

Обзор денежно-кредитной политики в I квартале 2018 года

Проводимая политика стабилизации цен и меры по качественному улучшению конкурентной среды стали определяющими факторами замедления темпов роста потребительских цен и инфляционных ожиданий в экономике в I квартале т.г.

I. Макроэкономическая политика и условия

Макроэкономическая ситуация в I квартале 2018 года складывалась в условиях повышения деловой и инвестиционной активности, а также роста объемов производства в реальном секторе экономики. Сохранение макроэкономической стабильности и продолжение реализации государственных программ развития и преобразований способствовали формированию положительных тенденций в экономике.

Динамика основных макроэкономических показателей свидетельствует, что действующие денежно-кредитные условия в целом не оказывают сдерживающее воздействие на экономическое развитие.

В частности, по итогам I квартала 2018 года рост ВВП по сравнению с соответствующим периодом прошлого года составил **5,1%**, объем совокупных инвестиций в экономику - **29,4 %**, промышленное производство - **11,8%**.

Количество действующих предприятий и организаций с начала года увеличилось на **10,9** тысяч единиц или на **3,8%**, что указывает на улучшение деловой активности в экономике.

Внешнеторговый оборот составил **7,9 млрд.** долл. с положительным сальдо в размере **249,4 млн.** долл., что наряду с положительной динамикой других статей счета текущих операций способствовало сохранению внешней сбалансированности экономики и устойчивости обменного курса.

Расширение программ развития и охвата экономических реформ явилось одним из ключевых внутренних факторов формирования ликвидности в банковской системе и, соответственно, увеличения совокупного спроса в экономике. При этом, меры по обеспечению сбалансированности государственного бюджета оказали сдерживающее воздействие на инфляционное давление.

Вместе с тем, следует отметить, что качественное исполнение целевых программ развития и достижение задач по повышению эффективности и конкурентоспособности производственных секторов экономики может заложить необходимый фундамент для ценовой стабильности в средне и долгосрочной перспективе. **Ключевое значение при этом приобретает трансформация направляемых инвестиций и структурных преобразований в рост производительности и снижения себестоимости продукции в данных секторах.**

Формированию благоприятной макроэкономической среды для стабилизации уровня внутренних цен в рассматриваемом периоде способствовали также меры, принимаемые правительством по дальнейшей либерализации внешнеторговой деятельности и постепенному решению системных проблем, создававших условия для нездоровой конкуренции и монополизации, искусственного дефицита и необоснованного завышения цен на отдельные импортные товары.

Вышеотмеченные качественные изменения обуславливают переосмысление сезонных факторов инфляции, связанных с резкими колебаниями цен на некоторые продовольственные товары в результате неурожая или других причин.

В частности, пересмотр и оптимизация внешнеторгового регулирования в отношении потребительских товаров повышенного спроса позволят сгладить возможный сезонный дефицит отдельных видов потребительских товаров и снизить риски резких всплесков цен на них.

С точки зрения макроэкономических условий потенциальные риски усиления инфляционного давления в экономике в ближайшей перспективе сохраняются со стороны как внутренних, так и внешних факторов.

При оценке инфляционных рисков со стороны Центрального банка учитываются потенциальные риски, которые могут возникнуть в результате структурных изменений в макроэкономической политике и вследствие изменений общеэкономической ситуации в странах – основных торговых партнёрах.

На данном этапе сложно оценить степень и вектор воздействия данных рисков на уровень цен во внутреннем рынке в силу сохраняющихся неопределенностей касательно динамики, масштаба и

продолжительности влияния этих факторов на потребительское поведение и макроэкономические условия в целом.

II. Инфляция и инфляционные ожидания

Данные Государственного комитета по статистике и результаты проводимого Центральным банком в регионах республики наблюдений за динамикой цен по группе основных потребительских товаров свидетельствуют в целом о замедлении и стабилизации темпов роста инфляции в I квартале т.г.

Уровень инфляции по методике Индекса потребительских цен (ИПЦ) в феврале и марте 2018 года замедлился до 1,1 процента по сравнению с январем (2,7 процента) и находился в пределах прогнозных показателей.



При этом, результаты наблюдений Центрального банка в регионах республики за динамикой цен по группе основных потребительских товаров выявил снижение среднего уровня цен по изучаемой группе товаров в марте т.г. на **0,4%**, тогда как рост цен в январе и феврале т.г. составил **0,6%** и **0,7%** соответственно.

Несмотря на отличие в показателях в силу различий в наборе товаров, частоты и охвата наблюдений, тенденция замедление темпов роста цен на внутреннем потребительском рынке в целом подтверждается.

Основными факторами снижения и стабилизации уровня цен в потребительском секторе экономике явились в I квартале т.г.:

- сохранение жестких денежно-кредитных условий в экономике;
- укрепление обменного курса за январь–март т.г. на **0,5%**;
- сбалансированное исполнение государственного бюджета;
- улучшение конкурентной среды во внутреннем рынке и сглаживание сезонных колебаний цен, в том числе за счет расширения номенклатуры и объемов импортных товаров и др.

Опросы, проведенные Центральным банком среди населения и субъектов предпринимательства в I квартале т.г., свидетельствуют о последовательном снижении уровня ожидаемой инфляции в экономике на фоне замедления темпов роста цен и стабилизации обменного курса.^[1]

Так, в марте т.г. **64%** населения, участвовавшего в опросе, отметило, что в прошлом месяце цены выросли незначительно или остались на прежнем уровне (в январе и феврале соответственно **31%** и **50%**). При этом, **11%** опрошенных в марте указали на снижение цен в предыдущем месяце.

Согласно отзывам юридических лиц, уровень ощущаемой инфляции в I квартале т.г. последовательно снижался (в феврале - **65%**, в марте - **60%**).

Несмотря на то, что респондентам мартовского опроса было уже известно о планируемом повышении платы за потребление электроэнергии и природного газа с апреля 2018 года, **62%** из них отметили, что в течение следующего месяца цены вырастут незначительно, останутся на прежнем уровне или снизятся. При этом в январе и феврале данный показатель составлял **44%** и **46%** соответственно.

В марте уровень инфляционных ожиданий населения на следующие 12 месяцев существенно снизился по сравнению с предыдущими месяцами. Так, доля опрошенных, ожидающих рост цен до **13%**, составила **40%**, что на **13** процентных пункта больше, чем в январе, а доля респондентов, считающих, что цены вырастут на **21%** и более, уменьшилась на **15** процентных пункта и составила **28%**.

В частности, **44%** опрошенных в марте предпринимателей ожидают, что рост цен в течение следующих 12 месяцев не превысит **13%**, тогда как в январе данный показатель составлял **30%**

III. Денежно-кредитная политика

Денежно-кредитная политика в I квартале т.г. проводилась посредством гибкого использования её инструментов исходя из фактически складывающейся ситуации в экономике и банковском секторе с целью сохранения обеспечения антиинфляционной динамики основных монетарных показателей.

Меры и инструменты денежно-кредитной политики

С учетом специфики формирования ликвидности и денежной массы в экономике, Центральный банк с начала 2018 года перешел на практическую реализацию стратегии интервенций на валютном рынке на основе принципов «нейтральности золотовалютных резервов».

Применение данного подхода обеспечило стерилизацию дополнительной ликвидности в банковской системе, предотвратив также чрезмерный рост денежной массы в экономике.

В январе – марте 2018 года объем чистой продажи Центрального банка на валютном рынке составил **606 млн.** долл. При этом, интервенции носили исключительно нейтральный характер с точки зрения влияния на динамику валютного курса и осуществлялись пропорционально объемам ликвидности, возникающей вследствие покупки Центральным банком золота у производителей.

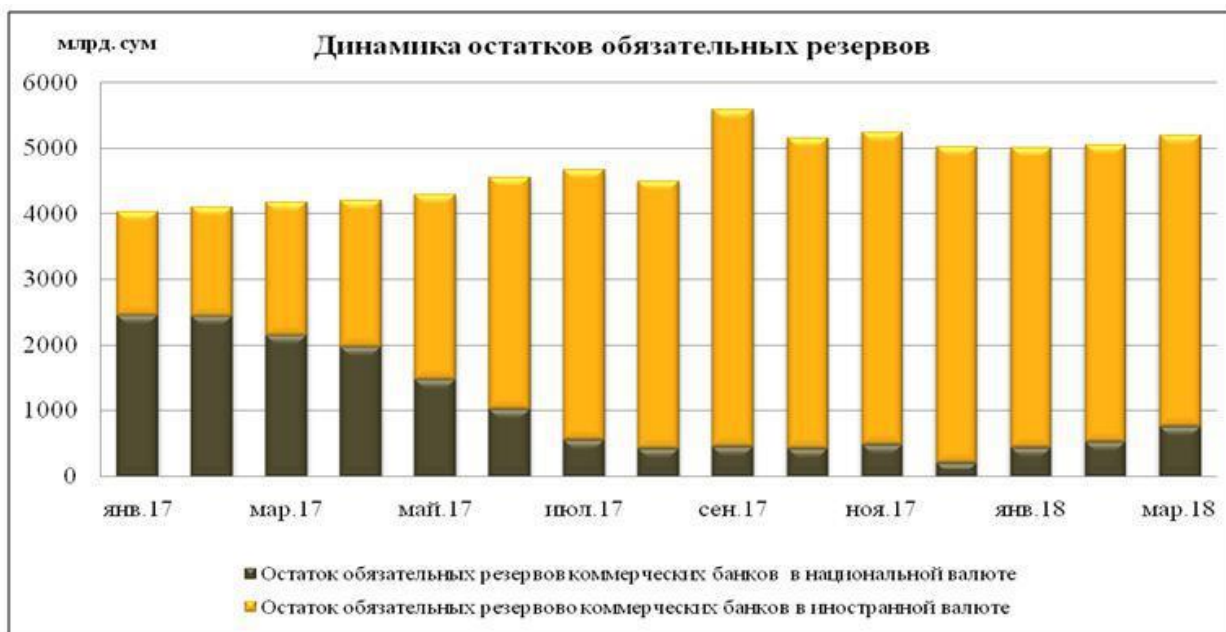
Устойчивость обменного курса в рыночных условиях на фоне сохранения сравнительной привлекательности депозитов в национальной валюте оказала стабилизационное воздействие на внутренние цены в экономике.

Так, обменный курс национальной валюты плавно снижался в первые месяцы т.г. с **8 136,67** сум/долл. в январе т.г. до **8 188,33** сум/долл. в середине февраля т.г. и в последующем укрепился до **8 114,86** сум./долл. в конце марта т.г.

Сложившаяся динамика обменного курса, в свою очередь, начала постепенно оказывать положительное влияние на инфляционные ожидания населения и предпринимателей, в формировании которых существенное воздействие имеет динамика рыночного обменного курса национальной валюты.

Наряду с этим, в целях улучшения работы трансмиссионных механизмов процентных инструментов денежно-кредитной политики был разработан и утвержден новый порядок обязательного

резервирования, который направлен на оптимизацию расчетной базы, норм и валют резервирования, с учетом действующих пруденциальных требований к ликвидности банков.



В новом порядке, который вступит в силу во II квартале 2018 года, предусматриваются:

- выполнение со стороны банков требований по обязательному резервированию в иностранной и национальной валюте пропорционально их доле в общем объеме депозитов;

- включение в базу обязательного резервирования депозитов физических лиц в целях уменьшения искажений и диспропорций при формировании базы резервирования.

Действующий порядок обязательного резервирования предусматривает самостоятельное определение со стороны коммерческих банков валюты резервирования, что на практике создавало возможность банкам направлять валютные активы на выполнение своих резервных обязательств и тем самым высвободить суммовую ликвидность.

Это приводит к искажению условий денежно-кредитной политики и снижает эффективность инструмента обязательного резервирования в регулировании ликвидности в банковской системе.

Кроме того предусматривается внедрение коэффициента усреднения, что позволит укрепить ликвидность коммерческих банков и снизить финансовую нагрузку на них.

В среднесрочной перспективе в целях минимизации негативного влияния данных изменений предусматривается поэтапная унификация норм обязательных резервов по депозитам физических и юридических лиц, а также гармонизация их с другими требованиями к ликвидности банков.

При этом, в январе-марте т.г. на фоне роста ликвидности в банковской системе наблюдалось постепенное увеличение доли средств в национальной валюте в структуре обязательных резервов.

В целом, предусмотренные изменения позволят повысить действенность процентных инструментов денежно-кредитной политики, а также снизить имеющиеся искажения в источниках финансирования банков.

Межбанковский денежный рынок

Структурные изменения в денежной массе в пользу безналичной части способствовали улучшению ликвидности банков и увеличению объемов операций на межбанковском денежном рынке.



При этом, улучшение ликвидности в банковской системе соответственно отразилось на операциях Центрального банка по кредитованию коммерческих банков, объемы которых продолжили сокращаться в рассматриваемом периоде.

В частности, кредиты рефинансирования Центрального банка в I квартале 2018 года сократились на **187 млрд. сум** и по состоянию на 1 апреля т.г. составили **113 млрд. сум**.

Динамика средневзвешенных процентных ставок на межбанковском денежном рынке свидетельствует об их стабилизации около ставки рефинансирования.

В частности, средневзвешенные процентные ставки в январе-марте 2018 года колебались на уровне **13,2-13,5%**.



В целях усиления передачи влияния процентных инструментов денежно-кредитной политики на рыночные процентные ставки была разработана единая электронная платформа для осуществления операций на межбанковском денежном рынке. Её практическое использование начато с 1 апреля т.г.

Данная мера направлена на дальнейшее повышение прозрачности проводимых операций на межбанковском денежном рынке, что будет способствовать созданию конкурентных условий при формировании рыночных процентных ставок.

Динамика основных денежно-кредитных показателей

В I квартале 2018 года денежная база осталась на стабильном уровне, а темпы роста денежной массы составили 1,2% (в соответствующем периоде 2017 года - 7,6%).

В январе-марте т.г. денежная масса в национальной валюте увеличилась на 1,7% против 5,7% в I квартале 2017 года.

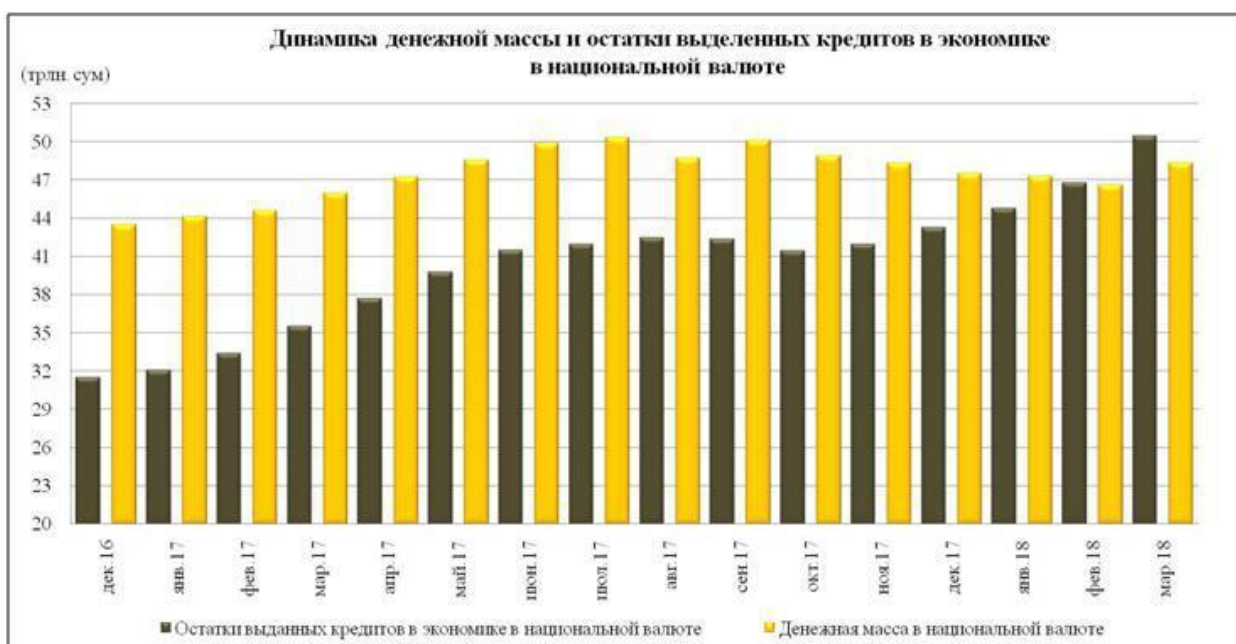
При этом, в месячном разрезе наблюдались разнонаправленные изменения в объемах денежной массы, что свидетельствует о

продолжении процесса адаптации экономики на новые макроэкономические условия в период преобразований.



Рост денежной массы в I квартале 2018 года был, главным образом, связан с расширением объемов операций коммерческих банков по кредитованию секторов экономики, в том числе в рамках государственных целевых программ развития.

В частности, в январе-марте т.г. совокупный кредитный портфель коммерческих банков увеличился на **10,1 трлн. сум** или **9,3%**, в том числе в национальной валюте на **7,2 трлн. сум** или **16,7%**.



При существенном увеличении объемов кредитования со стороны коммерческих банков несмотря на жесткие денежно-кредитные

условия, объемы денежной массы в экономике сохранились на относительно стабильном уровне. Это объясняется тем, что:

- основная доля этих кредитов являются целевыми, выделяемыми в рамках государственных программ (ипотечные программы, кредиты для производства сельскохозяйственных культур, импорт сельхозтехники и др.), существенная часть которых направляются преимущественно на импорт. Принимая во внимание целевую направленность и источники финансирования, жесткость денежно-кредитных условий не оказывают существенного влияния на объемы данных кредитов;

- исполнение государственного бюджета с обеспечением его сбалансированности, и снижение чистых требований банковской системе к правительству позволяют предотвратить резкое увеличение денежной массы под воздействием фискальной политики;

- умеренный рост чистых внешних активов банковской системы также в целом позволили сохранить умеренный рост денежного предложения в экономике.

Вместе с тем, в I квартале 2018 года продолжились качественные изменения в структуре денежной массы, которые обуславливаются сокращением внебанковского оборота наличных денег вследствие либерализации внутреннего валютного рынка.

В частности, объем наличных денежных средств в обращении за январь-март т.г. уменьшился на **1,2 трлн. сум** или **6,3%**, что привело к сокращению её доли в совокупной денежной массе с начала года с **26,6%** до **24,6%**.



Данная динамика, в свою очередь, повлияла соответствующим образом на рост ликвидности банковской системы. При этом объем резервных денег в рассматриваемом периоде практически не изменился.

IV. Задачи до конца 2018 года

Несмотря на постепенное замедление темпов роста цен и снижение инфляционных ожиданий на фоне сохранения жестких денежно-кредитных условий, в экономике сохраняются риски, связанные с удержанием уровня инфляции в пределах её прогнозных показателей на 2018 год.

Хотя номинальные процентные ставки остаются на относительно высоком уровне, реальные процентные ставки находятся на минимальном уровне (близком к нулю). При этом, задача по сохранению рисков макроэкономической стабильности на низком уровне наряду с поддержанием необходимых условий для качественного проведения экономических реформ обуславливает продолжение действующего курса денежно-кредитной политики.

Приоритетной целью Центрального банка в ближайшей перспективе остается недопущение усиления инфляционного давления в экономике и закрепление наметившейся тенденции стабилизации цен в потребительском секторе.

Центральный банк продолжит проведение жесткой денежно-кредитной политики посредством гибкого использования её

инструментов для стабилизации динамики денежно-кредитных показателей с учетом факторов их формирования.

С этой точки зрения, интервенции Центрального банка продолжат носить нейтральный характер исключительно в целях стерилизации ликвидности, возникшей в результате проведения операции Центрального банка по покупке монетарного золота у производителей.

Операции Центрального банка по предоставлению и привлечению ликвидности будут осуществляться с учетом влияния изменений порядка обязательного резервирования на ликвидность в банковской системе.

Будет продолжен мониторинг за кредитным каналом роста денежного предложения и совокупного спроса в экономике, а также выявлению на ранних стадиях рисков инфляции и инфляционных ожиданий, в том числе за счет немонетарных факторов.

Особое внимание будет уделено координации и согласованности мер денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики с учетом ожидаемых структурных изменений в макроэкономической политике.

В части касательно рисков изменения макроэкономических условий со стороны внешних факторов, Центральный банк продолжит отслеживать развитие ситуации в странах – основных торговых партнёрах с разработкой соответствующих мер по минимизации их негативного воздействия.

Принимая во внимание сохраняющиеся инфляционные риски и неопределенность касательно динамики, масштаба и продолжительности влияния внутренних и внешних факторов на потребительское поведение и соответственно уровень цен на внутреннем рынке, Центральный банк будет придерживаться осторожного подхода при проведении денежно-кредитной политики и сохранит ставку рефинансирования во II квартале т.г. на уровне 14% годовых.

Центральный банк будет и в дальнейшем пристально отслеживать реально складывающуюся ситуацию в экономике и степень воздействия факторов инфляции на макроэкономическую, в том числе ценовую стабильность.

В случае значительного усиления инфляционных рисков в экономике под воздействием монетарных факторов Центральный

банк примет меры по корректировке денежно-кредитных условий, в том числе посредством проведения рыночных операций по привлечению избыточной ликвидности в банковской системе.

[1] В целях оценки инфляционных ожиданий в экономике, определения факторов, влияющих на них, а также для предупреждения их необоснованного роста, с начала 2018 года Центральным банком Узбекистана внедрена практика проведения регулярных опросов населения и субъектов предпринимательства в Республике Каракалпакстан, областях и г. Ташкент с помощью стандартизированного вопросника.