



**Центральный банк  
Республики Узбекистан**



**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ  
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ  
НА 2024 ГОД И ПЕРИОД  
2025-2026 ГОДОВ**

**Центральный банк Республики Узбекистан**

**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ  
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ  
НА 2024 ГОД И ПЕРИОД  
2025-2026 ГОДОВ**

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2023 год

---

Утверждено Постановлением правления Центрального банка Республики Узбекистан № 39/1 от 18 ноября 2023 года.

Подготовлено Департаментом денежно-кредитной политики.  
Предложения и замечания можно направить по следующему адресу:  
Электронная почта: [achilov@cbu.uz](mailto:achilov@cbu.uz)  
Тел: (+998) 71 212-60-22

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

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>СОКРАЩЕНИЯ</b> .....	<b>5</b>
<b>ВВЕДЕНИЕ</b> .....	<b>6</b>
<b>I. АНАЛИЗ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2023 ГОДУ</b> .....	<b>11</b>
1.1. Анализ факторов, влияющих на баланс спроса и предложения в экономике .....	11
1.2. Влияние внешних экономических изменений на внутренние экономические и инфляционные процессы .....	16
1.3. Меры денежно-кредитной политики, направленные на сдерживание инфляции и инфляционных процессов .....	19
Вставка 1. Основные принципы денежно-кредитной политики.....	24
<b>II. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2024-2026 ГОДЫ</b> .....	<b>27</b>
2.1. Основной сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика .....	32
2.2. Альтернативный сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика .....	41
Вставка 2. Роль бюджетно-налоговой дисциплины в обеспечении долгосрочного устойчивого роста .....	48
<b>III. ПРИОРИТЕТНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ</b> .....	<b>51</b>
3.1. Совершенствование трансмиссии денежно-кредитной политики .....	51
Вставка 3. Оценка эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики .....	55
Вставка 4. Факторы ограничивающие эффективность денежно-кредитной политики .....	60
3.2. Направления развития аналитического и прогнозного потенциала Центрального банка .....	63
3.3. Меры по повышению эффективности коммуникаций в области денежно-кредитной политики .....	66
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ</b> .....	<b>70</b>
Приложение 1. График заседаний Правления Центрального банка Республики Узбекистан по рассмотрению основной ставки в 2024 году .....	70
Приложение 2. Тенденции на рынке труда: влияние роста заработной платы и производительности труда на инфляцию .....	71
Приложение 3. Риски связанные с рынком розничного кредитования и ростом долговой нагрузки .....	75

Приложение 4. Возможности использования модели динамического стохастического общего равновесия (DSGE) при оценке воздействия денежно-кредитной политики на экономику .....	79
Приложение 5. Влияние изменений валютного курса и регулируемых цен на формирование инфляционных ожиданий .....	86
Приложение 6. Влияние увеличения бюджетных расходов на внешнеторговый баланс страны.....	90
<b>ГЛОССАРИЙ.....</b>	<b>92</b>

## СОКРАЩЕНИЯ

- ВВП – валовой внутренний продукт
- ИПЦ – индекс потребительских цен
- ИЦПП – индекс цен промышленных производителей
- АИПЦ – альтернативный индекс потребительских цен.
- ООН – Организация Объединенных Наций
- ФАО – Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
- МВФ – Международный валютный фонд
- МФИ – Международные финансовые институты
- ЕБРР – Европейский банк реконструкции и развития
- ВТО – Всемирная торговая организация
- НДС – налог на добавленную стоимость
- ЕСП – единый социальный платеж
- ЕКС – единый казначейский счет
- ГЦБ – государственные ценные бумаги
- ОМЦ – онлайн мониторинг цен

## ВВЕДЕНИЕ

Основные направления денежно-кредитной политики охватывают меры реагирования денежно-кредитной политики на изменения внешних и внутренних условий в ближайшие годы, меры по развитию операционного механизма, исследования взаимосвязей в экономике, а также в целом **взгляды Центрального банка по текущей и ожидаемой макроэкономической ситуации.**

**Основной целью деятельности Центрального банка** при всех сценариях макроэкономического развития является **обеспечение ценовой и финансовой стабильности.** В ходе деятельности, направленной на достижение таргета, будут приняты меры по развитию операционного механизма и денежных рынков, расширению набора инструментов денежно-кредитной политики, повышению аналитического, прогнозного и коммуникационного потенциала.

С учетом экономической ситуации во внешнеторговых партнерах, высокой неопределенности на сырьевых и финансовых рынках, а также темпов реализации структурных реформ, направления макроэкономического развития на **ближайшие годы** были разработаны на основе сценариев.

В качестве **условий основного сценария** были определены развитие и активное продолжение структурных реформ **без существенных изменений** текущей ситуации во внешнеэкономических условиях в ближайшие годы, а в качестве **условий альтернативного сценария** - дальнейшее увеличение неопределенности и возникновение шоков во внешних условиях.

При разработке **основного сценария** закладывалась реализация **макроэкономических коррекций** в последующие годы, т.е. логическое завершение **структурных реформ в энергетике, транспорте, сельском и водном хозяйстве, бюджетная консолидация и сокращение общего фискального дефицита** по отношению к показателям 2023 года (*с 5,5% ВВП в 2023 году до 4% в 2024 году и 3% в 2025-2026 году*), сокращение доли государства в экономике, быстрый рост частных инвестиций и экспорта товаров.

Согласно обновленным прогнозам в рамках этого сценария, **сохранение в течение более длительного периода времени** давления со стороны изменений внешней ситуации, произошедших в 2022-2023 годах, на факторы предложения, а также **влияние** некоторых корректировок регулируемых цен на общую инфляцию,

создает предпосылки ожидать достижение **5%** постоянного таргета инфляции во **второй половине 2025 года**.

В то же время, это означает только продление **периода достижения целевого показателя** с учетом макроэкономической ситуации и ожиданий, без изменения **5% таргета**.

Продление срока достижения таргета с одной стороны, связано с тем, что совокупное предложение в экономике **запаздывает и полностью не удовлетворяет внутренний потребительский спрос**, а с другой с тем, что если будут приняты чрезмерно жесткие меры, направленные на ограничение совокупного спроса, могут возникнуть **серьезные угрозы экономической активности и стабильности**.

С учетом вышеизложенного, для **эффективного снижения инфляции до целевого уровня в будущем**, наряду с уменьшением влияния монетарных факторов, **необходимо дальнейшее усиление мер**, направленных на увеличение совокупного предложения.

В рамках основного сценария макроэкономического развития в 2024 году прогнозируемый уровень инфляции составит **8-9%**. Чтобы обеспечить достижение прогнозных показателей инфляции, в 2024 году денежно-кредитные условия останутся в **относительно жесткой фазе**.

**Прогноз инфляции может быть обновлен** в зависимости от степени корректировки регулируемых цен в 2024 году, также возможно внесение соответствующих изменений в денежно-кредитные условия.

С учетом вероятности **значительных повышающих эффектов** в период макроэкономических корректировок и структурных реформ **на общую инфляцию**, решения в денежно-кредитном секторе в следующем году, будут в первую очередь сосредоточены на снижении **базовой инфляции**.

С другой стороны, в ближайшие годы будет сформирована достаточная основа для сохранения **снижающейся динамики базовой инфляции**.

В случае если ожидаемые изменения **окажут существенное влияние на инфляционные ожидания** будут изменены денежно-кредитные условия, усилена коммуникация с широкой общественностью и подробно объяснена каждая мера.



Планомерная работа по **повышению эффективности** денежно-кредитной политики будет продолжена, в частности, будут приняты важные меры по снижению **уровня долларизации банковской системы**, постепенному сокращению операций **льготного кредитования**, **переходу на рыночные процентные ставки**.

В среднесрочной перспективе **общая ликвидность банковской системы** формируется на основе динамики операций правительства и источников их финансирования, баланса спроса и предложения на внутреннем валютном рынке. При этом, исходя из опыта 2023 года, в 2024 году **сохранение тенденции к снижению ликвидности** будет иметь важное значение в ограничении инфляции посредством жестких денежно-кредитных условий.

В условиях снижения ликвидности банковской системы на повестку дня становится вопрос **финансовой стабильности**, и Центральный банк рассмотрит меры, **направленные на обеспечение устойчивости системы за счет активного использования инструментов управления ликвидностью**.

Реальный рост **валового внутреннего продукта** прогнозируется на уровне **5,0-5,7%** в 2024 году, **5-6 %** в 2025 году и **5,5-6,5%** в 2026 году.

Ожидается, что факторами, поддерживающими экономический рост, станут рост инвестиционного и производственного потенциала частного сектора, прямых иностранных и местных инвестиций, а также быстрый рост экспорта.

Ожидаемые тенденции роста иностранных инвестиций и экспорта окажут положительное влияние **на внутренний валютный рынок**, в части увеличения объема предложения валюты в ближайшие годы. В совокупности со снижением инфляционных процессов в торговых партнёрах этот фактор поспособствует формированию относительно стабильного реального эффективного обменного курса.

**В условиях альтернативного сценария**, в отличие от основного, предполагается наличие дополнительного давления на внутренние цены за счет относительно неблагоприятного формирования внешних условий, с учетом которого прогнозируется **9-10% уровень инфляции** в 2024 году. В этом случае, **достижение постоянного таргета сдвинется на более поздний период**. Инфляция в 2025 году составит около **7-8%**, а ее снижение **до 5%** прогнозируется к концу 2026 года.

В этом сценарии основным фактором поддержки экономической активности станут **фискальные стимулы**. Показатели экономического роста могут оказаться ниже на **1,5-2 п.п. по сравнению с основным сценарием**.

В случае возникновения рисков альтернативного сценария будут приняты меры по **дальнейшему ужесточению денежно-кредитных условий**. В целях **обеспечения финансовой стабильности** допускается широкое использование **макропруденциальных мер**.

**Институциональное развитие денежно-кредитной политики в ближайшие годы** будет осуществляться по следующим направлениям:

***Направление стратегии денежно-кредитной политики:***

- a.** С 2025 года будет прорабатываться вопрос объявления условного прогноза основной ставки и обсуждения его с участниками рынка;
- b.** основной упор будет делаться на расширении объемов операций РЕПО на денежном рынке;
- c.** будут приниматься меры по формированию кривой доходности на основе цен денег с разными сроками;
- d.** будут введены операции овернайт процентных свопов и на их основе сформируется кривая доходности.

***Направление макроэкономического анализа и прогнозирования:***

- a.** будут разрабатываться прогнозы e-spi на основе результатов моделей машинного обучения и онлайн-наблюдений;
- b.** будут усовершенствованы методы и охват изучения инфляционных ожиданий, потребительских и деловых настроений;
- c.** на основе моделей RLS и VECM будут осуществляться прогнозы инфляции;
- d.** будет разработан прогноз ВВП на основе моделей MIDAS и FAMIDAS;
- e.** планируются исследования по количественной оценке равновесной (нейтральной) реальной процентной ставки и реального валютного курса в экономике Узбекистана.

***Направление коммуникаций денежно-кредитной политики:***

- a.** Будут введены инструменты коммуникации, соответствующие интересам и потребностям целевых аудиторий;
- b.** будет разработана концепция развития многоуровневых коммуникаций;
- c.** будут введены и безусловно соблюдаться правила дисциплины коммуникаций.

## I. АНАЛИЗ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2023 ГОДУ

### 1.1. Анализ факторов, влияющих на баланс спроса и предложения в экономике

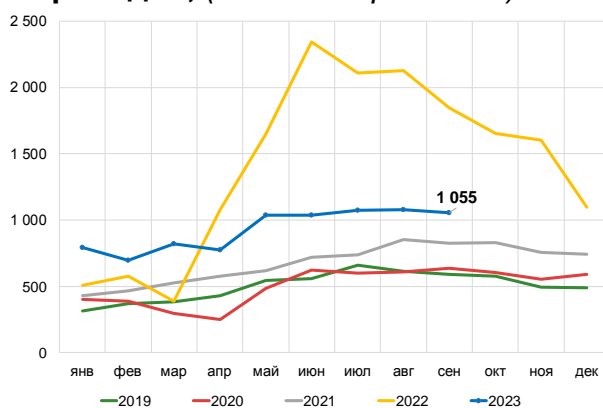
Экономическое развитие нашей страны в 2023 году формируется под влиянием жестких глобальных финансовых условий, замедления мировой инфляции и снижения активности в большинстве экономик. На экономической конъюнктуре также отразились значительные фискальные стимулы, повышение инвестиционной активности, ускорение кредитования, значительное снижение объемов денежных переводов по сравнению с предыдущим годом.

Это связано с одновременным возникновением некоторых условий, представленных как в основном, так и в альтернативном сценарии макроэкономического развития, разработанных в 2022 году «Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024-2025 годов».

#### Динамика конечного потребления

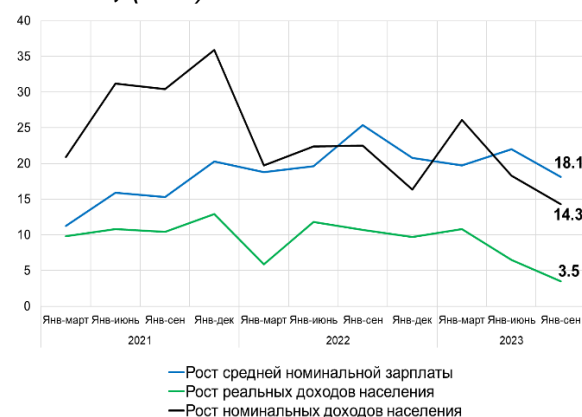
Последствия геополитических конфликтов, начавшихся в прошлом году, для экономики страны постепенно ослабевают. В частности, хотя объем денежных переводов, поступающих в нашу страну, существенно снизился в текущем году по сравнению с прошлым годом, он вернулся к своему долгосрочному тренду (рис. 1.1.1).

**Рис. 1.1.1. Объем денежных переводов, (млн долларов США)**



Источник: Центральный банк.

**Рис. 1.1.2. Динамика заработной платы, (в %)**

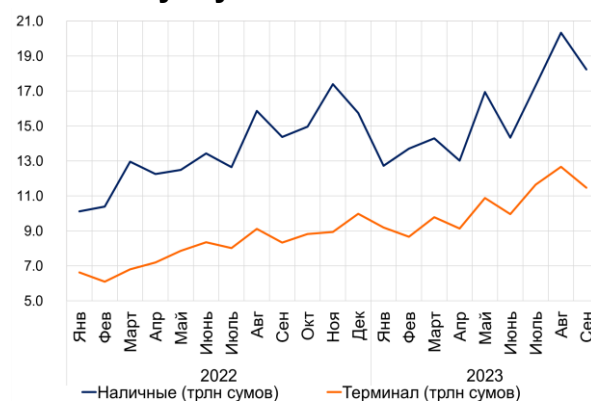


Источник: Агентство по статистике.

**Рис. 1.1.3. Межбанковские транзакции**



**Рис. 1.1.4. Выручка от торговли и платных услуг**



Источник: Центральный банк.

В частности, за январь-сентябрь 2023 года **поступило 8,4 млрд долл. денежных переводов**, что на 33,7% меньше по сравнению с соответствующим периодом 2022 года. Однако этот показатель оказался на 45,5% выше по сравнению с соответствующим периодом 2021 года.

Во втором квартале 2023 года среднемесячная **зарплата** в экономике выросла до 4,4 млн сумов и увеличилась на 18,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. За этот период реальные совокупные доходы населения увеличились на 3,5% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года (рис. 1.1.2).

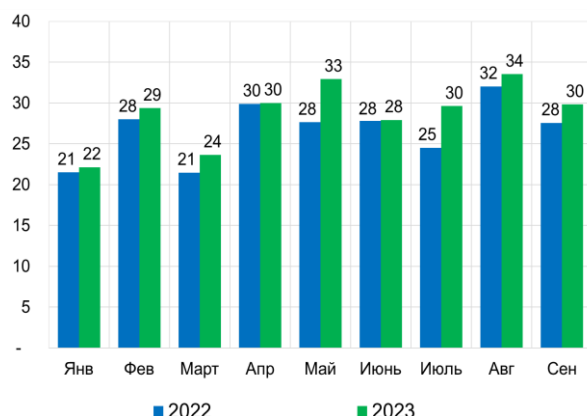
Соответственно, сохранение положительной динамики роста реальных доходов населения с начала года, служит поддержке потребительской активности населения.

Высокая экономическая активность также нашла отражение в увеличении объема **межбанковских транзакций** на 35,8% за 9 месяцев текущего года, по сравнению с соответствующим периодом прошлого года (рис. 1.1.3).

В январе-сентябре 2023 года объем выручки **от торговли и платных услуг увеличился на 27,8%** по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года, при этом по всем месяцам зафиксированы положительные показатели роста (рис. 1.1.4).

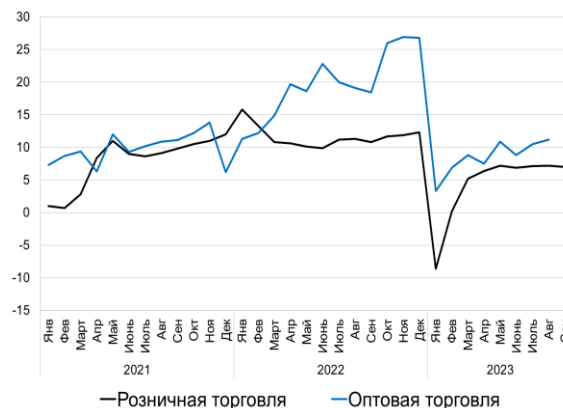
Также за этот период количество **договоров купли-продажи недвижимости** составило 259 тысяч и увеличилось на 7,7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

**Рис. 1.1.5. Количество сделок с недвижимостью, тыс.**



Источник: Электронный нотариус .

**Рис. 1.1.6. Изменение объема розничной и оптовой торговли, в % нарастающим итогом**



Источник: Агентство по статистике.

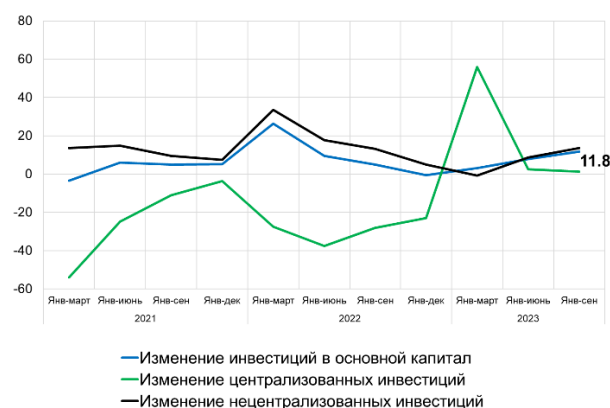
Объем выданных населению ипотечных кредитов увеличился на 17,8%, сохранилась высокая динамика спроса на рынке недвижимости (рис. 1.1.5).

Увеличение объемов розничной и оптовой торговли за этот период на 7,0% и 10,5% соответственно также свидетельствует о формировании сильного совокупного потребительского спроса в экономике (рис. 1.1.6).

### Инвестиционная деятельность

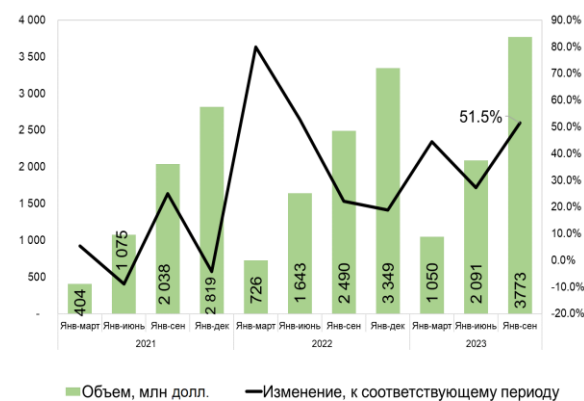
В январе-сентябре 2023 года реальный рост инвестиций в основной капитал по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составил 11,8%.

**Рис. 1.1.7. Изменение инвестиций в основной капитал, в %**



Источник: Агентство по статистике.

**Рис. 1.1.8. Прямые иностранные инвестиции и их изменения**



За этот период объем частных инвестиций увеличился на 13,6% и внес вклад в рост общего объема инвестиций 11,6 п.п. (рис. 1.1.7).

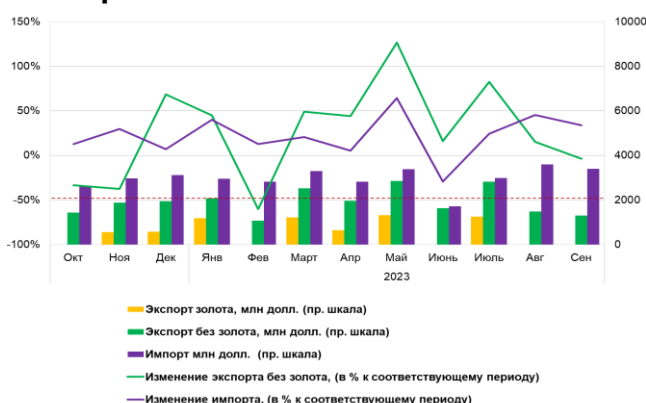
Также за 9 месяцев текущего года поступило около 3,8 млрд долл. **прямых иностранных инвестиций**, что на **51,5%** больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (рис. 1.1.8).

### Экспортно-импортные операции

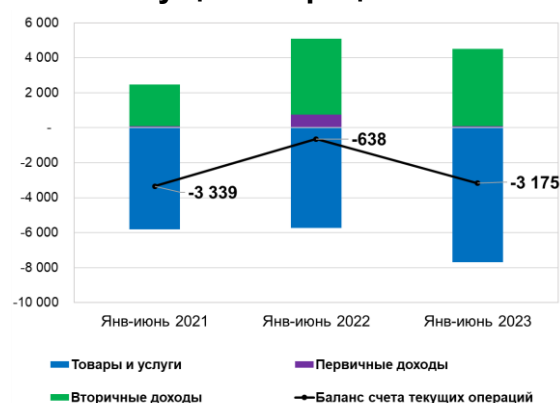
Объем **экспорта** в январе-сентябре текущего года (без золота) увеличился на 6,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. За этот период объем **импорта** увеличился на 21,2%, а отрицательное сальдо внешнеторгового баланса без учета золота составило 14,9 млрд долларов.

На фоне снижения объемов денежных переводов и значительного увеличения объемов импорта в первом полугодии 2023 года сложилось отрицательное сальдо счета текущих операций с дефицитом 3,2 млрд долларов.

**Рис. 1.1.9. Динамика экспорта и импорта**



**Рис. 1.1.10. Декомпозиция баланса счета текущих операций**



Источник: Агентство по статистике.

Источник: Центральный банк.

### Факторы предложения

Ускорение экономической активности и увеличение доходов населения отразилось на росте валового внутреннего продукта. По расчетам Агентства по статистике, реальный рост **ВВП за 9 месяцев 2023 года** составил **5,8%** (рис. 1.1.11).

При этом объемы производства промышленной продукции выросли на 5,7% (вклад в рост ВВП – 1,4 п.п.), рыночных услуг – на 12,3% (2,8% п.п.), сельского хозяйства – на 4,1% (0,9 п.п.) и строительства – на 5,6% (0,3 п.п.) (рис. 1.1.12).

Негативное воздействие краткосрочных аномальных погодных условий на экономику, наблюдавшееся в начале 2023 года, в первом полугодии уменьшилось, и в настоящее время формируется стабильная экономическая активность.

Рис. 1.11. Реальный рост ВВП

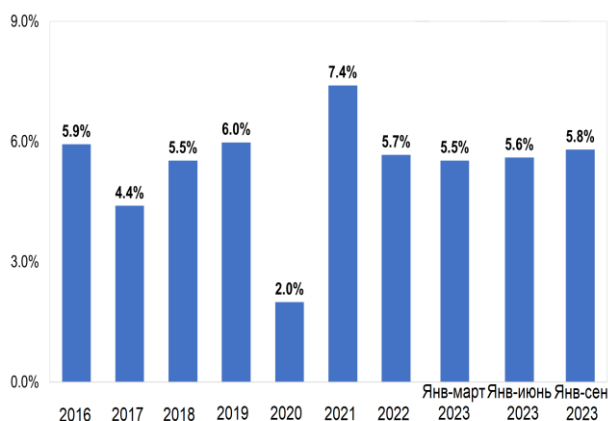
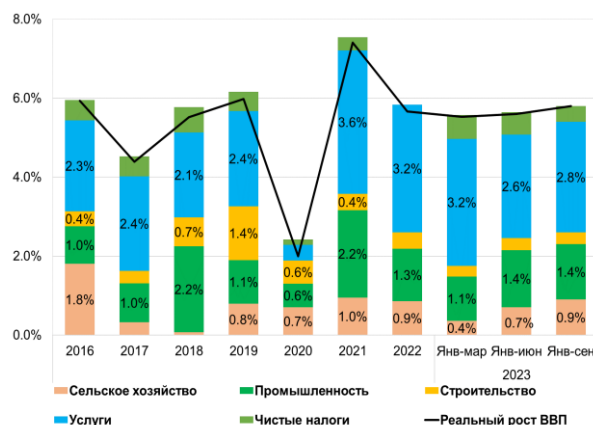


Рис. 1.1.12. Декомпозиция роста ВВП



Источник: Агентство по статистике.



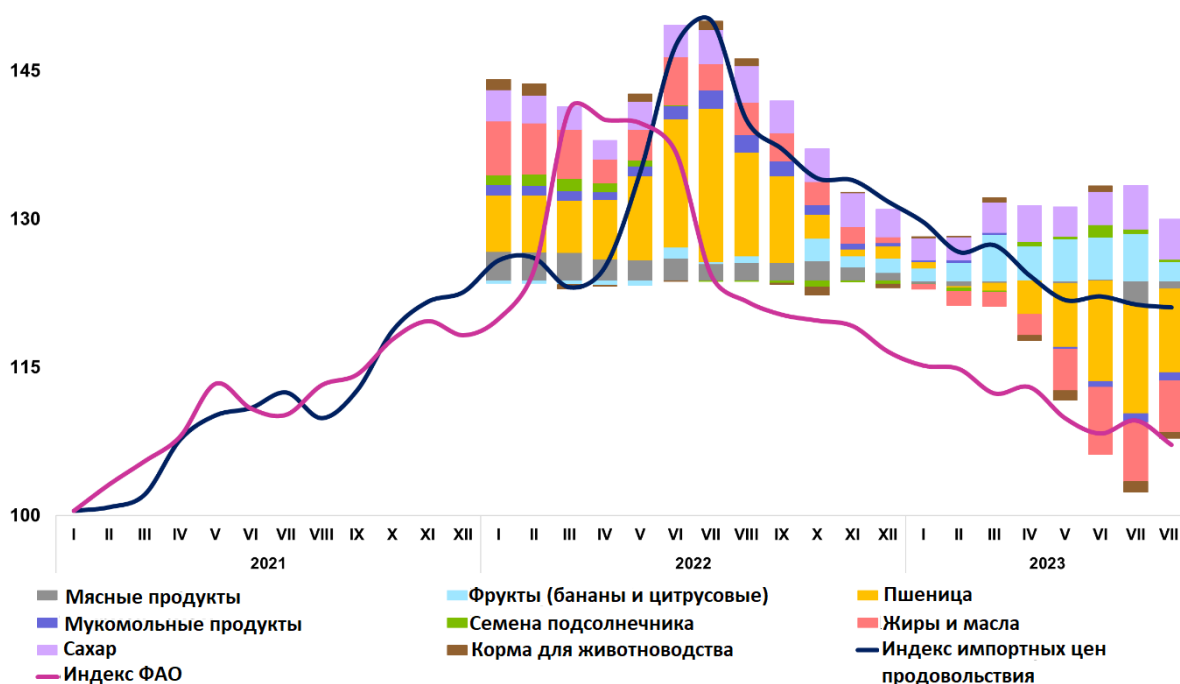
## 1.2. Влияние внешних экономических изменений на внутренние экономические и инфляционные процессы

В последние годы существенно возросло влияние внешнеэкономических изменений на внутренние макроэкономические процессы, в том числе на инфляцию. В 2022 году вызванные предложением экономические шоки, повышение цен на продовольствие и энергоносители, привели к ускорению инфляции практически во всех странах мира, в том числе и в Узбекистане.

В текущем году цены на продовольствие и энергоресурсы начали снижаться в связи с восстановлением поставок и устранением логистических и транспортных проблем.

**Индекс цен импортируемых продовольственных товаров**, рассчитываемый Центральным банком (основные товарные группы импортируемых продтоваров (около 60% от общего объема импорта продовольствия: мясо, фрукты, пшеница, сахар, жиры и растительные масла, корма для животноводства)) в текущем году перешел в устойчиво снижающуюся траекторию, и давление изменений цен товаров данной категории на общую инфляцию снизилось (рис. 1.2.1).

**Рис. 1.2.1. Динамика импорта продовольствия и индексов ФАО (2021 г. = 100, декомпозиция индекса г/г)**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства по статистике.

**Рис. 1.2.2 . Мировые и импортные цены на энергоносители**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства по статистике.

**Рис. 1.2.3. Динамика курсов валют основных стран-торговых партнёров 2023 г. = 100**



Источник: расчеты Центрального банка.

Этот индекс сильно коррелирует с показателями **индекса ФАО**, а влияние мировых цен через канал импорта приходит с небольшим лагом (в среднем 2-3 месяца). Поэтому в краткосрочной перспективе риски резкого роста цен на импортные продовольственные товары оцениваются как относительно маловероятные.

Индекс цен энергоресурсов в основном отражающий изменение цен на **нефть и нефтепродукты**, за 8 месяцев текущего года **снизился на 34%**. **Мировая цена на нефть** также влияет на внутренние цены с определенным лагом (3 месяца) (рис. 1.2.2).

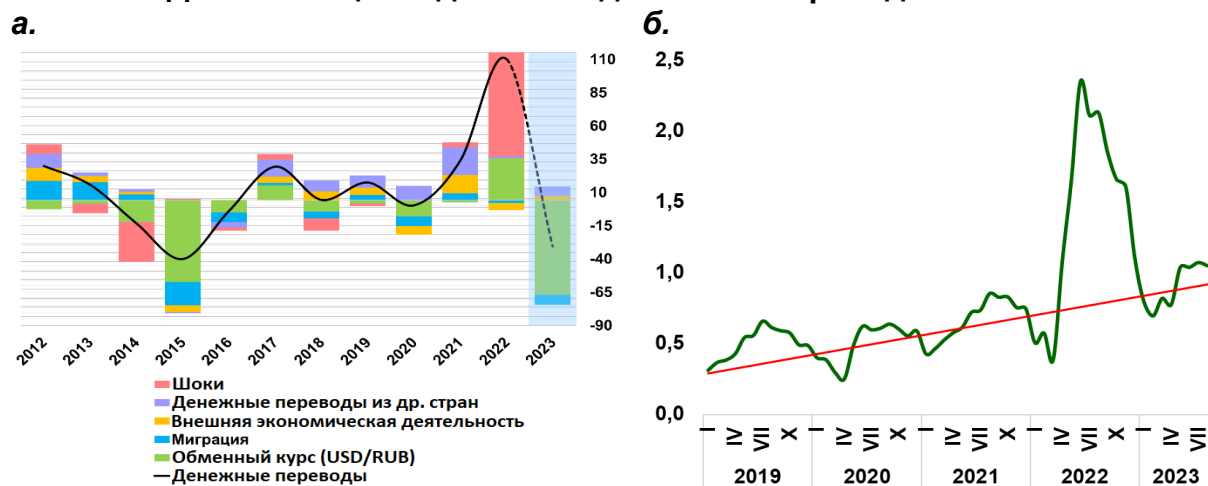
Снижение добычи нефти в странах ОПЕК+ повлияло на предложение и послужило одним из основных факторов роста цен в последние месяцы. Это, в свою очередь, создает дополнительные риски для стабильности внутренних цен и приобретает все большее значение для инфляции.

### **Внутренний валютный рынок**

С начала 2023 года на внутреннем валютном наблюдалось формирование более высокой по сравнению с предыдущими годами динамики объемов спроса.

С одной стороны, это объясняется расширением отрицательного сальдо внешнеторгового баланса, а с другой, тем, что операции частного сектора по привлечению зарубежных средств для целей импорта и обслуживания долга стали дороже из-за ужесточения внешних финансовых условий.

**Рис. 1.2.4. Декомпозиция и динамика денежных переводов**



Источник: на основе расчетов Центрального банка.

Возросший спрос был покрыт за счет продаж валютных средств со стороны предприятий и резидентов, а также относительным увеличением объемов интервенций на внутреннем валютном рынке.

В результате операций с монетарным золотом, в 2021-2022 годах часть средств, которые должны были быть проданы на внутреннем валютном рынке по **принципу нейтральности** не могла быть реализована из-за высокого предложения, и была продана в течение 9 месяцев 2023 года, в целом это позволило обеспечить соблюдение принципа нейтральности золотовалютных резервов.

**Динамика курса** национальной валюты сохранялась стабильной, но в июле-августе наблюдалась относительно высокая девальвация (4,2%) за счет усиления девальвации национальных валют основных торговых партнеров и других внутренних факторов. Этот процесс можно оценить как адаптацию курса сума к внешним изменениям. В целом девальвация курса национальной валюты за январь-сентябрь составила **8,3%** и сформировалась на уровне ниже годового индекса инфляции.

В результате этих коррекций, тенденция к повышению реального эффективного обменного курса была относительно стабилизирована, и до конца 2023 года не ожидается резких изменений реального эффективного обменного курса.

### 1.3. Меры денежно-кредитной политики, направленные на сдерживание инфляции и инфляционных процессов

**В начале 2023 года** общая инфляция составляла около **12%**. В результате усиления влияния факторов, стимулирующих совокупный спрос, и более быстрого восстановления спроса по сравнению с факторами предложения, в экономике наблюдался широкий рост цен на товарные группы потребительской корзины.

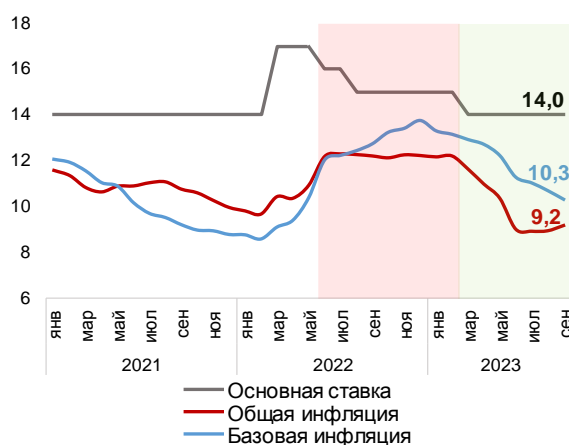
Потребительский спрос стимулировался, главным образом, значительным увеличением бюджетных расходов, высокой динамикой роста потребительских кредитов, стабильностью международных денежных переводов и ростом заработной платы.

**Инфляционные ожидания населения и предпринимателей** в этот период также демонстрировали растущую динамику, давая негативные сигналы **о продолжительном повышательном давлении ожиданий на цены**.

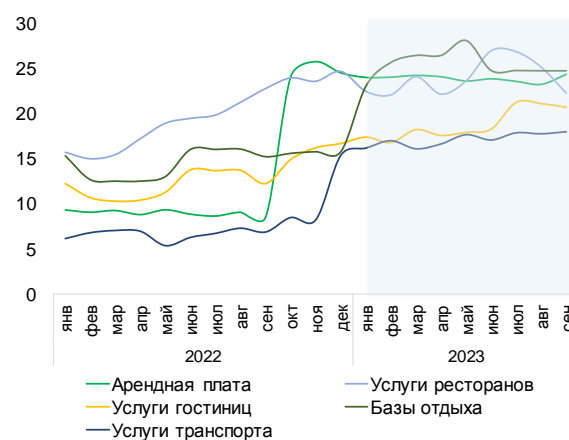
В начале 2023 года сохранялись **относительно жесткие** денежно-кредитные условия, для того, чтобы сбалансировать спрос и предложение в последующие кварталы.

Это, в свою очередь, способствовало формированию положительного уровня процентных ставок в реальном выражении на денежном рынке и в банковской системе.

**Рис. 1.3.1. Общая инфляция, базовая инфляция и динамика основной ставки**

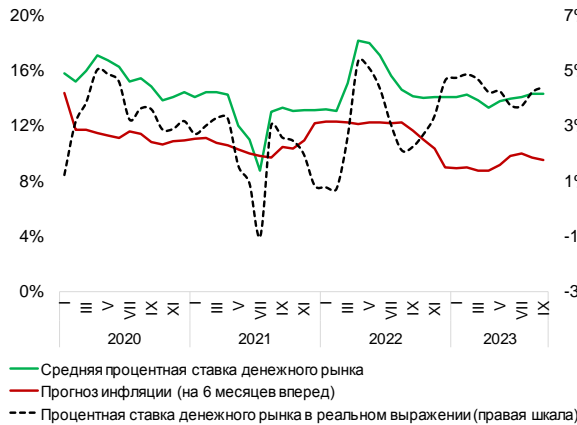


**Рис. 1.3.2. Услуги с повышенным ростом цен (%)**

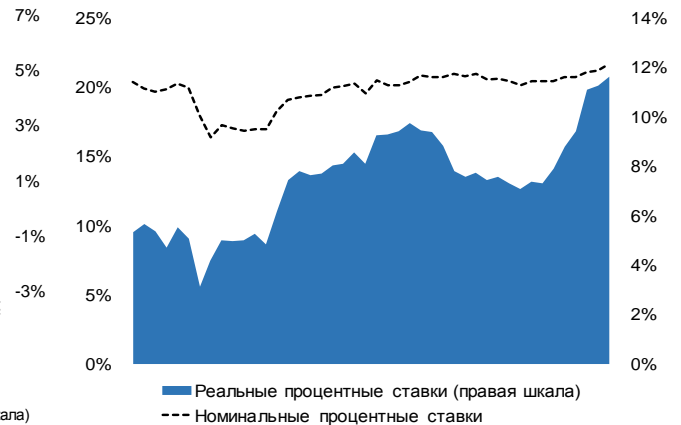


Источник : расчеты Центрального банка на основе данных Агентства по статистике.

**Рис. 1.3.3. Номинальные и реальные процентные ставки денежного рынка (%)**



**Рис. 1.3.4 Номинальные и реальные процентные ставки по депозитам физических лиц (%)**



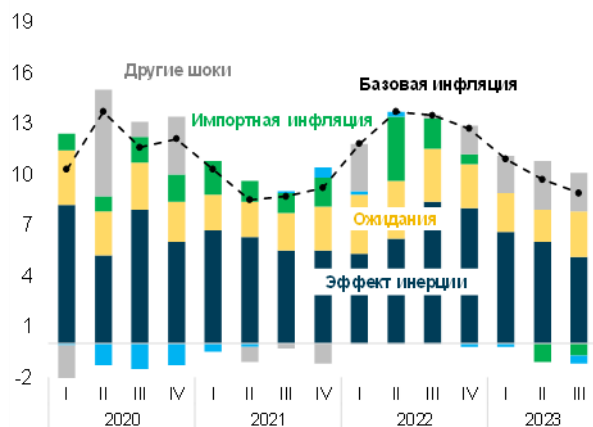
Источник: Расчеты Центрального банка

Реальные процентные ставки по депозитам в национальной валюте находились на положительном уровне **4-5%** по сравнению с инфляционными ожиданиями населения.

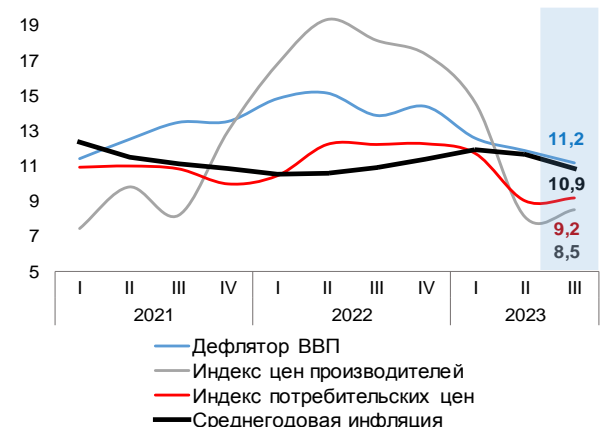
С другой стороны, в первом квартале наблюдалось усиление склонности населения к сбережениям и увеличение **депозитов в национальной валюте**.

Хотя во внешнеэкономических условиях в 2023 году существуют определенные риски и неопределенности, с февраля-марта **глобальная инфляция** начала снижаться. Такая ситуация объясняется снижением цен на мировых энергетических и продовольственных рынках.

**1.3.5 . Декомпозиция базовой инфляции (%)**



**1.3.6 . Альтернативные показатели инфляции (%)**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства по статистике.

Снижение внешнего инфляционного давления и позитивные ожидания будущих цен, создали благоприятные условия для импорта товаров в нашу страну. Это послужило фактором, ограничивающим влияние **импортируемой инфляции** в группах продовольственных товаров.

В результате с первого квартала текущего года уровни общей и базовой инфляции начали снижаться. В марте общая инфляция замедлилась **до 11,7%**, базовая – **до 12,6%**.

Замедление инфляционных процессов в экономике отразилось на динамике **дефлятора ВВП** и **индекса цен производителей**.

Эти показатели отражали стабилизацию издержек, а также решение проблем с поставками и дали положительные сигналы о том, что повышательное давление на внутренние цены постепенно ослабевает.

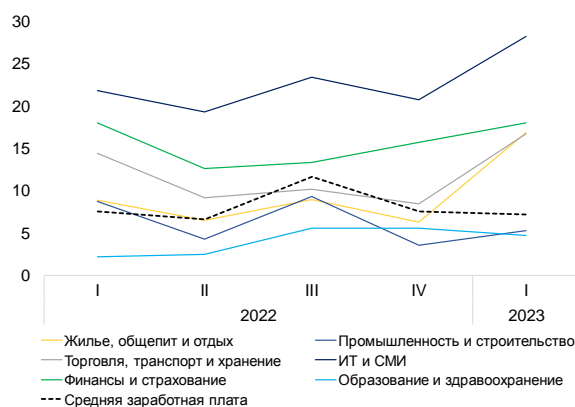
Начиная с февраля наблюдалось снижение **инфляционных ожиданий**, а в марте ожидания населения и предпринимателей составили около **14-14,5%**. Это, в свою очередь, дало возможность снизить основную ставку **на 1 п.п.** в марте текущего года, при сохранении относительно жестких денежно-кредитных условий.

Снижение основной ставки транслировалось в процентные ставки на денежном рынке, за последние 10 дней марта рыночные процентные ставки в среднем составили **13,9%**. В свою очередь, реальные процентные ставки на денежном рынке, рассчитанные на основе прогноза инфляции на следующий период, сложились в районе **2,5-3%**.

*В апреле-сентябре базовая инфляция снижалась медленнее прогнозов, что требует более длительного периода сохранения относительно жестких денежно-кредитных условий.*

В апреле-сентябре годовой уровень общей инфляции продолжал снижаться и в сентябре составил **9,2%**. Базовая инфляция, представляющая собой долгосрочный и стабильный фактор инфляции, также продемонстрировала тенденцию к снижению и составила **10,3% в годовом выражении**. Однако разрыв между базовой инфляцией и общей инфляцией, а также **широкий характер** роста цен показывают, что **инфляционное давление** в экономике носит устойчивый характер.

**Рис. 1.3.7. Изменение реальных доходов населения**



**Рис. 1.3.8. Увеличение кредитов, выделенных населению**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства по статистике.

В то же время, в условиях смягчения воздействия внешних условий на внутренние цены в большей степени стало проявляться **усиление давления внутренних факторов**. Это означает, что увеличивается вклад факторов спроса в инфляцию.

Со второй половины 2023 года высокие темпы роста расходов государственного бюджета, в том числе увеличение заработной платы, а также доходов населения от денежных переводов, продолжали поддерживать рост совокупного потребительского спроса.

В целях обеспечения нахождения инфляция находилась в пределах прогноза к концу года, основная ставка в третьем квартале сохранялась неизменной **на уровне 14% годовых, учитывая, сохранение в экономике давления факторов спроса на цены**.

В результате реальный уровень процентной ставки денежного рынка, рассчитанный на основе прогноза инфляции, сложился около **4%**, при этом сохранялись относительно жесткие условия. В апреле-сентябре реальные процентные ставки по депозитам (около 8-11%) способствовали высоким темпам увеличения вкладов населения. В частности, годовой прирост депозитов населения в национальной валюте в сентябре составил **42%**, рост срочных депозитов достиг **52,4%**.

Уровень **спроса** физических лиц на кредиты был более сильным фактором, чем жесткость денежно-кредитных условий. В результате кредиты, выданные физическим лицам, выросли **на 54% в годовом выражении** и послужили драйвером поддержки потребительского спроса.

На быстрый рост кредитов в определенной степени повлияло введение коммерческими банками потребительских кредитов на импортные товары, а также кредитов физическим лицам, не имеющим официальных доходов.

**Доля кредитов, выданных населению** в общем объеме кредитов, составляет **29,3%**, что ниже показателей большинства развивающихся стран (*в среднем около 40-50%*). Это указывает на то, что нынешние высокие темпы роста могут сохраниться и в ближайшие годы.

В целях балансирования факторов спроса на рынке потребительских кредитов, особенно на рынке автокредитов, а также предотвращения возникновения пузырей, введены **макропруденциальные меры** за счет управления финансовыми рисками. В частности, с 20 августа текущего года повышен **уровень риска** по автокредитам.

Также в целях недопущения чрезмерного **увеличения доли автокредитов в кредитном портфеле коммерческих банков** доля автокредитов определена не более **25%**.

Вместе с тем, сохраняется давление на цены некоторых товарных групп. Помимо сезонного роста цен в осенние и зимние месяцы, существует вероятность продолжения роста составляющих базовой инфляции, на которые мало влияет сезонность.

Кроме того, вторичные эффекты коррекции цен на природный газ и электроэнергию для субъектов предпринимательства в октябре могут привести к росту себестоимости продукции и росту конечных потребительских цен.

Данные инфляционные риски обуславливают необходимость поддержания относительно жестких денежно-кредитных условий в экономике для обеспечения устойчивого снижения инфляции.



**Вставка 1.****Основные принципы денежно-кредитной политики**

Учитывая экономические особенности и возможности нашей страны, Центральный банк с 2020 года реализует меры по переводу денежно-кредитной политики в режим инфляционного таргетирования. Этот режим используется более чем в 45 зарубежных странах, и он является одним из наиболее эффективных режимов в связи с тем, что создает основу для долгосрочного устойчивого инклюзивного экономического роста, за счет снижения инфляции и требует проведения упорядоченной макроэкономической политики в кризисных ситуациях. В частности, за последние 4 года в условиях резкого роста инфляции в большинстве зарубежных стран, в Узбекистане наблюдалось снижение инфляции, а макроэкономические показатели были относительно стабильными.

В рамках этого режима существует возможность дальнейшего снижения уровня инфляции, а поскольку за последние 4 года во внутренней и внешней экономической среде наблюдался ряд проблемных и кризисных ситуаций, Центральный банк сохраняет «взвешенный подход» в проведении денежно-кредитной политики. В частности, снижение процентных ставок с целью поддержки экономической активности в пандемических и постпандемических условиях сделало Узбекистан одной из немногих стран, сохранивших положительные показатели экономического роста даже в трудный год.

***Целевой уровень инфляции определяется Центральным банком, и все меры, принимаемые в денежно-кредитной политике, направлены на достижение этого целевого уровня.***

В качестве цели определяется оптимальный уровень инфляции, который необходимо достичь, с учетом потенциала экономики, изменений спроса и предложения, макроэкономических прогнозов и общепринятых стандартов.

В нашей стране среднесрочный целевой уровень инфляции, который должен быть достигнут, установлен на отметке 5%.

Решения Центрального банка по основной ставке влияют на экономическую активность, совокупный спрос и инфляцию постепенно, с определенным временным лагом (2-6 кварталов). Поэтому Центральный банк принимает решения по денежно-кредитной политике на основе комплексного макроэкономического анализа и прогнозов, инфляционных ожиданий и показателей прогноза инфляции.

Следует отметить, что решения по основной ставке принимаются в условиях некоторой степени неопределенности. Причина в том, что макроэкономические прогнозы формируются на основе возможных перспектив экономического развития, ожидаемых изменений на мировых сырьевых, финансовых рынках и других факторов. Поскольку все эти факторы имеют переменный характер, Центральный банк принимает решения по денежно-кредитной политике, исходя из относительно стабильной динамики факторов и их влияния на уровень инфляции.

***Основная ставка Центрального банка является главным инструментом денежно-кредитной политики.***

Основная ставка Центрального банка – целевая процентная ставка, используемая в сделках с банками для регулирования ликвидности банковской системы, путем установления ее уровня определяется цена краткосрочных ресурсов, привлекаемых и предоставляемых Центральным банком.

Заседания Правления по рассмотрению основной ставки Центрального банка проводятся 8 раз в год по заранее установленному в основных направлениях денежно-кредитной политики графику (*график заседаний на 2024 год представлен в приложении 1*).

***Операционный механизм денежно-кредитной политики будет разрабатываться самостоятельно и совершенствоваться на основе международного опыта.***

Операционный механизм денежно-кредитной политики работает на основе процентного коридора Центрального банка. Через операционный механизм решения Центрального банка передаются сначала на межбанковский РЕПО и денежный рынок, а затем на процентные ставки по депозитам и кредитам в экономике.

В результате экономические решения, принимаемые населением и субъектами предпринимательства о потреблении, сбережениях и инвестициях на основе своих ожиданий, будут влиять на уровень инфляции через совокупный спрос.

***Изменения в сфере денег и кредита осуществляются прозрачно и подробно объясняются.***

Одним из основных элементов режима таргетирования инфляции является открытость принимаемых решений в денежно-кредитной сфере и обеспечение прозрачности в этом отношении. Большое значение в формировании инфляционных ожиданий населения и субъектов предпринимательства имеет разработка эффективной коммуникационной политики и доведение принимаемых решений в области денежно-кредитной политики до населения в своевременной и понятной форме.

#### ***Положительные стороны низкого и стабильного уровня инфляции***

**Низкая инфляция поддерживает рост** благосостояния населения, снижение неопределенности в экономике, является необходимой составляющей развития предпринимательства и создания комфортной бизнес-среды.

Стабильность и предсказуемость инфляции на низком уровне важна для принятия экономических решений, как для населения, так и для субъектов предпринимательства.

**Во-первых**, в условиях низкой инфляции покупательная способность национальной валюты и, как следствие, доходы населения поддерживаются на стабильном уровне. В результате населению становится легче принимать решения о потреблении или сбережениях, а также достигается сбалансированное формирование совокупного спроса и сбережений в экономике.

*Во-вторых*, долгосрочная низкая инфляция создает благоприятную деловую среду и позволяет принимать инвестиционные решения и упрощает среднесрочное планирование для расширения производственных процессов.

*В-третьих*, при обеспечении стабильно низкой инфляции создаются благоприятные условия для экономического роста, что положительно влияет на макроэкономическую стабильность, стимулирует рост инвестиций в экономику, в том числе прямых иностранных инвестиций.

В этом случае низкий уровень инфляции служит гарантией стабильного поддержания стоимости вложенных в экономику средств и доходов от них. Напротив, высокий уровень инфляции и макроэкономическая неопределенность приводят к сокращению инвестиционных потоков и потере доверия инвесторов. Внедрение передового зарубежного опыта в отрасли экономики наряду с иностранными инвестициями не только способствует экономическому росту, но и повышает экономическую эффективность.

## II. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2024-2026 ГОДЫ

**Темпы роста мировой экономики в 2023 году замедляются под влиянием геополитических конфликтов и жестких финансовых условий направленных на снижение инфляции.**

Перебои в цепочках поставок, вызванные пандемией, восстановлены, а период международной доставки грузов вернулся к допандемическим показателям<sup>1</sup>. Однако **глобальный** уровень инфляции снижался медленнее, и центральные банки продолжают жесткую денежно-кредитную политику, чтобы снизить инфляцию до целевого уровня.

Продолжающееся повышение ведущими центральными банками процентных ставок **привлекает ресурсы с иностранных рынков** и ведет к увеличению затрат на обслуживание долга и, как следствие, к снижению экономической активности в большинстве развивающихся стран, а также к увеличению рисков для стабильности финансовой системы.

Высокие процентные ставки и дисбаланс цен на активы в начале 2023 года **наблюдавшийся в США и Швейцарии** привел некоторые банки к **кризису**. В результате в будущем для центральных банков на повестку дня поставлена задача **обеспечения финансовой стабильности** наряду со снижением уровня инфляции.

Кроме того, в последние годы международные торговые ограничения и технологические различия, перебои в движении капитала и усиление миграционных ограничений вызывают **глобальную экономическую фрагментацию**<sup>2</sup>. Это оказывает негативное влияние на рост мировой экономики, особенно экономики основных торговых партнеров.

Сценарии макроэкономического развития, разрабатываемые с целью определения основных направлений денежно-кредитной

<sup>1</sup> Международный Валютный Фонд. «Перспективы развития мировой экономики». Июль 2023.

<sup>2</sup>Глобальная экономическая фрагментация означает, постепенное разделение мира на региональные блоки, вместо единого взаимосвязанного пространства эпоху глобализации, в прошлые десятилетия. С увеличением фрагментации мира произойдут изменения в технологическом обмене, потоках капитала, миграции и цепочках поставок, а глобальная торговля станет более раздробленной.

политики на следующий период, основаны на ожиданиях и прогнозах действия вышеуказанных факторов и их влияния на внутреннюю экономику.

При разработке сценариев макроэкономического развития на 2024-2026 годы взяты за основу следующие принципы и взгляды:

**Во внешнеэкономических условиях:**

- ожидается, что уровень глобальной инфляции останется **высоким в течение более длительного периода времени и приблизится к допандемическим показателям к концу 2025 года. В этом случае период достижения целевого показателя инфляции может затянуться** в большинстве стран из-за негативного влияния усиливающихся **процессов** глобальной экономической фрагментации на факторы предложения;

- экономический рост в мире замедлится из-за длительного сохранения **жестких денежно-кредитных условий**, смягчение условий с 2025 года будет относительно стимулировать активность;

- продление в следующем году жестких глобальных финансовых условий приведет к сохранению повышенной доходности ценных бумаг, а также **высоких процентных ставок долговых и инвестиционных инструментов**;

- неопределенность в ценах на основные **биржевые (сырьевые) товары** сохранится и в ближайшие годы, давление на цены продолжит усиливаться на фоне глобальных климатических изменений и геоэкономической фрагментации;

- относительное замедление экономического роста в основных **торговых партнерах в ближайшие годы и ухудшение ожиданий в этом отношении могут оказать негативное влияние на внешний спрос.**

**Во внутриэкономических условиях:**

- уровень общего фискального дефицита снизится по отношению к ВВП, и в ближайшие годы будет осуществлена **бюджетная консолидация**. Следующий этап либерализации цен в энергетическом секторе может быть отложен, а ухудшение внешнеэкономической ситуации может снизить возможности бюджетной консолидации;

- в экономике сохранится динамика роста объема **совокупного спроса** за счет активности частного сектора и сбалансированности кредитных операций, **структурные реформы** по развитию отраслей экономики будут активно продолжены, но в случае внешних шоков темпы реформ могут замедлиться;

- ожидается, что иностранные и частные (местные) инвестиции станут основными драйверами высокого экономического роста.

Принимая во внимание текущую ситуацию и неопределенность внешних условий и их влияние на отечественную экономику, Центральный банк разработал два сценария среднесрочного макроэкономического развития - **основной и альтернативный**.

## Факторы и каналы, влияющие на экономический рост

### Основной сценарий

### Альтернативный сценарий

Внешние экономические условия		
<b>Глобальная инфляция</b>	Глобальный уровень инфляции будет снижаться относительно медленно, и ожидается, что большинство стран достигнут своих целевых показателей инфляции к концу 2025 года.	Усиление процесса глобальной экономической фрагментации окажет давление на факторы предложения, а снижение глобальной инфляции может потребовать более длительного периода.
<b>Глобальные финансовые условия</b>	Чтобы снизить инфляцию до целевого уровня, развитые страны будут сохранять жесткие денежно-кредитные условия как минимум в первой половине 2024 года, а во второй половине 2025 года, после приближения инфляции к целевому уровню, ожидается их переход в нейтральную фазу.	Это создает дополнительное давление на внутренние цены за счет импортируемой инфляции. Мировые финансовые условия останутся жесткими дольше, чем в основном сценарии. Из-за высокой стоимости внешних ресурсов сохранится давление на внутренние ресурсы.
<b>Глобальная экономическая активность</b>	В 2023-2024 годах рост мировой экономики замедлится на фоне сохранения жестких финансовых условий и геополитических кризисов, экономическая активность постепенно восстановится с 2025 года.	Эти факторы в сочетании с высокой неопределенностью и повышенными рисками будут оказывать негативное влияние на экономический рост. В частности, снизятся показатели экономического роста в ведущих странах.
<b>Экономическое положение стран – основных торговых партнеров.</b>	Перспективы экономик стран – основных торговых партнеров будут формироваться разнонаправленно. Хотя уровень цен будет стабильным в ближайшие годы, потенциал экономики несколько снизится, экономический рост будет относительно низким в 2024-2025 годах, а начиная с 2026 года он вернется на долгосрочную стабильную траекторию.	В отличие от основного сценария, риск существенного замедления экономики основных торговых партнеров выше. Экономический рост некоторых торговых партнеров может существенно замедлиться в 2024 году на фоне снижения цен на энергоносители в соответствии со снижением мирового спроса.
<b>Внешняя торговля и денежные переводы</b>	Активизация роста объемов экспорта в 2024 году усилится в 2025-2026 годах, в зависимости от динамики внешнего спроса и цен на сырье. Рост потока трансграничных денежных переводов будет формироваться в рамках его долгосрочного тренда.	Снижение внешнего спроса, нестабильность торговых партнеров и колебания цен на сырье могут оказать негативное влияние на объем экспорта нашей страны. Существует вероятность замедления потока трансграничных денежных переводов в страну.
<b>Мировые цены на сырье</b>	На фоне неопределенности в мировой экономике спрос на золото как инвестиционный актив не снизится, а его цена будет стабильной. На фоне восстановления мировой экономики будет увеличиваться спрос на нефтепродукты, и формироваться стабильный уровень цен на топливные ресурсы.	Замедление мировой экономики и высокие процентные ставки могут снизить спрос и цены на золото. Из-за замедления мирового экономического роста будет наблюдаться снижение спроса на нефтепродукты, что в свою очередь приведет к снижению цен топливных ресурсов.

**Внутренние экономические условия**

	<b>Основной сценарий</b>	<b>Альтернативный сценарий</b>
<b>Совокупный спрос</b>	<p>Высокие темпы роста доходов, потребительского кредитования и бюджетного стимулирования в экономике, наблюдавшиеся в период 2022-2023 годов, продолжат поддерживать совокупное потребление в 2024 году.</p>	<p>На фоне замедления потока денежных переводов снизятся темпы роста доходов населения, что, в свою очередь, вызовет замедление роста совокупного потребительского спроса.</p>
<b>Бюджетно-налоговая политика и бюджетный дефицит</b>	<p>Оптимизация бюджетных расходов и совершенствовании налогового администрирования создадут возможности для осуществления фискальной консолидации с 2024 года.</p> <p>Ожидается, что общий фискальный дефицит снизится до 4% к ВВП в 2024 году и до 3% в 2025-2026 годах.</p>	<p>Ухудшение внешнеэкономической ситуации и задержка структурных реформ могут снизить возможности бюджетной консолидации.</p> <p>В результате сокращение бюджетного дефицита до приемлемого уровня может занять больше времени.</p>
<b>Инвестиции</b>	<p>В результате ускорения приватизационных процессов и реформ в энергетическом секторе увеличится объем иностранных и внутренних частных инвестиций в основной капитал.</p>	<p>Внешняя неопределенность и формирование высокой премии за риск страны, замедление структурных реформы и приватизационных процессов в секторах экономики могут привести к снижению потока иностранных инвестиций. В целом может и не наблюдаться позитивных изменений в инвестиционной среде.</p>
<b>Структурные реформы</b>	<p>Структурные реформы по трансформации отраслей экономики будут активно продолжены. Процессы либерализации регулируемых цен будут доведены до логического завершения. В результате снижения роли государства в экономике и усиления конкурентной среды показатели эффективности во всех сферах повысятся.</p>	<p>Сохранение высокого уровня доли и влияния государства в отраслях экономики может препятствовать повышению экономической эффективности и тем самым негативно влиять на потенциал экономики.</p>



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

### *Внешние экономические условия*

В 2023 году денежно-кредитные условия продолжат ужесточаться на фоне формирования инфляции **выше целевого показателя в большинстве стран**. По прогнозам, рост процентных ставок в развитых странах закончится в текущем году, но ожидается, что они останутся на высоком уровне и в 2024 году.

На фоне жестких финансовых условий глобальная инфляция продолжит снижение и прогнозируется ее возвращение к долгосрочному тренду в 2025 году.

В этом случае, ведущие центральные банки чтобы не допустить развитие инфляционных процессов по **спирали**<sup>3</sup>, будут сохранять процентные ставки на высоком уровне **более длительное время**, что окажет **негативное влияние на цену низкодоходных активов**, накопленных в предыдущие периоды, и может вызвать риски для стабильности финансовой системы.

Прогнозируется, что сохранение жестких финансовых условий в 2024 году замедлит **экономический рост**, но на фоне ожиданий снижения процентных ставок **с 2025 года экономическая активность снова оживится, и показатели роста соответственно восстановятся**.

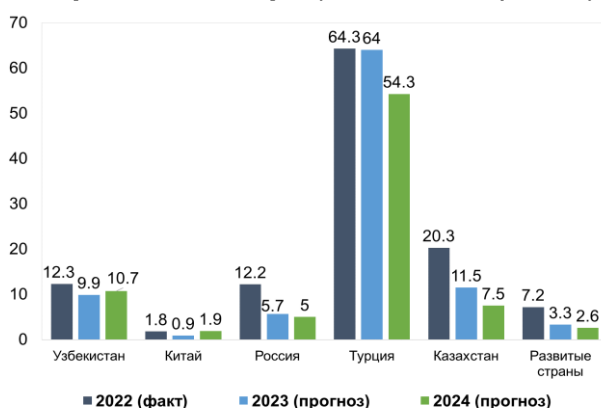
Учитывая эти факторы, Международный валютный фонд и Всемирный банк в своих октябрьских отчетах пересмотрели прогнозы уровня инфляции и показателей экономического роста стран.

Согласно обновленным прогнозам, Международный валютный фонд (МВФ) прогнозирует, что инфляция в **развитых странах** снизится до 3,3% в 2023 году и около 2,6% в 2024 году, а в **развивающихся странах** – до 8,6% в 2023 году и 6,8% в 2024 году (*рис. 2.1.1*).

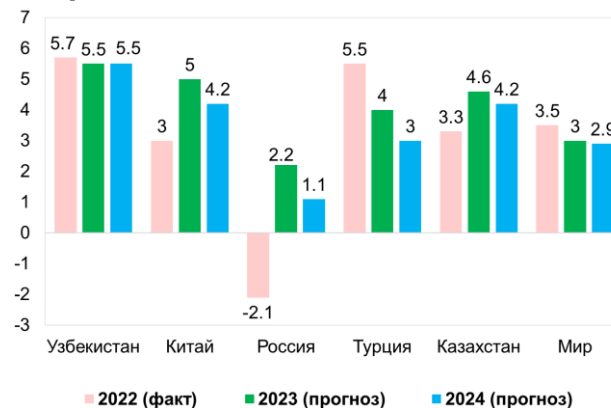
В свою очередь, МВФ ожидает, что в 2023-2024 годы мировая экономика вырастет в реальном выражении примерно на 3,0% и 2,9% соответственно.

<sup>3</sup>Под **спиральной характеристикой инфляционных процессов** понимается непрерывный процесс роста цен в экономике, в результате которого увеличение размера заработной платы приводит к дальнейшему росту цен на товары и услуги.

**Рис. 2.1.1. Прогнозы МВФ по инфляции в мире (на конец периода)**



**Рис. 2.1.2. Прогнозы МВФ по росту мировой экономики**



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики». Октябрь 2023 г.

При этом в 2024 году показатели экономического роста в развитых странах прогнозируются на уровне 3,2%, а в развивающихся странах около 4,7% (рис. 2.1.2).

В 2024 году ожидается снижение уровня инфляции в **основных торговых партнерах**. МВФ прогнозирует инфляцию на уровне 1,9% в Китае, 5% в России, 7,5% в Казахстане и 54,3% в Турции.

В то время как снижение инфляции позволяет Китаю **смягчить денежно-кредитные условия**, в связи с формированием более высокой инфляции по сравнению с целевым показателем у других торговых партнеров ожидается сохранение их **жесткого** уровня.

Вместе с тем, на фоне сохранения сложной геополитической ситуации и невозможности полного восстановления экономической активности показатели экономического роста в России и Китае прогнозируются в следующем году ниже **потенциального уровня** и составят около **1,1%** и **4,2%** соответственно.

Прогнозы цен на основное экспортное сырье (кроме золота) и прогнозируемый ниже потенциального уровень экономического роста основных торговых партнеров могут привести к некоторому замедлению роста экспорта за счет **внешнего спроса** в 2025-2026 годы.

Формирование относительно высокой **цены золота**, несмотря на повышенные процентные ставки на международных финансовых рынках и укрепление индекса доллара, объясняется сохранением

геополитических рисков и неопределенности в международной экономике.

Сокращение добычи производителями создает повышательное давление на цены нефти со стороны предложения. При этом, на фоне роста экономической активности в мире, с 2025 года ожидается высокий спрос на нефтепродукты.

В рамках основного сценария предполагается, что внешний спрос будет расти на умеренном уровне без резких изменений в ближайшие годы.

В 2024 году прогнозируется ускорение роста объемов **экспорта** в результате расширения мощностей по **производству меди** и восстановления цен на текстильную продукцию. Рост **объема экспорта без учета золота** составит около **10-12%** в 2023 году, **11-13%** в 2024 году и **10-14%** в 2025-2026 годах (*таблица 2.1.1*).

Продолжающиеся **структурные реформы** и **стимулирующая фискальная политика**, а также **экономическая активность в частном секторе** увеличили спрос на импорт и предполагается что дальнейшие темпы его роста останутся высокими. В 2023 году ожидается, что объем **импорта** увеличится на **15-17%**. В 2024-2026 годах **прогнозируются** темпы роста данного показателя на уровне **8-10%**.

В результате в среднесрочной перспективе дефицит внешнеторгового баланса в определенной степени увеличится, а **денежные переводы и иностранные инвестиции**, поступающие в нашу страну, станут одним из основных факторов покрытия этого дефицита.

После резкого роста, наблюдавшегося в прошлом году, ожидается, что объем денежных переводов, поступающих в страну, вернется к **долгосрочному тренду** и в текущем году составит около **11-11,5 млрд** долларов (*снижение на 30-35% по сравнению с показателем прошлого года*).

В 2024 году ожидается рост денежных переводов на **10-12%**, а в 2025-2026 годах - на **12-15%** ежегодно.

**Таблица 2.1.1. Прогнозы показателей макроэкономического развития по основному сценарию (годовое изменение, в %)**

Индикаторы	2022 (факт)	2023 (ожд.)	Прогнозы основного сценария		
			2024	2025	2026
Годовой уровень инфляции	12,3	9-9,5	8-9	5-6	5
Реальный рост ВВП	5,7	5,2-5,7	5,0-5,7	5-6	5,5-6,5
Расходы на конечное потребление	9.2	5-5,5	5-6	6-7	6-7,5
- домохозяйства	11.4	5-6	5-6	6-7	6-7
- органы государственного управления	1.3	1-2	1,5-2	1-2	2-3
Общий фискальный баланс (в % к ВВП)	-5,8	(-5)-(-5,5)	-4	-3	-3
Экспорт (без золота)	21,6	10-12	11-13	10-12	12-14
Импорт	20,3	15-17	10-12	9-10	8-10
Денежные переводы	2,1 р.	(-30)-(-35)	10-11	12-13	12-15
Остаток кредитных вложений	21,4	19-21	18-19	17-18	16-17

Под влиянием вышеперечисленных факторов ожидается, что отрицательное сальдо **счета текущих операций** платежного баланса составит **5,5-6,5%** к ВВП в 2024-2025 годах.

Компоненты **финансового счета**, включая иностранные кредитные линии, привлеченные банками, и прямые инвестиции, являются основными источниками покрытия дефицита счета текущих операций.

При этом в 2024 году на фоне высокой **цены внешних ресурсов** в основном ожидаются **потоки государственного внешнего долга** и **иностранных инвестиций**, а в 2025-2026 годах **снижение процентных ставок** увеличит возможности коммерческих банков и крупных предприятий привлекать ресурсы с внешних рынков.

В условиях указанных факторов и ожидаемой динамики внешнеэкономических показателей вероятность давления на курс национальной валюты невелика, что создает основу для формирования **реального эффективного курса сума** в пределах долгосрочного тренда.

### **Внутренние экономические условия**

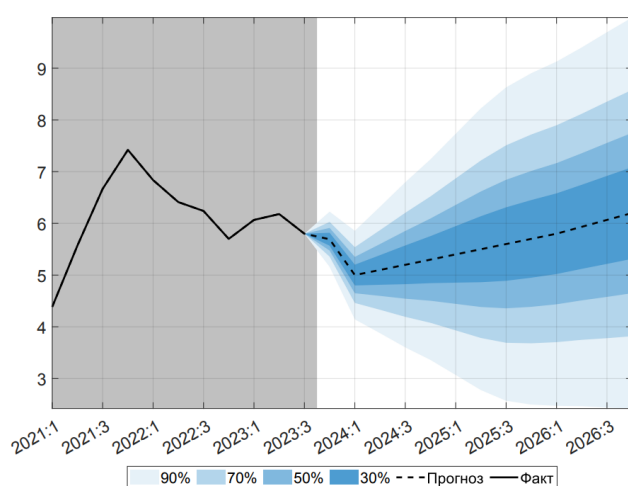
Значительные фискальные стимулы, потребительский спрос и рост частных инвестиций, наблюдаемый в 2023 году, будут продолжать поддерживать экономический рост в 2024 году.

В частности, прогнозируемый **экономический рост** в 2024 году составляет **5-5,7%** в реальном выражении, в 2025 году **5-6%** и **5,5-6,5%** в 2026 году (рис. 2.1.3).

В ближайшие годы рост **кредитных вложений в экономику** в пределах изменения номинального объема ВВП, будет положительно способствовать поддержке экономической активности.

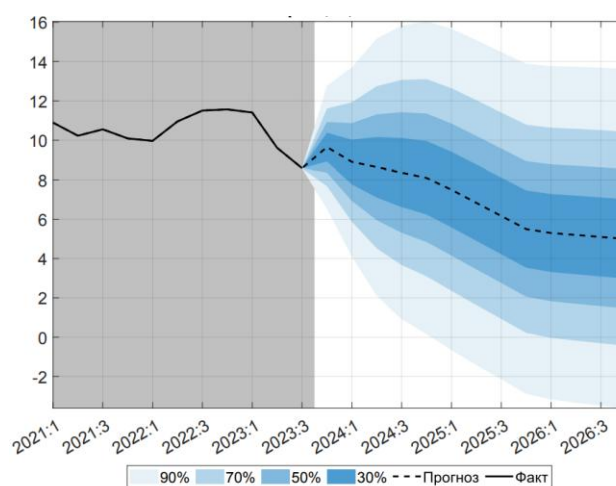
В 2024 году реальный рост расходов на **конечное потребление** прогнозируется на уровне **5-6%**, и это повлияет на формирование совокупного спроса в экономике.

**Рис. 2.1.3. Прогноз роста реального ВВП по основному сценарию**



Источник: прогнозы Центрального банка.

**Рис. 2.1.4. Прогноз инфляции по основному сценарию**



Прогнозируется, что фискальный дефицит снизится до **4%** к ВВП в 2024 году и до **3%** в 2025 году.

С 2024 года **оптимизация бюджетных расходов** создаст условия для консолидации государственного бюджета и послужит снижению давления монетарных факторов на инфляцию.

Продолжение **структурных реформ** по трансформации и развитию секторов экономики рассматривается как важное условие основного сценария. В результате снижения роли государства в экономике во всех сферах ожидаются положительные тенденции показателей эффективности.

Исходя из инфляционных процессов, сформировавшихся в истекшем периоде 2023 года, и факторов, ожидаемых в последнем квартале, прогнозируемый **уровень инфляции** по итогам года составит около **9-9,5%**.

Согласно обновленным прогнозам в рамках этого сценария, с учетом **сохранения более длительного влияния** внешних изменений, произошедших в 2022-2023 годах, и факторов, оказывающих повышающее влияние на цены внутреннего рынка, возникают основания для ожидания достижения постоянного 5% таргета инфляции **во второй половине 2025 года**.

Следует отметить, что большинство центральных банков мира также ожидают приближения инфляции к целевым показателям к концу 2025 года.

Продление периода достижения цели, в свою очередь, означает, что меры, направленные на обеспечение ценовой стабильности, должны быть **усилены** с учетом высокого давления внешнего предложения и активизации структурных реформ, которые расширят совокупный спрос.

В рамках основного сценария макроэкономического развития **уровень инфляции** на 2024 год прогнозируется около **8-9%**. Во второй половине 2025 года и 2026 году, если **не будет наблюдаться существенных внешних рисков и повышающих инфляцию факторов**, общая инфляция прогнозируется на уровне около **5%** (рис. 2.1.4).

## **Денежно-кредитная политика**

При определении денежно-кредитных условий на ближайшие годы в первую очередь учитывается прогноз инфляции, ее факторы и инфляционные ожидания.

При этом сохраняются цель Центрального банка по обеспечению **ценовой стабильности** и достижению **5% таргета** инфляции.

Снижение инфляции до уровня таргета к концу 2025 года требует от Центрального банка сохранения **относительно жестких денежно-кредитных условий до конца текущего года** и в 2024 году, а также обеспечения реальных процентных ставок на денежном рынке в районе **3-4%**.

При устойчивом снижении уровня инфляции основная ставка центрального банка может быть соответственно снижена. Возможные инфляционные риски и ожидания в предстоящий период будут тщательно изучаться и будет сохранен **«осторожный» подход** при определении денежно-кредитных условий.

Денежно-кредитные условия в текущем и следующем году также будут зависеть от **параметров фискальной политики**. Для **снижения влияния монетарных факторов** на инфляцию в ситуации сохранения бюджетных стимулов может потребоваться **дальнейшее ужесточение** денежно-кредитных условий. В противном случае стимулирующий эффект фискальной политики приведет к значительному усилению инфляционного давления за счет поддержки совокупного спроса в экономике.

После того, как уровень инфляции приблизится к целевым показателям и стабилизируется, в 2026 году появится возможность смягчить и перевести в **«нейтральную» фазу** денежно-кредитные условия.

**Состояние ликвидности банковской системы** также имеет важное значение для определения денежно-кредитных условий в среднесрочной перспективе.

Будущая динамика общей ликвидности будет формироваться под влиянием бюджетных операций, баланса спроса и предложения на внутреннем валютном рынке и потребности экономики в денежных средствах.

**По условиям основного сценария**

**Уровень инфляции**

В 2024 году инфляция прогнозируется на уровне **8-9%**. В конце 2025 года инфляция **снизится до 5% таргета**.

**Меры денежно-кредитной политики**

**Денежно-кредитные условия**

Останутся в **относительно жесткой фазе** в течение 2024 года, принимая во внимание инфляционное давление, а в конце 2025 года, когда появятся предпосылки для достижения цели по инфляции, будут переведены в **«нейтральную» фазу**.

**Процентные ставки денежного рынка**

В 2024 году ставка **UZONIA** будет на уровне **3-4%** в реальном выражении, в конце 2025 года, после приближения инфляции к целевому значению, она составит около **2-2,5%** (нейтральный уровень).

Продолжение формирования ликвидности банковской системы без профицита может быть **одним из ужесточающих факторов** денежно-кредитных условий.

При этом сохраняется роль кредитного канала в определении денежно-кредитных условий. Однако в среднесрочной перспективе ожидается сохранение высокого спроса населения на кредиты, а влияние денежно-кредитных условий на рост розничных кредитов может быть относительно умеренным.

Исходя из продолжительности высоких темпов роста потребительских кредитов могут активно применяться **меры макропруденциальной политики**. В ближайшие годы одной из важных задач станет сбалансирование темпов роста кредита и обеспечение стабильности банковской системы в целом, путем **гармоничного проведения** денежно-кредитной и макропруденциальной политики.

В будущем, перевод формирования цен топливно-энергетических ресурсов на рыночные принципы будет иметь важное значение в продолжении реформ в направлении непрерывного обеспечения населения и субъектов предпринимательства энергоресурсами,



увеличения объемов производства путем привлечения частных инвестиций в сектор.

Эти изменения положительно повлияют на условия реализации денежно-кредитной политики в среднесрочной и долгосрочной перспективе и в целом являются драйверами макроэкономической стабильности и экономического роста.

В случае внесения изменений в тарифы для розничных потребителей в 2024 году в качестве логического продолжения данных реформ, их влияние на инфляцию и другие макроэкономические показатели будет переоценено и будут **внесены** соответствующие изменения в денежно-кредитные условия.

## 2.2. Альтернативный сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика

Альтернативный сценарий макроэкономического развития был подготовлен с учетом возможного **ухудшения внешних экономических и геополитических условий и их негативного влияния на внутриэкономическую ситуацию**. Достижение целевого уровня инфляции в **5% может** быть отложено до конца 2026 года из-за ухудшения внешних условий.

### *Внешние экономические условия*

Усиление процессов глобальной экономической фрагментации будет оказывать негативное влияние на экономический рост и уровень цен в мире.

Согласно анализу МВФ, в последние годы количество **международных торговых ограничений** существенно увеличивается (рис. 2.2.1). Эти ограничения могут продлить продолжительность снижения глобальной инфляции, создавая дополнительное давление **на факторы предложения**. Это может создать повышательное давление на внутренние цены за счет **импортируемой инфляции**.

Геоэкономическая фрагментация оказывает более негативное воздействие на развивающиеся страны, чем на развитые страны. В частности, по прогнозам МВФ, предполагается, что снижение доходов в странах Африки и Азии из-за геоэкономической фрагментации будет **в два раза выше, чем в развитых странах** (рис. 2.2.2).

Продолжительная жесткость мировых финансовых условий приведет к снижению темпов роста мировой экономики по сравнению с основным сценарием за счет **негативного воздействия на экономическую активность**.

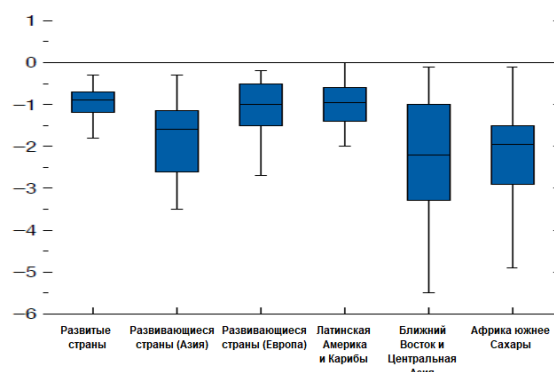
В частности, по последним прогнозам МВФ, рост мировой экономики в 2024 году **составит 2,3%**. (на 0,6 процентных пункта ниже по сравнению с основным сценарием).

В условиях альтернативного сценария будет наблюдаться **высокая неопределенность и риски** относительно перспектив экономик стран – **основных торговых партнеров**.

Рис. 2.2.1. Количество международных торговых запретов в мире



Рис. 2.2.2. Изменения реальных доходов на душу населения из-за фрагментации



Источник: расчеты МВФ.

В отличие от основного сценария, повышается риск существенного замедления экономики **России** и **Китая**.

Медленное снижение уровня инфляции в мире увеличивает вероятность сохранения мировых финансовых условий на жестком уровне в течение длительного времени. В частности, ведущие центральные банки не будут смягчать денежно-кредитные условия в случае сохранения высокой инфляции и обеспечат **высокие процентные ставки**.

В этой ситуации ожидается, что большинство стран достигнут целевого показателя инфляции в конце 2025 и в 2026 году. Это, в свою очередь, с учетом продолжительности инфляционной среды, возникшей в постпандемический период повышает риски приобретения ею **спирального характера** и негативного влияния на инфляционные ожидания.

В результате сохранится повышенная цена **иностраннных финансовых ресурсов для нашей страны**, соответственно возрастет спрос на внутренние финансовые ресурсы и конкуренция банков в этом направлении.

Замедление темпов роста мировой экономики может привести к сокращению спроса **на сырьевом рынке** и, как следствие, к снижению цен **на энергоресурсы**. В свою очередь, предполагается, что снижение цен на энергоносители окажет **негативное влияние**

на **экономический рост торговых партнеров в 2024 году**, но он восстановится с 2025 года с увеличением спроса на энергоресурсы.

Замедление мировой экономики и долгосрочное сохранение высоких процентных ставок могут оказать негативное влияние на спрос на **золото и медь** и их цены.

Снижение экономического роста в основных торговых партнерах может снизить объем **внешнего спроса на товары и услуги нашей страны**. В этом случае прогнозируется замедление роста **объема экспорта (без золота)** до **5-6%** в 2024 году и около **6-8%** в 2025-2026 годах (*таблица 2.2.1*).

Ожидается, что объем **импорта** будет расти более низкими темпами (*в среднем на 7-9% в год в течение прогнозного периода*) на фоне некоторого снижения экономической активности и умеренных доходов населения.

Также в связи с усилением санкций против России в течение прогнозного периода сохранится давление на **курс рубля**. Более низкие показатели экономического роста по сравнению с основным сценарием и более значительная девальвация рубля могут стать причиной сокращения потока трансграничных **денежных переводов из России**.

В рамках альтернативного сценария ежегодный рост объема денежных переводов прогнозируется на уровне **5-6% в 2024 году** и **7-8% в 2025-2026 годах**.

Под влиянием вышеперечисленных факторов расширится отрицательный баланс **счета текущих операций платежного баланса страны** по сравнению с основным сценарием. В **2024-2025 годах** отрицательное сальдо может достигнуть **6,5-7,5%** к ВВП.

### **Внутренние экономические условия**

При альтернативном сценарии основными факторами, определяющими внутренние экономические условия, станут ход структурных реформ в экономике и меры бюджетной и налоговой политики.

**Таблица 2.2.1. Прогнозы показателей макроэкономического развития по альтернативному сценарию (годовое изменение, в %)**

Индикаторы	Прогнозы альтернативного сценария		
	2024	2025	2026
Годовой уровень инфляции	9-10	7-8	5-6
Реальный рост ВВП	3-4	4 -4,5	5,5-6,5
Расходы на конечное потребление	3-4	5-6	5-6
- домохозяйства	3,5-4,5	5-6	6-7
- органы государственного управления	2-3	2,5-3,5	3-4
Общий фискальный баланс (к ВВП)	-5	-4	-4
Экспорт (без золота)	5-6	7-8	6-7
Импорт	7-8	8,5-9	8-9
Денежные переводы	5-6	7-8	7-8
Остаток кредитных вложений	15-16	14-15	15-16

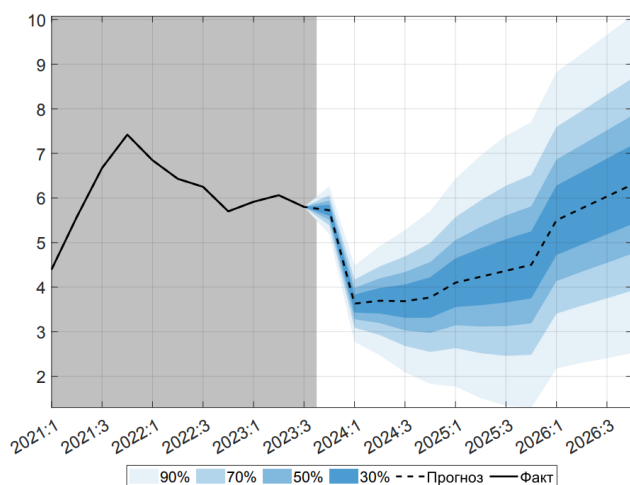
Если большинство условий, предусмотренных этим сценарием, реализуются **одновременно, реальный рост ВВП в 2024 году может быть на 1,5-2 процентных пункта ниже по сравнению с основным сценарием (рис. 1.2.3).**

В результате снижения внешних рисков и относительного смягчения финансовых условий с 2026 года восстановятся темпы **экономического роста.**

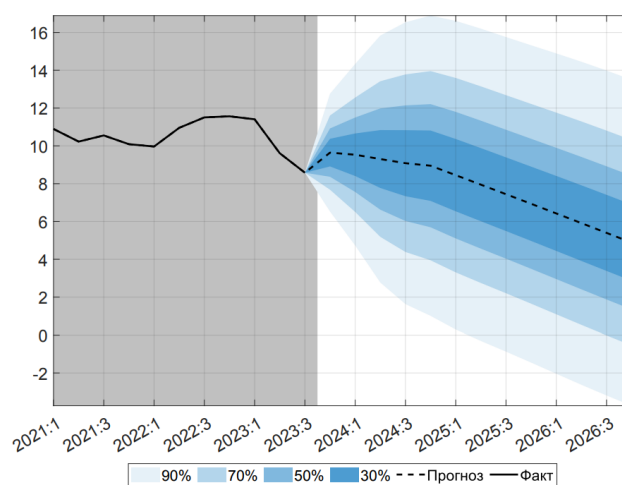
Увеличение неопределенности внешних условий, сохранение глобальной геополитической напряженности может привести к формированию более высокой премии за риск страны и уменьшению притока иностранных **инвестиций.**

В прогнозный период реальный рост **расходов на конечное потребление составит около 3-4%,** а его роль в поддержке экономического роста будет ниже, чем в основном сценарии.

**Рис. 2.2.3. Прогноз роста реального ВВП по альтернативному сценарию**



**Рис. 2.2.4. Прогноз инфляции по альтернативному сценарию**



Источник: прогнозы Центрального банка.

В 2024-2025 годах рост централизованных расходов на **поддержку экономической активности** и субсидии может потребовать переноса бюджетной консолидации на более поздний период.

Прогнозируется, что **общий фискальный дефицит** составит **около 5%** к ВВП в 2024 году и снизится **до 4%** в 2025-2026 годах. Это указывает на сохранение монетарного давления, которое повышает **уровень инфляции**.

В последующие годы из-за продолжения глобальных инфляционных процессов и воздействия импортируемой инфляции в рамках **альтернативного сценария макроэкономического развития** прогнозируется уровень инфляции **около 9-10 %** в 2024 году и **7-8 %** в 2025 году. В этом сценарии период достижения постоянного таргета может быть более поздним и соответствовать второй половине 2026 года (рис. 2.2.4).

### **Денежно-кредитная политика**

При возникновении альтернативного сценария **Центральный банк** продолжит ужесточать денежно-кредитные условия в 2024-2025 годах **для подавления инфляционных процессов и обеспечения стабильности цен**.

<b>Меры денежно-кредитной политики</b>	
<b>Денежно-кредитные условия</b>	В целях сдерживания инфляционных процессов в экономике и обеспечения ценовой стабильности в 2024-2025 годах будут обеспечены <b>жесткие денежно-кредитные условия</b> .
<b>Процентные ставки денежного рынка</b>	В 2024-2025 годах ставка <b>UZONIA</b> составит <b>4-5%</b> в реальном выражении, а после приближения инфляции к целевому уровню во второй половине 2026 года около <b>2-2,5%</b> (нейтральный уровень).

При этом основное внимание будет сосредоточено на снижении монетарных факторов инфляции с помощью **инструментов денежно-кредитной политики** и реализации **совместно с Правительством системных мер** по устранению ее немонетарных факторов.

В частности, в рамках альтернативного сценария основные инфляционные факторы возникают **со стороны предложения, а достижение стабильности цен за счет обеспечения достаточного предложения товаров и услуг в экономике является постоянной задачей**.

В свою очередь, чтобы снизить влияние монетарных факторов на инфляцию и стабилизировать ее уровень, необходимо **обеспечить жесткость денежно-кредитных условий в течение более длительного периода времени по сравнению с основным сценарием**.

В целях формирования процентных ставок на межбанковском денежном рынке **на положительном уровне в реальном выражении**, будут активизированы инструменты денежно-кредитной политики и операции по управлению ликвидностью. В этом случае может быть увеличен объем выпуска облигаций Центрального банка.

В рамках альтернативного сценария большое значение при определении денежно-кредитных условий имеет ситуация с **общей ликвидностью банковской системы**. В этом случае, хотя более высокий общий бюджетный дефицит по сравнению с основным сценарием будет означать, что в систему **будет направлено больше**

ликвидности, абсолютное влияние бюджетных операций на общую ликвидность будет зависеть от источников финансирования дефицита.

Как было сказано выше, в условиях высоких цен внешнего финансирования, спрос на **внутренние источники**, в том числе депозиты в национальной валюте, будет увеличиваться, а **реальные** процентные ставки по ним **будут высокими**, и такая ситуация будет сохраняться в течение определенного периода времени. Это послужит сбалансированию спроса на иностранную валюту, через влияние на цены активов в национальной валюте.

В условиях относительно низкой экономической активности **рост кредитов в экономику** может оказаться **несколько ниже** основного сценария.

Однако в условиях высокого спроса на **розничные кредиты** ожидается, что **изменение объема кредитов** будет пропорционально **росту номинального ВВП** даже при альтернативном сценарии.



**Вставка 2.**

**Роль бюджетно-налоговой дисциплины в обеспечении долгосрочного устойчивого роста**

В большинстве стран основными условиями проведения эффективной налогово-бюджетной политики, направленной на обеспечение инклюзивного роста, являются ее антициклический характер, высокая распределительная функция и устранение неэффективных затрат и мер.

В последние годы значительные фискальные стимулы, наблюдаемые в развитых и развивающихся странах, стали одним из основных факторов ускорения инфляционных процессов. Чувствительность инфляции к бюджетной экспансии в группе развивающихся стран (коэффициент корреляции – 43%) хотя и ниже по сравнению с развитыми странами (72%), но остается высокой (рис. 1).

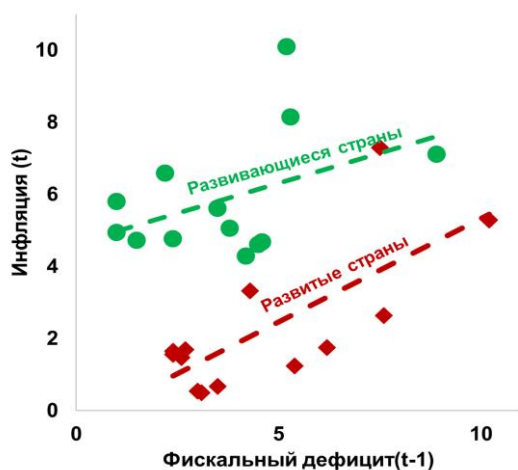
Несмотря на то, что высокие темпы экономического роста в Узбекистане в 2020-2022 годах в определенной степени увеличили доходы бюджета, дополнительные расходы на адресную социальную защиту населения существенно возросли из-за внешних воздействий. Это, в свою очередь, привело к определенному разрыву между доходами и расходами (рис. 2) и увеличению общего фискального дефицита.

В анализе, проведенном Всемирным банком по фискальной политике 148 стран мира за период 1990-2019 годов, было отмечено, что налогово-бюджетная политика Узбекистана имеет **ациклический**<sup>4</sup> характер (не привязана к экономическому циклу).

При этом, по предварительным расчетам Центрального банка, в 2019-2023 годы налогово-бюджетная политика перешла в проциклическое направление (рис. 3), создав определенную степень проинфляционного давления в экономике.

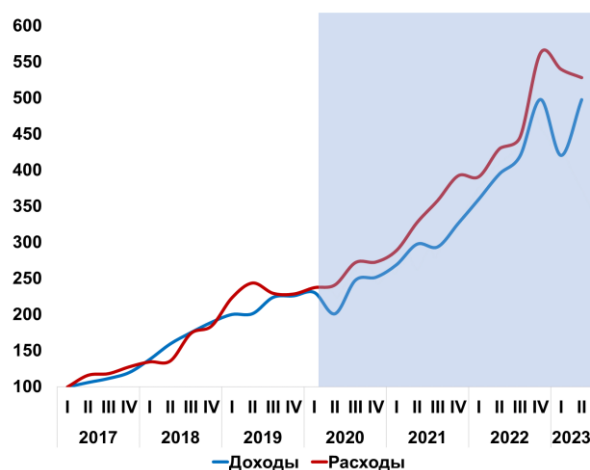
В последние годы международные финансовые институты<sup>5</sup> все чаще подчеркивают увеличение субсидий на энергоресурсы (рис. 4) как «искажающие расходы» для рыночного механизма. По оценкам Международного энергетического агентства, в 2022 году мировые энергетические субсидии удвоились по сравнению с 2021 годом и достигли 1 трлн долларов США. Субсидии подрывают бюджетную дисциплину, оказывают давление на экономический рост, увеличивают долг и создают условия для неэффективного распределения ресурсов.

**Рис. 1. Корреляция бюджетного дефицита и инфляции по группам стран в 2010-2023 годы**



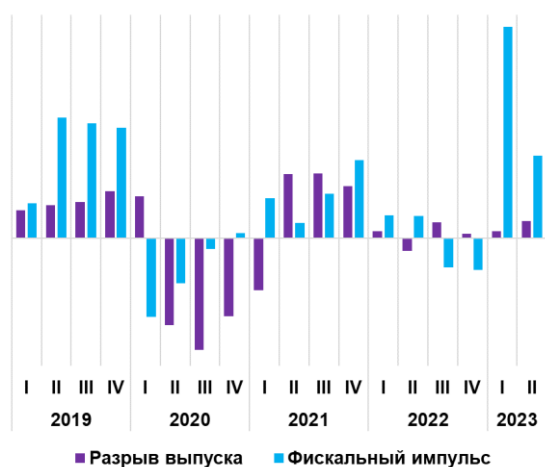
Источник: Расчеты Центрального банка на основе данных МВФ.

**Рис. 2. Сезонно скорректированные доходы и расходы бюджета (1 квартал 2017 года = 100)**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Министерства экономики и финансов.

**Рис. 3. Фискальные условия в Узбекистане**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Министерства экономики и финансов.

**Рис. 4. Объем энергетических субсидий по странам (млрд долларов США, % к ВВП)**



Источник: Международное энергетическое агентство.

**Комментарий к рисунку 3:** данные являются кумулятивными, однонаправленное представление является проциклическим, а разнонаправленное представление представляет собой антициклический характер.

Либерализация тарифов при сохранении адресной социальной поддержки является одним из важных факторов консолидации бюджета за счет сокращения субсидий на энергоресурсы на современном этапе. Сокращение дефицита бюджета до нейтрального уровня (2-3% к ВВП) и переход к антициклической фискальной политике станут основными факторами снижения инфляции в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

В международном опыте бюджетная консолидация происходит преимущественно за счет сокращения централизованных инвестиций государства, при этом текущие социальные расходы остаются неизменными.

Однако, согласно исследованиям, если централизованные инвестиции уменьшатся по отношению к государственному потреблению и уменьшится их доля в государственных расходах, консолидация бюджета<sup>6</sup> на 1% по отношению к ВВП может сократить производство на 0,5-0,7% в ближайшие три года.

При реализации бюджетной консолидации более выгодно сохранить государственные инвестиции, оказывающие долгосрочное положительное влияние на устойчивый экономический рост, а также сократить различные льготы и социальные расходы. Привлечение частных инвестиций также важно для компенсации централизованных инвестиций.

Для достижения долгосрочной бюджетной стабильности необходимо создать эффективную систему фискальных правил. В частности, основными целями бюджетных правил являются макроэкономическая стабильность, а для стран, доходы бюджета которых зависят от цен на сырье, - бюджетная стабильность и достаточное накопление буферов.

<sup>4</sup> Окупается ли контрциклическая фискальная политика? Актуальность бюджетной ацикличности. Х. Родриго Фуэнтес, Раймундо Сото, 2022 г.

<sup>5</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/08/22/IMF-Fossil-Fuel-Subsidies-Data-2023-Update-537281> .

<sup>6</sup> Рабочий документ ИБР. Эффекты выпуска бюджетной консолидации. Имеет ли значение структура расходов?

В развивающихся странах, богатых природными ресурсами, бюджетные правила играют важную роль в повышении прозрачности бюджетно-налоговой политики, снижении высокой волатильности обменного курса под влиянием экономических рисков, а также инфляционного давления по внешнему каналу.

Координация денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики имеет решающее значение в достижении таргета инфляции. Согласованные усилия по постепенному укреплению налогово-бюджетной политики с внедрением фискальных правил и ее дисциплинированная реализация послужат обеспечению макроэкономической стабильности.

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

#### 3.1. Совершенствование трансмиссии денежно-кредитной политики

Совершенствование каналов трансмиссионного механизма имеет важное значение для обеспечения эффективной передачи решений Центрального банка в экономику.

##### Процентный канал

Процентный канал считается **основным каналом** в режиме инфляционного таргетирования, а основная ставка Центрального банка является **главным инструментом денежно-кредитной политики**. Требуется дальнейшее совершенствование каждого звена процентного канала для обеспечения эффективной передачи решений по основной ставке в экономику. В частности:

а) **Операционный механизм** считается **первым звеном**, обеспечивающим передачу решений по основной ставке на денежный рынок, благодаря систематической работе по его совершенствованию в последние 3 года **повышается эффективность передачи решений на межбанковский денежный и РЕПО рынок**.

Однако для того, чтобы усилить влияние процентных ставок на долгосрочные ресурсы, необходимо внести некоторые изменения в операционный механизм.

В частности, **операции овернайт**, осуществляемые по границам процентного коридора, активны до 16:00, а в связи с тем, что **банковский расчетный день** длится до 17:00 (*в некоторые дни может быть продлен*), возможности банков в полной мере использовать эти инструменты в течение рабочего дня ограничены.

Поэтому, чтобы банки могли эффективно управлять своей ликвидностью даже **после окончания расчетного дня и выполнять установленные требования**, планируется обеспечить работу **межбанковских денежного и РЕПО рынка в течение 15 минут**, а овернайт операций Центрального банка – **30 минут** после завершения расчетного дня.

В этом случае после окончания расчетного дня коммерческие банки получат возможность **перераспределить общую ликвидность** на денежных рынках, а затем обратиться к овернайт операциям Центрального банка, что существенно повысит эффективность управления ликвидностью.

В свою очередь, Центральный банк планирует рассмотреть возможность введения «внутридневных операций кредитования» (*“intraday credit facility”*) и выдачи **беспроцентных кредитов под залог в течение дня**. Это послужит предотвращению перебоев с ликвидностью в банках и обеспечению непрерывности платежной системы.

В рамках совершенствования операционного механизма планируется **секьюритизация депозитных аукционов**, являющихся основным инструментом управления ликвидностью (в виде депозитных сертификатов или краткосрочных облигаций Центрального банка), проведение «**операций тонкой настройки**» исходя из общей ситуации с ликвидностью и развитие «**Механизма залового обеспечения**» Центрального банка.

б) **Повышение способности прогнозировать ликвидность банковской системы**. Сегодня общая ликвидность банковской системы анализируется ежедневно и прогнозируется еженедельно в разделе автономных факторов. Важно повысить точность прогнозирования для правильной настройки параметров денежно-кредитных операций.

Налажено ежедневное прогнозирование некоторых автономных факторов ликвидности с использованием модели **ARIMA** на основе данных предыдущих периодов, на сегодняшний день существует необходимость в расширении возможностей прогнозирования с использованием **развивающихся моделей искусственного интеллекта и машинного обучения** на основе больших данных («Big Data»).

В среднесрочной перспективе планируется повысить точность прогнозов за счет широкого внедрения моделей искусственного интеллекта и машинного обучения в ежедневное прогнозирование общей ликвидности банковской системы.

в) **Повышение автоматизации и активности рынка межбанковского РЕПО.** Активность на запущенном в 2022 году **рынке межбанковского РЕПО** возросла в соответствии с сокращением общей ликвидности в этом году, и на данный момент на этом рынке перераспределяется около **20-25% ликвидности между банками.**

Платформа рынка **создана самостоятельно** Республиканской валютной биржей, и ведется планомерная работа по **полной автоматизации и повышению удобства операций на ней.** В частности, поэтапно будут реализованы рекомендации, предоставленные Международным валютным фондом в рамках программы **технического содействия «Развитие рынка межбанковского РЕПО»** в апреле текущего года.

г) **Повышение эффективности процентных ставок в экономике.** Возникла необходимость внесения **ряда изменений** в целях повышения эффективности трансмиссии решений по основной ставке в рыночные процентные ставки.

В частности, недостаточное развитие **вторичного рынка государственных ценных бумаг и рынка капитала** обуславливает **относительно низкую взаимосвязь** между процентными ставками денежного рынка и процентными ставками по депозитам и кредитам, а также **высокую маржу.**

В этой связи, в среднесрочной перспективе совместно с Правительством запланировано налаживание **постоянной первичной эмиссии государственных ценных бумаг**, активизация **вторичного рынка ценных бумаг** и применение на нем элементов «реальной оценки» (*“fair valuation”*), формирование **кривой доходности ценных бумаг** и реализация **системных мер по развития финансовых рынков.**

В то же время предполагается также стимулировать внедрение банковских услуг с **плавающей процентной ставкой** при одновременном повышении эффективности процентного канала. Сегодня банки предоставляют депозитные и кредитные услуги преимущественно по **фиксированным процентным ставкам**, и тот факт, что не принимаются решения с изменением ставки в зависимости

от сроков, выражается в относительно слабом влиянии этих сегментов на формирование кривой доходности.

В этом направлении в июле 2022 года была усовершенствована **методика расчета бэнчмарк ставки «UZONIA»** для операций денежного рынка, а также на основе рекомендаций **«Рабочей группы денежного рынка»**, созданной при поддержке Европейского банка реконструкции и развития, будут приняты меры по введению банковских услуг с плавающей процентной ставкой, в том числе **межбанковских процентных свопов.**

**Вставка 3.**

**Оценка эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики**

Решения Центрального банка по основной ставке сначала передаются посредством денежно-кредитных операций на денежный и РЕПО рынки, затем в процентные ставки по банковским депозитам и кредитам, позднее отражаясь в экономических решениях населения через совокупный спрос влияют на уровень инфляции.

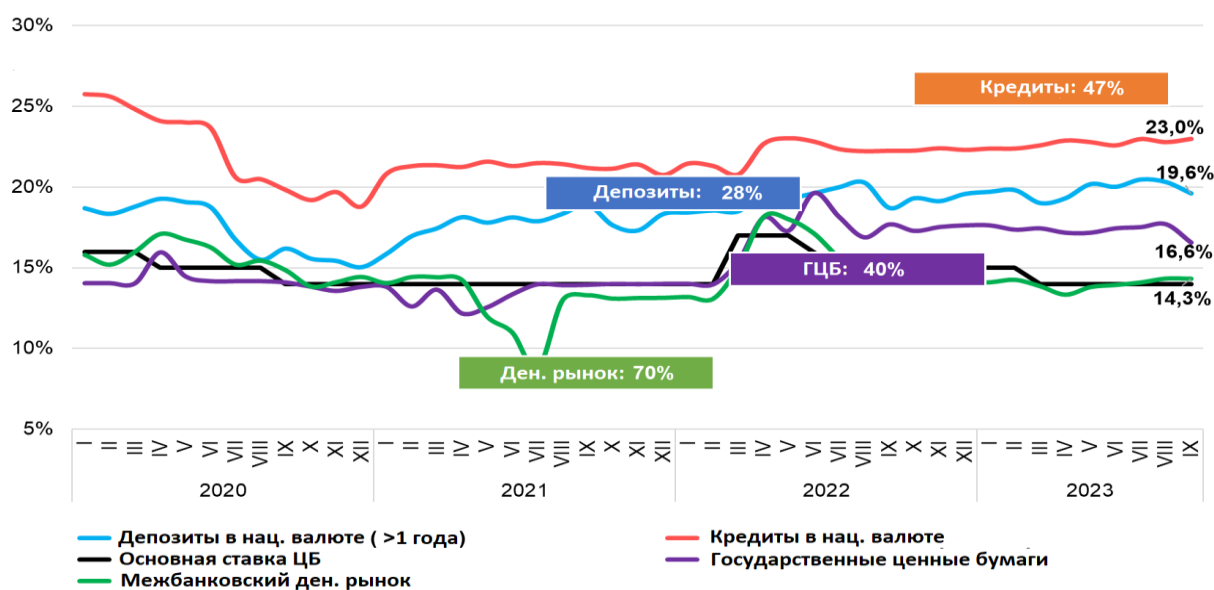
В рамках перехода денежно-кредитной политики в режим инфляционного таргетирования, за счет совершенствования набора инструментов управления ликвидностью Центрального банка, эффект от изменения основной ставки на денежный рынок существенно улучшился, а корреляция составляет около 70% (рис. 1). Влияние основной ставки на доходности государственных ценных бумаг формируется в пределах 40%, а его низкий уровень объясняется наличием ограничений на доходность ГЦБ, выпущенных в предыдущие периоды.

Также из-за недостаточного развития рынков капитала и финансовых инструментов влияние цен краткосрочной ликвидности на долгосрочные процентные ставки относительно ниже, а корреляция между основной ставкой и процентными ставками по депозитам и кредитам составляет 28% и 47% соответственно.

Эффективность трансмиссии денежно-кредитной политики в нашей стране оценили эксперты МВФ (М. Ар-Расаси и Э. Кобезон, 2022), по их расчетам, влияние основной ставки Центрального банка на процентные ставки по кредитам и депозитам в 2017-2022 годы соответственно 59% и 35%.

Влияние изменения основной ставки центрального банка на экономические показатели, в том числе совокупный потребительский спрос и уровень инфляции, происходит с **определенной временной задержкой**.

**Рис. 1. Зависимость (корреляция) процентных ставок в экономике от основной ставки Центрального банка**



Источник: Расчеты Центрального банка.



На практике и в исследованиях зарубежных стран установлено, что эта задержка составляет около **2-8 кварталов**. По этой причине решения по основной ставке принимаются на основе прогноза инфляции на следующий период, ожиданий и возможных рисков.

При этом, основная ставка влияет на **денежный рынок значительно и более быстро**, а в условиях Узбекистана изменение основной ставки **начинает влиять** на межбанковские операции овернайт **со следующего рабочего дня**. Однако переход от денежного рынка к банковским процентным ставкам по депозитным и кредитным услугам обычно происходит несколько медленнее. В частности, в нынешних условиях, когда **финансовые рынки и альтернативные инструменты недостаточно развиты**, влияние изменения процентных ставок будет проявляться достаточно медленно.

В этой связи следует подчеркнуть, что эмиссия **государственных ценных бумаг** постоянно увеличивается, а увеличение активности **рынка межбанковского РЕПО** положительно влияет на формирование цен долгосрочной ликвидности и повышает **эффективность трансмиссии процентных ставок**.

### Канал обменного курса

В странах, где трансграничное движение капитала полностью свободно и финансовые рынки достаточно развиты, **канал обменного курса** играет важную роль в трансмиссии денежно-кредитной политики.

В частности, степень свободы движения капитала в малых открытых экономиках снижает **возможность независимого определения процентной ставки**. Потому что ситуация с **движением капитала** после изменения Центральным банком процентной ставки ослабляет передачу решений по ставке.

Влияние валютного канала на экономические процессы в основном происходит за счет определения **конкурентоспособности товаров и услуг** местного производства, тем самым определяя объемы **экспорта и импорта**. В частности, если **реальное укрепление обменного курса** становится важным балансиrom экономического роста и **снижает инфляцию за счет увеличения импорта**, то **реальное снижение обменного курса** поддерживает активность за счет увеличения спроса на экспорт.

Следует отметить, что **реальный эффективный обменный курс сума** в последние 3-4 года укрепляется. **Инфляционные и девальвационные процессы**, наблюдаемые в основных торговых

партнерах, являются одним из основных факторов, влияющих на укрепление сума в реальном выражении.

Учитывая будущую тенденцию поступлений иностранной валюты в виде экспортных выручки иностранных инвестиций, денежных переводов и потоков капитала, ожидается, что сум **в определенной степени укрепитя** в реальном выражении в среднесрочной перспективе. Это соответствует задачам обеспечения **относительно жестких** денежно-кредитных условий, направленных на снижение уровня инфляции.

Формирование обменного курса в **свободно плавающем режиме** в условиях Узбекистана расширяет возможности **проведения независимой денежно-кредитной политики** через процентный канал.

В свою очередь, **влияние канала обменного курса на инфляцию** велико, что объясняется главным образом значимостью **девальвационных ожиданий в общих инфляционных ожиданиях населения и значительной долей импортных товаров в потребительской корзине.**

Согласно недавним оценкам Центрального банка, общее долгосрочное влияние **1%** изменения обменного курса на **базовую инфляцию** составляет **0,2%**, с относительно высоким влиянием на **базовые цены продовольственных товаров (0,33%).**

В среднесрочном периоде основным направлением повышения эффективности валютного канала является дальнейшее расширение условий формирования обменного курса **в режиме свободного плавания** и повышение роли участников рынка **в формировании валютного курса.**

Свободное формирование обменного курса на основе ожиданий участников рынка имеет значение для **смягчения внешних рисков, минимизирует давление на золотовалютные резервы страны и служит снижению эффекта переноса в инфляцию.** При этом интервенции Центрального банка на внутреннем валютном рынке осуществляются только в рамках **«принципа нейтральности золотовалютных резервов» с целью предотвращения резких колебаний обменного курса.**

Также в среднесрочной перспективе ставится цель по **постепенной либерализации движения капитала**, ожидается, что участие **нерезидентов** на рынке государственных ценных бумаг начнется в 2024 году. Увеличение притока капитала в страну, с одной стороны, **укрепит обменный курс** за счет увеличения предложения валюты, но с другой, повысит риски оттока этого капитала в **кризисных и шоковых ситуациях**.

Поэтому процесс либерализации движения капитала требует **внимательного подхода** и, прежде всего, создания условий для **притока долгосрочного стабильного капитала**. Это, в свою очередь, создает условия для снижения негативного влияния краткосрочного **спекулятивного движения капитала на макроэкономическую стабильность**.

Кроме того, планируется повысить **активность межбанковского рынка валютных фьючерсов**, запущенного в октябре 2022 года, и еще больше расширить возможности банков по управлению **валютными рисками**.

Активная работа этого рынка позволит коммерческим банкам осуществлять со своими клиентами **валютные форвардные и своп-операции**. В результате юридические лица со **сравнительно высокими дисбалансами валютной позиции** смогут сохранять стабильность своей деятельности даже в условиях **возможных внешних шоков**, управляя **вероятными рисками**, связанными с обменным курсом.

### **Кредитный канал**

В кредитном канале трансмиссионного механизма центральное значение приобрела **способность банков выделять кредиты** и формировать источники, и в этом году банки в основном опирались на внутренние источники, в результате чего конкуренция на депозитном рынке возросла.

В условиях глобальных инфляционных процессов ожидается, что внешние финансовые условия останутся жесткими в течение длительного времени, а спрос на внутренние ресурсы в ближайшие годы увеличится. При этом в связи с нормами валютной позиции банков

приоритетным становится выделение кредитов в национальной валюте, а долларизация кредитов снижается.

В ближайшие годы будут приняты скоординированные меры по снижению **долларизации кредитов**, постепенному отказу от практики **льготного кредитования**, обеспечению соответствия роста кредитных вложений **росту номинального ВВП**. Это послужит **улучшению трансмиссии** решений по денежно-кредитной политике и снижению влияния **монетарных факторов на инфляцию**.

**Вставка 4.**

**Факторы ограничивающие эффективность денежно-кредитной политики**

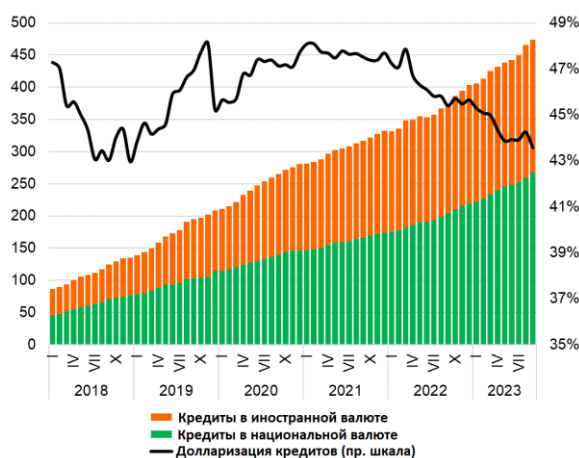
Эффективность денежно-кредитной политики связана с передачей принимаемых решений в экономические процессы и, в конечном итоге, в уровень инфляции. В режиме таргетирования инфляции главным инструментом денежно-кредитной политики является основная ставка Центрального банка, решения, принимаемые по ней, служат для регулирования цены краткосрочной ликвидности в национальной валюте посредством денежных операций, а долгосрочных активов - посредством изменения процентных ставок по депозитам в будущих периодах.

С одной стороны, эффективность денежно-кредитной политики ограничена низким уровнем влияния процентных ставок денежного рынка на формировании цен активов из-за недостаточного развития финансового посредничества, с другой стороны, на нее влияют такие причины как высокая долларизация депозитов, кредитов и обязательств в банковской системе, практика льготного кредитования и незаякоренные инфляционные ожидания.

Высокий уровень долларизации негативно влияет на достижение целей денежно-кредитной и валютной политики и ее эффективность. В частности, реализация в экономике определенной части сделок и договоров в иностранной валюте оказывает негативное влияние на процентный канал трансмиссии денежно-кредитной политики и усиливает влияние валютного курса на инфляцию. Кроме того, финансовая долларизация оказывает негативное влияние на финансовую стабильность из-за высокого кредитного риска и риска ликвидности.

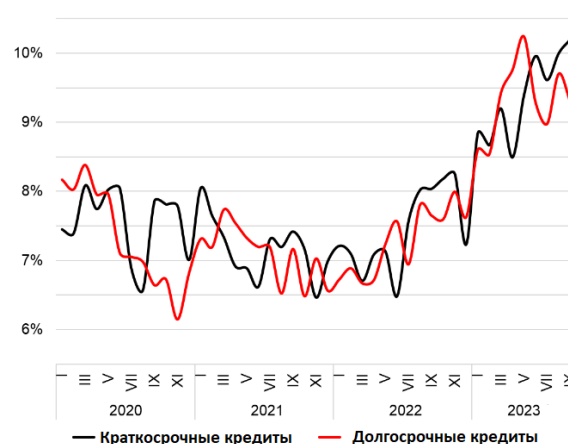
Уровень финансовой долларизации в Узбекистане, как и в большинстве стран СНГ сформировался высоким, но он снижается под влиянием проводимой в последние годы денежно-кредитной и фискальной политики (рис. 1).

**Рис. 1. Динамика долларизации кредитов**



Источник: Расчеты Центрального банка.

**Рис. 2. Процентные ставки по кредитам в иностранной валюте**



В частности, коммерческими банками в 2018-2021 годах активно привлекались внешние кредитные линии, в связи с широким использованием внешних источников для финансовой поддержке структурных изменений, и проектов, реализуемых в переходный период экономики, а также низкими мировыми процентными ставками.

Однако в ответ на высокий уровень мировой инфляции, начиная со второй половины 2022 года, цена внешних ресурсов растет за счет значительного повышения основных процентных ставок ведущими странами (рис. 2), и возможности банков по привлечению внешних кредитных линий снижаются.

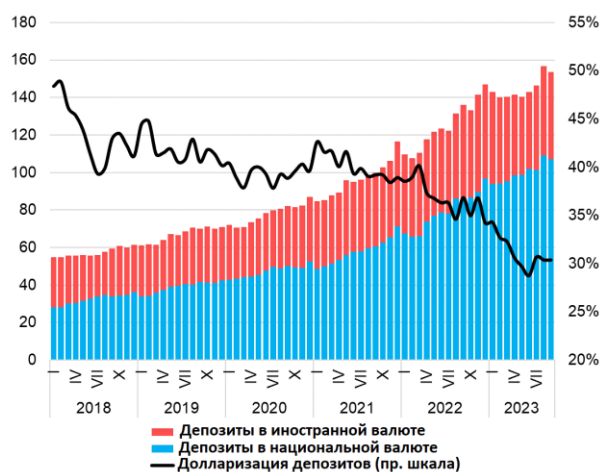
В результате долларизация кредитов снизилась с 47,7% в декабре 2021 года до 43,6% к сентябрю текущего года. При этом в ближайшие годы ожидается дальнейшее снижение долларизации кредитов в связи с тем, что цена внешних финансовых ресурсов остается высокой, а ограничения на открытые валютные позиции снижают возможности банков предоставлять кредиты в иностранной валюте по доступной цене за счет внутренних ресурсов.

Существование асимметрии между девальвацией обменного курса и ожиданиями в экономике обусловило формирование высокой долларизации депозитов (в среднем 40-42% в 2018-2021 годах) на многие годы (рис. 3).

В последние годы формирование высоких положительных реальных процентных ставок по срочным депозитам в национальной валюте обусловленное обеспечением относительно жестких денежно-кредитных условий, а также положительная разница ставок срочных депозитов в сумах с девальвацией обменного курса (рис. 4) благоприятно повлияли на настроение хранить сбережения в сумах.

В результате долларизация депозитов снизилась с 38,9% на конец 2021 года до 30,4% на 1 октября 2023 года, в том числе долларизация вкладов населения до 22,3%.

**Рис. 3. Динамика долларизации депозитов**



**Рис. 4. Сравнительная доходность срочных вкладов в национальной и иностранной валюте**



Источник: Расчеты Центрального банка.

В дальнейшем сохранение положительных процентных ставок в реальном выражении, ожидаемое стабильное формирование валютного курса и высокий спрос на внутренние ресурсы в банковской системе будут способствовать высоким темпам увеличения депозитов в национальной валюте и дальнейшему снижению долларизации депозитов.

Еще одним важным фактором, ограничивающим эффективность денежно-кредитной политики, является практика льготного кредитования.

Льготный кредиты – это кредиты в национальной валюте по основной ставке Центрального банка или ниже и в иностранной валюте за счет средств, привлеченных на основе государственных гарантий.

В настоящее время ведется работа по постепенному переводу на рыночные принципы операций льготного кредитования в рамках различных государственных программ нацеленных на повышение уровня жизни населения, поддержку его идей малого бизнеса и финансирования инвестиционных проектов.

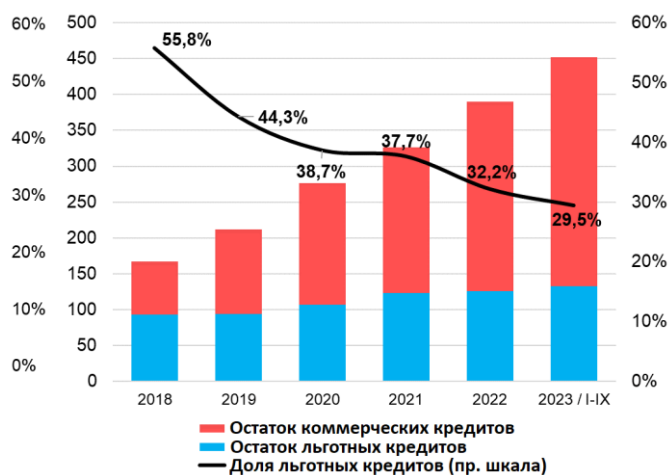
Хотя доля льготных кредитов в рамках этих мер снижается с каждым годом, она остается относительно высокой. В частности, доля льготных кредитов в объеме выданных кредитов снизилась с 49,1% в 2018 году до 17,5% за 9 месяцев текущего года, а доля льготных кредитов в общем объеме кредитных остатков снизилась с 55,8% на конец 2018 года до 29,5% на 1 октября т.г. (рис. 5-6).

В целом актуальность продолжения мер по снижению инфляции, поддержанию положительных реальных процентных ставок в национальной валюте, реализации системных мер по развитию рынков капитала и альтернативных инструментов сбережений в целях повышения эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики сохранится и в ближайшие годы.

**Рис. 5. Доля льготных кредитов в выданных кредитах**



**Рис. 6. Доля льготных кредитов в остатке кредитов**



Источник: Расчеты Центрального банка.

### 3.2. Направления развития аналитического и прогнозного потенциала Центрального банка

**Принимая решения** по макроэкономической политике, центральные банки используют широкий спектр данных и полагаются на глубокий и актуальный эмпирический анализ. Они применяют инструменты моделирования и прогнозирования для анализа фундаментальных факторов изменений в экономике и постоянно их совершенствует.

Это связано, прежде всего, с различными изменениями и шоками в экономике, что требует от центрального банка правильного моделирования этих факторов при подготовке прогнозов и готовности постоянно оценивать экономические параметры.

Сегодня при анализе и прогнозировании экономических показателей расширяется использование моделей искусственного интеллекта (AI) и машинного обучения (ML) на основе Big Data (больших данных). Это побуждает Центральный банк рассматривать возможности развития на основе инноваций в этой области моделирования и прогнозирования.

Поэтому Центральный банк всегда активно работает над разработкой плана по совершенствованию своего аналитического и прогнозного потенциала на ближайшие годы с учетом **новых условий**.

**Основная цель** – принятие комплексно обоснованных решений в области денежно-кредитной политики Центрального банка и повышение влияния этих решений на другие области и показатели экономики.

Для мониторинга, анализа и прогнозирования внутренних и внешних макроэкономических показателей важно постоянно повышать квалификацию сотрудников, регулярно отслеживать основные экономические показатели, разрабатывать сценарии развития национальной экономики и использовать соответствующие модели, позволяющие точно отражать основные макроэкономические взаимосвязи при составлении прогнозов по ним.

В настоящее время в процессах макроэкономического анализа и прогнозирования используется ряд групп моделей. В частности, **интегрированная модель авторегрессии с скользящей средней (ARIMA)**, модели **байесовской векторной авторегрессии (BVAR)** для краткосрочного прогнозирования инфляции, **модели квартального**



**прогнозирования (QPM)** для среднесрочного прогнозирования, **макромодель** прогнозирующая макроэкономические показатели по результатам моделей QPM и на основе взаимосвязей финансового программирования. Для прогнозирования реального роста валового внутреннего продукта в краткосрочные периоды используются **многофакторные регрессионные модели (DFM, VAR и ARDL)**.

В 2023 году будет активно продолжена разработка **динамической стохастической модели общего равновесия (DSGE)**, позволяющей **оценивать макроэкономические решения и изучать влияние структурных изменений и реформ на экономическое развитие**. В следующем году будет продолжен следующий этап разработки этой модели и начнется ее практическое применение.

Также в сотрудничестве с зарубежными центральными банками планируется расширить диапазон моделей оценки и краткосрочного прогнозирования инфляции на основе данных онлайн-системы (**e-CPI**).

Кроме того, в сотрудничестве с международными консалтинговыми компаниями в целях повышения аналитического и прогнозного потенциала и **расширения спектра эконометрических моделей для макроэкономического прогнозирования** на ближайшие годы предусматривается:

широкое использование методов **отклонения дисперсии и среднего** в анализе инфляции;

разработка прогнозов **e-cpi** на основе результатов **машинного обучения и онлайн-наблюдений** ;

***Машинное обучение (machine learning)** - это способ обучения компьютерных программ самостоятельно решать поставленные задачи на основе использования доступных данных. Преимущество этого подхода в том, что он позволяет делать более точные прогнозы, с использованием больших баз данных.*

реализация прогнозов инфляции на основе методов и моделей **RLS (restricted least squares)** и **VECM (vector error correction model)**;

***RLS (restricted least squares)** - это метод определения значений параметров в уравнениях регрессии, который позволяет учесть заранее известную информацию или задать ограничения при оценке. Применение этого метода повышает точность и надежность расчетов. С помощью метода RLS можно достичь соблюдения данных ограничений при одновременной минимизации суммы квадратов ошибок.*

**VECM (vector error correction model)** - специальный вид модели векторной авторегрессии, в которой при оценке параметров модели добавляется переменная коррекции ошибок. Преимущество этого метода перед традиционными состоит в том, что он позволяет ослабить требование стационарности анализируемого временного ряда, которое является одним из необходимых условий оценки, то есть дает возможность оценить степень зависимости переменных имеющих коинтеграцию.

разработка прогнозов ВВП на основе моделей **MIDAS** (mixed-data sampling) и **FAMIDAS** (factor augmented mixed-data sampling).

**Регрессии MIDAS (mixed-data sampling) и FAMIDAS (factor augmented mixed-data sampling)** – это методы прямого прогнозирования, которые позволяют соотносить будущие низкочастотные данные с текущими и запаздывающими высокочастотными показателями и разрабатывать различные модели прогнозирования для каждого горизонта прогнозирования. Они позволяют гибко работать с выборочными данными разных частот и напрямую прогнозировать низкочастотную переменную. В частности, они включают каждый отдельный высокочастотный показатель регрессии, что позволяет избежать проблем потери потенциально полезной информации и неправильной спецификации.

### 3.3. Меры по повышению эффективности коммуникации в области денежно-кредитной политики

Учитывая высокую **значимость коммуникационной политики** при проведении денежно-кредитной политики Центрального банка в режиме инфляционного таргетирования, особое внимание в ближайшие годы будет уделяться **повышению прозрачности и эффективности денежно-кредитных коммуникаций**.

В этом направлении **основной целью** является эффективное влияние на **инфляционные и макроэкономические ожидания** хозяйствующих субъектов, в том числе участников рынка, путем доведения до широкой общественности решений, анализа и прогнозов по денежно-кредитной политике.

Эффективность коммуникаций денежно-кредитной политики служит формированию **рациональных инфляционных ожиданий** в экономике. **Рациональные ожидания** - предполагают, что экономические агенты принимают решения на основе **наилучшей (правильной) доступной информации** и делают выводы на основе ожидаемых тенденций.

Для развития коммуникации в области денежно-кредитной политики привлекаются программы технической содействия со стороны международных финансовых организаций и иностранных центральных банков. В частности, в рамках технической помощи, предоставляемой сегодня со стороны Европейского банка реконструкции и развития планируется:

применение **передового зарубежного опыта** в сфере коммуникации денежно-кредитной политики;

**подача предварительных сигналов** о возможных будущих решениях (*“forward guidance”*);

**экспертная оценка** инструментов и каналов коммуникации, совершенствование механизмов **оценки эффективности коммуникации**.

В целом совершенствование и повышение эффективности коммуникаций денежно-кредитной политики осуществляется **по следующим направлениям:**

## 1. Повышение грамотности и информированности населения по вопросам денежно-кредитной политики.

Формирование инфляционных и макроэкономических ожиданий во многом зависит от уровня **информированности о денежно-кредитной политике**. В целях повышения уровня информированности на официальных страницах Центрального банка активизируется **регулярное** размещение инфографики, аналитических комментариев, исследований, видеороликов и других материалов по темам, связанным с денежно-кредитной политикой.

Исходя из требований времени, планируется **увеличить количество видеоконтента**, обеспечить участие Центрального банка в пресс-клубах и дискуссиях, организуемых на экономические темы, а также организовать семинары о проводимой работе в сфере денежно-кредитной политики **в высших учебных заведениях и образовательных учреждениях**.

**Своевременное** информирование хозяйствующих субъектов об изменениях и принятых решениях в денежно-кредитной сфере (*не отклоняясь от периода актуальности вопроса*) остается одним из **стратегических принципов**.

## 2. Совершенствование инструментов коммуникаций, отвечающих интересам и потребностям целевых аудиторий.

Пользователи коммуникаций денежно-кредитной политики Центрального банка относятся к **различным категориям**, и с учетом их навыков и информационных потребностей целью является **их разделение на целевые группы** и использование соответствующих инструментов коммуникации.

В частности, **участники финансового рынка и представители образовательных учреждений** обладают разными навыками, и потребности первой группы Центральный банк планирует удовлетворить за счет **повышения прозрачности статистических показателей** и публикации **масштабных анализов**, а потребности второй группы за счет **инфографик и видеокomentarиев**.

В этом направлении будут усовершенствованы **инструменты коммуникации** денежно-кредитной политики, в том числе пресс-релизы по рассмотрению основной ставки, обзоры и основные

направлениям денежно-кредитной политики, анализ по инфляционным ожиданиям и другие углубленные макроэкономические исследования на основе **уровня понимания целевой аудитории, и не будет допускаться асимметрия информации.**

В частности, **самая важная и срочная информация**, включая решения Центрального банка по основной ставке и пресс-релизы в дальнейшем будет анонсироваться **одновременно по всем каналам связи на 3-х языках (узбекский, русский и английский).**

В развитии **каналов связи** будет налажен постоянный обмен информацией с информационными посредниками, в том числе **представителями СМИ**, также предусматривается широкое содействие освещению тем, связанных с денежно-кредитной политикой, для широкой общественности, улучшение навигации официального сайта Центрального и превращение его в основной источник информации.

### **3. Повышение качества публикуемых обзоров и расширение сфер анализа**

В целях повышения **качества публикуемых материалов** в области денежно-кредитной политики особое внимание уделяется повышению **аналитического и прогнозного потенциала** путем обеспечения постоянного участия профильных экспертов **в семинарах и учебных курсах**, организуемых международными финансовыми институтами и зарубежными центральными банками.

В частности, реализация **«Модели общего равновесия (DSGE) для экономики Узбекистана»** послужит **расширению сферы исследований, обоснованию** экспертных мнений с использованием модели, а также **обогащению** аналитических материалов, представляемых общественности.

Вместе с тем, **каждый материал**, публикуемый в сфере денежно-кредитной политики совершенствуется **с аналитической и критической точки зрения** с участием опытных экспертов в рамках миссии технической помощи ЕБРР.

#### 4. Разработка коммуникационной дисциплины и графика публикаций.

Вопрос **повышения осведомленности** о денежно-кредитной политике и подотчетности Центрального банка в этом направлении порождает необходимость **соблюдения коммуникационной дисциплины и публикации всей информации по заранее установленному графику.**

В этом случае своевременное представление ожидаемой информации участникам рынка поможет им **принять рациональное решение** и тем самым **улучшить трансмиссию денежно-кредитной политики.**

Сегодня существует **«календарь публикаций»** объявления **статистических показателей**, и этот механизм планируется внедрить для всех материалов (*комментариев, аналитических данных и инфографики*), публикуемых **в сфере денежно-кредитной политики.** Раздел **«Денежно-кредитная политика»** официального сайта Центрального банка переработан и обновлен на всех 3-х языках.

В целом Центральный банк **в среднесрочной перспективе** будет активно продолжать работу по усилению коммуникаций денежно-кредитной политики, повышению ее прозрачности и тем самым **сдерживанию инфляционных ожиданий.**

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Приложение 1.

#### График заседаний Правления Центрального банка Республики Узбекистан по рассмотрению основной ставки в 2024 году

В 2024 году заседания Правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки пройдут по следующему графику:

- 25 января;
- 14 марта;
- 25 апреля;
- 13 июня;
- 25 июля;
- 12 сентября;
- 24 октября;
- 12 декабря.

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

Также по итогам заседаний Правления 25 января, 25 апреля, 25 июля и 24 октября состоится пресс-конференция с участием руководства Центрального банка и будет опубликован «Обзор денежно-кредитной политики».

Приложение 2.

## Тенденции на рынке труда: влияние роста заработной платы и производительности труда на инфляцию

Изменения конъюнктуры рынка труда считаются одним из важных факторов, которые могут повлиять на уровень цен в экономике. Согласно экономической теории, рост заработной платы может привести к увеличению доходов и совокупного потребления населения и, как следствие, к росту потребительских цен из-за задержки обеспечения соответствующего предложения.

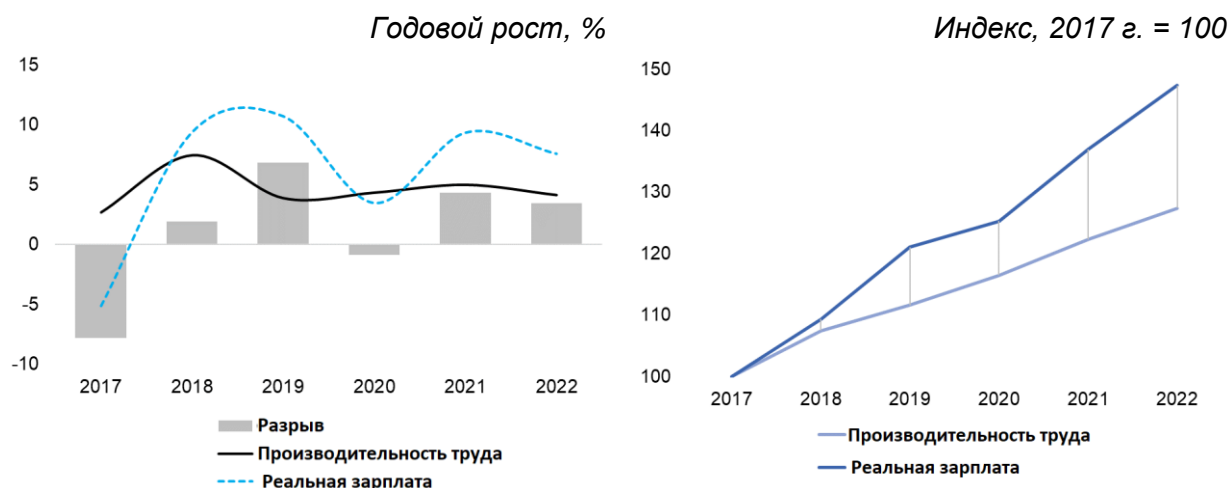
На практике не всегда наблюдается связь между заработной платой и ценами. Одна из причин этого заключается в том, что производительность труда<sup>7</sup> растет такими же или более высокими темпами, чем затраты на рабочую силу.

Согласно исследованиям, если рост реальной заработной платы происходит за счет «адекватного» повышения производительности труда, то это изменение почти не влияет на цены, то есть более высокие ежемесячные затраты в обмен на соответствующее повышение выпуска не увеличивают себестоимость единицы продукции<sup>8</sup>.

С другой стороны, если рост заработной платы превышает рост производительности труда, может возникнуть инфляция спроса и предложения из-за увеличения издержек и увеличения потребительского спроса.

В рамках исследования проанализированы производительность труда, реальная заработная плата и затраты на рабочую силу за 2017-2022 годы.

**Рис. 1. Производительность труда и динамика реальной заработной платы**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства по статистике.

<sup>7</sup>Производительность труда – показатель, выражающий эффективность трудовых ресурсов, используемых при производстве продукции. Он измеряет, сколько единиц продукции производится на одного работника или за отработанный час.

<sup>8</sup>Хесс Грегори Д. и Швейцер Марк. Вызывает ли рост заработной платы инфляцию цен? (апрель 2000 г.). Документ для обсуждения политики № 1 ФРБ Кливленда.



Результаты показывают, что производительность труда растет в среднем на 4-4,5% в год, а реальная зарплата населения – на 6-7%.

Рост реальных зарплат превышает производительность труда, и разрыв между ними увеличивается. Эта разница была более выражена в 2018–2019 и 2021–2022 годах (рис. 1).

По оценкам, с начала 2017 года по конец 2022 года реальные зарплат населения выросли в общей сложности на 47%, а производительность труда выросла на 27%, а разница между ними достигла 20%.

Увеличение разницы проявилось в увеличении затрат на рабочую силу. По анализу компонентов видно, что средняя заработная плата значительно выросла за счет увеличения месячной заработной платы (рис. 2).

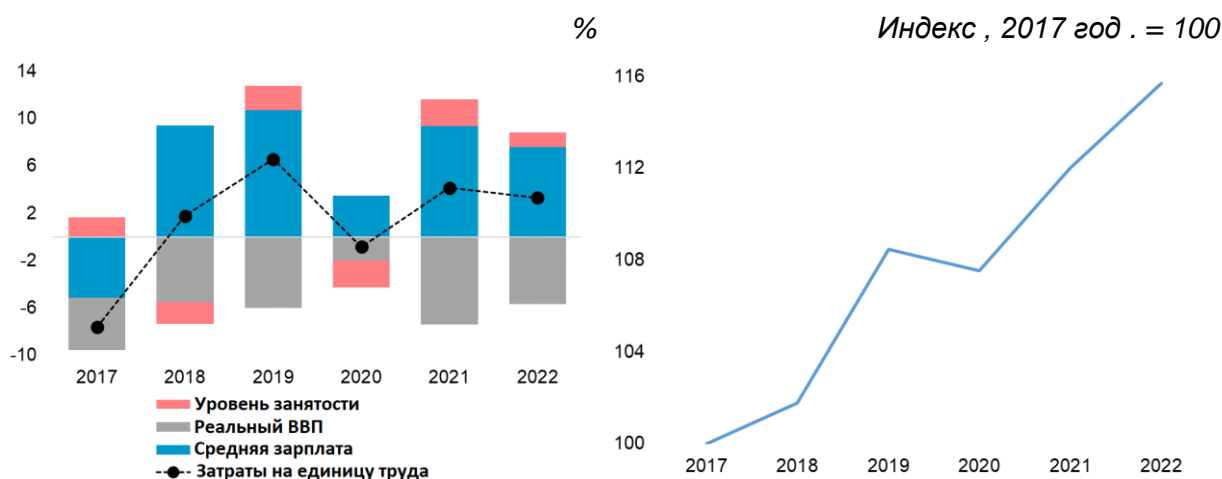
### Количественное влияние повышения среднемесячной заработной платы на общую инфляцию

Анализ связи среднемесячной заработной платы с общей инфляцией показывает, что между этими двумя показателями существует положительная связь (рис. 3-4).

Анализ основан на исследовании, проведенном Моханти и Марком Клафом (2001) с целью количественной оценки влияния факторов спроса и предложения на инфляцию в развивающихся странах<sup>9</sup>.

В данном исследовании для учета влияния факторов спроса использовались показатели разрыва ВВП и денежной массы, а также изменения средней заработной платы.

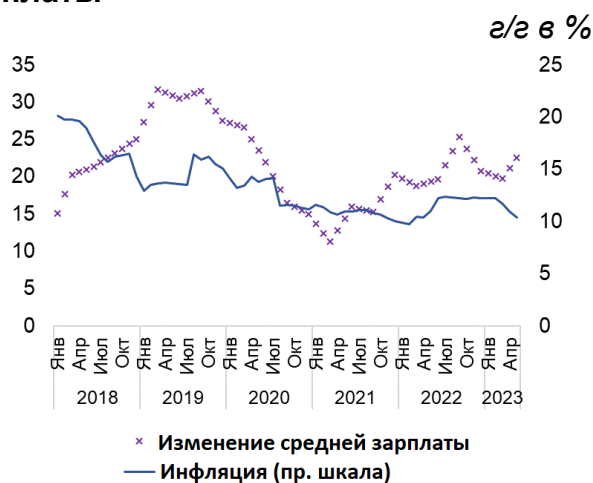
**Рис. 2. Динамика затрат на единицу труда**



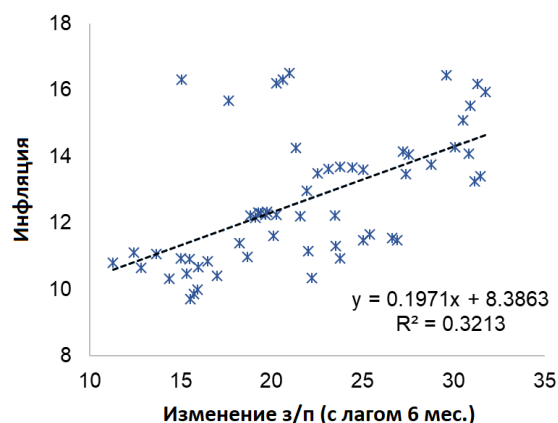
Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства по статистике.

<sup>9</sup>Моханти и Марк Клау, *Аспекты моделирования инфляционного процесса и механизма денежной трансмиссии в странах с формирующимся рынком: Что определяет инфляцию в странах с развивающейся рыночной экономикой?* 8-е изд. (Банк международных расчетов, 2001), 1-38.

**Рис. 3. Динамика общей инфляции и изменения средней заработной платы**



**Рис. 4. Корреляция общей инфляции и изменения средней заработной платы**



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Агентства по статистике.

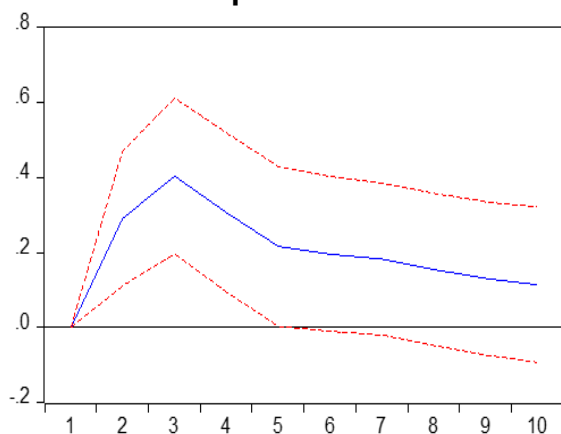
Изменения обменного курса, индекс мировых цен на продовольствие и индекс цен производителей были включены в уравнения модели для оценки влияния импортируемой инфляции и затрат на себестоимость, вызванных факторами предложения.

Результаты показывают, что повышение средней заработной платы на 1% может привести к ускорению общей инфляции на 0,21-0,28 процентных пункта в ближайшие три месяца и на 0,29 процентных пункта в течение года.

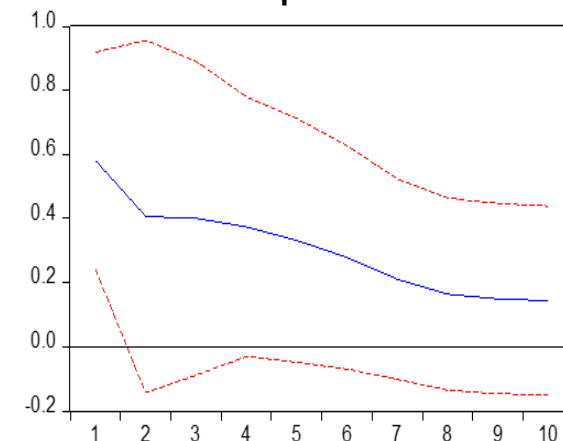
Также рост средней заработной платы вызовет увеличение себестоимости продукции наряду с факторами общей инфляцию (рис. 6).

Сегодня тот факт, что доходы населения растут высокими темпами в условиях недостаточной сформированности факторов предложения, позволяет предположить, что инфляционное давление сохранится в экономике в течение более длительного периода времени.

**Рис. 5. Реакция общей инфляции на повышение заработной платы**



**Рис. 6. Реакция цен производителей на повышение заработной платы**



Источник: расчеты Центрального банка.

В этом случае улучшение факторов предложения во многом будет зависеть от роста производства и производительности труда, а также от эффективности проводимых структурных реформ по развитию конкурентной среды на потребительских рынках.

## Риски, связанные с рынком розничного кредитования и ростом долговой нагрузки

В последние годы в связи с процессами либерализации в экономике и ростом популярности финансовых услуг наблюдались высокие темпы роста кредитных вложений. При этом объем кредитов, выделяемых населению, увеличивался в среднем на 48,2% ежегодно в 2019-2023 годах, внося высокий вклад в рост кредитных вложений в экономику (рис. 1).

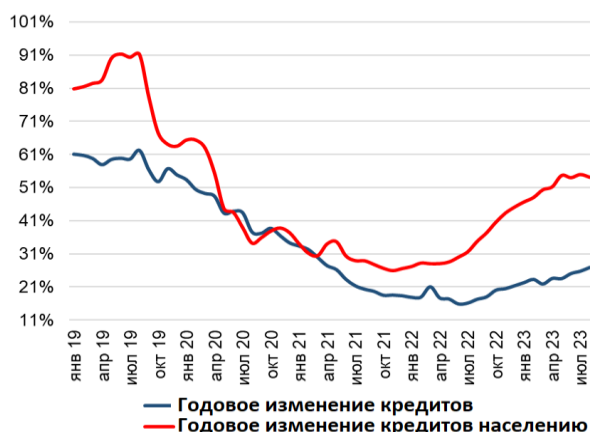
Хотя ежегодные темпы роста розничных кредитов, выданных населению, со второй половины 2020 года были сбалансированными, наблюдается их ускорение за счет резкого увеличения активности коммерческие банков в предоставлении автокредитов и микрозаймов с второго полугодия 2022 года.

Растущий спрос и повышение уровня жизни стимулируют потребительский спрос на ипотеку и потребительские кредиты. В частности, в объеме кредитов, выданных в 2020-2023 годах, высока доля автокредитов (средняя доля – 29%), ипотечных кредитов (23%), микрозаймов и микрокредитов (38%) (рис. 2).

Высокий рост кредитования положительно влияет на благосостояние населения, объем общего потребления и, в конечном итоге, на показатели экономического роста, но он может создавать определенные риски в системе и увеличивать риски, влияющие на финансовое состояние населения. Поэтому в долгосрочной перспективе важно сбалансировать тенденции кредитования для обеспечения финансовой устойчивости банков.

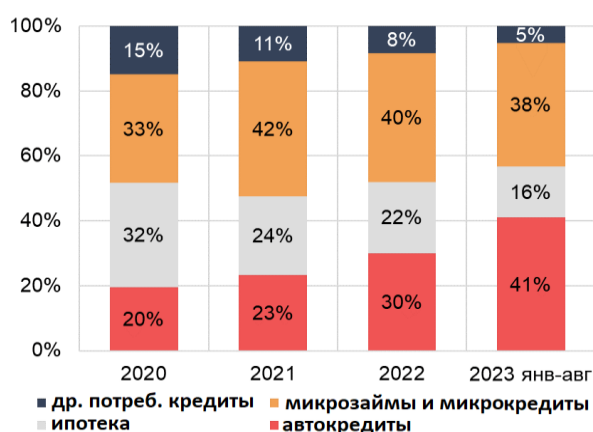
В оценке этих рисков особое место занимает соотношение кредитов к депозитам и показатели обслуживания долга населения. Соотношение кредитов к депозитам показывает уровень риска ликвидности банковской системы, степень зависимости от иностранных депозитов и линий, а показатель обслуживания долга оценивает кредитный риск.

**Рис. 1. Динамика кредитов населению (годовой прирост, в%)**



Источник: Расчеты Центрального банка.

**Рис. 2. Структура кредитов, выделенных населению (доля, в%)**



Соотношение кредитов населения к депозитам (в среднем 167% в 2019-2023 годах) увеличивалось в последние годы, а высокий спрос на кредиты покрывался преимущественно за счет внешних и централизованных ресурсов (рис. 3). Однако, с увеличением стоимости внешнего финансирования со второй половины 2022 года, ожидается некоторое улучшение этого соотношения в ближайшие кварталы в связи с тем, что коммерческие банки все больше ориентируются на внутренние ресурсы.

Коэффициент обслуживания долга представляет собой отношение ежемесячных платежей населения по кредитам к доходам населения. Этот показатель широко используется для оценки финансовых возможностей заемщиков и определения их способности погашать кредиты.

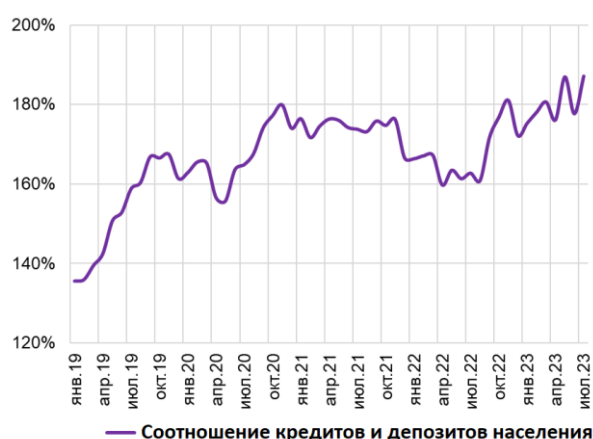
Иными словами, показатель обслуживания долга заключается в расчете того, какая часть доходов населения тратится на выполнение долговых обязательств. Если этот показатель высок, это увеличивает вероятность возникновения рисков для стабильности финансовой системы в будущем.

Коэффициент обслуживания долга<sup>10</sup> существенно увеличился за последние кварталы, что объясняется темпами роста розничных кредитов, как отмечалось выше. Этот показатель увеличился с 7,4% в первом квартале 2021 года до 12% во втором квартале 2023 года (рис. 4).

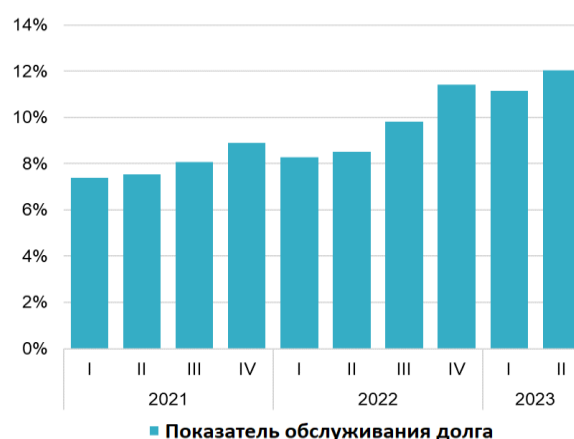
Также при оценке объема кредитования в экономике используется соотношение кредитов населения к ВВП, с помощью него можно сравнивать состояние финансовой доступности в разных странах.

В нашей стране этот показатель увеличился с 4% в 2017 году до 11% к концу 2022 года. Для сравнения, этот показатель несколько выше, чем в Азербайджане, и значительно ниже, чем показатели в Грузии, Армении, России и Казахстане (рис. 5).

**Рис. 3. Соотношение кредитов населению к депозитам**



**Рис. 4. Квартальный показатель обслуживания долга населения**



Источник: расчеты Центрального банка.

<sup>10</sup>Платежи по кредитам, в том числе основному долгу и процентным расходам к общему доходу населения

Индекс долга населения Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) считается важным индикатором для анализа финансовой устойчивости и благосостояния домохозяйств в стране, отражающим соотношение всех долговых обязательств населения к чистым доходам.

Высокий уровень этого показателя указывает на вероятность того, что население столкнется с финансовыми трудностями или станет неплатежеспособным. Показатель долга населения Узбекистана составляет 17%, что значительно ниже показателей большинства развивающихся стран, рассчитываемых ИНТТ. Для сравнения, в Чехии и Эстонии этот показатель превышает 70%, в Венгрии и Литве – 45%, в России и Латвии – 37% (рис. 6).

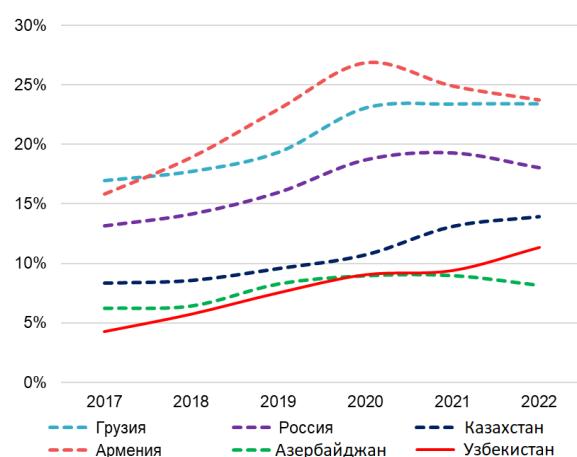
Динамика доходов населения считается важной при прогнозировании долговой нагрузки на ближайшие периоды, и в последние годы в нашей стране наблюдается высокий рост доходов населения в реальном выражении (в среднем на 5-6% в год) (Рис. 7).

Сохранение высоких показателей экономического роста означает, что в среднесрочной перспективе будут наблюдаться высокие темпы роста доходов населения.

Также соотношение доходов домохозяйств к кредитам отражает «буфер» населения для получения новых кредитов. Данный показатель равен 157% во II квартале 2023 года, а это означает, что высокий спрос населения на кредитные услуги сохранится и в ближайшие годы (Рис. 8).

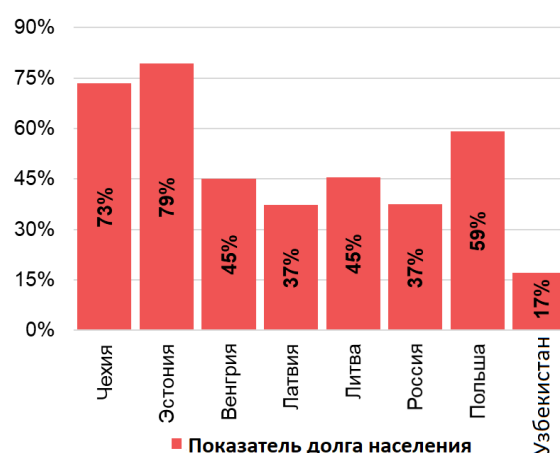
Кредиты домохозяйствам оказывают положительное влияние на совокупный потребительский спрос и показатели экономического роста, но они также могут оказывать давление на уровень инфляции и создавать риски для стабильности финансовой системы в условиях высоких темпов роста долговой нагрузки.

**Рис. 5. Отношение кредитов домохозяйствам к ВВП**



Источник: расчеты Центрального банка

**Рис. 6. Индикатор долга домохозяйств**

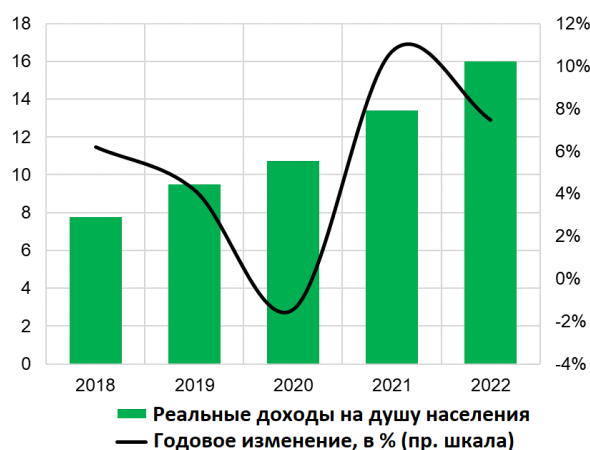


Источник: ИНТТ (2023 г.), Долг домохозяйств (показатель).

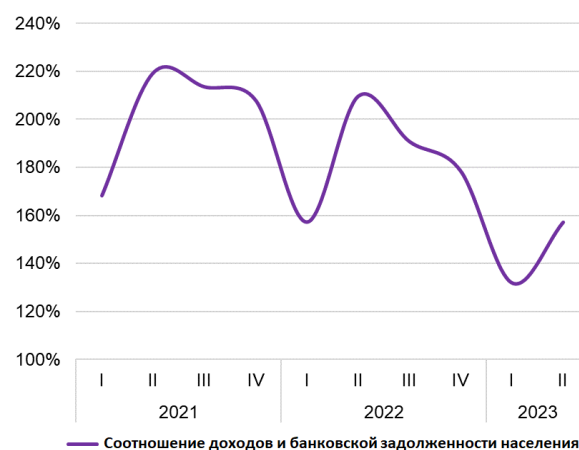
В предыдущие годы практика кредитования населения была в определенной степени ограничена, поэтому доля розничных кредитов в общем объеме кредитных вложений или соотношение к ВВП в нашей стране невысоки, а значительные темпы роста последних 4-5 лет представляют собой проявление накопившегося «отложенного спроса».

В связи с тем, что вышеуказанные показатели кредитования населения не достигли определенного уровня сбалансированности, ожидается, что высокий спрос на кредиты сохранится в среднесрочной перспективе. При этом из-за большой потребности в розничных кредитах чувствительность населения к изменению процентных ставок сравнительно невысока, а важность активного использования мер макропруденциальной политики в балансировании роста кредитования населения возрастает.

**Рис. 7. Реальный доход на душу населения**



**Рис. 8. Отношение доходов домохозяйств к банковскому долгу**



Источник: данные Агентства статистики и расчеты Центрального банка .

## Возможности использования модели динамического стохастического общего равновесия (DSGE) при оценке воздействия денежно-кредитной политики на экономику

Модели динамического стохастического общего равновесия (DSGE) обеспечивают теоретическую основу для изучения взаимодействия между экономическими агентами, рынками, центральным банком и правительством, а также служат для анализа последствий изменений в денежно-кредитной политике, оценки возможных рисков и эффективности трансмиссионного механизма.

Создаваемая для экономики Узбекистана модель DSGE основана на гипотезе малой открытой экономики (спрос и предложение в местной экономике не зависят от мировых цен и международных процентных ставок) и представляет собой новую кейнсианскую макроэкономическую модель.

Модель включает концепцию фиксированных цен и номинальной заработной платы, что позволяет учитывать влияние экономических расходов (потребление, инвестиции или государственные расходы), влияние изменения спроса на изменение объема производства.

Модель включает структуру и основные компоненты ВВП, обеспечивая совместимость всех трех подходов к его расчету: производственного, расходного и доходного.

Модель включает в себя таких агентов, как домашние хозяйства, компании, правительство, центральный банк и внешний мир.

**Домохозяйства** (потребители) предоставляют рабочую силу для производственного процесса и приобретают потребительские товары. Они принимают сегодняшние решения, исходя из своей будущей полезности, при этом более отдаленное будущее весит меньше. Они также любят потреблять и не любят работать.

Решения о потреблении и сбережениях принимаются фиксированным числом «бесконечно живущих» домохозяйств. Важным предположением является то, что домохозяйства максимизируют свои ожидания полезности в течение всего срока жизни, а это означает, что они учитывают влияние текущего потребления на будущее потребление в своих решениях.

Домохозяйства делятся на следующие группы:

- Сберегающие домохозяйства – обеспечивают рабочую силу, собственный капитал и принимают решения о потреблении и инвестициях с целью будущей прибыльности;
- Несберегающие домохозяйства – они также предоставляют рабочую силу, но, поскольку они потребляют весь свой доход, они не могут сберегать и, как следствие, не могут инвестировать.

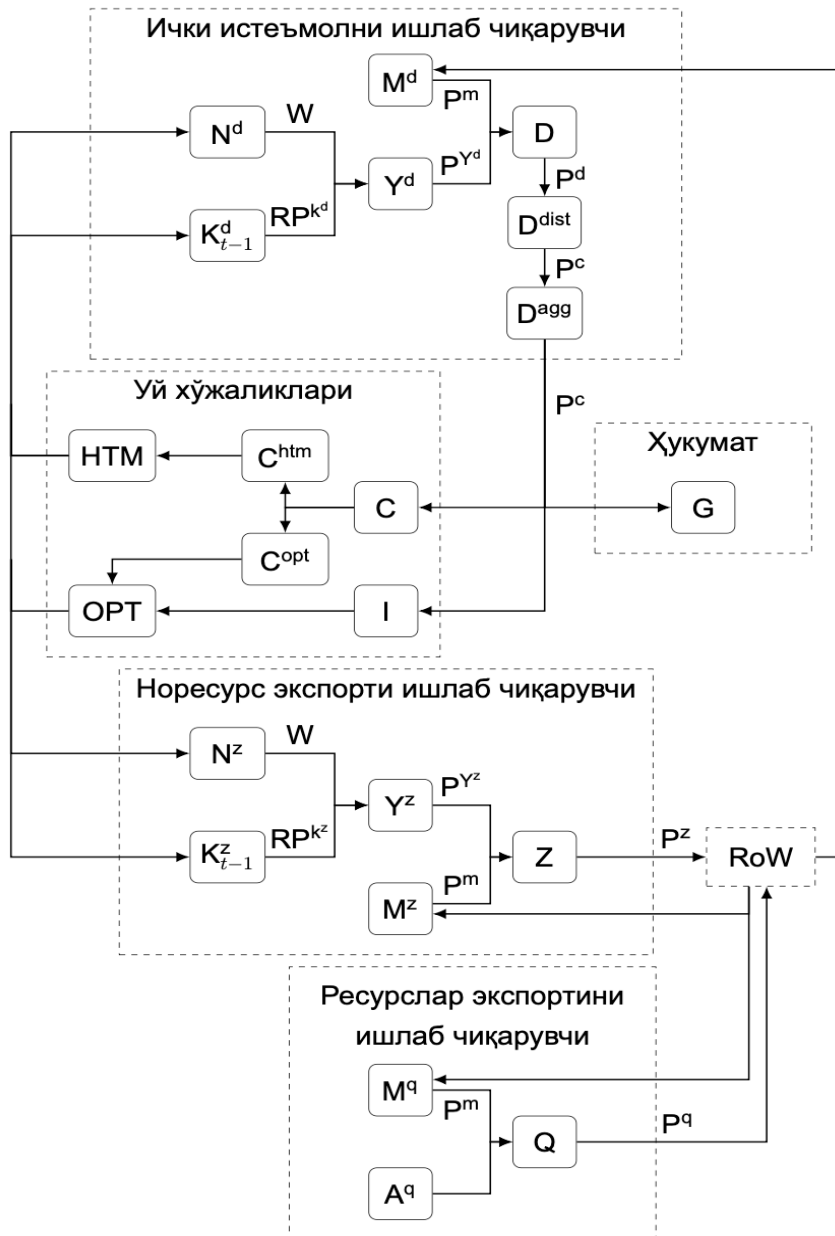
Бюджетное ограничение домохозяйств – это соответствие их расходов доходам. Домохозяйства выстраивают свое поведение рационально



(предположение рациональных ожиданий), ориентируясь на достижение максимальной полезности с учетом бюджетного ограничения.

**Фирмы** нанимают рабочую силу и арендуют капитал у домохозяйств для производства и поставки товаров и услуг, которые затем можно использовать для личного потребления и инвестиций. Основная цель фирм — максимизировать прибыль от производства с учетом текущей стоимости всех будущих доходов.

**Рис. 1. Структура модели DSGE (движение товаров)**



где:  $N$  — труд (рабочее время измеряется в часах),  $K_{m-1}$  — остаток капитала на начало периода,  $M$  — импортные товары,  $Y$  — промежуточные товары,  $D$  — конечный продукт для внутреннего потребления,  $C$  — потребление домохозяйств,  $I$  — инвестиции,  $G$  — государственное потребление,  $Z$  — конечный продукт несырьевого экспорта,  $A^q$  — природные ресурсы,  $Q$  — экспортируемый ресурс,  $P^c, P^d, P^m, P^{Y^d}, P^{Y^z}, P^z, P^q$  — уровень цен соответствующих отраслей,  $W$  — заработная плата,  $RP^k$  — цена аренды капитала.

Агенты:  $OPT$  (оптимизаторы) — сберегающие домохозяйства (savers),  $HTM$  (hand-to-mouth) — несберегающие домохозяйства,  $D^{dis}$  — дистрибьюторы,  $D^{agg}$  — агрегаторы,  $RoW$  (rest of the world) — внешний мир.

В модели фирмы делятся на три типа: производители местных потребительских товаров, несырьевых товаров на экспорт и производители ресурсов.

Связь между производством (реальной экономикой) и инфляцией обеспечивается добавлением в модель агента с правом устанавливать цены. В связи с этим процесс производства местных потребительских товаров делится на три этапа:

- 1) производство промежуточной продукции из капитала, труда и импортных компонентов;
- 2) распространение промежуточных товаров для производства конечной продукции дистрибьюторами, имеющими право устанавливать цены;
- 3) превращение агрегатором промежуточного продукта в конечный продукт.

Фирмы, производящие несырьевые товары на экспорт, действуют так же, как производители промежуточных товаров, но в отличие от них вся их продукция экспортируется.

Производители экспортных товаров производят продукцию с использованием природных ресурсов и импортного оборудования и экспортируют ее за границу по мировым ценам.

В модели денежно-кредитная политика **центрального банка направлена** на удержание инфляции в целевом диапазоне, основанном на кривой Филлипса и прогнозном значении инфляции.

**Правительство** осуществляет свою деятельность на основе утвержденных доходов и расходов бюджета. Доходы бюджета формируются за счет налогов, уплачиваемых населением и компаниями. Эти средства используются для оказания государственных услуг и развития инфраструктуры, а также выделяются в виде субсидий (трансфертов) домохозяйствам и компаниям.

Когда возникает бюджетный дефицит, приводящий к увеличению государственного долга, правительство покрывает его путем выпуска ценных бумаг и предложения их домохозяйствам и внешнему миру по фиксированным процентным ставкам.

Домохозяйства покупают государственные ценные бумаги у правительства по безрисковой процентной ставке, определяемой на основе денежно-кредитной политики центрального банка и направленной на стабилизацию инфляции, их решения о межвременных инвестициях определяют премию за риск домохозяйств.

Ограничением модели общего равновесия по отношению к налогово-бюджетной политике является бюджетное правило, которое определяет поведение фискальной политики. Правило заключается в том, что долгосрочная цель устанавливается для отношения государственного долга к ВВП, и когда соотношение долга к ВВП отклоняется от целевого значения, модель пытается вернуть его к целевому значению путем ужесточения или смягчения фискальной политики.

Стабилизация соотношения долга к ВВП осуществляется за счет корректировки сочетания доходов и расходов бюджета.

Модель показывает равновесие Рикардо, согласно которому различные формы финансирования государственных расходов эквивалентны с точки зрения воздействия на реальную экономику. Предположение о том, что домохозяйства рациональны и полностью учитывают будущее, играет ключевую роль в проявлении равновесия Рикардо.

Государственный сектор не влияет напрямую на оптимизационные решения частного сектора, а влияет на экономику только через государственный спрос. При этом источник финансирования общественного потребления в долгосрочной перспективе (за счет налогов или государственного долга) не считается важным (рикардианская эквивалентность).

**Внешний мир** покупает государственные ценные бумаги и предоставляет иностранные активы для сбережений домохозяйств. Кроме того, домохозяйства получают поток денежных переводов из внешнего мира.

В модели цена импорта в национальной валюте определяется как произведение мировой цены импорта в иностранной валюте и обменного курса. Разница между импортными и экспортными ценами представляет собой условия международной торговли (условия торговли). Например, когда условия торговли улучшаются, страна получает больше от экспорта, чем платит за импорт.

В модели обменный курс рассматривается как свободно плавающий, а внешний спрос выражается косвенно через условия торговли. Согласно гипотезе малой открытой экономики, мировые цены в иностранной валюте и международные процентные ставки считаются экзогенными, то есть импортные цены в иностранной валюте не зависят от спроса Узбекистана на эти товары. В такой ситуации для обеспечения стабильности модели используются долгосрочные фиксированные относительные цены. Увеличение объема импорта влияет на цены импорта в местной валюте, но цены на импорт в иностранной валюте не меняются. Избыточный импорт создает внешние дисбалансы, которые ухудшают торговый баланс и влияют на чистую международную инвестиционную позицию страны. В результате цены в местной валюте растут, а обменный курс снижается.

Непокрытый паритет процентных ставок, который включает премию за риск, используется для установления связи между чистой международной инвестиционной позицией страны и номинальным обменным курсом. Непокрытый процентный паритет означает, что международная процентная ставка, умноженная на ожидаемое обесценение национальной валюты и премию за риск, равна местной процентной ставке. Премия за риск зависит от чистой международной инвестиционной позиции страны, а ухудшение инвестиционной позиции приводит к увеличению премии за риск, что, в свою очередь, приводит к обесцениванию местной валюты.

Модель DSGE имеют ряд преимуществ перед эконометрическими и полуструктурными моделями. В частности:

- *имеет микроэкономическую основу*: поскольку модель основана на оптимизации поведения домохозяйств, фирм и других агентов экономики, она обеспечивает взаимную совместимость индивидуального поведения;

– *теоретическая последовательность*: модель основана на экономической теории и состоит из условий экономического равновесия, возникающих в результате рациональных ожиданий и оптимизации поведения агентов, эта теоретическая последовательность обеспечивает хорошо структурированную модель, которая позволяет исследователям изучать основной механизм различных экономических явлений;

- *гибкость*: модель может быть адаптирована для поиска ответов на конкретные вопросы, исходя из практических и теоретических потребностей исследователей и лиц, принимающих решения в области денежно-кредитной политики;

- *анализ денежно-кредитной политики*: модель обеспечивает прочную основу для анализа последствий различных действий в области денежно-кредитной политики благодаря своей сильной теоретической структуре и микрофундаментальным принципам. Они позволяют исследователям проводить обширные теоретические эксперименты, оценивать влияние различных политических инструментов и изучать последствия установленных политических правил.

#### ***Анализ реакции экономики на увеличение государственных расходов***

Одним из актуальных вопросов макроэкономического анализа является оценка влияния изменения государственных расходов на экономику. Для этого было изучено влияние увеличения государственных расходов на экономику с помощью модели DSGE, разработанной для Узбекистана.

В данном случае в качестве переменной, оказывающей эффект (далее – шок), принимался прирост государственного потребления в % к ВВП на 1 процентный пункт, и был проанализирован процесс перехода модели к новому состоянию макроэкономического равновесия (*рис. 2*).

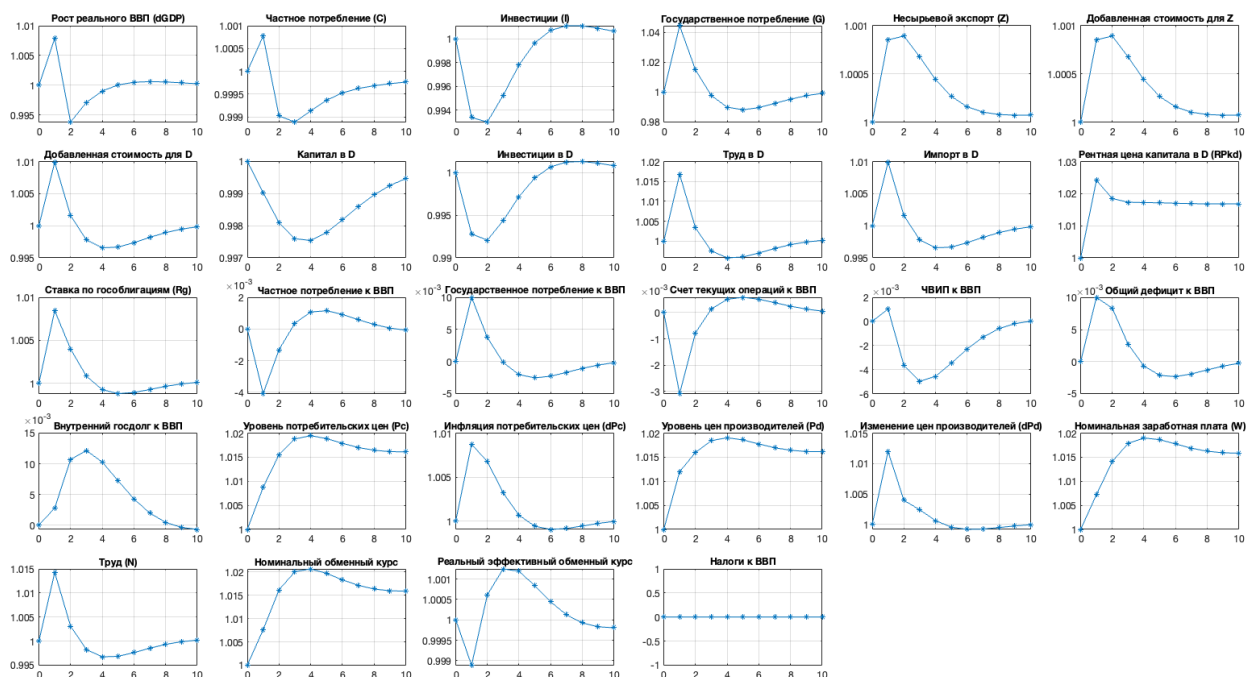
В модели необходимо определить финансовые источники для покрытия превышения государственных расходов над доходами (дефицита). Финансирование дефицита может осуществляться за счет заимствований из внешних или внутренних (домашние хозяйства) источников или за счет повышения налогов для домохозяйств и/или предприятий.

Согласно результатам симуляции шока, на первом этапе соотношение бюджетного дефицита к ВВП увеличится на 1 п.п. Поскольку других изменений не произошло, этот показатель полностью обусловлен ростом государственного потребления. Объем государственного долга также увеличивается вместе с дефицитом.

Однако соотношение государственного долга к ВВП увеличивается непропорционально дефициту бюджета (1 п.п.). Такая разница обусловлена фискальным мультипликатором государственных расходов<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Фискальный мультипликатор представляет собой отношение изменения объема производства к экзогенному изменению бюджетного дефицита.

**Рис. 2. Влияние нарастающего шока государственных расходов на экономику**



Источник: Результаты модели.

Благодаря увеличению спроса со стороны государства, дистрибьюторы увеличивают свою маржу. Это, в свою очередь, приводит к росту цен. Это также позволяет дистрибьюторам предлагать более выгодные цены на поставку товаров от производителей. В этом случае предельные издержки производства возрастут. Однако из-за «медленной корректировки» цен производителями их адаптация к текущей ситуации происходит медленнее.

Следует отметить, что увеличение государственных расходов приводит к увеличению совокупного спроса в экономике, что создает следующие два процесса: во-первых, дистрибьюторы-монополисты начинают требовать более высоких наценок, во-вторых, они начинают предлагать производителям более высокие закупочные цены стимулируя производство.

В такой ситуации, чтобы не допустить ускорения инфляции, Центральный банк повышает привлекательность государственных ценных бумаг за счет повышения процентной ставки. Это приводит к увеличению стоимости капитала.

Высокая доходность ценных бумаг и стоимость капитала приводят к увеличению инвестиционных затрат, ограничивая возможности предприятий инвестировать в капитал. Вместо этого предприятия предпочитают увеличивать рабочую силу, для расширения производства.

В первом периоде привлечение дополнительной рабочей силы при сохранении текущей производительности труда требует повышения заработной платы в экономике. В течение этого периода размер капитала остается неизменным.

По мере роста заработной платы и занятости в экономике растут и доходы домохозяйств. Они реагируют на это по-разному, в зависимости от своего

отношения к сбережениям. В этом случае потребители, которые не сберегают свои доходы, увеличивают свои потребительские расходы.

Напротив, сберегающие домохозяйства считают, что увеличение государственных расходов и заработной платы носит временный характер и что увеличение государственного долга может привести к будущему повышению налогов или сокращению государственных расходов. В результате они не меняют потребительские расходы.

Таким образом, дополнительный спрос, создаваемый государством в экономике, балансируется не за счет создания новых производственных мощностей, а скорее он удовлетворяется ростом предложения за счет увеличения выпуска путем наема большей рабочей силы или роста импорта.

На фоне ожиданий домохозяйств по стабилизации государственного долга в будущем можно наблюдать снижение спроса на капитал и снижение инвестиций.

Кроме того, рост инфляции приводит к увеличению реального обменного курса при условии, что номинальный обменный курс остается неизменным. Это делает импорт более привлекательным.

Рост заработной платы и укрепление реального обменного курса снижают конкурентоспособность несырьевого экспортного сектора. Несмотря на это, выпуск в этом секторе увеличится на 0,1% из-за разрыва между ростом заработной платы (0,7%) и обесценения номинального обменного курса (0,8%).

На втором этапе реальная заработная плата в экономике падает и требует повышения номинальной заработной платы. Это приводит к равному увеличению номинальной заработной платы и потребительских цен в долгосрочной перспективе (что приводит к отсутствию роста реальной заработной платы).

Также объем импорта для внутреннего производства будет увеличиваться пропорционально росту уровня производства. По причине того, что определенная часть сырья, используемого во внутреннем производстве, покрывается за счет импорта.

Это создает дефицит текущего счета, влияет на обменный курс и приводит к его снижению относительно заработной платы. На начальном этапе этот дефицит покрывается за счет заимствований для финансирования увеличения импорта. Однако эти изменения носят временный характер, а спрос на иностранную валюту увеличивается в период погашения долга и приводит к снижению обменного курса.

В целом увеличение государственных расходов изначально стимулирует внутреннее производство и временно увеличивает занятость. Однако в долгосрочной перспективе это не способствует увеличению производства.

Мультипликативный эффект увеличения расходов также носит временный и ограниченный характер: государственные расходы в первый год увеличивают реальный ВВП примерно на 1%. Однако в последующие годы этот эффект исчезает.

В целом проведенная симуляция провозглашает вывод, что увеличение государственных расходов повышает риски роста цен и обесценения обменного курса в экономике в долгосрочной перспективе.

## Влияние изменения валютного курса и регулируемых цен на формирование инфляционных ожиданий

На сегодняшний день многие центральные банки изучают инфляционные ожидания экономических субъектов и постоянно анализируют основные факторы, влияющие на них, с целью проведения эффективной денежно-кредитной политики.

Инфляционные ожидания населения и предпринимателей считаются одним из основных факторов формирования уровня инфляции, при этом большое значение имеют ожидания домохозяйств по потреблению, инвестициям и заработной плате, а также решения предпринимателей по ценовой политике.

Поэтому центральным банкам важно сдерживать долгосрочные инфляционные ожидания экономических агентов для достижения низкого и стабильного уровня инфляции.

Было проведено множество анализов для оценки влияния макроэкономических факторов на инфляционные ожидания. В частности, Йонунг (1981) проанализировал факторы, влияющие на инфляционные ожидания населения Швеции, используя обычную регрессионную модель (метод наименьших квадратов - OLS). Результаты показывают, что увеличение воспринимаемого уровня инфляции на 1 процентный пункт приводит к увеличению инфляционных ожиданий населения Швеции на 0,5 п.п.

Кроме того, Соммер и Тройнг (2009) проанализировали влияние изменений уровня инфляции на инфляционные ожидания, используя модель векторной авторегрессии (VAR) для Швеции. Согласно результатам модели, увеличение уровня инфляции на 1 процентный пункт вызывает повышение инфляционных ожиданий населения Швеции на 0,4 п.п.

В нашей стране проводится анализ по определению макроэкономических факторов, влияющих на инфляционные ожидания экономических агентов. В уравнения модели включены такие переменные, как изменения обменного курса, регулируемые цены, воспринимаемый и общий уровни инфляции, краткосрочные процентные ставки, реальный объем ВВП и внешний долг.

Коэффициенты переменных в анализе были количественно оценены с использованием моделей OLS и VAR на основе данных с января 2018 года по сентябрь 2023 года.

*уравнение OLS модели для инфляционных ожиданий населения :*

$$hh\_E\pi_t = \gamma_0 + \gamma_1 Per\_inf_t + \gamma_2 Inf_t + \gamma_3 Exch_t + \gamma_4 Reg_t + \gamma_5 Inter\_rate_t + \gamma_6(L)rgdp_t + \gamma_7(L)debt_t + \varepsilon_t$$

*уравнение OLS модели для инфляционных ожиданий предприятий :*

$$bs\_E\pi_t = \gamma_0 + \gamma_1 Per\_inf_t + \gamma_2 Inf_t + \gamma_3 Exch_t + \gamma_4 Reg_t + \gamma_5 Inter\_rate_t + \gamma_6(L)rgdp_t + \gamma_7(L)debt_t + \varepsilon_t$$

**Таблица 1. Список переменных, включенных в уравнения модели**

Факторы инфляционных ожиданий	Условное обозначение
<i>Инфляционные ожидания населения</i>	$hh\_E\pi_t$
<i>Инфляционные ожидания субъектов предпринимательства</i>	$bs\_E\pi_t$
<i>Воспринимаемый уровень инфляции</i>	$Per\_inf_t$
<i>Инфляция</i>	$Inf_t$
<i>Обменный курс</i>	$Exch_t$
<i>Изменения регулируемые цен</i>	$Reg_t$
<i>Краткосрочная процентная ставка</i>	$Inter\_rate_t$
<i>Реальный рост ВВП</i>	$rgdp_t$
<i>Внешний долг</i>	$debt_t$

Эмпирические результаты показывают, что изменения обменного курса и регулируемых цен оказывают статистически значимое и положительное влияние на инфляционные ожидания населения и предпринимателей.

Определено, что обесценение обменного курса на 1 процентный пункт приведет к увеличению инфляционных ожиданий населения на 0,1%, а инфляционных ожиданий предпринимателей на 0,15%.

Повышение регулируемых цен на 1 процентный пункт вызовет рост ожиданий представителей бизнеса на 0,13%.

Также увеличение воспринимаемой инфляции на 1 процентный пункт приводит к увеличению инфляционных ожиданий населения и предпринимателей на 0,54% и 0,56% соответственно. Анализ показывает, что ускорение текущей инфляции на 1 процентный пункт приведет к увеличению ожиданий населения на 0,2% и ожиданий бизнеса на 0,4%.

**Таблица 2. Результаты регрессионной модели инфляционных ожиданий**

Факторы инфляционных ожиданий	Население	Предприниматель
<i>Воспринимаемый уровень инфляции</i>	0,537***	0,564***
<i>Инфляция</i>	0,185**	0,394***
<i>Обменный курс</i>	0,112***	0,145***
<i>Регулируемые изменения цен</i>	0,128***	0,133***
<i>Краткосрочная процентная ставка</i>	-0,165	-0,02
<i>Реальный рост ВВП</i>	2,993***	2.114***
<i>Вылез из долгов</i>	-2,063*	-1,761
<i>Количество наблюдений</i>	60	60
$R^2$ <sup>12</sup>	0,85	0,88

<sup>12</sup> В регрессионной модели коэффициент  $R^2$  показывает, насколько хорошо выбранная комбинация независимых переменных объясняет дисперсию зависимой переменной. Диапазон значений  $R^2$  от 0 до 1.



Было также обнаружено, что инфляционные ожидания имеют положительную связь с экономическим ростом и обратную связь с краткосрочными изменениями процентных ставок.

### Результаты модели векторной авторегрессии (VAR)

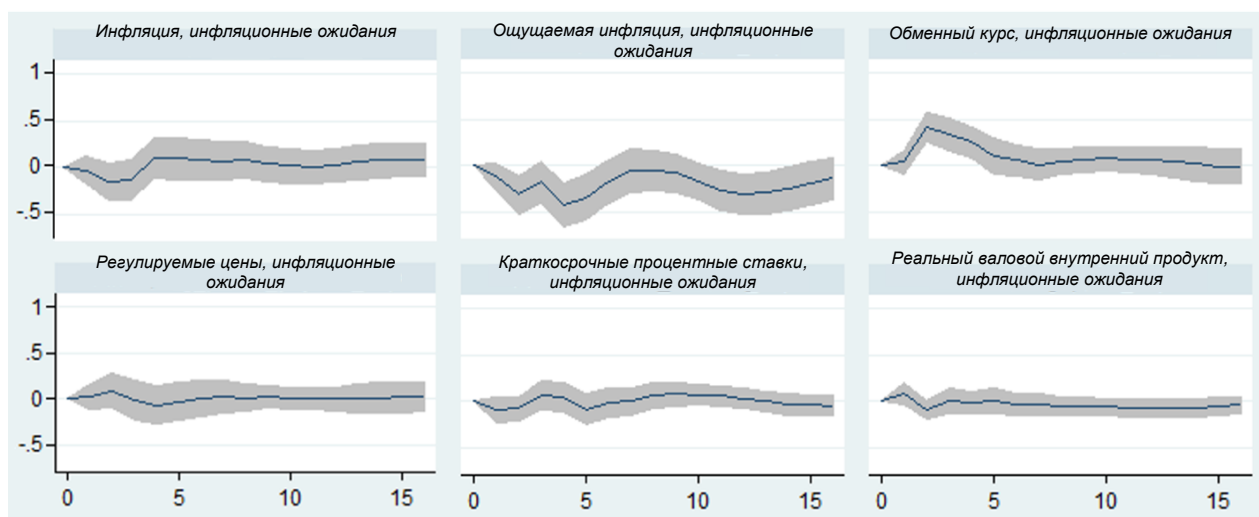
Чувствительность инфляционных ожиданий экономических агентов к изменению валютного курса и регулируемых цен оценивалась с помощью модели VAR.

Уравнение модели VAR:

$$Y_t^n = \alpha X_t^n + \beta Z_t^n + \varepsilon_t, n \in 1, 6$$

где  $Y_t^n$  – вектор эндогенных переменных,  $X_t^n$  - матрица изолированных значений эндогенных переменных для группы n и  $Z_t^n$ - вектор экзогенных переменных.

**Рис. 1. Чувствительность инфляционных ожиданий населения к изменению макроэкономических показателей**



**Рис. 2. Чувствительность инфляционных ожиданий субъектов предпринимательства к изменению макроэкономических показателей**



Результаты модели показывают, что 1 единица стандартного отклонения от среднего значения обменного курса приводит к увеличению инфляционных ожиданий населения на 0,25 процентных пункта за один квартал, а 1 стандартное отклонение от среднего значения регулируемых цен вызывает увеличение ожиданий на 0,2 процентных пункта в следующем квартале.

Существует долгосрочная положительная связь между инфляционными ожиданиями экономических субъектов и общей инфляцией, а 1 стандартное отклонение уровня инфляции приводит к увеличению ожиданий населения на 0,2 процентных пункта. В этом случае полный эффект наступает через два квартала.

1 стандартное отклонение от среднего значения обменного курса приводит к увеличению инфляционных ожиданий местных предпринимателей на 0,4 процентных пункта в течение одного квартала.

Также 1 стандартное отклонение от среднего значения регулируемых цен влияет на инфляционные ожидания предпринимателей в ближайшие 2 месяца на 0,2 процентных пункта. 1 стандартное отклонение текущей инфляции от среднего значения увеличивает инфляционные ожидания предпринимателей на 0,1 процентного пункта, и этот эффект сохраняется до 12 месяцев.

## Влияние увеличения бюджетных расходов на внешнеторговый баланс страны

Связь между дефицитами государственного бюджета и счета текущих операций изучалась многими исследователями. Одна группа из них заявила, что стимулирующие бюджетные расходы не оказывают никакого влияния на платежный баланс, особенно баланс счета текущих операций, или оказывают положительное влияние. Предполагается, что дефицит бюджета возникает в результате увеличения капитальных затрат и в долгосрочной перспективе эти расходы будут поддерживать экспорт за счет увеличения производственного потенциала экономики.

Другая группа исследователей подтвердила существующую теорию двойного дефицита. В теории двойного дефицита рост бюджетных расходов, помимо создания прямого спроса на производимые в стране товары и услуги, стимулирует дополнительный спрос со стороны населения на фоне доминирования государственных социальных расходов. Недостаточное внутреннее производство для удовлетворения совокупного спроса приводит к увеличению импорта и через этот канал оказывает давление на внешнеторговый баланс страны. Увеличение дефицита бюджета может привести к увеличению дефицита счета текущих операций через канал импорта. Сохранение двойного дефицита на протяжении многих лет указывает на низкую эффективность бюджетных расходов.

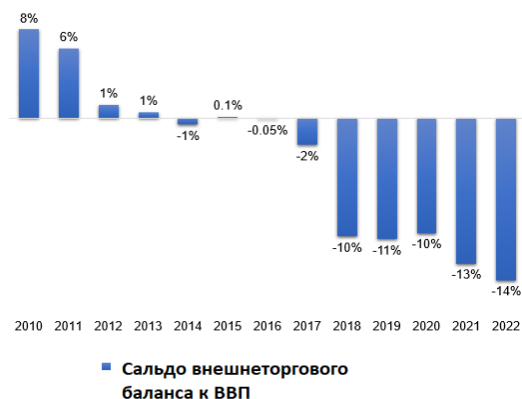
Влияние фискального дефицита на дефицит счета текущих операций можно ясно увидеть на примере Шри-Ланки. На протяжении многих лет правительство направляло большую часть бюджетных расходов на социальный сектор и убыточные инфраструктурные проекты, что привело к росту дефицита бюджета. С другой стороны, финансирование образовавшегося дефицита за счет внешнего долга привело к увеличению дефицита текущего счета.

**Рис. 1. Отношение импорта к конечному потреблению**



Источник : Данные Агентства по статистике.

**Рис. 2. Отношение сальдо внешнеторгового баланса к ВВП**



Источник : Данные Агентства по статистике.

Долгие годы двойного дефицита привели к тому, что страна объявила дефолт по своим внешним обязательствам в 2022 году.

В свою очередь, в последние годы рост объемов импорта в условиях стимулирующей бюджетной позиции в Узбекистане связан с поддержкой внутреннего спроса (рис. 1). Рост импорта оказывает существенное давление на внешнеторговый баланс страны (рис. 2).

При этом соотношение общего объема импорта к расходам на конечное потребление за последние пять лет увеличилось почти вдвое и составляет около 60%. За этот период дефицит внешнеторгового баланса страны также увеличился и к концу прошлого года достиг 14,2% к ВВП.

Значительная доля текущих расходов в структуре государственного бюджета (в среднем 75-80%) оказывает косвенное влияние на формирование дополнительного спроса в экономике, повышая чувствительность импорта к изменению бюджетных расходов в условиях ограниченного внутреннего производства.

При этом взаимосвязь (коэффициент корреляции) между государственными расходами и объемом импорта составляет 84%, что свидетельствует о наличии тесной зависимости между ними.

Согласно эмпирическому анализу, совокупный мультипликативный эффект увеличения бюджетных расходов на 1% на рост импорта, может достигать 0,6%.

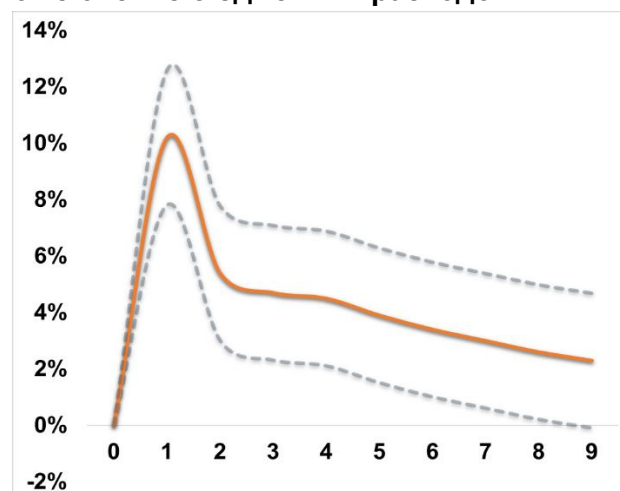
Согласно анализу, страна в течение относительно длительного периода времени испытывает двойной дефицит, что в будущем еще больше усиливает необходимость продолжения структурных реформ, направленных на повышение эффективности бюджетных расходов, сокращение доли государства в экономике, расширение производственных мощностей, диверсификацию экономики и увеличение объемов экспорта.

**Рис. 3. Изменение бюджетных расходов и импорта, млрд долл.**



Источник : Агентство по статистике.

**Рис. 4. Реакция импорта на 1 стандартное отклонение бюджетных расходов**



Источник : Расчеты Центрального банка.

## ГЛОССАРИЙ

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

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

<b>Межбанковский денежный рынок</b>	– система организации и проведения краткосрочных (обычно до одного года) биржевых операций по размещению и привлечению средств в национальной и иностранной валютах.
<b>Международные денежные переводы</b>	– перевод средств в страну или из страны через международные системы денежных переводов.
<b>Монетарные факторы инфляции</b>	– факторы инфляции, на которые могут оказать прямое влияние инструменты денежно-кредитной политики Центрального банка в среднесрочной перспективе.
<b>Обязательные резервы коммерческих банков</b>	– средства, депонированные коммерческими банками в Центральном банке для выполнения обязательных резервных требований Центрального банка. Минимальный размер обязательных резервов в Центральном банке определяется нормативными актами Центрального банка с учетом целей денежно-кредитной политики в отношении объема, вида, сроков и других обязательств банков. Размер обязательных резервов по каждой категории привлекаемых средств одинаков для всех банков.
<b>Операции РЕПО</b>	– операции продажи государственных ценных бумаг Центральному банку на основании договора обратного выкупа репо коммерческими банками для краткосрочного заимствования или операции Центрального банка по продаже ценных бумаг коммерческим банкам с целью управления предложением денег и банковскими резервами (в этом случае государственные ценные бумаги выступают в качестве обеспечения).
<b>Основная ставка</b>	– процентная ставка, определяющая процентную ставку по займам для коммерческих банков и стоимость займов для заемщиков; изменение основной процентной ставки влияет на процентные ставки на межбанковском денежном рынке.
<b>Открытая валютная позиция</b>	– валютная позиция в ситуации несовпадения требований банка в иностранной валюте его обязательствам в иностранной валюте.
<b>Платежный баланс</b>	– статистический отчет, отражающий все экономические операции между резидентами и нерезидентами страны за определенный период времени.
<b>Потребительский спрос</b>	– часть общего спроса на потребительские товары и услуги в экономике.
<b>Процентный коридор</b>	– система приближения краткосрочных процентных ставок на денежном рынке к основной процентной ставке (процентной цели) Центрального банка; Верхний предел коридора процентных ставок - это ставка Центрального банка по кредитованию коммерческих банков (обычно ставка овернайт), а нижний предел - это ставка Центрального банка по привлечению депозитов коммерческих банков.
<b>Разрыв выпуска (разрыв ВВП)</b>	– разница между текущим и потенциальным ВВП. Положительная разница называется инфляционным разрывом. Это означает, что темпы роста совокупного спроса будут превышать темпы роста совокупного предложения, и это может создать инфляционное давление.

<b>Рецессия</b>	– резкое снижение производства в экономике или существенное замедление темпов экономического роста.
<b>Системные риски</b>	– риски функционирования всей финансовой системы или финансового рынка, в отличие от рисков, связанных с отдельным участником или группой участников финансового рынка.
<b>Стагфляция</b>	– высокая инфляция в сочетании с низким экономическим ростом.
<b>Счет текущих операций</b>	– является частью платежного баланса страны, отражает поток товаров, услуг, первичных и вторичных доходов (заработная плата рабочих, доход от инвестиций и т. д.) между резидентами и нерезидентами.
<b>Трансмиссионные каналы денежно-кредитной политики</b>	– каналы воздействия решений денежно-кредитной политики на ценовую динамику и экономику. Процесс, посредством которого изменение или сохранение неизменной процентной ставки центрального банка, и сигнал о ее будущей траектории постепенно передается от сегментов финансового рынка реальному сектору экономики и, в результате, уровню инфляции. Изменения процентных ставок передаются в экономику по следующим основным каналам: процентный, кредитный, валютный, цен на активы и канал ожиданий.
<b>Тренд</b>	– основная тенденция изменения индикатора. Тренды могут быть представлены различными уравнениями - линейными, логарифмическими, степенными и т. д. Текущий тип тренда определяется путем обработки ее функциональной модели статистическими методами или путем обработки временных рядов.
<b>Усеченная инфляция</b>	– инфляция рассчитанная путем исключения 10 групп товаров (услуг) с наибольшим и наименьшим ростом цен соответственно.
<b>Финансовая система</b>	– совокупность финансовых институтов и финансовых рынков, обеспечивающих формирование и использование средств государства, организаций и населения посредством различных финансовых инструментов. В то же время финансовые учреждения (рынки) перераспределяют ограниченные финансовые ресурсы от одного хозяйствующего субъекта к другому.
<b>Финансовая стабильность</b>	– эффективное функционирование финансовой системы за счет обеспечения перераспределения ресурсов и управления финансовыми рисками, умеренная волатильность финансового рынка (его сегментов), непрерывность расчетов, а также способность преодолевать последствия негативных шоков и восстанавливаться после шока в чрезвычайных ситуациях, состояние финансовой системы, в котором она может эффективно работать.



- Финансовый рынок** – система экономических отношений, возникающая в процессе обмена экономическими богатствами.
- Экономический цикл** – естественный процесс экономического развития, в котором рост производства, занятости и ВВП сменяется периодами спада (рецессии).