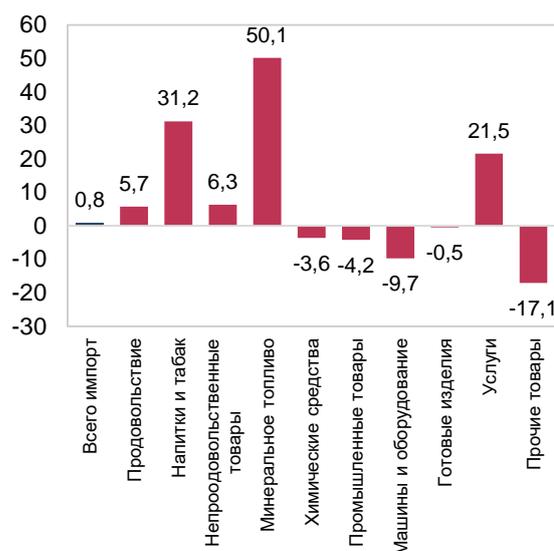
Источник: Расчеты Центрального банка

Эти факторы, в свою очередь, способствовали балансировке спроса и предложения на внутреннем валютном рынке, сыграв важную роль в устойчивом формировании обменного курса сума. Годовая номинальная девальвация обменного курса составила 4,7%.

В 2024 году реальный эффективный обменный курс сума укрепился на 5,9%. Это произошло под влиянием обесценения валют основных торговых партнеров в последние месяцы года, а также более высокого уровня внутренней инфляции по сравнению с торговыми партнерами (рис. 2.1.12).

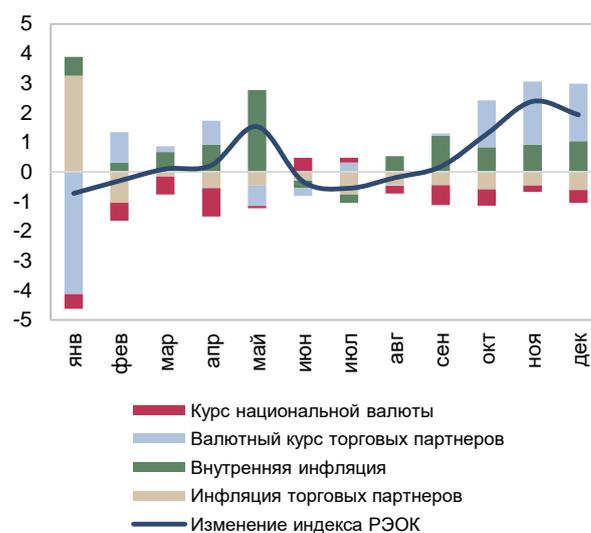
Ожидается, что некоторое укрепление реального эффективного обменного курса будет краткосрочным, и по мере снижения внутренней инфляции во второй половине текущего года реальный эффективный обменный курс вернется к своему среднесрочному тренду.

Рис. 2.1.11. Темпы роста импорта, %



Источник: Агентство статистики

Рис. 2.1.12. Декомпозиция реального эффективного обменного курса (месячное изменение)



Источник: Расчеты Центрального банка

Врезка 4.

Оценка потенциального роста экономики и разрыва выпуска

Узбекистан является одной из наиболее динамично развивающихся стран. С момента начала структурных реформ (2017–2024 годы) среднегодовой реальный рост валового внутреннего продукта составил 5,6%, а если не учитывать период пандемии и восстановления (2020–2021 годы), то 5,9%.

В этот период экономический рост со стороны спроса в основном поддерживался за счет потребительской и инвестиционной активности (рис. 1).

В частности, среднегодовой реальный рост инвестиций в основной капитал с 2017 по 2024 год составил 16,6%, а за весь период объем инвестиций увеличился в 3,2 раза, что позволило значительно расширить производственный потенциал страны.

Совокупный потребительский спрос формировался в условиях структурных изменений и в последние годы рос быстрее, чем темпы роста производства (рис. 2). Это, в свою очередь, привело к формированию положительного разрыва выпуска и стало одним из ключевых проинфляционных факторов в экономике.

Рис. 1. Декомпозиция реального роста ВВП рассчитанного по расходам, %

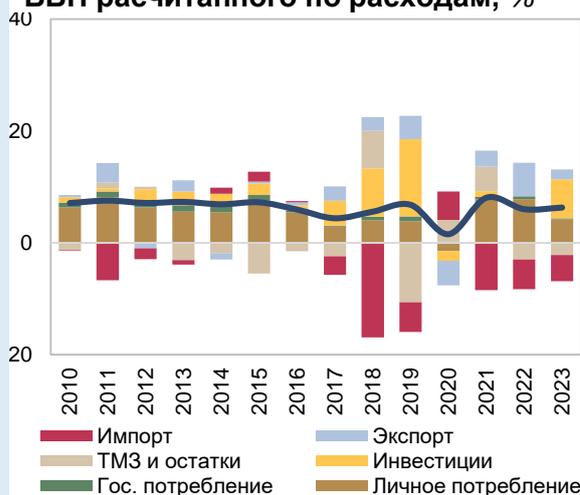
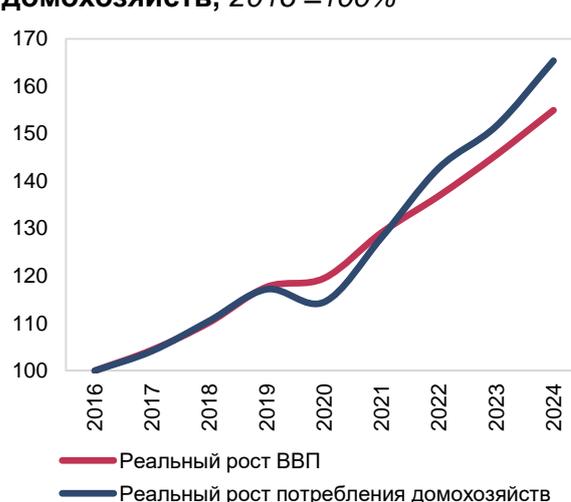


Рис. 2. Темпы роста ВВП и потребления домохозяйств, 2016 = 100%



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

Разрыв выпуска – это отношение разницы между текущим объемом производства и объемом товаров и услуг, которые могли бы быть произведены при полном использовании всех ресурсов экономики, к потенциальному объему выпуска.

Потенциальный объем выпуска – это общий объем товаров и услуг, который может быть произведен экономикой при оптимальной загрузке мощностей. Он служит ориентиром для оценки баланса совокупного спроса и предложения в экономике.

Денежно-кредитная политика не может напрямую влиять на уровень потенциального производства.

Однако его определение и меры по сближению совокупного спроса с объемом потенциального производства (сокращению разрыва выпуска) играют ключевую роль в достижении Центральным банком цели стабильности цен.

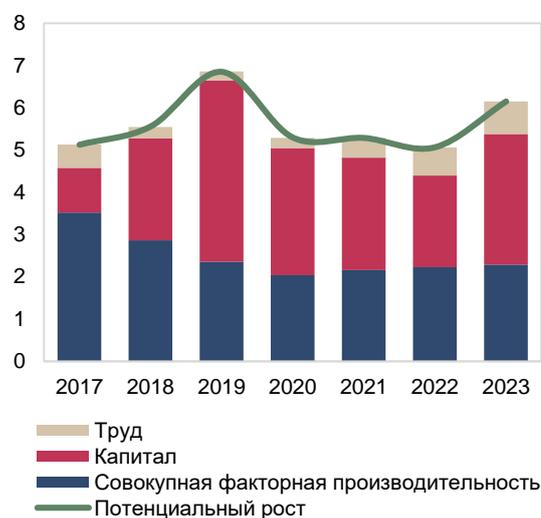
Когда совокупный спрос превышает потенциальное производство, формируется положительный разрыв выпуска, и в этот период факторы производства используются с повышенной интенсивностью для удовлетворения спроса. Интенсивное использование факторов производства приводит к перегреву экономики, что, в свою очередь, создает повышательное давление на инфляцию. Инфляционный таргет, как правило, достигается только тогда, когда совокупный спрос и потенциальное производство приближаются к балансу.

Разрыв выпуска Узбекистана оценивается с использованием широкого спектра макроэкономических показателей и инструментов, включая простые статистические методы (*фильтр Ходрика-Прескотта, фильтр Кристиано-Фитцджеральда*) и более сложные подходы (*оценка разрыва совокупного спроса с помощью фильтра Калмана*).

Рис. 3. Разрыв выпуска



Рис. 4. Потенциальный рост ВВП на основе производственного метода, %



Источник: Расчеты Центрального банка

Кроме того, расчеты разрыва выпуска также проводятся с использованием производственной функции Кобба-Дугласа, которая определяет тенденцию роста следующим образом:

$$\Delta Y = \Delta TFP + \alpha \Delta L + (1 - \alpha) \Delta K,$$

где: ΔY – темп роста ВВП, ΔTFP – роста совокупной факторной производительности, α – доля труда, ΔL – рост фактора труда (рабочая сила) и ΔK – рост капитала.

Одним из ключевых допущений данного метода является соответствие производственных мощностей относительно неизменным номинальным долям факторов производства.

При определении эластичности производства по трудовым ресурсам были учтены особенности производственных процессов в Узбекистане, которые требуют большего объема трудозатрат (*labour-intensive*), (*сельское хозяйство, строительство, текстильное производство, производство одежды, пищевая промышленность, розничная торговля, гостинично-ресторанный бизнес, транспортные услуги и другие*).

Еще одним важным условием расчетов является учет постоянной нормы амортизации. В среднем за 2019–2024 годы около 47% инвестиций в основной капитал направлялись на строительство зданий (*норма амортизации – 5%*), а около 44% – на покупку машин и оборудования (*норма амортизации – от 10% до 20%*), что сформировало среднегодовую норму выбытия активов на уровне 12,3%.

По результатам анализа, в 2019 году в ходе проведения реформ по либерализации внешней торговли и притока прямых иностранных инвестиций потенциал экономического роста значительно увеличился. В 2020–2022 годах на фоне ограничений пандемии наблюдалось некоторое сокращение потенциального роста, что объясняется постепенным восстановлением отраслей после кризиса, изменчивой динамикой занятости и в некоторой степени ограниченными инвестициями.

С второй половины 2023 года экономика вновь вступила в фазу инвестиционного роста, что сопровождалось значительным увеличением импорта машин и оборудования, а также ускорением темпов роста строительства. По предварительным расчетам, с учетом непрерывного роста инвестиций и дальнейшего увеличения притока иностранных капиталовложений, темпы потенциального экономического роста продолжают повышаться и составляют около 6%.

За анализируемый период средний показатель совокупной производительности факторов производства составил 2,5%.

Таким образом, поступательное увеличение предложения и его балансировка с совокупным спросом в предстоящий период будут играть ключевую роль в достижении инфляционного таргета. С учетом позитивных изменений в инвестиционном климате и активизации внешнеэкономической деятельности, важное значение приобретает поддержание баланса между растущими объемами производства и потребительским спросом. Это будет способствовать не только стабилизации цен, но и устойчивому экономическому развитию.

2.2. Анализ динамики инфляции

В 2024 году формировалась изменчивая динамика инфляции в результате снижения влияния факторов спроса и усиления влияния факторов предложения, но к концу года инфляция перешла в нисходящий тренд. Уровень базовой инфляции, прекратив снижение, начавшееся в 2023 году, во второй половине 2024 года оставался без значительных изменений.

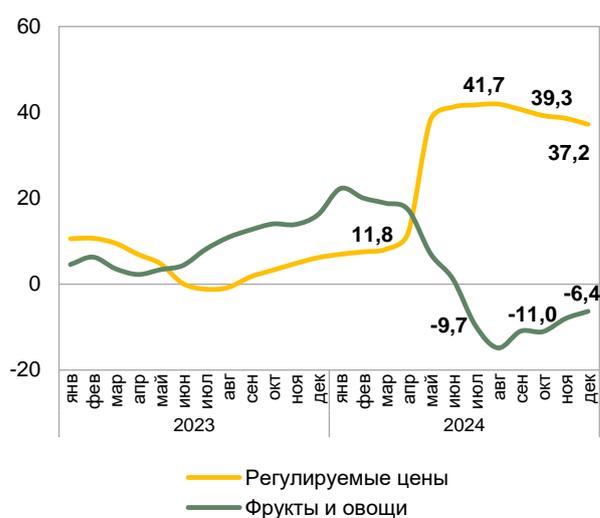
В целом, в формировании инфляционной среды в 2024 году факторы предложения заменили факторы спроса, влияние которых снизилось в 2023 году. В частности, в начале 2024 года уровень общей инфляции достиг минимального значения за последние годы в марте-апреле за счет продолжающегося снижения базовой инфляции. Однако во втором квартале усиление факторов предложения, в частности, введение налога на добавленную стоимость на медицинские услуги и медикаменты, а также либерализация цен на энергоносители привели к заметному росту инфляции.

Во второй половине года вторичные эффекты этих факторов и рост инфляционных ожиданий замедлили снижение общего уровня инфляции сильнее, чем ожидалось. В результате в декабре 2024 года инфляция превысила предыдущий прогноз и составила 9,8% в годовом выражении.

Рис. 2.2.1. Динамика общей и базовой инфляции, %



Рис. 2.2.2. Регулируемые цены и инфляция фруктов и овощей, %



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

Вместе с тем, годовая инфляция, рассчитанная без учета первичного эффекта повышения цен на энергоресурсы, составила 6,3% (рис. 2.2.1).

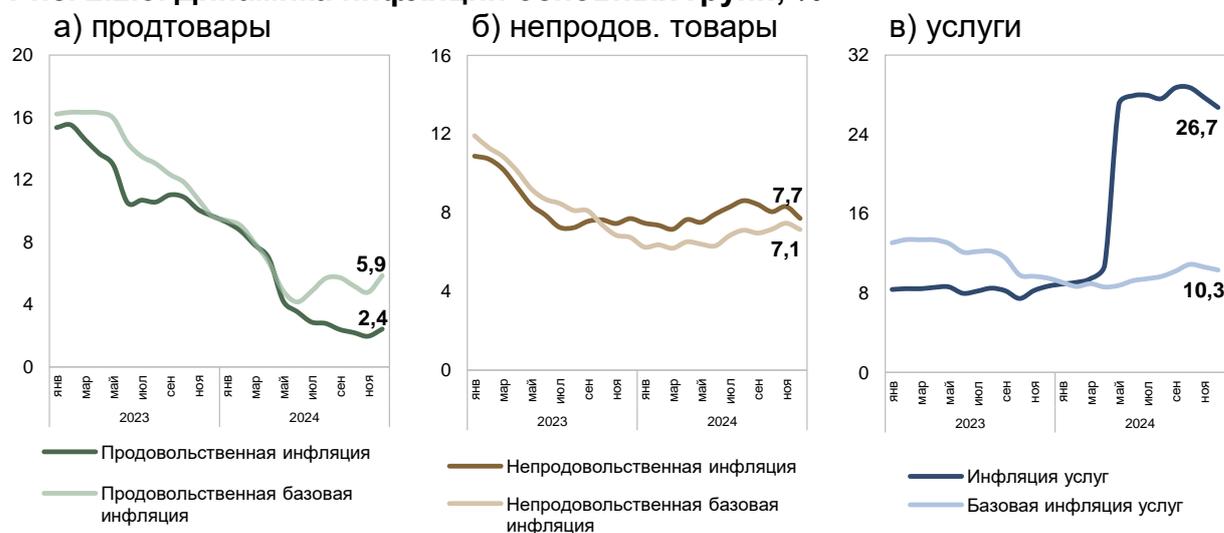
Сохранение высокой экономической активности и стабильный рост доходов населения поддерживали совокупный спрос, что привело к формированию базовой инфляции без значительных изменений во второй половине 2024 года на уровне около 7% и ее увеличению до 7,2% к концу года.

В 2024 году продовольственная группа товаров оказывала сдерживающее влияние на общую инфляцию, рост цен данной группы замедлился до 2,4% в годовом выражении. При этом, существенный вклад внесло изменение цен на фрукты и овощи. В частности, благодаря благоприятным погодным условиям в этой товарной группе была зафиксирована дефляция, то есть снижение цен по сравнению с уровнем 2023 года. Без учета влияния цен на фрукты и овощи базовая инфляция в продовольственном сегменте составила 5,9%.

В то же время во втором полугодии под влиянием вторичных эффектов либерализации цен на энергоресурсы, а также роста мировых цен на некоторые виды овощей в последнем квартале наблюдалось небольшое увеличение продовольственной инфляции (рис. 2.2.3).

В структуре инфляции непродовольственных товаров во втором квартале повышательное давление оказывала группа лекарственных средств, цены на которые значительно выросли из-за отмены налоговых льгот в начале квартала.

Рис. 2.2.3. Динамика инфляции основных групп, %



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

Кроме того, относительно стабильная динамика обменного курса способствовала замедлению импортируемой инфляции и стабилизации инфляции в группе непродовольственных товаров.

Хотя в IV квартале наблюдалось снижение инфляции в секторе услуг, базовая инфляция в этом сегменте (без учета регулируемых цен) оставалась выше общей инфляции, составив 10,3% в годовом выражении.

Это, в свою очередь, свидетельствует о том, что, несмотря на снижение влияния факторов спроса в экономике, их воздействие по-прежнему остается значительным, что требует сохранения относительно жестких денежно-кредитных условий.

Наличие инфляционного давления в экономике подтверждают и альтернативные показатели, в частности дефлятор ВВП (рис. 2.2.4). По итогам 2024 года дефлятор ВВП составил 13,3%, а индекс цен производителей – 13,7%. При этом снижение индекса цен производителей в IV квартале было обусловлено выходом первичного эффекта повышения цен на энергоносители для юридических лиц, которое произошло в октябре 2023 года.

Альтернативные показатели базовой инфляции, такие как усеченная инфляция и медианный показатель, в начале года демонстрировали нисходящий тренд, однако в последние кварталы оставались без значительных изменений (рис. 2.2.5).

Рис. 2.2.4. Динамика изменений альтернативных показателей общей инфляции, %

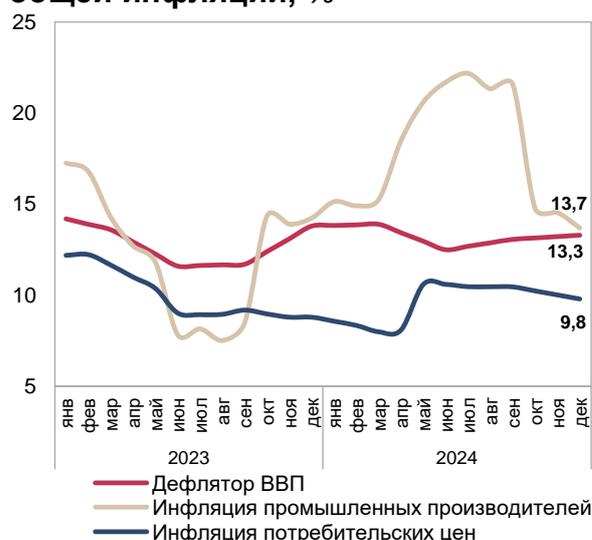
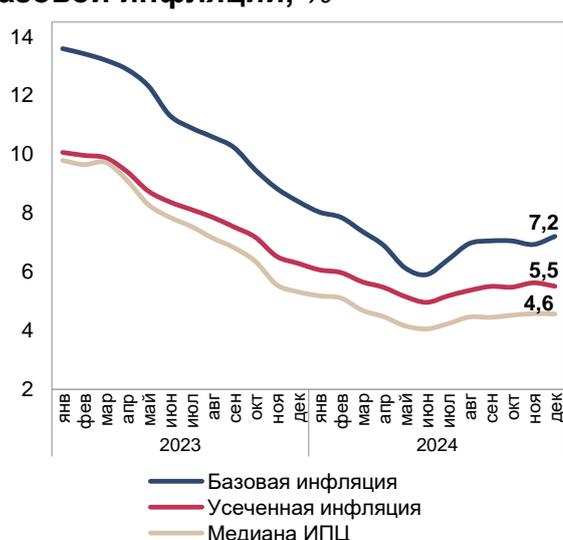


Рис. 2.2.5. Динамика изменений альтернативных показателей базовой инфляции, %



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

В IV квартале 2024 году индекс инфляции для 30 товаров и услуг с наибольшим весом в составе потребительской корзины показал нисходящую динамику (рис. 2.2.6). В частности, благодаря дефляции в ценах на фрукты и овощи, в последнем квартале индекс снизился на 3,6 процентных пункта, составив в годовом выражении 16,7%.

При этом в 2024 году для почти трех четвертей товаров и услуг в общей потребительской корзине цены изменялись на уровне ниже показателей 2023 года (рис. 2.2.7).

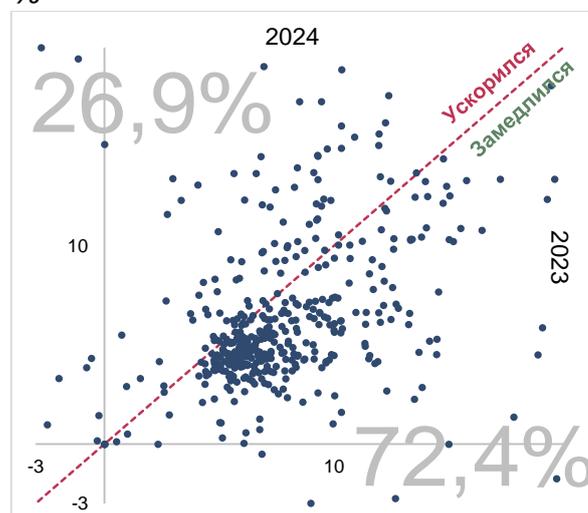
Это отражает укрепление стабилизации цен на большинство товаров и услуг в потребительской корзине, а также указывает на то, что в 2024 году инфляционный фон в основном связан с резким повышением цен на определенные товары и услуги, что обусловлено факторами предложения.

Тем не менее, увеличение реальных доходов населения за счет роста заработных плат и объемов денежных переводов из зарубежных стран, в условиях высокой экономической активности, указывает на сохранение инфляционных факторов спроса и в будущем.

Рис. 2.2.6. Инфляция 30 товаров и услуг с наибольшим весом, % годовых



Рис. 2.2.7. Сравнительное изменение годовых изменений цен, %



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

Врезка 5.

Анализ показателей дисперсии и стандартного отклонения инфляции

Анализ дисперсии и стандартного отклонения изменений потребительских цен позволяет получить более полное представление о происходящих в экономике инфляционных процессах.

В частности, если рост уровня инфляции соответствует увеличению показателя дисперсии изменений цен, это означает, что цены на некоторые товары и услуги растут быстрее, чем на другие. Напротив, если инфляция увеличивается, а показатель дисперсии снижается, это свидетельствует о том, что цены на товары и услуги растут в едином темпе (табл. 1).

Таблица 1. Экономическая интерпретация изменений показателей инфляции и дисперсии

Инфляция \ Дисперсия	Увеличение	Снижение
Увеличение	Означает, что цены растут, но этот рост происходит за счет значительного повышения цен на некоторые товары и услуги.	Рост цен формируется близко друг к другу, демонстрируя общую тенденцию к росту.
Снижение	Рост цен замедляется, но это замедление лишь частичное и связано со значительным снижением цен на некоторые товары и услуги.	Замедление роста цен формируется близко друг к другу, отражая общую тенденцию к снижению.

Изменения цен в экономике, которые значительно отличаются друг от друга, указывают на неравномерность ценовых изменений и на то, что факторы, влияющие на эти изменения, имеют более частный, чем общий, характер. Это негативно сказывается на эффективности инструментов денежно-кредитной политики.

Напротив, малые различия в изменениях цен на потребительские товары и услуги свидетельствуют о том, что эти изменения происходят под воздействием определенных общих факторов, и что на них можно эффективно воздействовать с помощью инструментов денежно-кредитной политики.

Средневзвешенная дисперсия инфляции и ее среднее стандартное отклонение рассчитываются следующим образом:

$$\bar{x} = \sum_{i=1}^n w_i \cdot x_i; \quad \sigma^2 = \sum_{i=1}^n w_i \cdot (x_i - \bar{x})^2$$

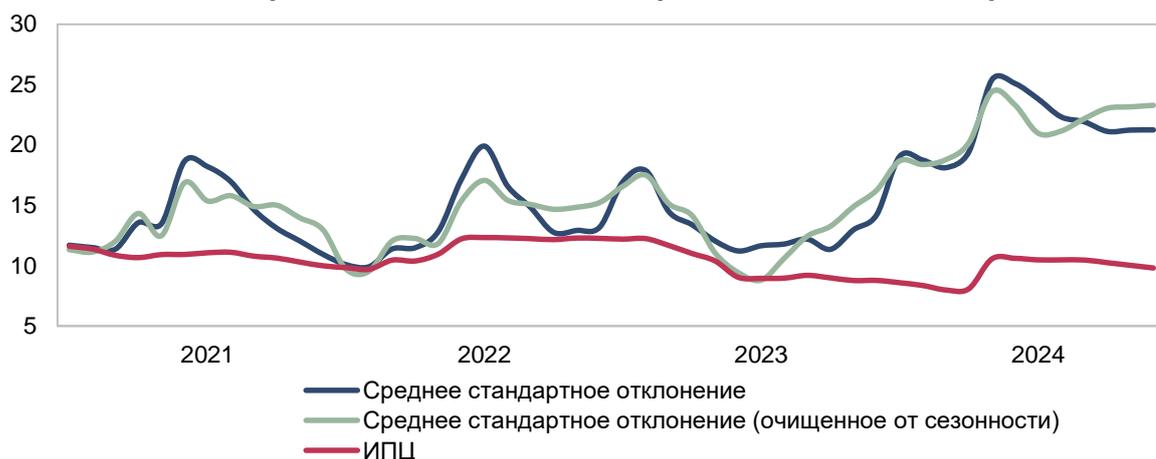
где:

- \bar{x} – средневзвешенная годовая инфляция;
- n – количество товаров и услуг в потребительской корзине;
- w_i – вес товара или услуги в потребительской корзине;
- x_i – годовое изменение цены товара или услуги;
- σ^2 – средневзвешенная дисперсия;
- σ – среднее стандартное отклонение.

Среднее стандартное отклонение выражает, на сколько единиц изменения цен на товары и услуги отклоняются от общего изменения цен, и его изменение дает информацию о том, как формируется эта разница.

При расчете степени различия в изменениях цен учитываются соответствующие веса товаров и услуг в потребительской корзине, поэтому влияние товаров и услуг с низким весом на общий показатель меньше, а влияние товаров и услуг с высоким весом – больше (рис. 1).

Рис. 1. Динамика средневзвешенного стандартного отклонения инфляции



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

По результатам расчетов, в 2021-2023 годах изменения цен на потребительские товары изменялись в пределах среднего стандартного отклонения от 10-20%, и, несмотря на сезонные колебания, сохраняли свой тренд.

С 2024 года среднее стандартное отклонение стало демонстрировать тенденцию роста, что указывает на несогласованное и неравномерное повышение цен в потребительских товарах.

Отмена налоговых льгот на лекарственные средства и медицинские услуги в апреле, а также либерализация цен на энергетические ресурсы в мае, стали причиной значительного повышения инфляции этих товаров и услуг, что привело к расширению различий в изменениях цен.

Это также можно наблюдать в динамике стандартных отклонений основных структурных групп (рис. 2). Среди групп наибольшую волатильность инфляции демонстрирует группа продтоваров, где среднее стандартное отклонение в некоторые месяцы достигало 30%. Тем не менее, в 2024 году этот показатель формировался с нисходящей динамикой.

В группах непродовольственных товаров и услуг различия в изменениях цен в предыдущие годы были относительно низкими и незначительными, однако в 2024 году обе группы показали тенденцию роста, особенно изменения цен на услуги, что было связано с инфляцией коммунальных услуг.

Различия в изменениях цен по регионам показывают, что в последние годы они снижаются (рис. 3). Эти изменения в основном происходят в группах продовольственных и непродовольственных товаров. Различия в изменениях цен на услуги остаются наиболее выраженными и, при этом, увеличиваются в последние годы.

Рис. 2. Динамика средних стандартных отклонений основных компонентов ИПЦ

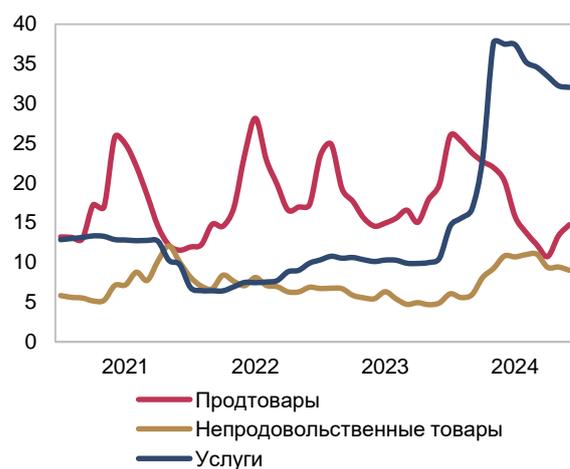
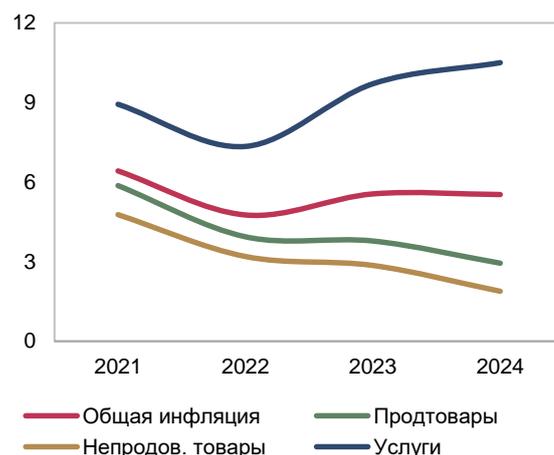


Рис. 3. Средневзвешенное стандартное отклонение изменения цен ИПЦ по регионам



Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных Агентства статистики

Снижение стандартного отклонения инфляции продовольственных и непродовольственных товаров в разрезе регионов может быть объяснено улучшением возможностей хранения товаров и логистики в последние годы.

В то же время инфляция в сфере услуг в большей степени зависит от таких факторов, как экономическое развитие региона, инфраструктура и доходы населения и поскольку большинство услуг имеют стационарный характер, естественные различия в изменении цен сохраняются.

В целом, рост разрыва в изменении цен может привести к ряду негативных последствий. В частности, более высокий рост отдельных цен повышает ощущаемую субъектами экономики инфляцию и может вызвать недоверие к официальным показателям инфляции.

Кроме того, значительные различия в изменении цен на товары и услуги существенно усложняют прогнозирование инфляции для производителей и могут ухудшить их инфляционные ожидания. Эти факторы снижают эффективность денежно-кредитной и коммуникационной политики Центрального банка.

Неравномерность роста цен также затрудняет принятие долгосрочных решений в таких сферах, как инвестиции, планирование производства и управление финансовыми ресурсами, что оказывает негативное влияние на экономическую активность.

2.3. Денежно-кредитные условия

В IV квартале 2024 года сохранялись относительно жесткие денежно-кредитные условия для снижения вторичного влияния факторов предложения и сдерживания инфляционных ожиданий.

Реальный уровень основной ставки Центрального банка, рассчитанный на основе прогноза инфляции на предстоящий период (6 месяцев), в декабре составил 4,8%, что позволило обеспечить относительно жесткие денежно-кредитные условия (рис. 2.3.1).

В IV квартале 2024 года общая ликвидность банковской системы также сложилась в условиях структурного профицита. Это, в свою очередь, привело к формированию ставок денежного рынка UZONIA и межбанковского РЕПО на уровнях, несколько ниже основной ставки, с небольшими колебаниями (рис. 2.3.2).

В частности, в четвертом квартале средние ставки рынков UZONIA и межбанковского РЕПО составили 13,2% и 13% соответственно (в третьем квартале они составили 13,5% и 13,3%) (рис. 2.3.2). Более низкое формирование ставок «овернайт» на рынке межбанковского РЕПО по сравнению со ставками необеспеченного рынка межбанковского кредитования (UZONIA) объясняется корректной оценкой банками залогового риска.

В IV квартале 2024 года средняя доходность государственных ценных бумаг незначительно снизилась до 16,1% (в третьем квартале – 16,5%) (рис. 2.3.3).

Рис. 2.3.1. Уровень номинальной и реальной основной ставки, %

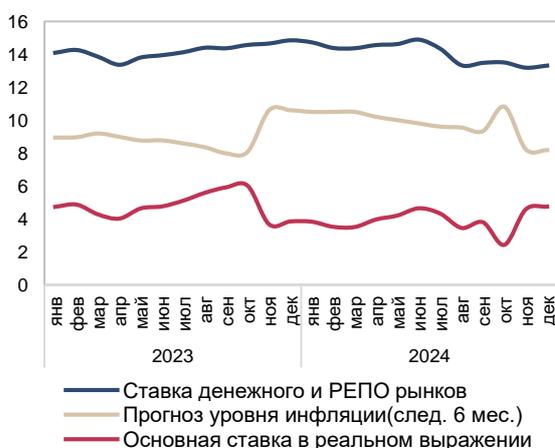
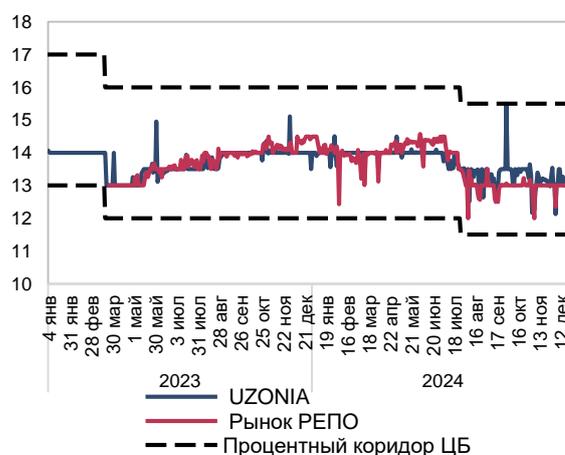


Рис. 2.3.2. Бенчмарк ставки денежного рынка, %



Источник: Расчеты Центрального банка

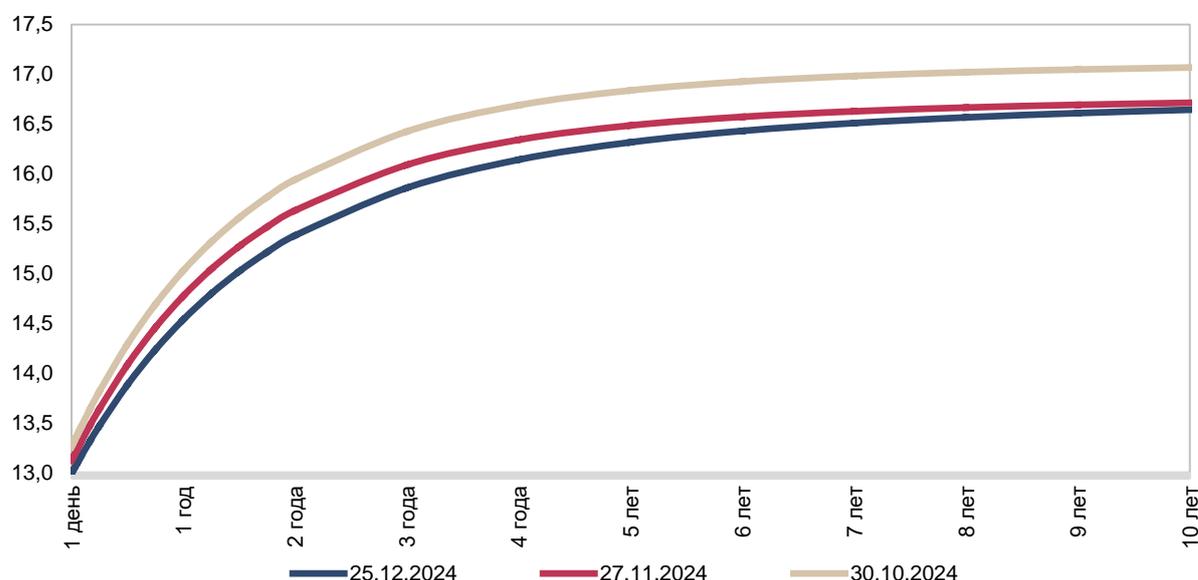
Текущее снижение доходности государственных ценных бумаг также обусловлено трансмиссией снижения основной ставки на 0,5 процентных пунктов в июле на рынок ценных бумаг.

Несмотря на относительно жесткий уровень процентных ставок на межбанковском денежном рынке, их трансмиссия на рынки депозитов и кредитов остается относительно слабой.

Так, средневзвешенные процентные ставки по кредитам населению в национальной валюте выросли с 23,8% в сентябре до 24,9% в декабре, тогда как ставки по кредитам для юридических лиц снизились с 22,7% в сентябре до 22,5% в декабре (рис. 2.3.4). При этом динамика процентных ставок по срочным депозитам в национальной валюте отражает высокие инфляционные ожидания в экономике и сохраняющийся высокий спрос в сегменте розничного кредитования.

В 2024 году темпы роста общего объема кредитных вложений в экономику замедлились до 14% (в 2023 году – 23,3%), при этом рост кредитных вложений в национальной валюте замедлился до 19% (в 2023 году – 27,9%).

Рис. 2.3.3. Кривая доходности государственных ценных бумаг, %



Источник: Расчеты Центрального банка

В частности, рост кредитов, выданных населению, значительно замедлился по сравнению с предыдущим годом и составил 19%, тогда как рост кредитов, выданных юридическим лицам в национальной валюте, напротив, ускорился и достиг 19,1% (в 2023 году – 11,6%).

Рост кредитов, выданных в иностранной валюте¹⁴, замедлился с 7,7% в прошлом году до 2,6% (рис. 2.3.5).

Ускорение роста остатков кредитов в национальной валюте, выданных юридическим лицам, и, наоборот, замедление роста остатков кредитов в иностранной валюте можно объяснить ростом привлекательности кредитов в национальной валюте на фоне высокой стоимости внешних кредитных линий, а также значительным сокращением темпов роста импорта в экономике.

Заметное замедление роста остатков кредитов, выданных населению, в основном связано с ужесточением некоторых макропруденциальных требований и уравниванием спроса на автокредиты и ипотечные кредиты. В частности, в 2024 году населению было выдано на 3,8% больше кредитов, чем в 2023 году, на общую сумму 104 трлн сумов.

Из общего объема выданных кредитов 44,1% составляют микрозаймы, 16,7% – микрокредиты, 16,4% – автокредиты, 15,8% – ипотечные кредиты, а оставшиеся 7% – прочие кредиты.

Рис. 2.3.4. Процентные ставки по кредитам в национальной валюте

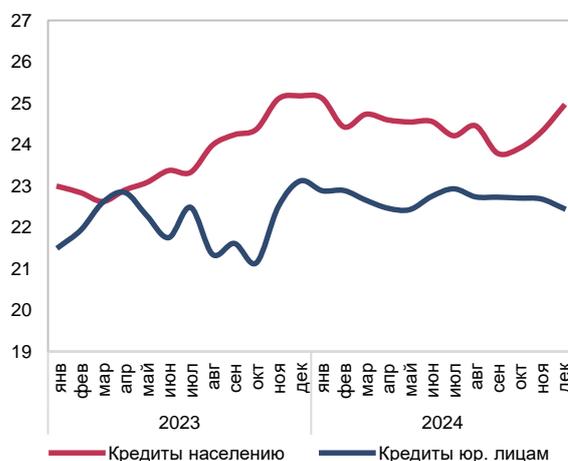
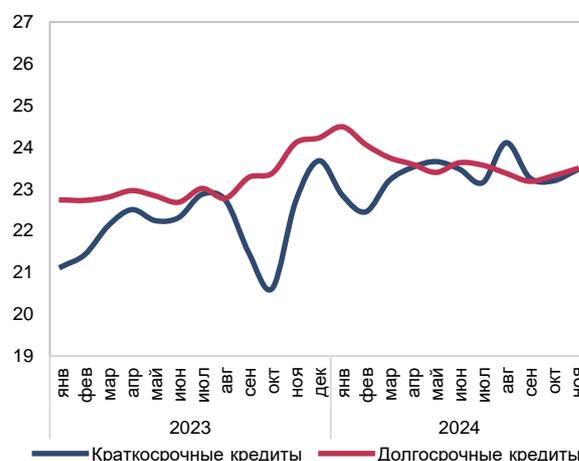


Рис. 2.3.5. Темпы роста кредитных вложений в экономику, %



Источник: Расчеты Центрального банка

В 2024 году выдача автокредитов снизилась на 53,3%, ипотечных кредитов – на 2,1%. В то же время микрозаймы и микрокредиты выросли соответственно до 58,1% и 55,9%.

Значительный рост микрозаймов был обусловлен увеличением их максимального размера до 100 млн сумов с 1 января 2024 года.

¹⁴ В Узбекистане кредиты в иностранной валюте выдаются только юридическим лицам. Законодательно запрещено предоставлять населению кредиты в иностранной валюте.

На фоне высокого спроса на кредиты и жестких внешних финансовых условий возрос спрос на внутренние финансовые ресурсы, что привело к формированию процентной ставки по срочным депозитам в районе 19,6% в течение IV квартала с незначительными колебаниями.

В частности, средневзвешенная номинальная процентная ставка по срочным депозитам физических лиц в декабре составила 22,1%, а реальная ставка с учетом инфляции – 11,2% (рис. 2.3.6).

Высокие номинальные и реальные процентные ставки по срочным депозитам способствовали увеличению склонности населения к сбережениям и значительному росту объемов депозитов. В частности, в 2024 году срочные депозиты населения выросли на 52,5%, в том числе депозиты в национальной валюте – в 1,6 раза (рис. 2.3.7).

В 2025 году, учитывая сохранение высокой экономической активности и совокупного спроса, с целью снижения влияния факторов спроса на инфляцию и дальнейшей поддержки склонности населения к сбережениям, денежно-кредитные условия будут поддерживаться на достаточно жестком уровне.

Рис. 2.3.6. Процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте

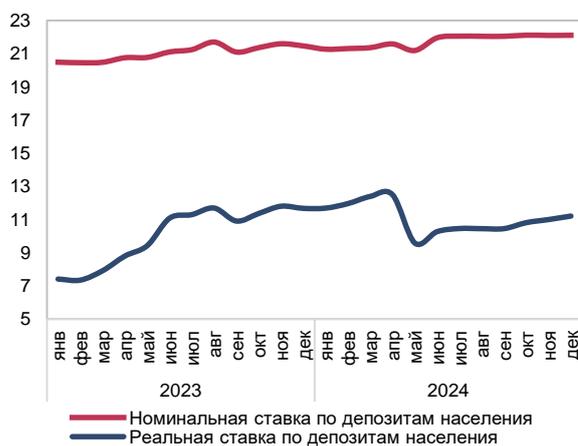
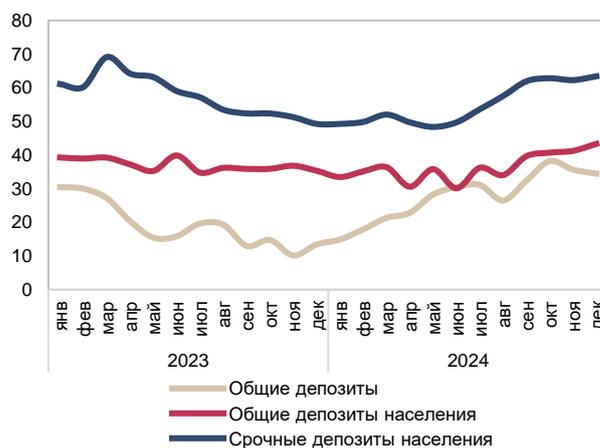


Рис. 2.3.7. Темпы роста банковских депозитов, % годовых



Источник: Расчеты Центрального банка

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2025 год

Подготовлено Департаментом денежно-кредитной политики.

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

Предложения и замечания можно направить по адресу:

E-mail: sinogamov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22