



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2025 ГОД И ПЕРИОД 2026-2027 ГОДОВ

ИНФЛЯЦИЯ

ИНФЛЯЦИЯ ПРОГНОЗИ

ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТ

5%

Центральный банк Республики Узбекистан

**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ
НА 2025 ГОД И ПЕРИОД
2026-2027 ГОДОВ**

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2024 год

Утверждено Постановлением правления Центрального банка Республики Узбекистан № 37/1 от 23 ноября 2024 года.

Подготовлено департаментом денежно-кредитной политики.

Предложение и замечания можно направить по адресу:

E-mail: zakirov@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

СОКРАЩЕНИЯ	4
ВВЕДЕНИЕ	5
I. АНАЛИЗ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2024 ГОДУ	9
1.1. Анализ внутренних и внешних факторов, влияющих на инфляционные процессы ..	9
1.2. Анализ динамики инфляции и меры денежно-кредитной политики, направленные на ее снижение	19
Врезка 1. Структурные изменения и ожидания в кредитовании экономики	29
Врезка 2. Анализ долгосрочных тенденций, наблюдаемых в инфляционных ожиданиях	32
Врезка 3. Разные показатели инфляции: на примере быстро и медленно адаптирующихся цен	36
II. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2025-2027 ГГ	40
2.1. Основной сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика	44
2.2. Альтернативный сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика	54
Врезка 4. Рисковый сценарий и денежно-кредитная политика	60
Врезка 5. Влияние изменения обменного курса на экономическое развитие: на основе модели DSGE	62
Врезка 6. Макроэкономические последствия фискального доминирования	67
III. ПРИОРИТЕТНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ	70
3.1. Перспективы совершенствования инструментов денежно-кредитной политики	70
Врезка 7. Подход к управлению рисками в денежно-кредитной политике	75
Врезка 8. Динамика и прогноз общей ликвидности банковской системы	78
3.2. Направления развития потенциала макроэкономического анализа и прогнозирования	80
ПРИЛОЖЕНИЯ	83
Приложение 1. График заседаний Правления Центрального банка Республики Узбекистан по рассмотрению основной ставки в 2025 году	83
Приложение 2. Календарь публикаций по денежно-кредитной политике Центрального банка Республики Узбекистан на 2025 год	84
Приложение 3. Цель и основные принципы денежно-кредитной политики	86
Приложение 4. Альтернативные методологии оценки реального эффективного обменного курса	89
Приложение 5. Влияние цифровой валюты центрального банка на трансмиссию денежно-кредитной политики	93
Приложение 6. Влияние развития искусственного интеллекта на экономические процессы	96
Приложение 7. Кривая доходности и ее значение в макроэкономическом анализе	99
Приложение 8. Использование инструмента обязательных резервов при реализации денежно-кредитной политики	102
ГЛОССАРИЙ	106

СОКРАЩЕНИЯ

ВВП	–	валовой внутренний продукт
ИПЦ	–	индекс потребительских цен
ИЦП	–	индекс цен производителей
ФАО	–	Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
ФРС	–	Федеральная резервная система
МВФ	–	Международный валютный фонд
ФРРУ	–	Фонд реконструкции и развития Узбекистана
НДС	–	налог на добавленную стоимость
ГЦБ	–	государственные ценные бумаги
ФД	–	фискальное доминирование
МД	–	монетарное доминирование
РЭОК	–	реальный эффективный обменный курс
ЦВЦБ	–	цифровая валюта центрального банка
МЭФ	–	Министерство экономики и финансов

ВВЕДЕНИЕ

Основные направления денежно-кредитной политики определяют меры Центрального банка Республики Узбекистан, направленные на обеспечение стабильности цен с учётом текущей экономической ситуации и ожидаемого макроэкономического развития в среднесрочной перспективе.

В текущем году экономика Узбекистана продолжает расти темпами, превышающими ожидаемые в основном сценарии основных направлений денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025–2026 годов. Рост доходов населения и значительные объёмы прямых иностранных инвестиций остаются ключевыми факторами, поддерживающими внутренний спрос и экономический рост.

На фоне либерализации тарифов на энергоресурсы в первой половине года наблюдалось ускорение инфляционных процессов в экономике. Вторичные эффекты этих изменений отразились в повышении базовой инфляции во второй половине года. Вместе с тем, в последние месяцы перебои с поставками оказали негативное влияние на цены некоторых продовольственных товаров и топлива.

Повышение тарифов на энергоресурсы и их влияние на инфляционные ожидания оказалось ниже прогнозируемого уровня, а ожидания по снижению инфляции в ближайшей перспективе послужило принятию решения о снижении основной ставки Центрального банка в июле на 0,5 процентного пункта. Однако в последующие месяцы на фоне устойчивости инфляции основная ставка сохранена на уровне 13,5%.

Основные направления денежно-кредитной политики на предстоящие годы разработаны на основе трёх сценариев макроэкономического развития (основного, альтернативного и рискового) с учётом вероятности различных факторов и их влияния на инфляцию.

Основной сценарий предполагает сохранение текущих внутренних и внешних условий, в том числе снижение глобальной инфляции, положительные темпы роста мировой экономики, стабильно высокие цены на сырьё, рост внутреннего спроса и активное продолжение реформ.

Согласно основному сценарию, под воздействием жёсткой денежно-кредитной политики и фискальной консолидации реальный рост ВВП в 2025 году прогнозируется на уровне 5,5–6,0%, в 2026 году — 5,5–6,5%, а в 2027 году — 6,0–6,5%. Обеспечение относительно жёстких условий денежно-кредитной политики позволит нормализовать потребительский спрос и снизить инфляцию до 6,0–7,0% в 2025 году, а в 2026–2027 годах приблизить её к 5% таргету.

Ожидается, что снижение инфляции до целевого показателя во второй половине 2026 года позволит смягчить денежно-кредитные условия и постепенно перейти к нейтральной фазе.

Альтернативный сценарий разработан с учётом сохранения текущих внутренних условий и усиления внешних рисков, таких как сохранение высокой глобальной инфляции в течение более длительного времени, снижение экономической активности в крупных экономиках и усиление фрагментации мировой экономики. В этом сценарии предполагается, что негативное влияние внешних рисков на экономический рост будет компенсировано поддержкой внутреннего спроса, в том числе за счёт фискальных стимулов и увеличения кредитных вложений. В результате темпы экономического роста прогнозируются на уровне 5,0–5,5% в 2025 году, 5,0–6,0% в 2026 году и 5,5–6,5% в 2027 году.

При этом в условиях некоторого снижения экономической активности и сохранения жёстких условий денежно-кредитной политики инфляция в 2025 году ожидается на уровне 7–8%, в 2026 году — около 6%, а в первой половине 2027 года — 5%.

В дополнение к основному и альтернативному сценариям также рассмотрен рисковый сценарий, основанный на усилении инфляционных рисков. Этот сценарий учитывает проинфляционные риски связанные с негативным влиянием климатических изменений в регионе на производственные показатели, увеличением фискальных стимулов в условиях ограниченности производства, а также сокращением валового выпуска из-за несоответствия предложения энергоресурсов потребностям экономики.

В рамках этого сценария инфляция прогнозируется на уровне 8–9% в 2025 году, 7–8% в 2026 году и достижение целевого уровня в 5% ожидается к концу 2027 года.

При этом вероятность достижения таргета по инфляции будет зависеть от эффективности принимаемых мер денежно-кредитной политики, что потребует обеспечения более жёстких условий.

При любом сценарии макроэкономического развития меры денежно-кредитной политики будут направлены на обеспечение стабильности цен и снижение инфляции до целевого уровня в 5%, что является основной целью Центрального банка.

Вместе с тем, важные направления политики на ближайшие годы включают:

1. Увеличение спроса на инструменты привлечения избыточной ликвидности коммерческих банков через их секьюритизацию (обеспечение залогом) и обеспечение формирования процентных ставок по операциям межбанковского РЕПО вблизи основной ставки;

2. Активизацию выпусков облигаций Центрального банка с разными сроками и объёмами для полного отображения ожиданий участников рынка в доходности ценных бумаг и определения краткосрочного сегмента кривой доходности;

3. Аудит и внесение поправок в правила проведения денежно-кредитных операций, а также нормативные документы по операциям на межбанковском рынке;

4. Совершенствование требований по обязательному резервированию посредством постепенного расширения охвата обязательств коммерческих банков этими требованиями и снижения нормативов по обязательствам в иностранной валюте;

5. Совершенствование системы макроэкономического анализа и прогнозирования, активно используемой при принятии решений в области денежно-кредитной политики, при поддержке экспертов международных финансовых организаций, включая приведение параметров моделей кратко- и среднесрочного прогнозирования в соответствие с текущими экономическими реалиями;

6. Продолжение согласованного применения денежно-кредитной и макропруденциальной политики для сдерживания инфляционного давления за счёт балансировки темпов роста розничных кредитов. В том числе ужесточение макропруденциальных

требований к отдельным видам розничных кредитов в зависимости от необходимости.

В целом, Центральный банк будет продолжать активную денежно-кредитную политику, направленную на снижение инфляции до 5% таргета и обеспечение стабильности цен в среднесрочной перспективе. Денежно-кредитные условия будут поддерживаться на достаточно жестком уровне для стабильного снижения инфляции, а также своевременно будут приниматься необходимые меры посредством инструментов денежно-кредитной политики на случай возникновения всевозможных инфляционных рисков.

I. АНАЛИЗ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2024 ГОДУ

1.1. Анализ внутренних и внешних факторов, влияющих на инфляционные процессы

За 9 месяцев 2024 года экономический рост ускорился и поддерживался преимущественно активностью производственного сектора и сферы услуг. Значительное увеличение объемов денежных переводов послужило увеличению доходов населения и формированию стабильного потребительского спроса.

При этом в первом полугодии темпы роста бюджетных расходов превышали рост доходов, а в третьем квартале наблюдался рост доходов бюджета и замедление темпов роста государственных расходов.

Экономический рост. За 9 месяцев 2024 года реальный рост валового внутреннего продукта составил 6,6% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года.

Основными драйверами роста предложения стали промышленность, строительство и сектор услуг. В последние годы сохраняется значительный вклад сферы услуг в экономический рост (рис. 1.1.1).

Рис. 1.1.1 Декомпозиция роста ВВП по методу производства, п.п.

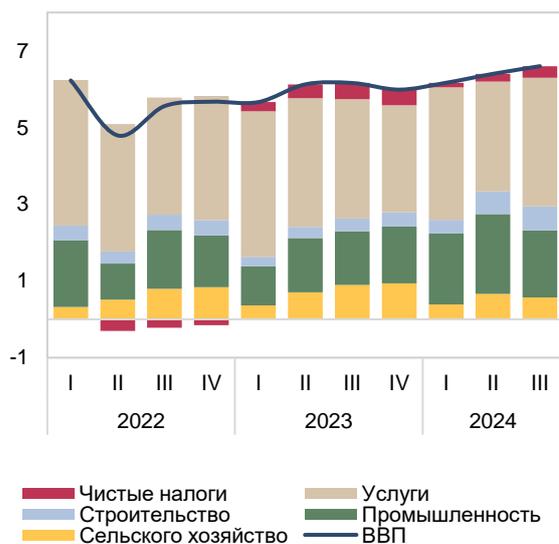


Рис. 1.1.2. Вклад отдельных компонентов в рост ВВП, п.п.



Источник: Агентство статистики.

По итогам января-сентября 2024 года более высокий рост наблюдался в промышленности, строительной сфере и сфере услуг по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. В частности, в строительстве реальный темп роста составил 9,1%, в промышленности - 7,0%, в сфере услуг - 12,8%.

Все большее значение в поддержке валового спроса приобретает инвестиционная деятельность, в частности, прямые иностранные инвестиции и негарантированные иностранные кредиты (*реальный рост - 62,1%*) (рис. 1.1.3). Основная часть инвестиций была направлена в промышленный сектор, в частности, значительно выросли инвестиции в горнодобывающую промышленность.

Несмотря на снижение доли средств, направленных на образование, хранение и транспортировку, информационно-коммуникационные услуги и жилищное строительство в общем объеме инвестиций, сохранились высокие темпы роста инвестиций, направленных в сферу услуг и строительство.

Потребительская активность остается стабильно высокой. Высокие темпы роста продолжают показывать розничный товарооборот (9,2%), общественное питание (10,9%) и импорт туристических услуг (52,1%).

Рис. 1.1.3. Динамика прямых иностранных инвестиций, млн долл.

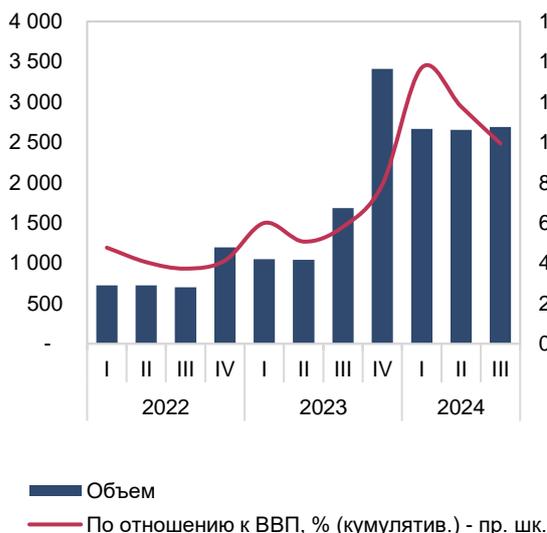
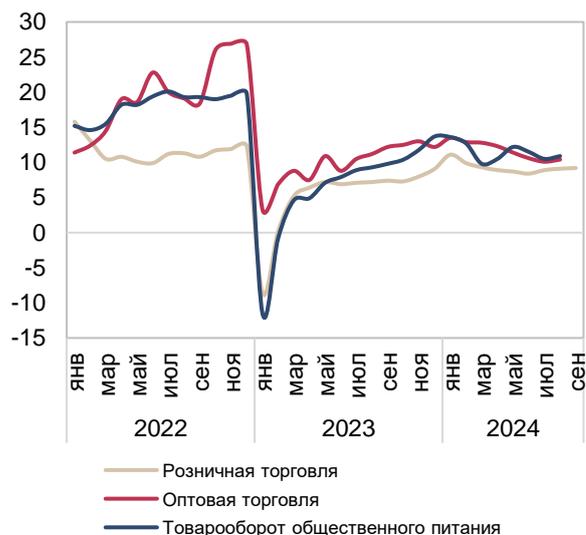


Рис. 1.1.4. Товарооборот предприятий торговли и общепита, реальный рост, %



Источник: Расчеты ЦБ на основе данных Агентства статистики.

Экономическая активность также отразилась в увеличении объема межбанковских операций за 9 месяцев текущего года на 28,6% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года (рис. 1.1.5).

В январе-сентябре 2024 года объем поступлений от торговли и платных услуг увеличился на 32,1% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года, при этом положительные показатели изменения зафиксированы во все месяцы (рис. 1.1.6).

Рис.1.1.5. Динамика межбанковских транзакций, к соответствующему периоду прошлого года



Рис. 1.1.6. Изменение поступлений от торговли и платных услуг, к соответствующему периоду прошлого года



Источник: расчеты ЦБ.

За 9 месяцев 2024 года ежемесячные темпы роста цен на рынке жилой недвижимости замедлились и оказались ниже, чем в соответствующем периоде предыдущего года. В результате сохранения эффекта высокой базы рост цен на жилье на вторичном рынке в сентябре составил 15,5% в индексе сума (32,8% в соответствующем периоде прошлого года) (рис. 1.1.7).

Несмотря на снижение количества вакансий к июлю 2024 года, небольшое улучшение предложения наблюдается в августе и сентябре (рис. 1.1.8). При этом количество заявленных вакансий преимущественно выше в сфере розничной торговли, общественного питания и производства, чем в остальных отраслях.

Рис. 1.1.7. Индекс цен вторичного рынка жилья

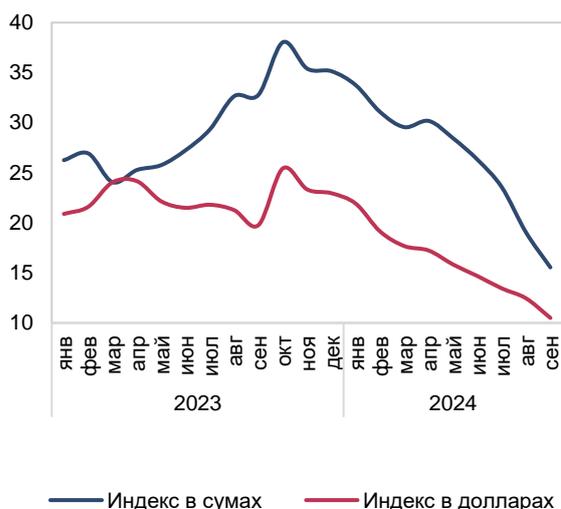
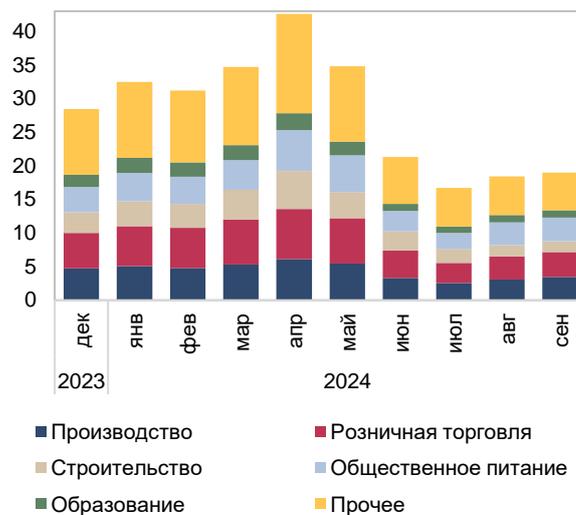


Рис. 1.1.8. Количество вакансий, тыс. шт.



Источник: Расчеты ЦБ на основе открытых данных.

Фискальная сфера. В третьем квартале текущего года сохранялся отрицательный разрыв между динамикой бюджетных доходов и расходов. Если дефицит консолидированного государственного бюджета во втором квартале составлял 3% от ВВП, то в третьем квартале он значительно сократился до 0,3% (рис. 1.1.9). Это в основном объясняется продолжающейся бюджетной консолидацией.

Рис. 1.1.9. Расходы и доходы консолидированного бюджета, в % к ВВП

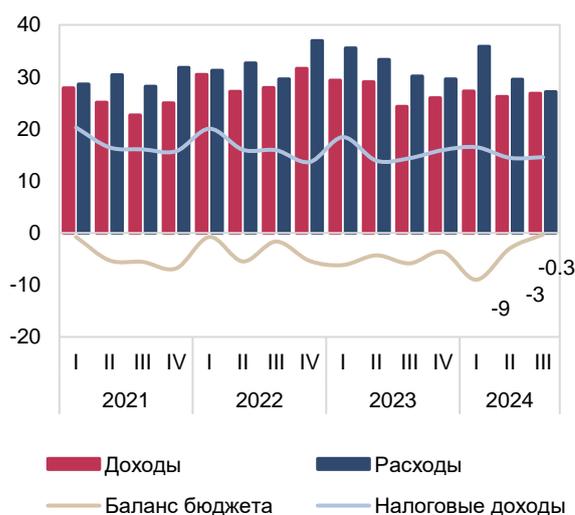


Рис. 1.1.10. Государственный долг и платежи по внешнему долгу, в % к ВВП



Источник: Расчеты ЦБ на основе данных МЭФ и Агентства статистики.

Примечание: Для расчета соотношения доходов и расходов бюджета и выплат по внешнему долгу к ВВП были использованы данные чистого квартального ВВП.

В первом квартале 2024 года темпы роста бюджетных расходов превышали темпы роста доходов, однако в последние кварталы наблюдается обратная тенденция – более высокий рост доходов. Так, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, в первом квартале текущего года доходы увеличились на 12%, а расходы – на 22%. Во втором квартале разрыв между этими показателями начал сокращаться: доходы выросли на 8%, а расходы – на 5%. В третьем квартале темп роста доходов составил 33%, тогда как расходы увеличились всего на 9%.

В целом, стимулирующая фискальная политика последних лет вносит значительный вклад в поддержание высокой экономической активности через стимулирование потребительской активности.

В текущем году наблюдается рост объема платежей по государственному и внешнему долгу (рис. 1.1.10). В первом и втором кварталах 2024 года общие выплаты по внешнему долгу государства составили соответственно 6% и 4% от чистого квартального ВВП.

Снижение доли налоговых поступлений по отношению к ВВП в условиях роста экономической активности может быть связано с ростом активности в неформальном секторе. Это также указывает на необходимость дальнейшего совершенствования налогового администрирования и устранения пробелов¹ налогового законодательства. Также снижение налоговых доходов повысит в будущем зависимость бюджета от неналоговых доходов, в том числе доходов от продажи природных ресурсов или долговых средств, повысит уязвимость правительства к внешним рискам, а также существенно увеличит долг и долговые расходы, что может оказать потенциальное давление на финансовое положение правительства. Это, в свою очередь, может привести к снижению инвестиционного потенциала государства.

Внешние экономические условия

В результате жесткой денежно-кредитной политики, проводимой центральными банками в 2023-2024 годах, глобальная инфляция продолжает постепенно снижаться.

Октябрьский прогноз МВФ по мировой инфляции был несколько понижен по сравнению с предыдущим и ожидается на уровне 5,8% в

¹Пробелы в законодательстве – это неясности или неурегулированность налогового законодательства. Эти несовершенства позволяют физическим и юридическим лицам уменьшить свои налоговые обязательства или вообще избежать уплаты налогов, не нарушая при этом закон.

2024 году. Прогнозируется, что тренд снижения уровня инфляции в развитых экономиках сохранится и составит в этом году 2,6%.

В развивающихся странах для снижения общего уровня инфляции потребуется больше времени. В результате инфляция ожидается на уровне 7,9% в 2024 году.

В то же время снижение процентных ставок началось позже, чем ожидалось ранее, на фоне медленного снижения глобальной инфляции в сфере услуг и сохраняющейся геополитической напряженности.

На фоне снижения инфляции мировые финансовые условия за 9 месяцев текущего года начали смягчаться. В частности, средневзвешенная процентная ставка крупнейших развитых экономик² снизилась на 42 базисных пункта и составила 3,78% годовых. Ожидается, что до конца 2024 года ведущие центральные банки продолжат снижать процентные ставки, поскольку инфляция продолжает снижаться.

Согласно октябрьским прогнозам МВФ, рост мировой экономики в 2024 году составит 3,2% *(без изменений по сравнению с июньскими прогнозами 2024 года)*. Ожидается, что экономический рост в развитых странах составит 1,8% *(рост на 0,1 процентного пункта)*, а в развивающихся странах – 4,2% *(без изменений)*.

Мировая торговля товарами и услугами продолжает расти и, как ожидается, увеличится на 3,1% в 2024 году *(4,6% в развивающихся странах)*. В частности, после резкого увеличения стоимости международных контейнерных перевозок во втором квартале из-за значительного увеличения объема торговли Китая с другими странами, *(120 процентов по сравнению с началом года)*, снижение спроса в третьем квартале отразилось и на мировом индексе контейнерных перевозок³ и в конце сентября был зафиксирован рост на 31% по сравнению с началом года.

Индекс глобальной деловой активности (PMI), отражающий экономическую активность, в сентябре показал сокращение в производственном секторе третий месяц подряд. В крупных экономиках, таких как США, Япония, Великобритания и Бразилия, наблюдался рост активности, тогда как в Евроне, России и Китае

² Классификация стран G7 со стороны МВФ

³ Мировой индекс контейнерных перевозок Drewry

зафиксировано снижение. В то же время, активность в сфере услуг остаётся на высоком уровне и демонстрирует положительную динамику с начала 2023 года.

Несмотря на сохраняющееся влияние геополитической ситуации и проблемы с совокупным спросом у ключевых торговых партнёров, их экономический рост остаётся стабильным на фоне активизации государственных инвестиций и восстановления частного потребления.

Хотя ожидается снижение инфляционного давления благодаря продолжающейся сдерживающей денежно-кредитной политике, к концу текущего года прогнозируется, что инфляция у большинства торговых партнёров останется значительно выше целевых уровней.

Индекс продовольственных цен ФАО, который отражает мировые цены на продукты питания, остаётся стабильным с начала года, хотя по отдельным его компонентам наблюдаются значительные изменения. В частности, цены на мясо, масла и молочные продукты демонстрируют тенденцию к росту с начала года.

В то же время, в сентябре индекс продовольственных цен ФАО зафиксировал самый высокий рост за последние 2,5 года – на 3,1%. Этот рост был в основном вызван удорожанием сахара и растительных масел. В Бразилии засуха и лесные пожары наносят ущерб плантациям сахарного тростника, а неблагоприятные погодные условия в странах-производителях сырья для растительного масла создают проблемы при сборе урожая (рис. 1.1.11).

Рис. 1.1.11. Индекс ФАО, 2014-2016 = 100

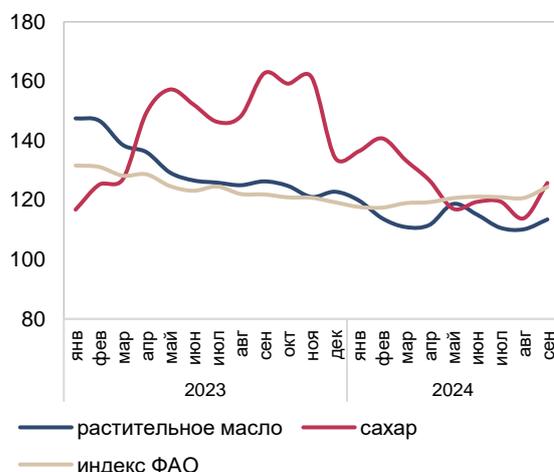
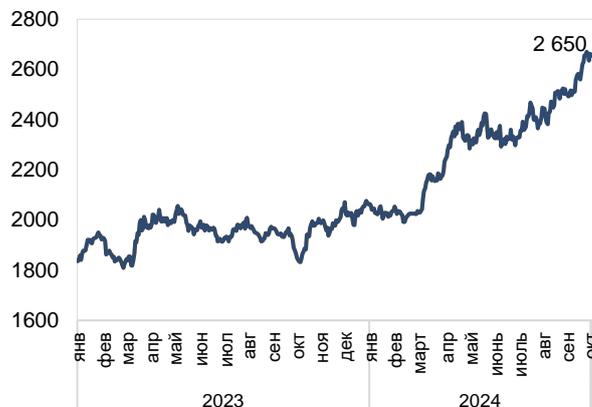


Рис. 1.1.12. Цена золота, долл./ тр. унция



Источник: ФАО.

Цена на золото за 9 месяцев текущего года выросла на 29,2%, достигнув рекордного уровня. Спрос на золото остаётся высоким из-за геополитической напряжённости в мире, снижения процентных ставок и политики центральных банков, направленной на увеличение доли золота в их золотовалютных резервах (рис. 1.1.12).

Цена на медь начала снова расти с третьего квартала текущего года на фоне принятия правительством Китая новых мер по стимулированию экономики. Цена на хлопок продолжает снижаться из-за высокого уровня предложения на мировом рынке.

За 9 месяцев 2024 года объём денежных переводов составил 11,3 млрд долларов, что на 34,8% больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (рис. 1.1.13).

Важными факторами роста денежных переводов можно назвать относительно стабильный валютный курс в странах, принимающих мигрантов, высокие темпы роста заработной платы, экономическую активность и постоянный спрос на рабочую силу.

В течение летних месяцев ускорение инфляции у основных торговых партнёров привело к снижению реального эффективного обменного курса, однако в сентябре, в результате высокой внутренней инфляции и стабильного курса национальной валюты, реальный эффективный обменный курс начал укрепляться (рис. 1.1.14).

Рис.1.1.13. Динамика денежных переводов, млн долл.

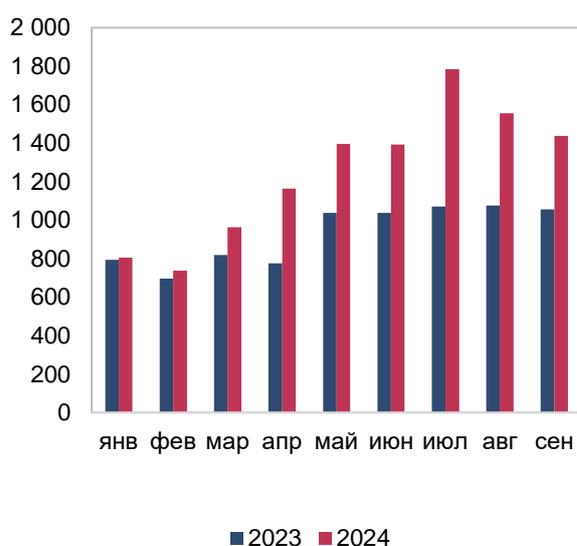


Рис. 1.1.14. Динамика реальных и номинальных обменных курсов, %



Источник: Расчеты ЦБ.

Рис. 1.1.15. Изменение объемов экспорта, %

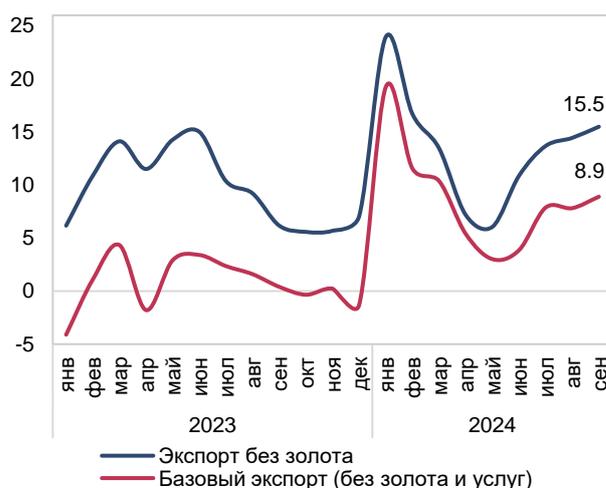
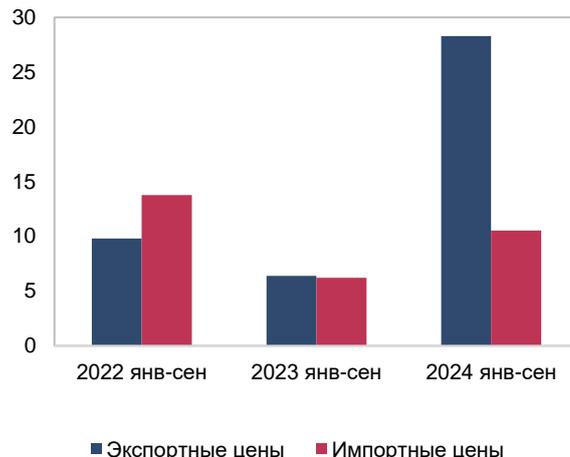


Рис. 1.1.16. Изменение индексов экспортных и импортных цен, %



Источник: Расчеты ЦБ.

Курс сума по отношению к доллару США за 9 месяцев текущего года ослаб на 3%. Относительная стабильность обменного курса объясняется благоприятной конъюнктурой цен на экспортные товары, высоким ростом денежных переводов, а также привлечением внешних заёмных средств государственным и частным секторами.

За первые 9 месяцев текущего года объём экспорта без учёта золота увеличился на 15,5% (рис. 1.1.15). Основными факторами роста экспорта стали экономический рост в странах-торговых партнёрах и благоприятные цены на экспортируемые товары.

В 2024 году высокие цены на медь и уран способствовали значительному росту экспорта сырья за 9 месяцев текущего года. Снижение цен на хлопок и сокращение спроса на текстильную продукцию в соседних странах привели к снижению экспорта данной группы товаров (- 6,6%).

Рост объёма импорта оказался значительно ниже по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составил 5,2% (в 2021–2023 годах средний рост составлял 22%). С исключением энергетических ресурсов (рост на 59% по сравнению с прошлым годом) и услуг (рост на 42%), объём импорта сократился на 2,0%. Это снижение объясняется стабильностью импортных цен, а также эффектом высокой базы, который сложился из-за разового крупного импорта машин и оборудования в 2023 году (рис. 1.1.17).

По итогам января-сентября 2024 года, несмотря на высокие темпы роста инвестиций в первом полугодии, импорт капитальных

товаров остался на прежнем уровне после резкого роста на 46% в прошлом году. Это может быть связано с продолжающимся освоением ранее импортированного оборудования, особенно транспортного. Ожидается, что влияние текущих высоких инвестиций проявится в последующие годы, когда начнётся реализация инвестиционных проектов.

Рис. 1.1.17. Изменение объемов импорта, %

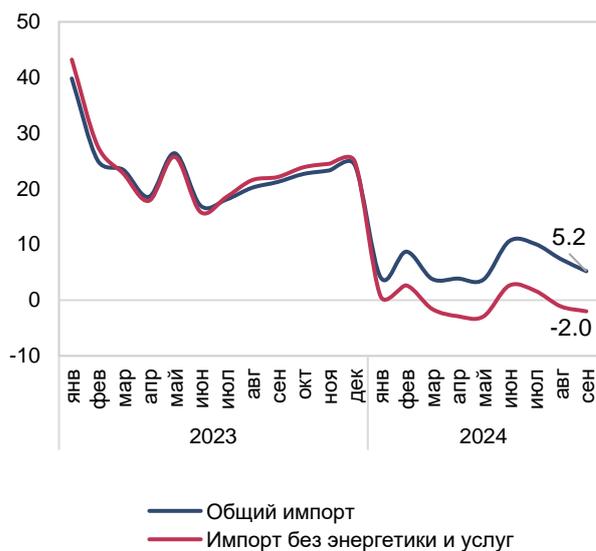


Рис. 1.1.18. Счет текущих операций, млрд долл.



Источник: Расчеты ЦБ.

Дефицит счета текущих операций в первой половине текущего года составил 2,4 млрд долларов, что на 15% меньше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Основным фактором стало положительное сальдо доходов, сформированное за счёт высоких вторичных доходов. В 2023 году дефицит текущего счёта составлял 7,7% по отношению к ВВП, однако в первой половине текущего года он сократился до 5,4%. Ожидается, что к концу года дефицит составит около 6-6,5% по отношению к ВВП на фоне положительной динамики баланса доходов и стабилизации темпов роста импорта.

1.2. Анализ динамики инфляции и меры денежно-кредитной политики, направленные на ее снижение

В январе-сентябре 2024 года инфляционные процессы в экономике имели разнонаправленный характер. При этом относительно жёсткие денежно-кредитные условия сдерживали факторы спроса, в то время как факторы предложения способствовали росту цен.

В частности, в первом квартале текущего года наблюдалась тенденция снижения годовой инфляции, которая снизилась с 8,8% в начале года до 8% в марте. Однако в мае инфляция ускорилась до 10,6%, что было связано с введением налога на добавленную стоимость на медикаменты и медицинские услуги, а также либерализацией цен на энергетические ресурсы.

В течение третьего квартала инфляция оставалась на уровне 10,5% в годовом выражении. Без учёта роста цен на энергетические ресурсы годовая инфляция составила 6,9% (рис. 1.2.1).

В первой половине года наблюдалось снижение базовой инфляции, которая достигла 5,9% в июне, что стало самым низким показателем за последние годы. Однако в третьем квартале базовая инфляция выросла до 7,1% в сентябре, а сезонно скорректированная базовая инфляция составила 8,8%.

Рис. 1.2.1. Динамика общей и базовой инфляции, %

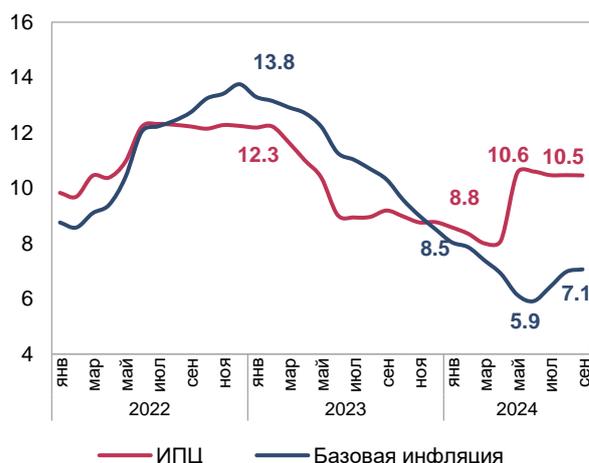
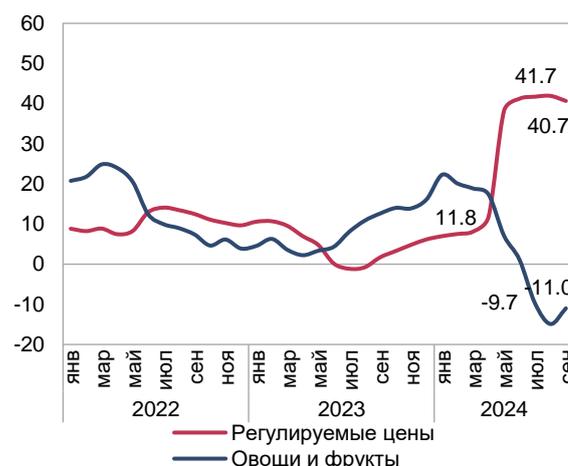


Рис. 1.2.2. Декомпозиция общей инфляции, п.п.



Источник: Расчеты ЦБ.

В третьем квартале ускорение базовой инфляции в основном было вызвано отложенными вторичными эффектами факторов предложения прошлых кварталов (таких как повышение цен на энергетические ресурсы и введение налога на добавленную стоимость на медикаменты и медицинские услуги), а также повышением цен на топливо для автомобилей (метан и пропан), которое отразилось на других ценах.

Также в разрезе основных товарных групп в последние три месяца в условиях ограниченности предложения мяса, спрос на него оставался высоким. Кроме того наблюдался рост цен растительных масел на международных рынках, что имело влияние повышающего характера на базовую продовольственную инфляцию. (рис. 1.2.4).

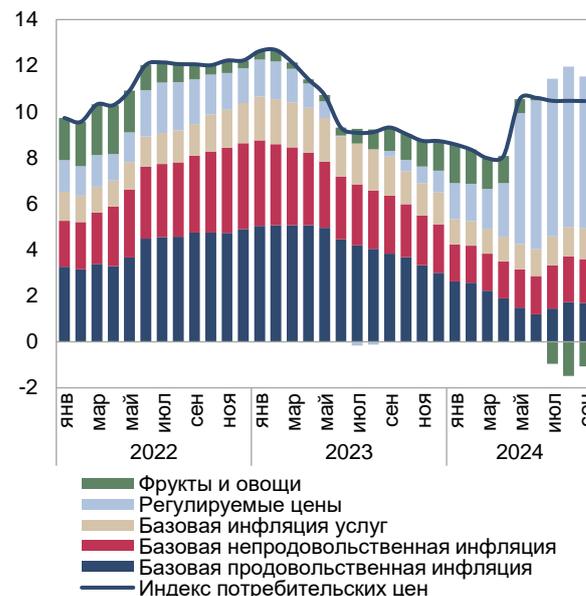
Базовая инфляция в секторе непродовольственных товаров оставалась относительно стабильной, но немного увеличилась за последние месяцы и достигла 7% в годовом исчислении в сентябре. Наибольший рост наблюдался в категориях медикаментов и строительных материалов. В то же время, изменение цен на одежду и средства гигиены стал сдерживающим фактором для инфляции.

Базовая инфляция в сфере услуг демонстрировала растущую динамику с мая и в сентябре составила 10,1% в годовом выражении. Основное влияние на этот рост оказали цены на частное образование, жильё и услуги отдыха.

Рис. 1.2.3. Динамика общей и базовой инфляции, %



Рис. 1.2.4. Декомпозиция общей инфляции, п.п.



Источник: Расчеты ЦБ на основе данных Агентства статистики.

Растущая динамика базовой инфляции услуг и её текущий высокий уровень указывают на сохранение инфляционного давления в экономике. Инфляция в этой группе обычно имеет устойчивый характер, и для её снижения требуются более жёсткие меры денежно-кредитной политики.

Альтернативные показатели базовой инфляции также начали расти с июля. В частности, уровень усеченной инфляции с июня по сентябрь увеличился на 0,5 процентного пункта и составил 5,5%, а медианный ИПЦ в сентябре вырос на 0,4 процентного пункта, достигнув 4,5% (рис. 1.2.5).

Либерализация цен на электроэнергию и природный газ для населения привела к росту инфляции в группе регулируемых товаров и услуг. Дополнительно, летом наблюдался значительный рост цен на автомобильное топливо.

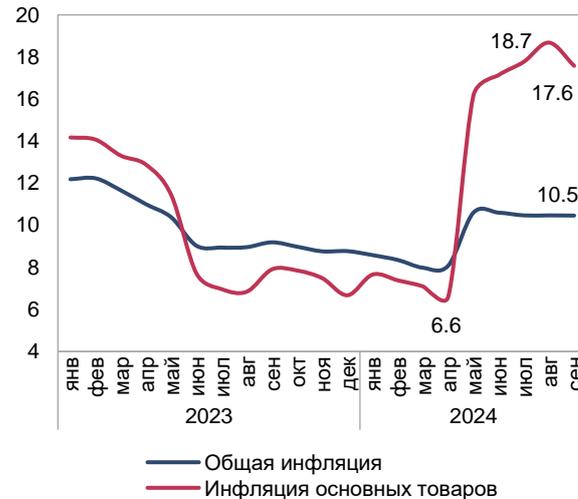
В группе овощей и фруктов в этом году из-за высокого урожая наблюдалась годовая дефляция, что стало одним из ключевых факторов снижения общей инфляции.

Инфляция по 30 наиболее часто покупаемым товарам и услугам потребительской корзины, достигла максимума в августе (18,7%), но в сентябре была зафиксирована небольшая её коррекция — до 17,6% (рис. 1.2.6).

Рис. 1.2.5. Динамика изменения альтернативных показателей базовой инфляции, %



Рис. 1.2.6. Динамика инфляции 30 товаров и услуг с наибольшим весом в ИПЦ, % годовых



Источник: Расчеты ЦБ на основе данных Агентства статистики.

Рис. 1.2.7. Динамика изменений альтернативных показателей инфляции, в % годовых

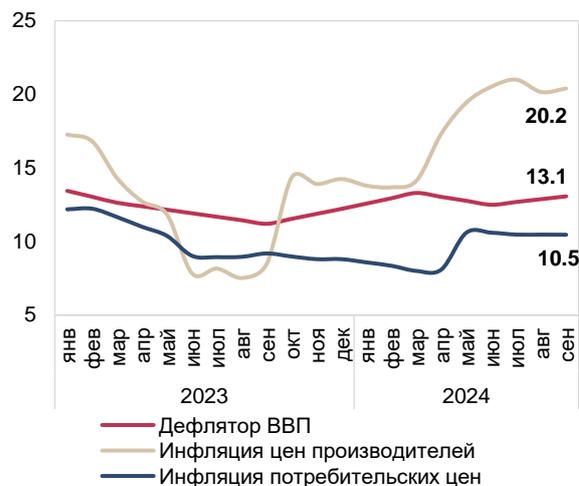


Рис. 1.2.8. Инфляционные ожидания населения и субъектов предпринимательства на ближайшие 12 месяцев, %



Источник: Расчеты ЦБ на основе данных Агентства статистики.

В третьем квартале текущего года дефлятор ВВП вырос на 0,6% по сравнению с предыдущим кварталом, составив 13,1% в годовом выражении. На рост дефлятора ВВП оказали влияние цены в таких отраслях, как промышленность, транспорт и логистика (рис. 1.2.7).

Рост цен в сфере электро- и газоснабжения отразился на увеличении индекса цен производителей (ИЦП), который в сентябре составил 20,4% в годовом выражении (на 6,6% выше по сравнению с январем).

Динамика инфляционных ожиданий

В первом квартале 2024 года наблюдалась тенденция к снижению инфляционных ожиданий экономических субъектов на следующие 12 месяцев. В марте ожидания населения составили 12,8%, а ожидания предпринимателей – 12,2% (рис. 1.2.8).

Во втором квартале наблюдались разнонаправленные тенденции в инфляционных ожиданиях среди населения и предпринимателей. В частности, объявление новых тарифов на энергоносители привело к росту инфляционных ожиданий в апреле. Так, ожидания населения выросли до 14,0%, а ожидания предпринимателей – до 13,3%.

Влияние повышения цен на энергоносители на инфляционные ожидания постепенно снижалось, и в результате стабильности обменного курса и цен на основные виды продовольственных товаров инфляционные ожидания населения и предпринимателей вернулись к тенденции снижения, составив в июле соответственно 12,0% и 11,2%.

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

население

	2024								
	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь
Изменения обменного курса	55	56	61	55	49	41	39	42	50
Рост цен на топливо и энергоносители	49	54	50	47	49	47	44	46	47
Рост цен на коммунальные услуги	39	39	42	55	57	54	51	49	45
Повышение заработной платы и пенсий	32	28	29	23	24	26	22	40	39
Монополия и искусственное повышение цен	32	30	35	29	30	28	28	27	29
Увеличение транспортных расходов	29	33	29	28	28	28	26	26	28
Рост цен на основные продукты	24	22	26	25	22	21	20	23	25

предприниматели

	2024								
	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь
Изменения обменного курса	59	57	61	60	52	42	38	42	51
Рост цен на коммунальные услуги	35	37	38	54	55	53	50	47	46
Рост цен на топливо и энергоносители	43	49	44	44	43	41	42	45	44
Повышение заработной платы и пенсий	28	26	26	22	21	22	17	38	38
Увеличение транспортных расходов	33	35	33	31	33	29	31	31	31
Рост цен на сырье	28	28	28	27	26	26	25	26	27
Высокая налоговая нагрузка	24	27	25	31	35	31	28	27	27

Источник: Расчеты ЦБ.

В третьем квартале наблюдалась тенденция к умеренному росту инфляционных ожиданий экономических субъектов. Согласно результатам опросов, проведенных в сентябре, инфляционные ожидания домохозяйств составили 13,3%, а ожидания предприятий – 12,6%.

На формирование инфляционных ожиданий населения и предпринимателей, в основном, повлияли такие факторы, как изменения обменного курса, рост цен на топливо и энергоресурсы, повышение цен на коммунальные услуги, увеличение заработной платы и рост транспортных расходов (рис. 1.2.9).

Меры денежно-кредитной политики

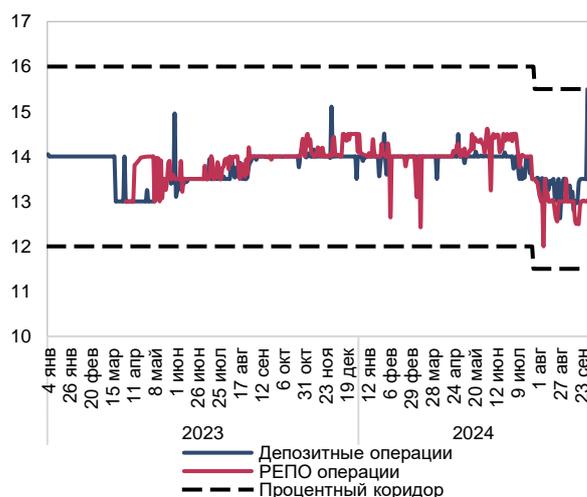
Несмотря на снижение общей инфляции в 2023 году и в первые 4 месяца 2024 года, в связи с продолжением роста инфляция в секторе услуг с ноября 2023 года, а также с ожиданиями либерализации тарифов на энергоресурсы, Центральный банк удерживал основную ставку на уровне 14% в годовом выражении на протяжении длительного времени.

В результате, реальная ставка (по сравнению с текущей инфляцией) продолжала расти и в апреле составила 5,5%, что способствовало поддержанию жестких денежно-кредитных условий (рис. 1.2.10).

Рис. 1.2.10. Основная ставка ЦБ, %



Рис. 1.2.11. Бэнчмарк ставки денежного рынка, %



Источник: Расчеты ЦБ.

С учетом того, что влияние либерализации тарифов на энергоресурсы на общую инфляцию и инфляционные ожидания населения оказалось ниже ожидаемого, основываясь на прогнозах по снижению инфляции в будущем, в июле Центральный банк снизил основную ставку на 0,5%.

Однако в августе-сентябре, из-за относительно высоких цен на некоторые продукты питания и топливо, общая инфляция осталась на уровне 10,5% в годовом исчислении. Отсутствие ожидаемого снижения инфляции стало причиной того, что на последних заседаниях правление Центрального банка приняло решение оставить основную ставку без изменений. В результате основная ставка в реальном выражении составила около 3%, что способствовало поддержанию относительно жестких денежно-кредитных условий в экономике.

Решения по основной ставке эффективно передавались на денежный рынок, и средние процентные ставки по межбанковским депозитам и РЕПО операциям также складывались с положительным реальным уровнем. В частности, бэнчмарк ставка UZONIA, которая является операционным ориентиром Центрального банка, в текущем году полностью находилась в границах процентного коридора. Аналогичная динамика наблюдается и по условным ставкам UZONIA по РЕПО операциям между банками (рис. 1.2.11).

Следует отметить, что в первые 9 месяцев 2024 года на денежном рынке было проведено операций на сумму 358 трлн сумов, что на 18,2% больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Из этих операций 47% составили РЕПО операции.

Процентные ставки и объем операций на денежном рынке зависят от общей ликвидности банковской системы. В апреле-мае объем ликвидности приблизился к нейтральному уровню, а в последние месяцы он продолжал расти, и в сентябре месячный средний профицит ликвидности составил более 12 трлн сумов (рис. 1.2.12).

С целью эффективного управления ликвидностью банковской системы и регулирования процентных ставок на денежном рынке с начала года были внесены изменения в операционный механизм Центрального банка. В частности, для создания дополнительных удобств коммерческим банкам в управлении ликвидностью была введена трехступенчатая система расчетов. Эта система позволяет коммерческим банкам перераспределять ликвидность на межбанковском рынке в течение 30 минут после завершения операций по платежам клиентов и обращаться в Центральный банк для проведения овернайт операций в течение 1 часа.

Кроме того, для смягчения воздействия неожиданных шоков ликвидности и обеспечения непрерывности платежей был внедрен инструмент «внутридневного кредита», который позволяет предоставлять безпроцентную ликвидность коммерческим банкам.

Рис.1.2.12. Чистая ликвидность банковской системы и инструмент «внутридневного кредита», трлн сумов

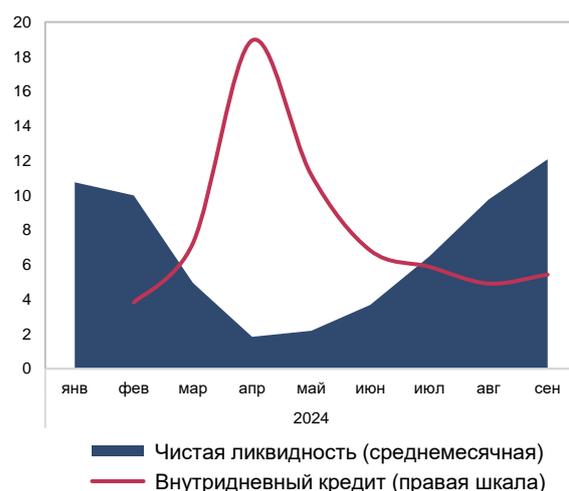


Рис. 1.2.13. Выпуск облигаций ЦБ, трлн сумов



Источник: Расчеты ЦБ.

Кроме того, были введены кредитные операции, обеспеченные валютным залогом, и для всех операций Центрального банка по предоставлению ликвидности были установлены залоговые маржи.

Коммерческие банки активно используют инструмент безпроцентного внутрисуточного кредита. Так объем ежедневных операций изменялся в зависимости от динамики ликвидности банковской системы и в сентябре составил в среднем 325 млрд сум.

По мере приближения ликвидности банковской системы к нейтральному уровню, до мая текущего года Центральный банк не выпускал облигации, но начиная с июня, на фоне роста ликвидности, было начато их эмитирование. При этом доходность облигаций формировалась в соответствии с изменениями основной ставки Центрального банка и была близка к верхней границе процентного коридора (рис. 1.2.13).

Процентные ставки, сформировавшиеся на денежном рынке, отражаются неоднородно в ставках по депозитам и кредитам банков. В частности, средняя процентная ставка по депозитам населения в национальной валюте немного увеличилась с начала года, в то время как для юридических лиц, несмотря на высокую волатильность, ставка осталась на уровне декабря прошлого года (рис. 1.2.14).

Рис. 1.2.14. Процентная ставка по срочным депозитам в национальной валюте, %

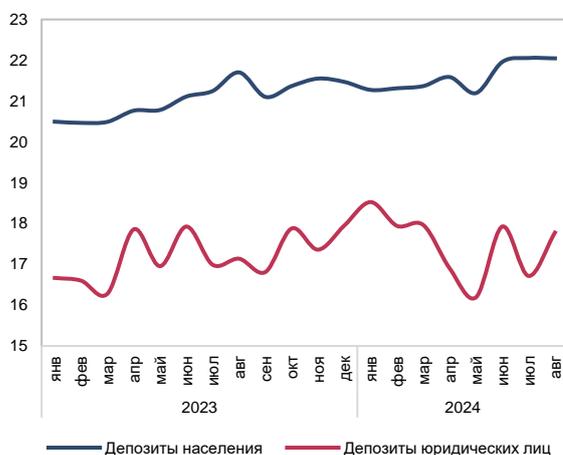
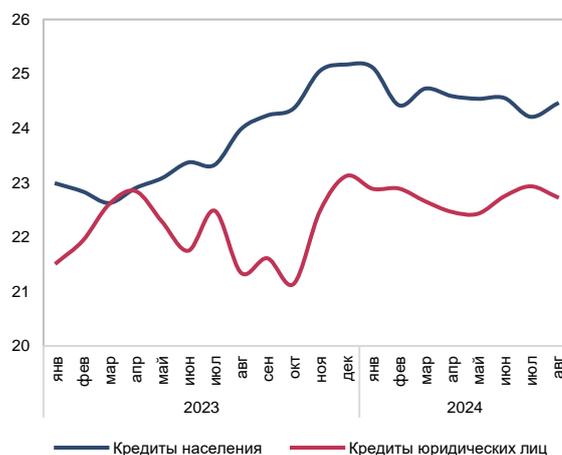


Рис. 1.2.15. Процентная ставка по кредитам в национальной валюте, %



Источник: Расчеты ЦБ.

Средние процентные ставки по кредитам в национальной валюте снизились по сравнению с началом года, что отражает стабилизацию спроса на кредиты (рис. 1.2.15).

Ожидается, что влияние изменений основной ставки на процентные ставки по банковским депозитам и кредитам проявится с некоторым запаздыванием в следующих кварталах.

Высокие темпы роста розничных кредитов в последние годы и инфляционные ожидания экономических агентов являются факторами, поддерживающими относительно высокий уровень номинальных процентных ставок в национальной валюте.

Однако, с учетом стабилизации спроса населения на кредиты и снижения инфляционных ожиданий, ожидается снижение процентных ставок по кредитам и депозитам в национальной валюте, а также сокращение разрыва между этими ставками и основной ставкой.

Матрица альтернативных показателей, отражающих денежно-кредитные условия, показывает, что в экономике сохраняются относительно жесткие денежно-кредитные условия (рис. 1.2.16).

Рис. 1.2.16. Показатели определяющие денежно-кредитные условия

Показатели (Уровень жесткости)	2023												2024								
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен
Основная ставка (в реальном выражении)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж
Ставка денежного рынка (в реальном выражении)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж
Ставка рынка РЕПО (в реальном выражении)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж
Изменение эффективной ликвидности (годовое, %)	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л
Средняя доходность ГЦБ (в реальном выражении)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж
Рост срочных депозитов населения (годовое, %)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж
Рост кредитов населения (годовой, %)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж
Инфляционные ожидания населения	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л	л
Инфляционные ожидания предпринимателей	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж
Рост денежной массы (годовой, %)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж
Реально эффективный обменный курс (сентябрь 2019 = 100)	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж	ж

Источник: Расчеты ЦБ.

В первые месяцы текущего года денежно-кредитные условия оставались жесткими под влиянием высокой основной ставки и сокращения объемов ликвидности в банковской системе. С мая месяца, в условиях роста общей инфляции и профицита ликвидности, эти условия перешли в относительно жесткую фазу.

При изучении в разрезе отдельных индикаторов, показатели связанные с реальными процентными ставками и инфляционными ожиданиями, показывают, что условия относительно жесткие, изменения объема ликвидности указывают на смягчение условий в последние месяцы, а динамика депозитов и кредитов отражает ужесточение условий умеренными темпами.

В частности, высокие реальные процентные ставки способствуют увеличению сберегательной активности населения, что привело к росту срочных депозитов в национальной валюте в 1,6 раза за год. Одновременно снижение спроса на розничные кредиты отразилось в замедлении роста остатков по кредитам, выданным населению.

Положительные тенденции во внешнеэкономической среде и устойчивый приток валюты в страну способствуют стабильности обменного курса, что также вносит вклад в формирование относительно жестких денежно-кредитных условий.

В целом, сохранение уровня жесткости этих условий ожидается как фактор, способствующий снижению инфляционного давления в экономике и формированию общей инфляции в понижающейся траектории.

Врезка 1.

Структурные изменения и ожидания в кредитовании экономики

В последние годы в результате проводимых в экономике структурных реформ, расширения банковских услуг и высокого спроса на кредиты наблюдаются существенные темпы роста объема кредитов, выделяемых экономике. В частности, по итогам 2023 года остаток по кредитам увеличился в 3,7 раза по сравнению с 2018 годом, а среднегодовой темп роста составил 30,4%. Доля кредитных вложений по отношению к ВВП возросла с 23% в 2017 году до 41% на сегодняшний день.

Объем кредитов, выданных населению, в 2019–2023 годах рос в среднем на 48,2% в год, играя значительную роль в общем увеличении кредитных вложений. Высокие темпы роста кредитов населению можно объяснить накопленным за годы отложенным спросом на розничные кредиты. Важным фактором также стало расширение услуг частных и цифровых банков, которые активизировались в последние годы и стремятся удовлетворить высокий спрос розничного сегмента.

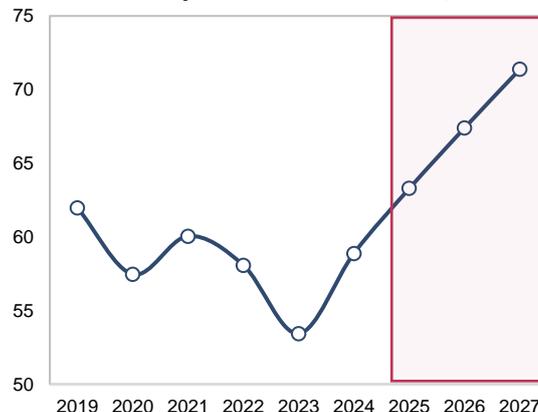
В структуре розничных кредитов со второй половины 2022 года наблюдается значительный рост объемов автокредитов и микрозаймов. В частности, доля этих двух видов кредитов в общем объеме кредитов, выданных населению, увеличилась с 41% в 2020 году до 64% в 2023 году (рис. 1).

В результате применения макропруденциальных мер, направленных на снижение рисков резкого роста автокредитов, в первые 9 месяцев 2024 года на микрозаймы пришлось 44% от общего объема кредитов, выданных населению. При этом объем кредитов населению остался на уровне аналогичного периода прошлого года.

Рис. 1. Доля кредитов, выделенных населению, по видам, %



Рис. 2. Соотношение депозитов населения к кредитам населения, %



Источник: Расчеты ЦБ.

Рост объема потребительских кредитов, предоставляемых населению, является одним из инфляционных факторов, поддерживающих общий потребительский спрос. Наблюдаемая в этом году тенденция к стабилизации розничных кредитов, вероятно, продолжится и в следующие годы, что позволит снизить инфляционное давление со стороны монетарных факторов.

Резкий рост микрозаймов усиливает инфляционные процессы и является монетарным фактором, оказывающим негативное влияние на ценовую стабильность в экономике. Центральный банк, исходя из роста микрозаймов, может ввести дополнительные макропруденциальные меры и ограничения, чтобы предотвратить их возможное негативное влияние на инфляцию.

В последние годы, наряду с кредитами населению, также наблюдались высокие темпы роста банковских депозитов. При этом соотношение депозитов к кредитам в сегменте населения снизилось с 62% в 2019 году до 53% в 2023 году, однако в этом году оно начало расти. Ожидается, что благодаря стабилизации роста розничных кредитов и повышенной сберегательной активности, это соотношение увеличится до 59% к концу года и до 71% в среднесрочной перспективе (рис. 2).

Это соотношение является альтернативным показателем долговой нагрузки населения, и его ожидаемое увеличение указывает на некоторое снижение долговой нагрузки и улучшение финансового положения населения. В условиях снижения инфляции и стабильности обменного курса высокие реальные процентные ставки по депозитам в национальной валюте будут важным фактором по привлечению сбережений населения в банки.

Рис. 3. Отношение кредитов к ВВП, %

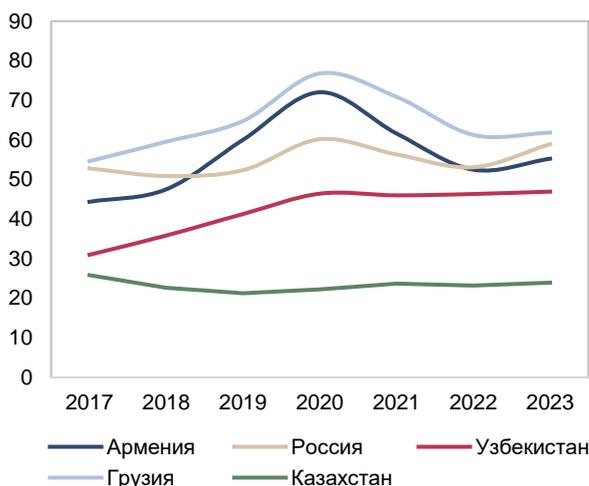
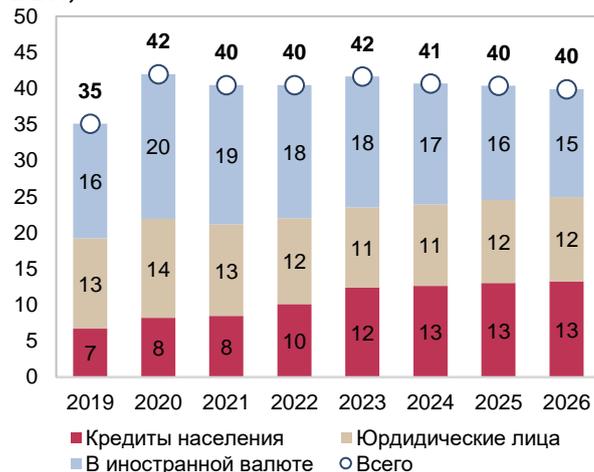


Рис. 4. Отношение выделенных кредитов к ВВП, %



Источник: Расчеты ЦБ.

Несмотря на то что отношение кредитных вложений к ВВП увеличилось на 10 процентных пунктов по сравнению с 2017 годом, оно остается ниже, чем в большинстве экономически схожих стран СНГ (рис. 3). Это свидетельствует о дальнейшем устойчивом росте кредитных вложений в будущем. Ожидается, что важными факторами роста объема кредитования станут приватизация государственных банков и увеличение доступности финансовых услуг благодаря созданию новых частных, цифровых и микрофинансовых банков.

В структуре кредитов ожидается увеличение отношения кредитов населению к ВВП с 7% в 2019 году до 13% в 2024 году. При этом прогнозируется, что благодаря ожидаемой стабилизации розничных кредитов этот показатель останется на прежнем уровне в следующие годы.

Также предполагается, что наряду с активизацией внутренних сбережений продолжится тенденция снижения уровня долларизации кредитов. В результате, отношение кредитов в иностранной валюте к ВВП, которое составляло 20% в 2020 году, снизится до 15% к 2026 году (рис. 4).

Сохранение сберегательной активности экономических субъектов в национальной валюте будет способствовать формированию стабильной ресурсной базы в сумах в банковской системе, что расширит возможности финансирования экономики за счет внутренних накоплений в национальной валюте.

Анализ долгосрочных тенденций, наблюдаемых в инфляционных ожиданиях

Одним из основных принципов режима инфляционного таргетирования является прозрачная коммуникация центрального банка по вопросам денежно-кредитной политики. Прозрачная деятельность центрального банка положительно влияет на формирование инфляционных ожиданий населения и предпринимателей, способствуя эффективному закориванию ожиданий в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Снижение инфляционных ожиданий экономических субъектов уменьшает инфляционное давление в экономике и оказывает положительное влияние на обеспечение макроэкономической стабильности в долгосрочной перспективе.

В экономиках, где введен режим инфляционного таргетирования и достигнуты целевые показатели, уровень расхождения инфляционных ожиданий населения и предпринимателей низок, и ожидания формируются около целевого уровня инфляции. Напротив, в экономиках, где режим таргетирования не введен и уровень инфляции нестабилен, расхождение инфляционных ожиданий высоко, что объясняется более низким уровнем доверия к способности центрального банка обеспечивать стабильность цен.

В процессе эффективного перехода к режиму инфляционного таргетирования наблюдается рост доверия к способности поддерживать стабильность цен, что приводит к формированию ожиданий вблизи таргета, снижению уровня расхождения ожиданий и уменьшению их чувствительности к временным шокам.

Кроме того, снижение расхождения инфляционных ожиданий и их концентрация в определенном диапазоне указывает на то, что экономические субъекты формируют схожие ожидания относительно будущей инфляции, а уровень неопределенности в экономике снижается. Это важно для эффективного проведения денежно-кредитной политики центральными банками.

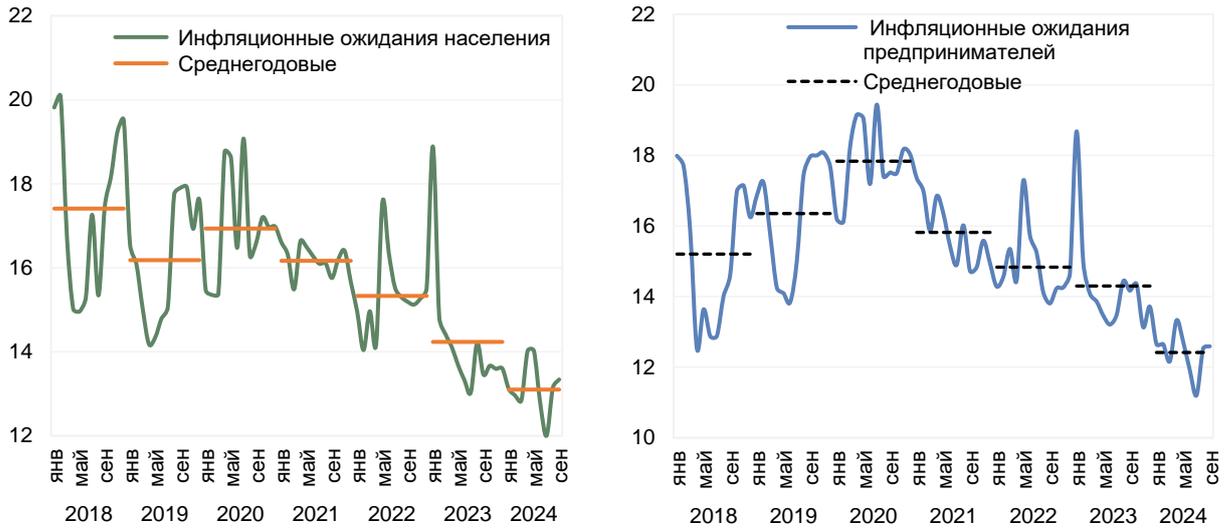
Анализ долгосрочных тенденций инфляционных ожиданий экономических субъектов страны позволил сделать следующие выводы:

Во-первых, наблюдается понижательная динамика инфляционных ожиданий у населения и предпринимателей. Это объясняется, главным образом, снижением текущего уровня инфляции в экономике, введением режима инфляционного таргетирования и проводимой коммуникационной политикой.

В частности, доля экономических субъектов, ожидающих инфляцию ниже 8%, увеличилась с 22% в 2018 году до 36% в 2024 году, тогда как доля субъектов, ожидающих инфляцию выше 20%, сократилась с 28% до 16% соответственно.

Кроме того, если в 2018 году среднегодовые инфляционные ожидания составляли 17,4% у населения и 15,2% у предпринимателей, то в первой половине 2024 года эти ожидания снизились до 13,3% и 12,6% соответственно (рис. 1).

Рис. 1. Динамика инфляционных ожиданий населения и субъектов предпринимательства в 2018-2024 гг., %



Источник: расчеты ЦБ.

Тенденция к снижению инфляционных ожиданий служит замедлению инфляционных процессов в экономике и имеет важное значение для обеспечения стабильности цен в будущем.

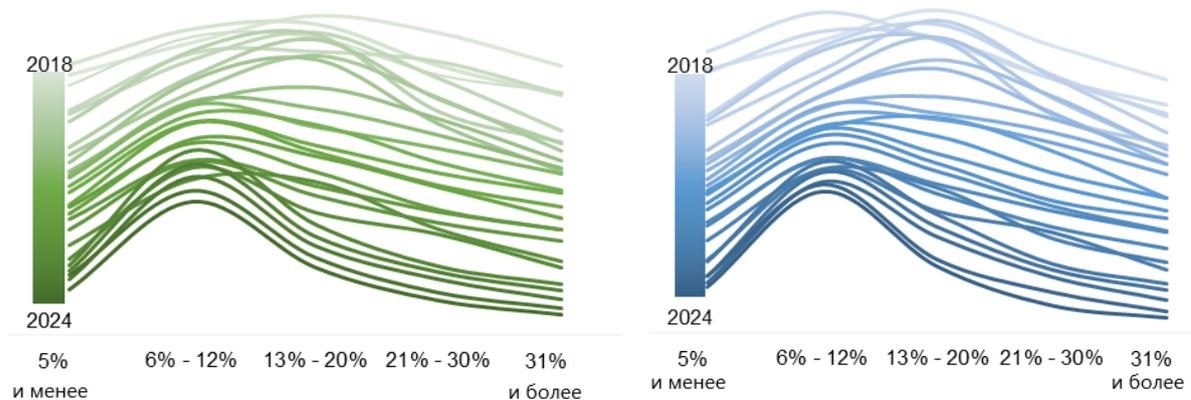
Во-вторых, в период до введения режима инфляционного таргетирования наблюдался высокий разброс ценовых ожиданий хозяйствующих субъектов. Это можно объяснить, главным образом, высоким уровнем инфляции, наблюдаемым в экономике, и высокой чувствительностью к факторам ценообразования.

В результате реализации режима инфляционного таргетирования с 2020 года и принятых мер по проведению прозрачной коммуникационной политики уровень разброса инфляционных ожиданий населения и субъектов предпринимательства снижается.

Рис. 2. Распределение ответов населения и предпринимателей относительно инфляционных ожиданий в период 2018-2024 гг.

население

предприниматели

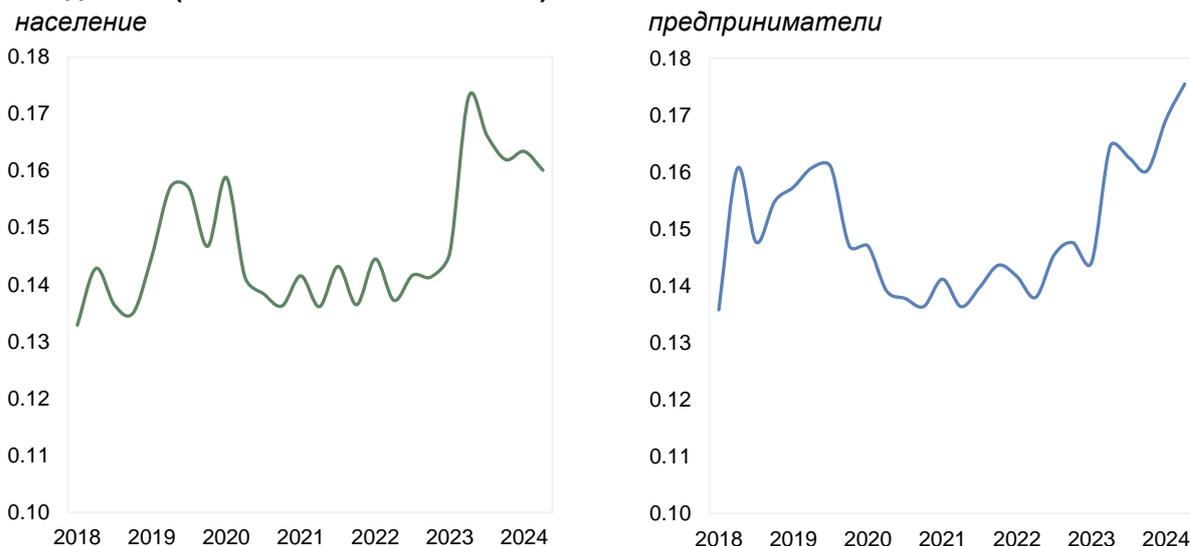


Источник: Расчеты ЦБ.

В частности, средняя доля населения и предпринимателей, указавших на рост цен в диапазоне 6–16%, увеличилась с 47% в 2018–2019 годах до 59% в 2023–2024 годах (рис. 2).

Согласно результатам анализа, индекс Херфиндаля-Хиршмана⁴ (НИ) по ожиданиям домохозяйств вырос с 0,13 в I квартале 2018 года до 0,16 во II квартале 2024 года, а у предпринимателей этот показатель улучшился с 0,14 до 0,18 (рис. 3).

3-расм. Уровень концентрации ответов респондентов опроса по инфляционным ожиданиям (Herfindahl-Hirschman Index)



Источник: Расчеты ЦБ.

Рост индекса НИ подтверждает сокращение разброса инфляционных ожиданий среди населения и предпринимателей. Иными словами, ожидания по росту цен у населения и бизнеса всё больше сосредотачиваются вокруг среднего значения, что означает повышение концентрации с низкого до среднего уровня.

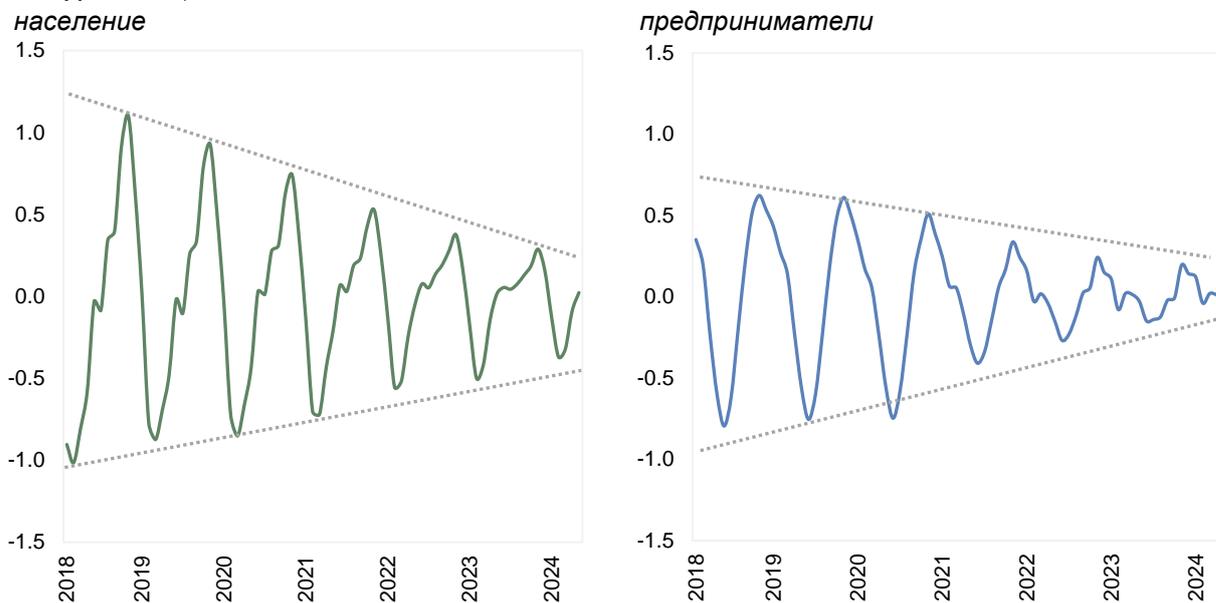
В-третьих, снизилась чувствительность инфляционных ожиданий к сезонным факторам. Это видно по сокращению разницы между инфляционными ожиданиями и ожиданиями, очищенными от сезонных факторов. Такая ситуация указывает на постепенное снижение чувствительности экономических субъектов к инфляционным шокам (рис. 4).

Уровень сезонности в инфляционных ожиданиях и чувствительность к основным факторам (*изменение валютного курса, цены на фрукты и овощи, основные виды продовольствия, топливо и энергоресурсы*) также снизились. В частности, в сентябре-октябре 2018 года обесценение валютного курса в среднем на 2,6% в месяц увеличила инфляционные ожидания населения и предпринимателей на 2,4 процентных пункта. В августе 2023 года обесценение валютного курса на 4,2% ускорила инфляционные ожидания домохозяйств на 1,2 п.п., а ожидания предпринимателей — на 1,0 п.п.

⁴ Индекс Херфиндаля-Хиршмана варьируется в диапазоне от 0 до 1, при этом приближение индекса к 0 указывает на низкий уровень концентрации, а приближение к 1 — на высокий уровень концентрации. Также, если индекс находится в пределах от 0 до 0,15, это означает низкий уровень концентрации, от 0,15 до 0,25 — средний, а выше 0,25 свидетельствует о значительном уровне концентрации.

Кроме того, повышение финансовой грамотности экономических субъектов также оказывает положительное влияние на снижение чувствительности ожиданий к сезонным факторам.

Рис. 4. Разница между инфляционными ожиданиями и сезонно скорректированными ожиданиями, %



Источник: Расчеты ЦБ.

Таким образом, несмотря на некоторые колебания, в долгосрочном периоде наблюдается тенденция снижения инфляционных ожиданий. В ближайшие годы снижение инфляции до 5% таргета повысит доверие к денежно-кредитной политике, послужит дальнейшему снижению инфляционных ожиданий и, соответственно, снижению уровня их дисперсии. Фиксация инфляционных ожиданий вблизи целевого уровня приведет к существенному снижению инфляционного давления в экономике.

Разные показатели инфляции: на примере быстро и медленно адаптирующихся цен

В экономике цены обладают разной степенью изменчивости в зависимости от их характеристик. Одни цены медленнее адаптируются к изменяющимся рыночным условиям, другие — быстрее. Цены с медленной адаптацией обычно формируются с учётом будущих инфляционных ожиданий.

В свою очередь, медленно адаптирующиеся цены можно разделить на две группы: регулируемые административно и формирующиеся стабильно благодаря достаточному предложению и высокой конкуренции.

Как правило, медленно адаптирующиеся цены могут оставаться неизменными в течение определённого периода. Участники рынка, устанавливающие такие цены, стремятся учитывать будущий уровень инфляции на длительный срок, так как частые изменения цен могут вызвать значительные затраты. Цены с быстрой адаптацией, напротив, более чувствительны к краткосрочным экономическим шокам и больше отражают текущее состояние экономики.

Превалирование быстро адаптирующихся цен в экономике означает высокую чувствительность инфляции к краткосрочным шокам и высокую степень неопределённости в инфляционной среде. Это, в свою очередь, может привести к формированию высоких инфляционных ожиданий и затруднить их закоривание.

Напротив, высокий удельный вес медленно адаптирующихся цен в экономике указывает на то, что цены остаются стабильными дольше, не претерпевая резких изменений под воздействием краткосрочных шоков, что также свидетельствует о сдержанности инфляционных ожиданий населения.

При проведении денежно-кредитной политики медленно адаптирующиеся цены считаются более значимыми по своему воздействию на экономику, чем быстро адаптирующиеся. Они отражают ожидания инфляции среди участников рынка, а также потенциальные изменения, которые могут оказать широкомасштабное влияние на экономику.

Центральные банки сдерживают инфляцию, удерживая её на целевом уровне в среднесрочной перспективе, и при анализе они уделяют основное внимание устойчивым показателям инфляции.

В таких случаях используется показатель базовой инфляции, который исключает из общего уровня инфляции цены на продукты питания, энергию и регулируемые товары. Однако этот показатель также включает товары и услуги, подверженные влиянию сезонных и внешних факторов. Поэтому альтернативным подходом может быть расчёт отдельных показателей инфляции для быстро и медленно адаптирующихся цен, что позволит более эффективно применять меры денежно-кредитной политики.

В международной практике такие страны, как США, Армения и Грузия, используют метод анализа товаров и услуг с быстро и медленно адаптирующимися ценами. По расчётам, в потребительской корзине США 30% товаров и услуг классифицируются как быстро адаптирующиеся, а остальные 70% — как медленно

адаптирующиеся⁵. В Армении⁶ 74% товаров и услуг относятся к группе с медленной адаптацией цен, в Грузии⁷ — 30%.

Для проведения подобного анализа на примере Узбекистана был использован метод расчёта двух субиндексов, составляющих индекс потребительских цен: индекса изменения быстро адаптирующихся цен и индекса изменения медленно адаптирующихся цен.

При классификации цен экономисты Марк Билс и Питер Кленоу применили методологию⁸, анализируя скорость изменения 350 видов товаров и услуг, входящих в индекс потребительских цен США. Их исследование показало, что в США цены в среднем изменялись не реже одного раза каждые 4,3 месяца.

На основе этого критерия были проанализированы изменения цен на 510 товаров и услуг из потребительской корзины Узбекистана в период с января 2020 года по август 2024 года, разделённые на группы с быстро и медленно адаптирующимися ценами (табл. 1).

Таблица 1. Средняя продолжительность корректировки цен на основные группы товаров и услуг, 2020-2024 гг.

Наименование	С регулируемыми ценами		Без регулируемых цен	
	Вес в потребительской корзине (%)	Средняя продолжительность адаптации цен (в месяцах)	Вес в потребительской корзине (%)	Средняя продолжительность адаптации цен (в месяцах)
Общие товары и услуги	100	4,06	100	1,26
Продовольственные товары	44,0	1,03	51,6	1,02
Непродовольственные товары	32,7	2,44	32,6	1,05
Услуги	23,2	12,09	15,7	2,49
Основные группы				
Овощи	4,7	1,00	5,6	1,00
Медикаменты	3,4	1,01	4,1	1,01
Строительные материалы	3,5	1,01	4,1	1,01
Зерновые, мука и хлебные продукты	8,8	1,05	9,7	1,02
Транспортные услуги	3,9	1,84	3,9	1,19
Образовательные услуги	3,3	10,79	1,7	2,26
Информационные и коммуникационные услуги	2,3	21,51	2,0	10,05
Коммунальные услуги	6,4	27,04	0,0	0,00
Быстро адаптирующиеся цены	88,2	1,10	93,8	1,04
Медленно адаптирующиеся цены	11,8	26,25	6,2	8,97

Источник: Расчёты ЦБ.

По результатам анализа, цены на потребительские товары в Узбекистане изменяются в среднем как минимум один раз каждые 4,06 месяца. Этот показатель относительно медленный и на первый взгляд может создать впечатление, что цены в Узбекистане стабильны и изменения происходят нечасто.

Однако наличие в потребительской корзине товаров и услуг с административно регулируемым ценами, которые остаются неизменными на протяжении нескольких лет, искусственно увеличивает продолжительность стабильности цен.

⁵ <https://www.atlantafed.org/research/inflationproject/stickyprice>.

⁶ https://www.cba.am/EN/panalyticalmaterialsresearches/Sticky_Facts_for_Armenian_Consumer_Prices.

⁷ <https://nbg.gov.ge/fm/wp/2024/wp-01-2024.pdf?v=41cc7>.

⁸ “Some Evidence in the Importance of Sticky Prices” - Mark Bils, Peter J. Klenow, 2004.

Поскольку регулируемые цены не формируются на основе экономических условий, спроса и предложения, их необходимо исключить из расчётов.

Поэтому средняя продолжительность адаптации цен для всех товаров и услуг, а также для отдельных категорий была пересчитана без учёта регулируемых цен. В результате выяснилось, что в Узбекистане цены изменяются в среднем один раз каждые 1,26 месяца.

Товары, цены которых изменяются медленнее этой средней величины, были классифицированы как «медленно адаптирующиеся», и их доля в потребительской корзине составила 6,2%. Средняя продолжительность их изменения составила 8,97 месяца. Напротив, товары с более частыми изменениями цен, составляющие 93,8% корзины, были отнесены к категории «быстро адаптирующихся», и их средняя продолжительность изменения составила 1,04 месяца.

Эти показатели свидетельствуют о том, что цены на потребительские товары в Узбекистане адаптируются значительно быстрее по сравнению с другими странами и обладают высокой чувствительностью к краткосрочным шокам.

Среди категорий продуктов питания и непродовольственных товаров была зафиксирована высокая частота изменения цен, при этом средняя продолжительность изменений составила соответственно 1,02 и 1,05 месяца. Цены на услуги были относительно менее адаптивными, со средней продолжительностью изменения в 2,5 месяца.

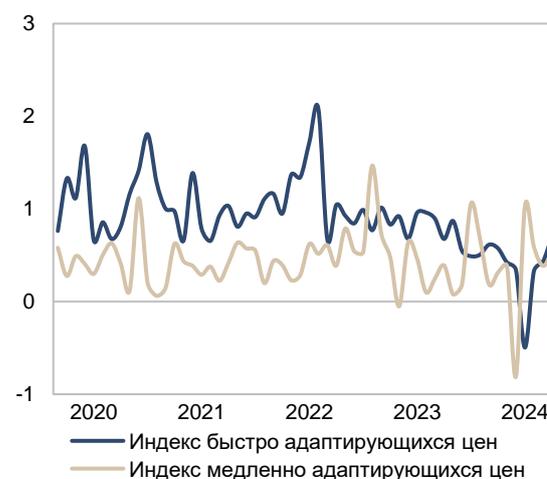
Индекс медленно адаптирующихся цен в Узбекистане в основном состоит из услуг, таких как юридические услуги, информационные и коммуникационные услуги, услуги частного образования. Индекс быстро адаптирующихся цен включает фрукты и овощи, лекарственные средства, строительные материалы, одежду и бытовые товары и услуги.

Рис. 1. Динамика инфляции быстро и медленно адаптирующихся цен, % годовых



Источник: Расчёты ЦБ.

Рис. 2. Динамика инфляции быстро и медленно адаптирующихся цен, очищенная от сезонности, % м/м



В августе годовая инфляция быстро адаптирующихся цен составила 5,4%, тогда как инфляция медленно адаптирующихся цен была на уровне 4,7% (ис. 1).

Годовая динамика инфляции быстро адаптирующихся цен была ближе к общему уровню инфляции из-за их высокой доли в потребительской корзине. Индекс медленно адаптирующихся цен формировался на более низком уровне с заметным отставанием.

С мая 2024 года индекс потребительских цен формируется на более высоком уровне за счёт роста цен на энергетические ресурсы, и эта тенденция частично отражается также в медленно адаптирующихся ценах. В то время как в индексе быстро адаптирующихся цен наблюдается обратная тенденция — устойчивое снижение.

В очищенных от сезонности месячных показателях инфляции наблюдаются схожие тенденции, и для обоих индексов характерен высокий уровень волатильности (рис. 2). Кроме того, оказалось, что сезонный фактор сильнее влияет на быстро адаптирующиеся цены по сравнению с медленно адаптирующимися (0,60 против 0,27).

В целом, преобладание быстро адаптирующихся цен и низкая доля медленно адаптирующихся цен в потребительской корзине указывают на высокое инфляционное давление в экономике страны, недостаточно заякоренные инфляционные ожидания и высокую чувствительность цен к текущим экономическим изменениям.

Рост доли медленно адаптирующихся цен в потребительской корзине и увеличение периода их адаптации повысили бы эффективность денежно-кредитной политики. Стабилизация гибкости цен требует повышения доверия экономических агентов к денежно-кредитной политике Центрального банка через прозрачную и открытую коммуникационную политику, что позволит лучше контролировать инфляционные ожидания.

Фундаментальные макроэкономические факторы, такие как стабильное предложение, свободная внешняя торговля и сильная конкурентная среда, также играют важную роль в смягчении резкого влияния текущих экономических изменений на цены.

II. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2025-2027 ГГ.

Основные направления денежно-кредитной политики на 2025–2027 годы были разработаны на основе **основного и альтернативного сценариев** макроэкономического развития, учитывая текущее развитие внешних и внутренних условий в среднесрочной перспективе, а также возможные неопределенности и риски, которые могут повлиять на инфляцию.

Кроме того, был рассмотрен рисковый сценарий, основанный на усилении существующих внутренних инфляционных рисков.

Сценарии макроэкономического развития



Основной сценарий был разработан на основе текущего развития внутренних и внешних условий. В частности, он учитывает постепенное снижение глобальной инфляции, положительные темпы экономического роста в мире, сохранение относительно высоких цен на сырьё, увеличение внутреннего спроса и продолжение реформ в топливно-энергетическом секторе.

Альтернативный сценарий предполагает сохранение текущих внутренних условий и усиление внешних рисков. В этом случае учитывается возможное негативное влияние на внутреннюю экономику, включая более длительное сохранение высокой глобальной инфляции, снижение экономической активности в крупных экономиках и усиление фрагментации мировой экономики.

Рисковый сценарий, в свою очередь, включает анализ инфляционных процессов, которые могут возникнуть при усилении внутренних инфляционных рисков, а также ответные меры денежно-кредитной политики в таких условиях.

Независимо от сценария макроэкономического развития, денежно-кредитная политика будет направлена на снижение инфляции до целевого уровня в 5%. Решения и меры в области денежно-кредитной политики будут приниматься на основе состояния экономики Узбекистана, динамики инфляции и прогноза ключевых макроэкономических показателей.

Факторы и каналы, влияющие на экономический рост

Внешние экономические условия		
	Основной сценарий	Альтернативный сценарий
Глобальная инфляция и финансовые условия	<ul style="list-style-type: none"> Глобальная инфляция будет продолжать снижаться; Цены на энергоносители и рынок труда будут относительно стабильными; Большинство стран достигнут целевого показателя инфляции к концу 2025 года; Цикл снижения процентных ставок продолжится; В 2026-2027 годах процентные ставки будут сформированы на нейтральном уровне. 	<ul style="list-style-type: none"> Темпы инфляции в сфере услуг будут снижаться медленнее, чем ожидалось; На рынке труда сохранятся высокие темпы роста заработной платы; Фрагментация мировой экономики будет усиливаться, а сбои в международных цепочках производства и поставок продолжатся; В результате снижение глобальной инфляции замедлится, а мировые финансовые условия дольше останутся жесткими. Стоимость внешних ресурсов останется высокой.
Мировая экономическая активность	<ul style="list-style-type: none"> В мире сохранятся положительные темпы экономического роста; Ожидается, что темпы роста в Китае и Европе будут более низкими. 	<ul style="list-style-type: none"> Глобальный совокупный спрос сократится в ближайшие годы из-за снижения темпов экономического роста в Китае; Жесткие финансовые условия окажут негативное влияние на экономический рост.
Основные торговые партнеры	<ul style="list-style-type: none"> Экономическая активность в основных торговых партнерах снизится по мере усиления воздействия санкций; Фискальные стимулы для поддержки экономического роста увеличатся. 	<ul style="list-style-type: none"> Рубль существенно обесценится из-за продолжающегося воздействия санкций и проблем с трансграничными расчетами; Инфляция в ключевых торговых партнерах ускорится, а экономический рост будет ниже по сравнению с основным сценарием.
Внешняя торговля и денежные переводы	<ul style="list-style-type: none"> Объем экспорта увеличится за счет стабильного внешнего спроса; Денежные переводы будут увеличиваться на 10-15% ежегодно; Темпы роста импорта сохранятся несколько ниже темпов роста экспорта. 	<ul style="list-style-type: none"> Внешний спрос отрицательно повлияет на объем экспорта; Денежные переводы снизятся из-за возможной девальвации валют торговых партнеров; Повышенные риски санкций негативно повлияют на внешнюю торговлю и денежные переводы из-за задержек расчетов и поставок.

<p>Мировые цены на сырье</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Цена на золото будет формироваться на относительно высоком уровне без резких изменений в среднесрочной перспективе; • Цена на нефть останется на текущем уровне; • Благодаря высокому спросу на медь в период перехода мира к зеленой энергетике сохраняется стабильность цены на медь. 	<ul style="list-style-type: none"> • На мировом рынке может наблюдаться снижение цен на цветные металлы и текстильную продукцию; • Ожидается, что снижение темпов роста мировой экономики окажет понижающее воздействие на цены на нефть, а сложная ситуация на Ближнем Востоке, может оказать повышающее воздействие.
-------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Внутренние экономические условия

	<p>Основной сценарий</p>	<p>Альтернативный сценарий</p>
<p>Потребительский спрос</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Объем денежных переводов увеличится в 2025-2027 годах; • Зароботная плата в бюджетных организациях будет индексироваться по уровню инфляции; • Темпы роста кредитов населению сбалансируются. 	<ul style="list-style-type: none"> • Рост доходов населения замедлится из-за снижения объема денежных переводов; • Источники внутреннего финансирования (<i>зароботная плата и кредиты</i>) будут одними из основных факторов, поддерживающих потребление.
<p>Частные инвестиции и кредиты</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Частные инвестиции продолжат расти благодаря активной реализации процессов приватизации; • Смягчение внешних финансовых условий положительно влияет на приток иностранных инвестиций; • Кредиты экономике продолжат расти. 	<ul style="list-style-type: none"> • Длительное поддержание внешних финансовых условий на жестком уровне может привести к снижению потока иностранных инвестиций. • Рост внутренних инвестиций и кредитования будет близок к показателям основного сценария.
<p>Фискальная политика</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Государственные расходы продолжат расти. • Общий бюджетный дефицит составит около 3% в 2025-2027 годах. 	<ul style="list-style-type: none"> • Снижение мировых цен на сырье приведет к уменьшению доходов бюджета; • Дефицит бюджета может превысить прогнозные показатели, установленные на 2025-2027 годах; • В результате государственный долг увеличится.
<p>Факторы предложения</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Спрос на энергоносители в экономике остается выше предложения; • Цены на природный газ и электроэнергию повысятся с апреля 2025 года (<i>Постановление Кабинета Министров РУз № 204 от 16 апреля 2024 года</i>). 	<ul style="list-style-type: none"> • Спрос на энергоресурсы в экономике останется выше предложения

2.1. Основной сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика

Внешние экономические условия

Мировая экономика. В основном сценарии макроэкономического развития предполагается, что текущая тенденция снижения глобальной инфляции в мире продолжится, и в 2025 году большинство стран достигнут своих таргетов. При этом ожидается, что развитые страны достигнут целевого уровня инфляции раньше, а развивающиеся государства — к концу прогнозного периода.

Снижение инфляции создаёт предпосылки для перехода ведущих центральных банков к циклу смягчения денежно-кредитных условий в ближайшие годы, и ожидается снижение процентных ставок до нейтрального уровня в 2026–2027 годах.

Постепенное смягчение финансовых условий будет оказывать положительное влияние на экономический рост, и в 2025-2027 годах текущая динамика экономического роста в мире сохранится.

В свою очередь, снижение глобальных процентных ставок увеличит возможности коммерческих банков и крупных предприятий Узбекистана привлекать ресурсы с внешних рынков, что будет способствовать финансовой поддержке инвестиционного спроса в экономике.

Хотя темпы глобального экономического роста останутся положительными, они могут быть ниже потенциала, наблюдавшегося до пандемии. Это объясняется снижением потенциала экономического роста в Китае и странах Европы, ослаблением инвестиционной активности в развивающихся странах из-за того, что глобальные процентные ставки не вернутся к уровням до пандемии, перебоями в международной торговле и усилением экономической фрагментации между государствами.

Также в данном сценарии учтены прогнозы Международного валютного фонда (МВФ) по экономическому росту и уровню глобальной инфляции.

По прогнозам МВФ, рост мировой экономики в 2025 году ожидается на уровне около 3,2%. При этом экономический рост в развитых странах в 2025 году составит 1,8%, а в развивающихся странах – 4,2% (рис. 2.1.1).

Рис. 2.1.1. Прогнозы МВФ по глобальной инфляции, %



Рис. 2.1.2. Прогнозы МВФ по росту мировой экономики, %



Источник: МВФ, «Перспективы мировой экономики» (октябрь 2024 г.).

Ожидается, что в 2025 году глобальная инфляция составит около 4,3%. При этом инфляция прогнозируется на уровне около 2,0% в развитых странах и 5,9% в развивающихся (рис. 2.1.2).

Мировые цены на сырье. В условиях обострения геополитической ситуации и роста неопределённости в мире ожидается, что в среднесрочной перспективе цена на золото останется на относительно высоком уровне без резких изменений.

Динамика мирового роста, ожидаемая в ближайшие годы, будет способствовать поддержанию стабильного спроса на нефть и цен на нее.

Глобальное ускорение развития зеленой энергетики может поддержать спрос на медь и оказать повышательное давление на ее цену.

Инфляция в основных торговых партнерах. Прогнозируется снижение инфляции торговых партнеров в 2025 году и достижение целевых уровней в 2026-2027 годах (рис. 2.1.3.).

В то же время геополитическая ситуация и проблемы, связанные с внутренним спросом, снизят потенциал экономик торговых партнеров и прогнозируется небольшое замедление будущего экономического роста (рис. 2.1.4).

Прогноз платежного баланса. За счёт сохранения текущих уровней экономического роста у основных торговых партнёров и цен на ключевые биржевые товары в 2025–2027 годах ожидается формирование стабильного внешнего спроса, что приведёт к росту объёмов экспорта. В результате прогнозируется, что рост объёмов экспорта нашей страны без учёта золота в 2025–2027 годах стабилизируется на уровне 8–11 процентов. (табл. 2.1.5).

При этом ожидается, что экспорт химической продукции (в основном за счёт урана и минеральных удобрений) будет умеренно расти. Экспорт продовольственных товаров и услуг, как прогнозируется, окажет положительное влияние на торговый баланс (рис. 2.1.5).

Импорт в Узбекистан, после выхода разовых факторов увеличения, наблюдавшихся в 2023 году, в последующие годы будет расти в среднем на 8-10% (рис. 2.1.6).

Прогнозируется, что объём денежных переводов вырастет на 25-30% в текущем году (до 14,5-15,0 млрд долл.), а в 2025-2027 годах будет увеличиваться ежегодно на 10-15% в рамках фундаментального тренда (рис. 2.1.7 - 2.1.8).

Рис. 2.1.3. Прогнозы уровня инфляции в основных торговых партнерах (на конец периода)

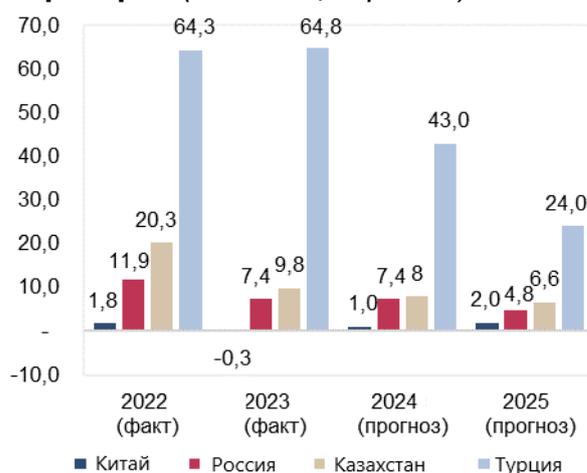
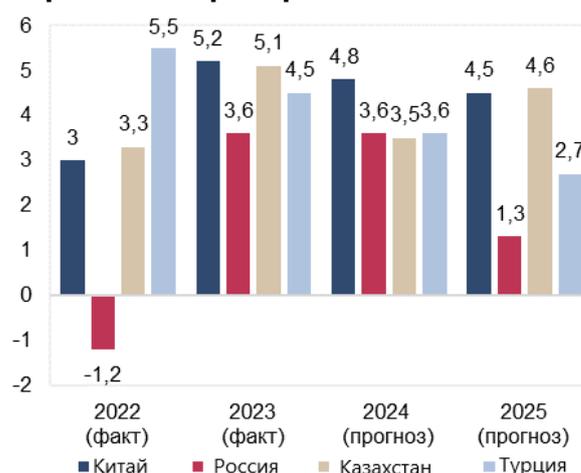


Рис. 2.1.4. Прогнозы экономического роста в основных торговых партнерах



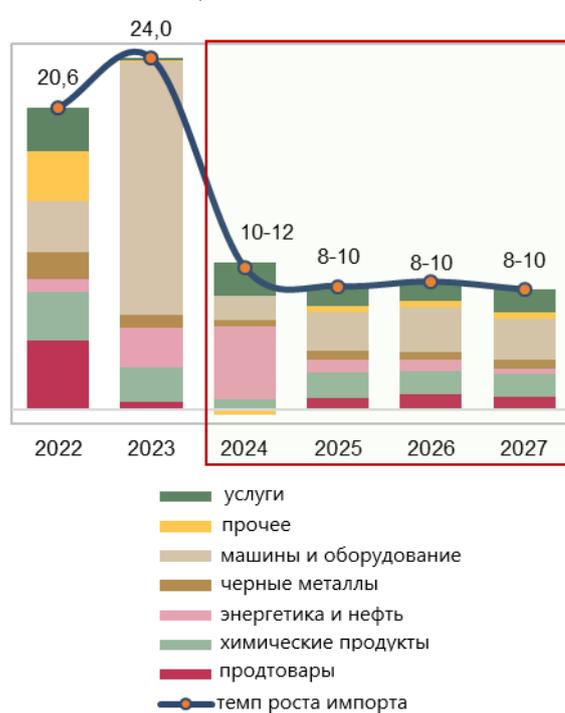
Источник: МВФ, «Перспективы мировой экономики» (октябрь 2024 г.).

В потоках миграции продолжит увеличиваться диверсификация стран. При этом ожидается рост объёмов денежных переводов из стран с высоким уровнем дохода за счёт увеличения их доли.

Рис. 2.1.5. Прогноз экспорта Узбекистана, %



Рис. 2.1.6. Прогноз импорта Узбекистана, %



Источник: Расчеты ЦБ.

С учётом прогноза динамики внешней торговли и доходов на 2025-2027 годы, а также продолжающихся структурных реформ в экономике, ожидается, что дефицит счета текущих операций составит около 5,5-6,5% к ВВП.

Рис. 2.1.7. Прогноз денежных переводов, %

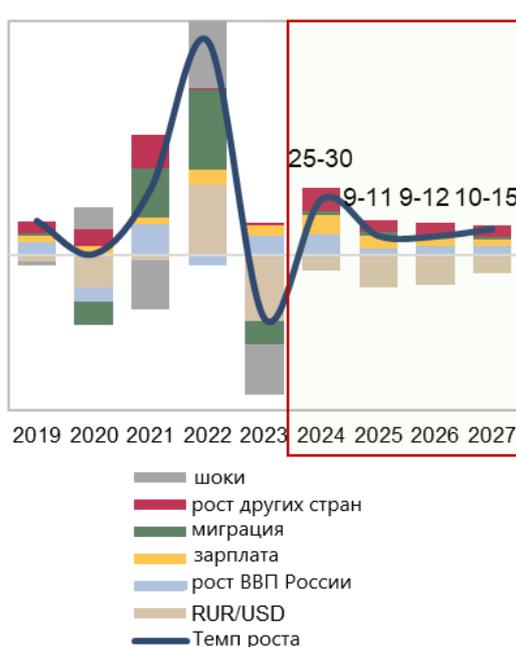
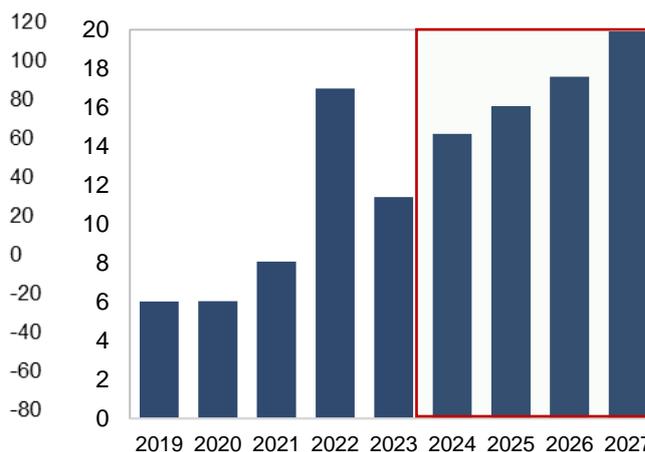


Рис. 2.1.8. Прогноз денежных переводов, млрд долл.



Источник: Расчеты ЦБ.

Основными источниками покрытия дефицита счёта текущих операций станут компоненты финансового счёта, в том числе привлекаемые банками иностранные кредитные линии, а также прямые и портфельные инвестиции.

С учетом этих факторов и ожидаемой динамики внешнеэкономических показателей прогнозируется, что реальный эффективный обменный курс сума будет формироваться в рамках своего долгосрочного тренда.

Внутренние экономические условия

На фоне высокой инвестиционной активности в 2024 году, значительного увеличения объёма денежных переводов и высоких цен на сырьевые товары на мировом рынке, темпы роста ВВП, по прогнозам, превысят предварительные ожидания и к концу года составят 6-6,5%.

В основном сценарии макроэкономического развития реальный рост ВВП, под влиянием относительно жёстких денежно-кредитных условий и фискальной консолидации, прогнозируется на уровне 5,5-6,0% в 2025 году, 5,5-6,5% в 2026 году и около 6-6,5% в 2027 году (рис. 2.1.9).

При этом основными драйверами, поддерживающими экономический рост, будут увеличение частных инвестиций за счёт активного продолжения процессов трансформации и приватизации государственного сектора, рост притока иностранных инвестиций в связи со смягчением внешних финансовых условий, а также продолжение роста кредитования экономики.

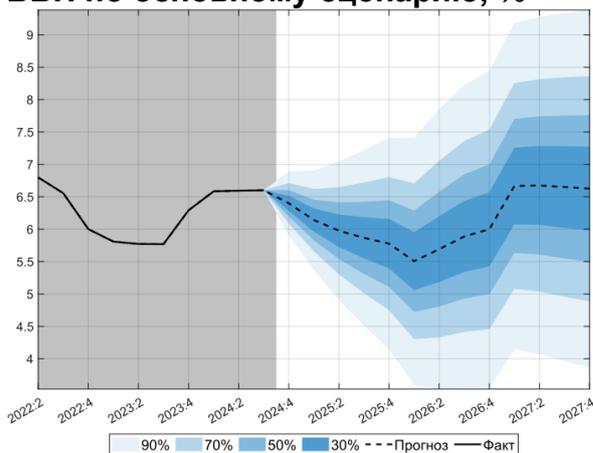
Относительное замедление экономического роста в 2025 году объясняется умеренным ростом личного потребления под влиянием жёстких денежно-кредитных условий, направленных на снижение инфляции. Сближение инфляции с целевым показателем с 2026 года и постепенное смягчение финансовых условий будут способствовать экономическому росту, ускоряя его до потенциального уровня.

Таблица 2.1.1. Прогнозы показателей макроэкономического развития Узбекистана по основному сценарию на 2025-2027 годы, годовое изменение, %.

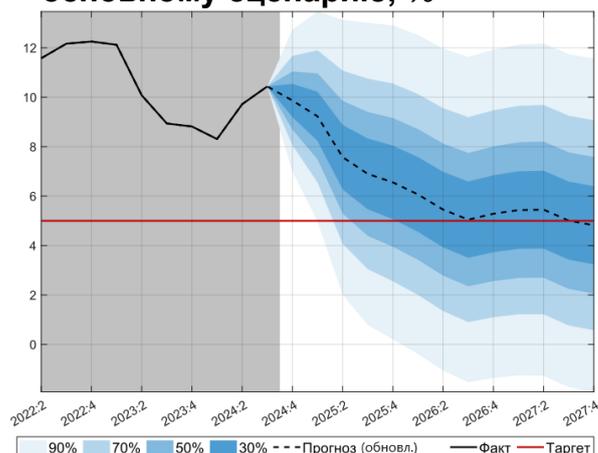
Показатели	2023 (факт)	2024 (ожд.)	Прогнозы по основному сценарию		
			2025	2026	2027
Инфляция	8,8	9,0-9,5	6,0-7,0	5,0	5,0
Реальный ВВП	6,3	6,0-6,5	5,5-6,0	5,5-6,5	6,0-6,5
Расходы на конечное потребление	5,3	6,0-6,5	5,5-6,0	5,0-5,5	5,0-6,0
- население	6,2	7,0-7,5	6,0-6,5	5,0-5,5	4,5-5,5
- органы государственного управления	1,4	1,5-2,0	1,0-2,0	2,0-3,0	1,5-2,5
Общий фискальный баланс (к ВВП)	4,9	4,0	3,0	3,0	3,0
Экспорт (без золота)	4,2	12,0-14,0	8,0-10,0	8,0-10,0	9,0-11,0
Импорт	24,0	10,0-12,0	8,0-10,0	8,0-10,0	8,0-10,0
Денежные переводы	32,9	25,0-30,0	9,0-11,0	9,0-12,0	10,0-15,0
Остаток кредитных вложений	23,3	15,0-17,0	14,0-16,0	13,0-15,0	12,0-15,0

Источник: Расчеты ЦБ.

Рис. 2.1.9. Прогноз реального роста ВВП по основному сценарию, %



2.1.10. Прогноз инфляции по основному сценарию, %



Источник: Прогнозы ЦБ.

Высокая инвестиционная активность в стране будет продолжать повышать спрос на импорт. Ожидается, что объёмы импорта в 2025-2027 годах будут расти на 8-10% в год, при этом основную долю составят импорт машин и оборудования, энергетических ресурсов, химической продукции и услуг.

В 2024 году прогнозируется реальный рост доходов населения на 9-11% благодаря росту заработных плат в частном секторе из-за повышенного спроса на квалифицированные кадры и значительному увеличению объёма денежных переводов из-за рубежа. В последующие годы этот рост будет близок к потенциальному уровню, составляя 6-7% в 2025 году и 5-6% в среднесрочной перспективе.

Сохранение жёстких финансовых условий в ближайшие годы окажет влияние на объёмы кредитования экономики, однако тенденция роста спроса на финансовые ресурсы останется, продолжая служить одним из основных факторов обеспечения экономического роста.

Государственные расходы продолжат расти за счёт поступлений от активизации приватизационных процессов. В то же время снижение объёмов субсидий в экономику может замедлить рост расходов.

В ближайшие годы ожидается активная фискальная консолидация. В частности, цель заключается в снижении фискального дефицита до 4% от ВВП в 2024 году и до 3% в 2025-2027 годах. Формирование фискального дефицита в рамках этих целевых показателей приведёт к снижению формирования дополнительного спроса со стороны государственных расходов в экономике, что будет способствовать снижению инфляции.

Уровень инфляции, исходя из инфляционных процессов, наблюдавшихся в 2024 году, и ожидаемых факторов в последнем квартале, прогнозируется на уровне 9,0-9,5% к концу года. В апреле 2025 года ожидается очередное повышение цен на электроэнергию и газ, что окажет повышающее воздействие на общую инфляцию. Вместе с тем, благодаря выходу эффекта высокой базы от либерализации цен на энергию в 2024 году, во второй половине 2025 года ожидается значительное снижение инфляции регулируемых цен.

Согласно обновлённым прогнозам в рамках основного сценария, общая инфляция в 2025 году составит 6-7%, а к концу 2026 года снизится до целевого уровня в 5% (рис. 2.1.10). Ожидается, что базовая инфляция снизится с 7-7,5% в конце 2024 года до 5% в 2025 году. Основным фактором снижения базовой инфляции станет поддержание жёстких условий денежно-кредитной политики.

Денежно-кредитная политика

При определении денежно-кредитных условий на предстоящие годы, в первую очередь, учитывались прогноз инфляции, её факторы и инфляционные ожидания, а также цель достижения 5% инфляционного таргета в прогнозном периоде.

Вторичные эффекты факторов предложения, сформировавших инфляционное давление в текущем году (*либерализация цен на энергоресурсы и введение налога на добавленную стоимость на отдельные товары и услуги*), перейдут на следующие годы. Вместе с ожидаемым очередным повышением цен на энергоносители в 2025 году, а также сохраняющимся высоким потребительским спросом в экономике это требует поддержания относительно жёстких денежно-кредитных условий.

Для снижения инфляции до таргета в 2025 году денежно-кредитные условия останутся жёсткими, и на денежном рынке будет обеспечено формирование положительных реальных процентных ставок на уровне не менее 4-5%. Также важным фактором усиления трансмиссии мер денежно-кредитной политики в экономику станет постепенное сокращение директивных кредитов, предоставляемых банками.

Согласно условиям основного сценария	
Инфляция	В 2025 году инфляция прогнозируется на уровне 6-7% . Во второй половине 2026 года инфляция снизится до целевого показателя в 5% .
Меры денежно-кредитной политики	
Денежно-кредитные условия	С учетом инфляционного давления в экономике в течение 2025-2026 годов денежно-кредитные условия будут поддерживаться на относительно жестком уровне и будут переведены в нейтральную фазу при возникновении устойчивых основ по формированию инфляции на уровне таргета.
Процентные ставки денежного рынка	В 2024-2026 годах ставка UZONIA будет находиться на уровне 4-5% в реальном выражении, а в 2027 году - в районе 3-4% .

По мере уверенного и стабильного снижения инфляции и её приближения к целевому уровню основная ставка Центрального банка будет снижаться соответствующим образом. При этом возможные инфляционные риски и ожидания на предстоящий период будут постоянно изучаться, а подход к установлению денежно-кредитных условий останется осторожным.

После того как инфляция приблизится к целевым показателям и стабилизируется на этом уровне, возникнет возможность перехода денежно-кредитных условий в нейтральную фазу.

В среднесрочной перспективе при формировании денежно-кредитных условий важное значение будет иметь состояние ликвидности банковской системы.

Динамика общей ликвидности в будущем будет формироваться под влиянием бюджетных операций, баланса спроса и предложения на внутреннем валютном рынке, а также потребности экономики в наличных средствах. Сохранение структурного профицита ликвидности в банковской системе будет способствовать смягчению денежно-кредитных условий.

Поэтому в предстоящие годы будут активно применяться операции Центрального банка по управлению ликвидностью, и его

действия будут направлены на эффективное привлечение любого дополнительного объёма ликвидности.

Кроме того, сохранится важность кредитного канала в формировании денежно-кредитных условий. Однако в среднесрочной перспективе ожидается, что спрос на кредиты останется относительно высоким, а кредиты будут активно направляться на поддержку предпринимательской деятельности.

Меры макропруденциальной политики будут продолжать активно применяться для сбалансирования темпов роста розничных кредитов, направляемых на потребление. В ближайшие годы одной из важных задач станет обеспечение стабильности банковской системы и балансировка темпов роста кредитов через координированное применение денежно-кредитной и макропруденциальной политики.

2.2. Альтернативный сценарий макроэкономического развития и денежно-кредитная политика

Внешние экономические условия

В альтернативном сценарии макроэкономического развития учитываются более медленные, чем ожидалось, темпы снижения инфляции в сфере услуг в развитых странах, а также продолжающаяся фрагментация мировой экономики, которая может привести к дальнейшим сбоям в международных производственных и логистических цепочках. В результате предполагается, что снижение глобальной инфляции потребует больше времени. Согласно данному сценарию, большинство стран достигнут своих целевых темпов инфляции к 2026 году.

Это, в свою очередь, будет требовать сохранения жёстких глобальных финансовых условий на более длительный срок и, в сочетании с продолжающимися геополитическими конфликтами и высокой неопределённостью в будущем, окажет негативное влияние на глобальный экономический рост. Прогнозируется, что темпы роста будут ниже, чем в основном сценарии.

Кроме того, сохранение жёстких финансовых условий в мире может сократить возможности финансирования внутреннего экономического развития за счёт внешних ресурсов, что приведёт к замедлению притока иностранных инвестиций. В результате темпы экономического роста в Узбекистане также могут оказаться ниже, чем в основном сценарии.

В условиях альтернативного сценария сохраняется высокая неопределённость и риски для экономик основных торговых партнёров.

В частности, в отличие от основного сценария, наряду с проблемами на рынке недвижимости Китая, усиление фрагментации мировой экономики может привести к снижению внешнего спроса на экспорт Китая, что значительно ограничит его экономический потенциал. Это, в свою очередь, вызовет снижение цен на сырьевые товары.

Снижение спроса на нефть на мировом рынке негативно повлияет на экономики стран-экспортёров нефти, являющихся торговыми партнёрами Узбекистана. В свою очередь, для поддержки

экономического роста в этих странах может активизироваться фискальное стимулирование, что продлит инфляционное давление и усилит инфляционное воздействие на Узбекистан через рост цен на импортируемые товары.

Кроме того, дальнейшее усиление санкционного давления может привести к значительному обесцениванию российского рубля. Это, с одной стороны, снизит объём денежных переводов трудовых мигрантов в Узбекистан, а с другой стороны, усилит импортируемую инфляцию.

Согласно альтернативному сценарию, прогнозируется сокращение объёма денежных переводов в 2025 году, а в 2026–2027 годах их рост будет ниже фундаментального тренда. Снижение объёмов переводов замедлит рост доходов населения, что приведёт к умеренности совокупного потребительского спроса.

Замедление экономического роста в странах-торговых партнёрах снизит внешний спрос на товары и услуги Узбекистана. Прогнозируется, что рост объёмов экспорта (*без учёта золота*) замедлится до 5–7% в 2025 году, а в 2026–2027 годах будет составлять 6–8%, что ниже темпов роста, предусмотренных в основном сценарии.

Замедление мировой экономики и сохранение высоких процентных ставок на более длительный срок может снизить спрос на золото, что приведёт к снижению его цены.

Под влиянием этих факторов дефицит текущего счёта платёжного баланса Узбекистана, согласно альтернативному сценарию, расширится и составит 6,5–7,5% ВВП в 2025–2026 годах, что выше, чем в основном сценарии.

Внешние экономические условия

Согласно альтернативному сценарию, ожидается значительное негативное влияние внешних рисков на экономический рост, и в 2025 году активные фискальные стимулы и увеличение кредитных вложений будут в числе основных факторов поддержки экономической активности. В результате рост ВВП в 2025 году прогнозируется в пределах 5,0-5,5 процента.

Рис. 2.2.1. Прогноз роста реального ВВП по альтернативному сценарию

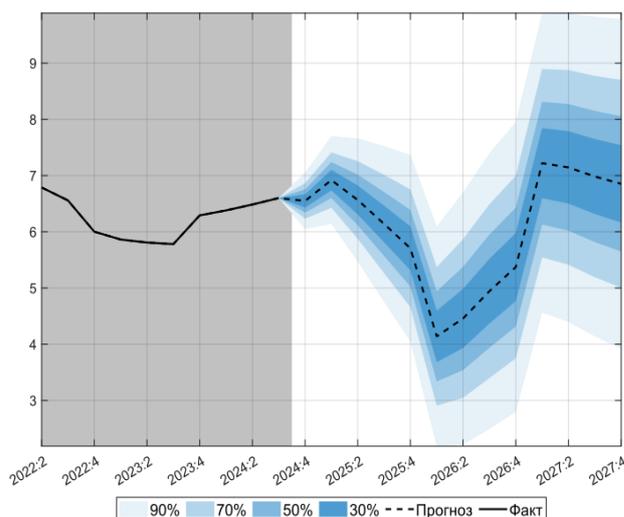
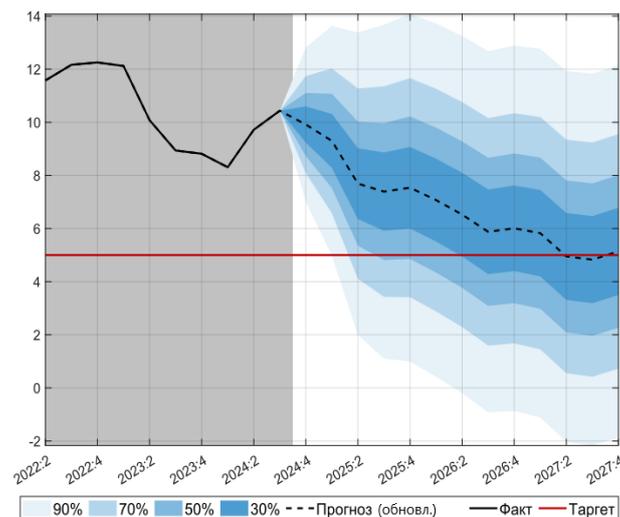


Рис. 2.2.2. Прогноз инфляции по альтернативному сценарию



Источник: Прогнозы ЦБ.

С 2026 года, благодаря ожидаемому ослаблению внешних рисков и относительному смягчению финансовых условий, экономический рост начнёт восстанавливаться. В результате прогнозируется, что темпы роста экономики составят 5,0–6,0% в 2026 году и 5,5–6,5% в 2027 году.

В рамках данного сценария под влиянием внешних факторов может сформироваться высокая риск-премия страны, что приведёт к сокращению притока иностранных инвестиций. Это, в свою очередь, может вызвать некоторое снижение экономической активности и умеренность роста доходов населения. На этом фоне ожидается, что объёмы импорта будут расти более низкими темпами по сравнению с основным сценарием – в среднем на 7-9% в 2025–2026 годах.

Реальный рост расходов на конечное потребление в прогнозный период составит около 3,5–4,5%, и их роль в поддержании экономического роста будет ниже, чем в основном сценарии.

В 2025–2026 годах рост государственных расходов на поддержку экономической активности и относительное сокращение доходов на фоне снижения мировых цен сырьевых товаров могут привести к задержке на определённый период процесса фискальной консолидации.

Таблица 2.2.1. Прогнозы показателей макроэкономического развития Узбекистана по альтернативному сценарию на 2025-2027 годы (годовое изменение, %)

Показатели	2023 (факт)	2024 (ожд.)	Прогнозы альтернативного сценария		
			2025	2026	2027
Инфляция	8,8	9,0-9,5	7,0-8,0	5,5-6,5	5,0
Реальный ВВП	6,3	6,0-6,5	5,0-5,5	5,0-6,0	5,5-6,5
Расходы на конечное потребление	5,3	6,0-6,5	3,5-4,5	4,0-5,0	4,5-5,5
- население	6,2	7,0-7,5	4,0-5,0	4,5-5,5	5,0-6,0
- органы государственного управления	1,4	1,5-2,0	2,0-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5
Общий фискальный баланс (к ВВП)	4,9	4,0	4,5	4,0	4,0
Экспорт (без золота)	4,2	12,0-14,0	5,0-7,0	6,0-8,0	7,0-9,0
Импорт	24,0	8,0-10,0	7,0-9,0	7,0-9,0	8,0-10,0
Денежные переводы	32,9	25,0-30,0	(-7,0)-(-10,0)	7,0-10,0	7,0-11,0
Остаток кредитных вложений	23,3	15,0-17,0	14,0-17,0	12,0-15,0	11,0-14,0

Источник: Расчеты ЦБ.

Ожидается, что общий фискальный дефицит сформируется на уровне 4,5% ВВП в 2025 году и снизится до 4% в 2026-2027 годах. В то же время, возможно, сохранится проинфляционное давление со стороны бюджетных факторов.

В альтернативном сценарии общая инфляция, по оценкам, составит около 7-8% в 2025 году и 5,5-6,5% в 2026 году, в основном за счет импортной инфляции и стимулирующей бюджетно-налоговой политики, при этом сокращение денежных переводов будет сдерживать потребительский спрос. В этом сценарии ожидается снижение инфляции до целевого уровня в 5% в первой половине 2027 года (рис. 2.2.2).

Базовая инфляция снизится с 7-7,5% в конце 2024 года до 4-5% в 2025 году.

Денежно-кредитная политика

Центральный банк, в случае реализации альтернативного сценария, будет продолжать проводить жесткую денежно-кредитную политику в 2025-2026 годах и сосредоточится на снижении инфляции до уровня таргета в прогнозный период.

При этом для устранения факторов инфляции со стороны предложения совместно с правительством будут осуществляться системные меры. В частности, обеспечение достаточного уровня предложения товаров и услуг в экономике станет одной из приоритетных задач для достижения стабильности цен.

В свою очередь, будет обеспечено поддержание жестких денежно-кредитных условий с целью снижения влияния монетарных факторов на инфляцию и стабильного снижения базовой инфляции.

В рамках альтернативного сценария состояние общей ликвидности банковской системы также будет иметь важное значение при формировании денежно-кредитных условий. При этом более высокий уровень общего фискального дефицита по сравнению с основным сценарием будет означать направление большей ликвидности в систему, однако абсолютное влияние бюджетных операций на общую ликвидность будет зависеть от источников финансирования этого дефицита.

Меры денежно-кредитной политики

Денежно-кредитные условия

С учетом инфляционного давления в экономике денежно-кредитные условия будут сохраняться на жестком уровне в течение 2025-2026 годов и могут быть переведены в нейтральную фазу, когда появятся основания для достижения устойчивого формирования инфляции в пределах целевого показателя.

Ставки денежного рынка

В 2025-2026 годах будут приняты меры по формированию ставки **UZONIA** на уровне 4-5% в реальном выражении, а в 2027 году она составит около 3-4%.

В условиях сохранения относительно высоких уровней стоимости привлечения внешних средств возрастет спрос на внутренние ресурсы, включая на депозиты в национальной валюте. Реальные процентные ставки по данным депозитам сформируются на более высоком уровне и сохранятся на этом уровне в течение определённого времени. Это повлияет на стоимость активов в национальной валюте, что, в свою очередь, приведёт к уравниванию спроса на иностранную валюту.

В целом, при реализации условий альтернативного сценария неопределённость во внешних условиях сохранится на более высоком уровне. В свою очередь, с учётом влияния на уровень инфляции фискальных стимулов, направленных на поддержку относительно низкой экономической активности, может быть принято решение об ужесточении денежно-кредитных условий.

Рисковый сценарий и денежно-кредитная политика

В дополнение к основному и альтернативному сценариям макроэкономического развития был рассмотрен рисковый сценарий, основанный на увеличении инфляционных рисков, а также проанализированы меры денежно-кредитной политики, направленные на снижение инфляции в таких условиях.

В целом, в развивающихся странах, переходящих к рыночной экономике, вероятность инфляционных рисков всегда сохраняется. Основное внимание должно быть сосредоточено на их правильной оценке и своевременном реагировании на них посредством инструментов денежно-кредитной политики. Несмотря на общее снижение инфляционных процессов как в национальной экономике, так и в мире, сохраняется вероятность отдельных внутренних и внешних инфляционных рисков. Данный среднесрочный макроэкономический сценарий основан на вероятности реализации четырёх основных инфляционных рисков:

1. Климатический риск: Изменения климатических условий, наблюдаемые в последние годы в регионе, оказывают разностороннее воздействие на экономику. Например, аномально холодная погода в начале 2022 года отрицательно сказалась на производственных показателях, а нестабильные климатические условия в 2023 году снизили урожайность фруктов и овощей. В 2024 году, напротив, благоприятные погодные условия способствовали высокой урожайности в сельском хозяйстве, что внесло дезинфляционный вклад в изменение цен на продукты питания. Однако неблагоприятные климатические условия или неожиданные изменения климата в будущем могут оказать повышающее влияние на общую инфляцию.

2. Давление немонетарных факторов на инфляцию: Активное проведение реформ и структурных преобразований в экономике может временно усилить влияние немонетарных факторов на совокупный спрос и предложение. Это может повысить инфляционные ожидания населения и бизнеса, создавая дополнительное давление на базовую инфляцию. Длительное сохранение инфляционного давления усложнит достижение её целевого уровня и потребует ужесточения мер денежно-кредитной политики.

3. Усиление фискального стимулирования: При возникновении значительных внутренних и внешних рисков возрастает вероятность проведения стимулирующей фискальной политики для поддержки экономики. Это может увеличить совокупный спрос в условиях ограниченного предложения, что окажет дополнительное давление на цены. В таких условиях возможности для фискальной консолидации сокращаются, а дефицит бюджета может превысить установленные параметры. В рисковом сценарии учитывается, что дефицит бюджета останется в пределах среднего уровня за последние пять лет.

4. Обеспеченность экономики энергетическими ресурсами: Быстрое увеличение спроса на энергоносители при ограниченной возможности обеспечения ими экономики может привести к энергетическому дефициту и перебоям. Это увеличивает производственные издержки, сокращает предложение и оказывает

инфляционное давление. Реализация этого риска также снижает эффективность инструментов денежно-кредитной политики.

Указанные выше риски и их возможное влияние на инфляцию были количественно оценены и учтены в модели квартального прогнозирования. Согласно прогнозам, основанным на этих рисках и неопределённостях, общий уровень инфляции в 2025 году составит 8-9%, в 2026 году – 6-7%, а к целевому уровню в 5% инфляция приблизится к концу 2027 года (рис. 1). Достижение целевого уровня инфляции будет зависеть от жесткости и эффективности принимаемых мер денежно-кредитной политики.

В составе компонентов инфляции изменения регулируемых цен прогнозируются на уровне основного сценария, тогда как показатели инфляции на фрукты и овощи, а также базовая инфляция формируются на более высоком уровне с учётом указанных рисков.

Рис. 1. Прогноз инфляции

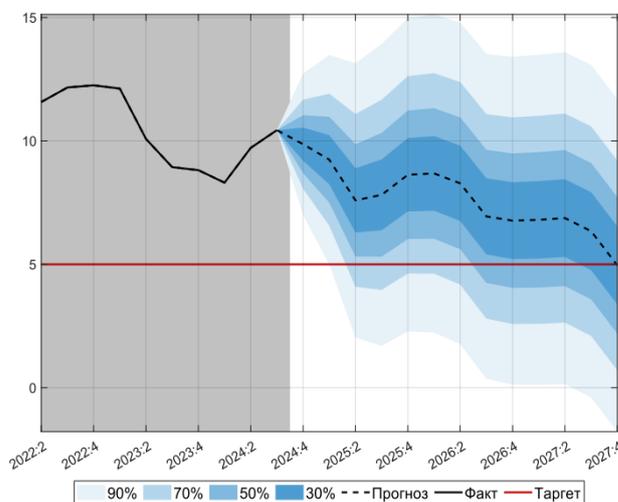
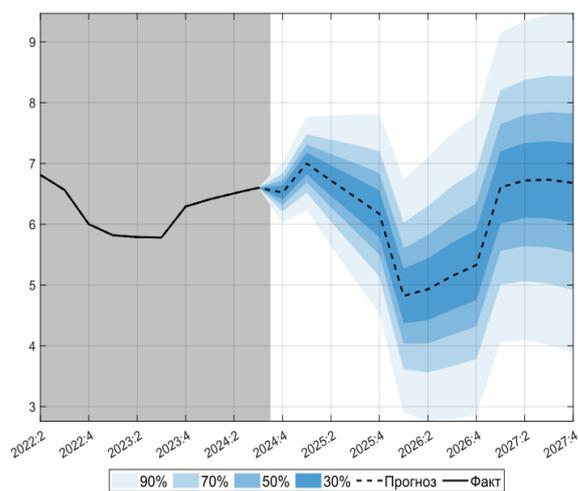


Рис. 2. Прогноз роста ВВП



Источник: Прогнозы ЦБ.

В условиях реализации рискованного сценария Центральный банк примет меры по ужесточению денежно-кредитной политики, включая повышение основной ставки, и будет сохранять жесткие условия в течение 2025–2026 годов. Важным фактором является совместная работа с правительством по устранению немонетарных факторов инфляции.

Ожидается, что за счет высокого бюджетного дефицита реальный рост ВВП составит 6–6,5% в 2025 году, а под воздействием мер по снижению инфляции замедлится до 5–5,5% в 2026 году (рис. 2).

В целом вероятность реализации рискованного сценария остается низкой, но сохраняется. Формирование инфляции будет зависеть от степени проявления одного или нескольких из указанных рисков. При любых обстоятельствах Центральный банк будет принимать меры по достаточному ужесточению денежно-кредитной политики, чтобы снизить воздействие инфляционного давления и предотвратить развитие инфляционной спирали. В условиях рискованного сценария основной акцент и все предпринимаемые меры будут направлены на максимально быстрое снижение инфляции до таргета.

Влияние изменения обменного курса на экономическое развитие: на основе модели DSGE

В некоторых развивающихся странах существует подход к использованию обменного курса как инструмента стимулирования экономического роста, то есть поддержки внешнего спроса за счет обесценивания национальной валюты. Эффективность данного инструмента была предметом ряда эмпирических исследований в экономической литературе.

Основная идея этого подхода заключается в том, чтобы с помощью обесценивания национальной валюты повысить ценовую конкурентоспособность в международной торговле, стимулировать экспорт и тем самым добиться экономического роста, ориентированного на внешнюю торговлю. Хотя в некоторых исследованиях это предложение рассматривалось как практическая мера для развивающихся стран, последние работы подчеркивают, что его эффективность ограничена и носит краткосрочный характер. В долгосрочной перспективе обесценивание национальной валюты может привести к серьезным негативным последствиям, таким как нарушение макроэкономической стабильности.

Как инструмент экономического роста обесценивание обменного курса опирается на стратегию роста, ориентированную на экспорт. Сторонники такой политики утверждают, что снижение стоимости национальной валюты делает товары страны дешевле на международных рынках, увеличивает объем экспорта и способствует экономическому росту. Согласно Д. Родрику (2008)⁹, этот подход может быть привлекательным в странах с неэффективными государственными институтами и низкой технологической производительностью в производстве.

Однако Дж.А. Гилес и С. Л. Уильямс (2000)¹⁰ в своих исследованиях указывают на трудности в определении четкой взаимосвязи между обесцениванием национальной валюты и экономическим ростом из-за различий в методологиях, выборке стран и исследуемых периодах. Кроме того, игнорирование некоторых значимых переменных усложняет выводы эмпирического анализа, что затрудняет установление причинно-следственной связи между обесцениванием валюты и экономическим ростом.

Несмотря на краткосрочные преимущества, постоянное обесценивание обменного курса может привести к опасным последствиям для экономики. Согласно А. Маттоо и А. Субраманиану (2008)¹¹, обесценивание национальной валюты аналогично субсидированию экспорта и введению тарифов на импорт.

Это побуждает торговых партнеров к изменению своей внешнеторговой политики, в результате чего краткосрочное ценовое преимущество исчезает

⁹ Rodrik, D., 2008. The real exchange rate and economic growth: theory and evidence. Brookings Pap. Econ. Act. 365–412.

¹⁰ Giles, Judith A., and Cara L. Williams. 2000. "Export-led Growth: A Survey of the Empirical Literature and Some Non-Causality Results, Part 1." *Journal of International Trade and Economic Development*, 9(3): 261-337.

¹¹ Mattoo, Aaditya, and Arvind Subramanian. 2008. "Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization." Peterson Institute for International Economics Working Paper 08-2.

(Фрейд и Пьерола, 2008)¹². Двусторонние действия негативно сказываются на объемах и эффективности внешней торговли, что в долгосрочной перспективе может повредить торговой среде (Генри, 2008)¹³. Такая политика может спровоцировать торговые конфликты, навредить международным отношениям и привести к введению тарифов или других торговых барьеров. Со временем эти конфликты дестабилизируют глобальную торговую систему и нивелируют общую эффективность стратегии роста, ориентированной на экспорт.

Кроме того, обесценивание национальной валюты создает инфляционное давление внутри экономики. Возникшее вследствие обесценивания инфляционное давление распространяется не только на импорт, но и на товары, содержащие иностранное сырье, оборудование и другие компоненты. Высокая инфляция снижает реальные доходы и, следовательно, покупательную способность потребителей. Это ограничивает ресурсы, доступные для долгосрочных инвестиций, что, в свою очередь, подрывает экономическую стабильность и снижает потенциал долгосрочного роста.

Следует отметить, что реальный обменный курс формируется под влиянием фундаментальных факторов, которые не всегда поддаются регулированию. Попытки искусственно обесценивать курс со временем становятся сложнее и могут привести к непредвиденным последствиям (Родрик, 2006).

Кроме того, Рафаэль и Рибейро (2020)¹⁴ отмечают, что с учетом таких факторов, как распределение доходов и технологические возможности, влияние обесценивания обменного курса на экономический рост статистически незначимо. Эмпирические данные исследования Марселя Шрёдера (2013)¹⁵ также подтверждают, что обесценивание валюты не является надежной и устойчивой долгосрочной политикой развития.

Влияние шока девальвации обменного курса на экономические показатели

В данном анализе с помощью разработанной для экономики Узбекистана DSGE-модели была проведена симуляция разовой девальвации национальной валюты на 10 процентов с сохранением шокового воздействия в течение пяти лет. С помощью импульсных откликов изучались изменения различных макроэкономических показателей относительно их исходного состояния под воздействием этого шока по мере времени.

Инфляция. Девальвация обменного курса оказывает прямое и косвенное влияние на общий уровень инфляции через импортируемую инфляцию. Прямое влияние проявляется в изменении цен на импортные товары и услуги, входящие в

¹² Freund, Caroline, and Martga D. Pierola. 2008. "Export Surges: The Power of a Competitive Currency." World Bank Policy Research Working Paper 4750.

¹³ Henry, Peter B. 2008. "Comments on Dani Rodrik: The Real Exchange Rate and Economic Growth." Brookings Papers on Economic Activity 2.

¹⁴ Rafael S.M. Ribeiro 2020. "Does real exchange rate undervaluation really promote economic growth?" Structural Change and Economic Dynamics 52 (2020) 408–417.

¹⁵ Marcel Schröde. 2013. "Should developing countries undervalue their currencies?" Journal of Development Economics 105 (2013) 140–151.

потребительскую корзину, при этом масштаб этого влияния зависит от доли импортных товаров. Косвенное влияние выражается через увеличение стоимости импортного сырья и оборудования, используемого в производстве местных товаров и услуг. Степень косвенного влияния на инфляцию зависит от наличия альтернативных местных факторов производства, способных заменить импорт. Кроме того, постоянное обесценивание национальной валюты формирует высокие инфляционные ожидания, что в долгосрочной перспективе способствует поддержанию высокого уровня инфляционного давления.

Основная ставка. В ответ на инфляционное давление, вызванное девальвацией, Центральный банк ужесточает финансовые условия, повышая основную ставку. Это приводит к сокращению совокупного спроса и снижению экономической активности.

Реальный обменный курс и экспорт. Реальный обменный курс изначально снижается вследствие номинального обесценивания валюты. Девальвация временно улучшает конкурентоспособность экспорта, что может активизировать экономическую деятельность. Однако, по мере того как девальвация передается на другие цены, общая инфляция растет, и реальный обменный курс возвращается к исходному уровню. В результате искусственное ценовое преимущество на внешнем рынке исчезает.

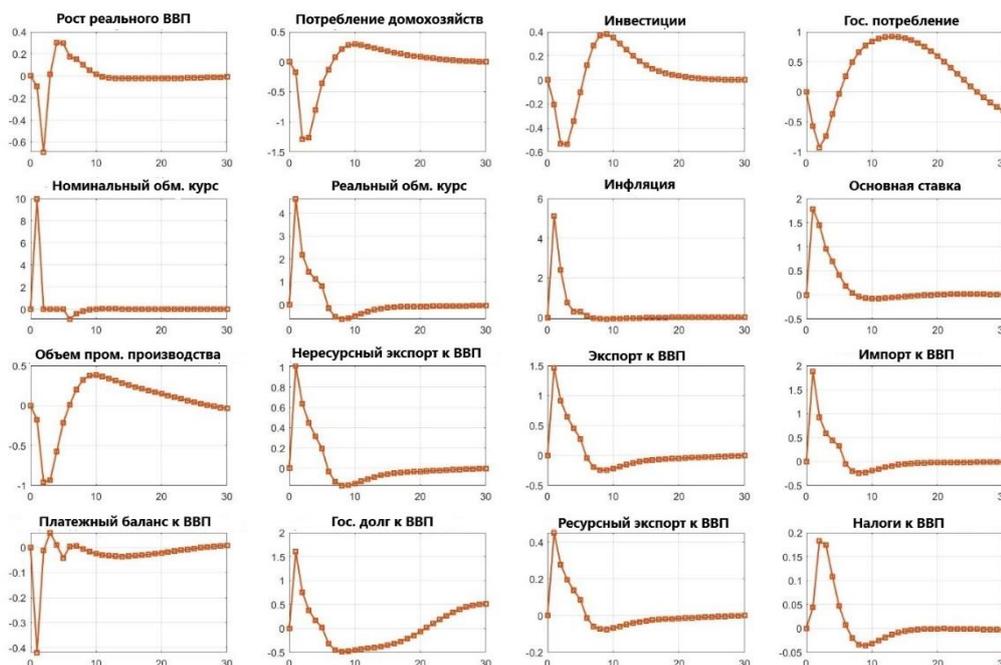
Импорт. Несмотря на рост цен на импорт, доля общего импорта в ВВП увеличивается. С одной стороны, отсутствие альтернативного местного сырья и технологий, а также низкая эластичность спроса на потребительские товары усиливают давление на расходы на импорт. С другой стороны, для производства дополнительной экспортной продукции требуется больше импортного сырья, что приводит к более быстрому росту расходов на импорт по отношению к ВВП.

Торговый баланс. Соотношение торгового баланса к ВВП сначала ухудшается, а затем начинает улучшаться, что отражает стандартный период корректировки. На первом этапе высокие расходы на импорт и возможные задержки в увеличении экспорта могут ухудшить торговый баланс. Со временем, благодаря росту экспорта и стабилизации расходов на импорт, торговый баланс улучшится и вернется к состоянию, предшествующему шоку.

Потребление домохозяйств. Высокая инфляция сокращает реальные доходы населения и снижает покупательскую способность, а рост основной ставки, удорожая кредиты, ведет к снижению объема потребления. В долгосрочной перспективе, при стабилизации инфляции и процентных ставок, потребление домохозяйств постепенно восстановится.

Инвестиции. Высокая инфляция создает неопределенность и увеличивает затраты на заимствования, что приводит к сокращению инвестиций. Рост стоимости источников финансирования снижает активность компаний в реализации новых проектов. В условиях высокой волатильности обменного курса поток внешних инвестиций также сокращается. Эта ситуация будет сохраняться до тех пор, пока не улучшится экономическая стабильность за счет снижения инфляции и, как следствие, смягчения монетарных условий.

Рис. 1. Влияние шока девальвации на экономику



Источник: Результаты модели.

Объем производства местной продукции. В условиях девальвации местные производители сталкиваются с ростом затрат на импортное сырье и оборудование, что приводит к снижению объемов местного производства. В таких условиях компании адаптируются, сокращая производство, чтобы учесть высокие издержки и возможные сбои в цепочке поставок.

Рост реального ВВП. Снижение потребления, инвестиций и объема внешней торговли замедляет рост реального ВВП. В краткосрочной перспективе внутренний спрос падает, что сильно влияет на экономическую активность. Хотя временный рост внешнего спроса, вызванный девальвацией, компенсирует снижение внутреннего спроса, в долгосрочной перспективе экономика возвращается к изначальному состоянию.

Общие налоговые поступления. Увеличение экспортной выручки приносит экспортерам более высокий доход в национальной валюте, что повышает объем налоговых поступлений. Рост импорта также способствует увеличению поступлений от налогов на импорт. Однако инфляция, снижая реальные доходы населения и потребление, сокращает другие виды налоговых поступлений. Соотношение налоговых поступлений к ВВП увеличивается, если налоговая база остается стабильной, а доходы от налогов на внешнюю торговлю продолжают расти.

Государственное потребление. Рост инфляции и снижение реальных государственных доходов требуют фискальных корректировок, что приводит к уменьшению объемов государственного потребления. Девальвация национальной валюты и повышение основной ставки увеличивают расходы на обслуживание как внешнего, так и внутреннего долга. В результате большая часть дополнительных

ресурсов, сформированных за счет налогов, направляется на погашение долга, что сокращает объемы государственного потребления.

Государственный внешний долг. Девальвация уменьшает стоимость ВВП в иностранной валюте, что становится одной из основных причин увеличения доли государственного внешнего долга по отношению к ВВП. Рост этого показателя увеличивает риск премии за страновые обязательства и создает дополнительное давление на процентные ставки по новым займам.

Общая оценка. Несмотря на то что обесценивание обменного курса временно улучшает конкурентоспособность экспорта и стимулирует экономический рост, его положительный эффект носит краткосрочный и ограниченный характер. Более того, это сопровождается серьезными недостатками. Первоначальная выгода от обесценивания нивелируется ростом инфляции, ужесточением денежно-кредитной политики, снижением экономического роста, сокращением инвестиций, увеличением импортных затрат и ростом государственного долга.

Долгосрочные совокупные макроэкономические эффекты являются отрицательными и создают структурные дисбалансы. Кроме того, эндогенный характер реального обменного курса и эмпирические данные указывают на то, что опираться на девальвацию валюты как на основной инструмент экономического развития является рискованным подходом. Для достижения долгосрочного устойчивого экономического благополучия ключевое значение имеют структурные реформы, направленные на повышение эффективности институциональной деятельности и стимулирование инноваций.

Макроэкономические последствия фискального доминирования

Продолжительный высокий фискальный дефицит требует от центральных банков принятия сложных решений. Например, повышение основной ставки для снижения инфляционного давления, вызванного высоким фискальным дефицитом, приводит к увеличению затрат на обслуживание государственного долга и стоимости инвестиций из-за роста процентных ставок. Это может усилить давление на бюджетный баланс и снизить экономическую активность. В этом контексте понимание макроэкономических последствий фискального доминирования становится крайне важным.

Понятие фискального доминирования политики остается дискуссионным, и единого консенсуса не существует. Некоторые источники определяют фискальное доминирование как финансирование правительства центральным банком за пределами законодательно установленных рамок¹⁶. Другие рассматривают фискальное доминирование как комплекс мер, препятствующих эффективному проведению денежно-кредитной политики, направленной на контроль инфляции¹⁷.

Под препятствием для денежно-кредитной политики понимается не только ограничение способности центрального банка свободно использовать монетарные инструменты для достижения стабильности цен, но и необходимость постоянного противодействия влиянию фискальной политики.

В общем смысле, фискальное доминирование предполагает поддержку любых действий фискальной политики средствами денежно-кредитной политики.

Международный опыт включает множество исследований макроэкономических последствий фискального доминирования, которые различаются методологией, набором макроэкономических показателей и особенностями охваченных стран. Однако большинство исследований приходят к схожим выводам. В частности, подчеркивается, что взаимное влияние ключевых экономических показателей при доминировании фискальной политики выше, чем в условиях доминирования денежно-кредитной политики¹⁸. Экономике с доминированием денежно-кредитной политики более защищены и устойчивы к внутренним и внешним шокам.

Например, исследования Р. Банерджи и соавторов (2023)¹⁹ на примере развитых экономик показало, что инфляция при доминировании фискальной политики в три раза более чувствительна к росту ВВП, чем при доминировании денежно-кредитной политики. Также была выявлена сильная связь между инфляцией и высоким бюджетным дефицитом в условиях доминирования фискальной политики. Исследование подчеркивает важность независимости

¹⁶ Hooley, J. et al.. 2021. "Fiscal Dominance in Sub-Saharan Africa Revisited." IMF Working Paper, January: 5.

¹⁷ Mercedes Da Costa and Víctor Olivo. 2008. "Constraints on the Design and Implementation of Monetary Policy in Oil Economies: The Case of Venezuela." IMF Working Paper, June: 4-5.

¹⁸ Под доминированием денежно-кредитной политики понимается, что «орган, осуществляющий денежно-кредитную политику, действует первым и имеет свободу использовать свои инструменты для достижения поставленных целей». При этом фискальная политика определяется с учетом ожидаемого дефицита или профицита бюджета, исходя из платежеспособности.

¹⁹ Banerjee, R. et al.. 2023. "Fiscal deficits and inflation risks: the role of fiscal and monetary regimes." BIS Working Papers, July: 15-19.

центрального банка, которая позволяет предотвращать рост инфляции даже при значительном бюджетном дефиците.

Макроэкономические последствия экономической политики при доминировании фискальной политики, когда правительство уделяет недостаточное внимание стабильности долга и дефицита, а денежно-кредитная политика не сосредоточена на контроле инфляции, проявляются значительно сильнее.

В условиях фискального доминирования способность центрального банка свободно использовать инструменты денежно-кредитной политики ограничена, особенно при высоком или растущем государственном долге и бюджетном дефиците. Например, повышение основной ставки снижает инфляционное давление за счет удорожания кредитов и сокращения потребления, но одновременно увеличивает затраты на обслуживание долга, что расширяет дефицит.

Если инфляция вызвана бюджетным дефицитом, а денежно-кредитная политика ограничена доминированием фискальной политики, центральный банк может быть вынужден удерживать ставки искусственно низкими, что усиливает инфляционную спираль. Наличие положительной связи между бюджетным дефицитом и инфляцией подтверждает тезис Сарджента (2013)²⁰: "Высокая, переменная и постоянная инфляция всегда и везде является фискальным явлением, в котором центральный банк выступает монетарным партнером".

Таким образом, доминирование фискальной политики представляет собой серьезную угрозу экономической стабильности и требует согласованной политики между фискальными и денежно-кредитными органами.

Некоторые исследования указывают, что доминирование фискальной политики может приводить к обесцениванию национальной валюты¹⁸. В частности, на примере африканских стран увеличение кредитов центрального банка, предоставленных правительству, на один процентный пункт по отношению к ВВП или на пять процентных пунктов по отношению к средним бюджетным доходам приводит к девальвации валютного курса на один процент.

Позитивные шоки в расходах, финансируемые за счет долгосрочных займов, в условиях доминирования фискальной политики сильнее влияют на рост ВВП, но со временем приводят к росту инфляции и процентных ставок²¹. Это связано с более медленной и слабой реакцией ставок на инфляцию при доминировании фискальной политики²², что в краткосрочной перспективе способствует росту ВВП, но в долгосрочной снижает доверие к центральному банку и увеличивает риски роста инфляционных ожиданий.

В Узбекистане финансирование государственного бюджета центральным банком запрещено законом. Однако высокий фискальный дефицит последних лет оказывает негативное влияние на инфляцию и торговый баланс. Обеспечение долгосрочной макроэкономической стабильности потребует ведения

²⁰ Sargent, T. J.. 2013. Rational Expectations and Inflation. New Jersey: Princeton University Press.

²¹ Bonam, D. et al.. 2024. "Challenges for monetary and fiscal policy interactions in the post-pandemic era." ECB Occasional Paper Series, February: 38-39.

²² В основном это связано с ограниченностью действий центрального банка из-за доминирования фискальной политики.

дисциплинированной фискальной политики и существенного снижения фискального дефицита.

III. ПРИОРИТЕТНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

3.1. Перспективы совершенствования инструментов денежно-кредитной политики

В среднесрочной перспективе Центральный банк продолжит активно работать над переводом денежно-кредитной политики в режим инфляционного таргетирования, совершенствуя инструменты денежно-кредитной политики и адаптируя операционный механизм в соответствии с передовым международным опытом. При этом основное внимание будет уделено повышению эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, включая усиление воздействия процентного канала. Меры, которые планируется реализовать, охватывают несколько важных направлений.

Секьюритизация операций по привлечению ликвидности.

В условиях профицита ликвидности банковской системы Центральный банк управляет процентными ставками денежного рынка за счёт эффективного привлечения (*стерилизации*) этой избыточной ликвидности. В этой связи недельные депозитные аукционы выступают основным инструментом привлечения ликвидности. Для повышения эффективности этого инструмента в 2022 году был внедрён механизм «полного покрытия с фиксированной процентной ставкой». Центральный банк стерилизует избыточную ликвидность в банковской системе на короткий срок через депозитные аукционы, обеспечивая формирование ставок денежного рынка для этих срочных депозитов на уровне основной ставки.

Однако отсутствие обеспечения по инструменту стало причиной низкого спроса на него. Коммерческие банки управляют своей избыточной ликвидностью преимущественно через облигации Центрального банка и операции овернайт-депозитов. Такая ситуация обусловлена потребностью банков в использовании обеспечения для размещения избыточной ликвидности.

Для увеличения спроса на депозитные аукционы и обеспечения их функционирования в качестве основного инструмента привлечения ликвидности запланирована их секьюритизация (*обеспечение долговыми ценными бумагами*). В рамках этого направления предусмотрены различные механизмы обеспечения. Исходя из международного опыта, планируется выпустить облигации

Центрального банка со сроком до 1 года, которые будут учитываться на балансе Центрального банка (без размещения среди коммерческих банков), а также организовывать депозитные аукционы в форме обратных РЕПО-аукционов.

Данный механизм превосходит текущий депозитный аукцион благодаря возможности для коммерческих банков в течение недели привлекать ликвидность при необходимости, продав заложенные облигации Центрального банка или привлекая средства через вторичное РЕПО. Аукцион обратного РЕПО проводится аналогично текущим депозитным операциям Центрального банка, как полностью покрываемый (без лимитов) аукцион с фиксированной процентной ставкой, установленной на уровне основной ставки.

Секьюритизация депозитных аукционов позволит улучшить трансмиссию денежно-кредитной политики за счёт повышения эффективности операций, увеличения доли обеспеченных операций на межбанковском рынке и расширения базы обеспечения коммерческих банков в условиях структурного профицита ликвидности.

Активизация эмиссионной деятельности Центрального банка. Секьюритизация депозитных аукционов, а также еженедельное формирование кривой доходности государственных ценных бумаг с 1 сентября текущего года требуют постоянного выпуска облигаций Центрального банка.

Для аукционов обратного РЕПО облигации Центрального банка будут выпускаться в виде бенчмарк-облигаций с целью обеспечения их высокой ликвидности и расширения возможностей вторичного использования залогового имущества. Это предусматривает единовременный выпуск крупных объёмов облигаций с их последующим хранением на балансе Центрального банка и проведение аукционов обратного РЕПО в соответствии с текущим спросом.

Для формирования краткосрочной части кривой доходности облигации Центрального банка будут выпускаться небольшими объёмами с различными сроками на регулярной основе. В международной практике краткосрочная часть кривой доходности формируется за счёт облигаций центральных банков, а долгосрочная – за счёт государственных облигаций. Регулярный выпуск небольших объёмов облигаций Центрального банка по заранее утверждённому графику способствует формированию устойчивого спроса на них. Это создаёт возможность отказаться от применения установленных

лимитов по максимальной доходности таких выпусков и обеспечивает формирование доходности исключительно на основе рыночных ожиданий участников.

Совершенствование правил проведения операций денежно-кредитной политики и нормативных документов по денежному и РЕПО-рынкам. В этом направлении при участии миссий технического содействия МВФ, ЕБРР и иностранных экспертов будет проведен юридический аудит и внесены необходимые изменения в нормативные документы.

Нормативные документы регулирующие межбанковский денежный рынок и рынок РЕПО, были приняты до начала активной фазы перехода денежно-кредитной политики к режиму инфляционного таргетирования и предполагается пересмотреть их с точки зрения дальнейшего повышения активности рынков путем приведения в соответствие со стандартами режима, в том числе путем создания достаточных условий для участников рынка.

Пересмотр и расширение базы для расчета бенчмарк процентной ставки по операциям на денежном рынке. Методология расчёта и публикации бенчмарк-ставки UZONIA была утверждена в июле 2022 года. Поскольку межбанковский РЕПО-рынок тогда был недостаточно активным, ставка UZONIA рассчитывалась исключительно на основе необеспеченных депозитных операций. Однако с весны 2023 года наблюдается резкий рост объёмов РЕПО-операций между банками, и их доля в общем объёме денежного рынка достигла почти 60%. В этих условиях возникает необходимость учитывать обеспеченные операции при расчёте бенчмарк-ставки.

Учитывая, что основными пользователями бенчмарк процентной ставки являются коммерческие банки, предполагается усовершенствование методологии расчета UZONIA и расширение базы расчета, включая РЕПО операции. Этот вопрос будет обсуждаться на ежеквартальных заседаниях рабочей группы «Денежный рынок», созданной при участии специалистов ЕБРР.

Совершенствование требований обязательного резервирования. В целях продолжения мер, направленных на снижение уровня долларизации обязательств банковской системы и совершенствования норматива обязательных резервов коммерческих банков на основе международного опыта, в 2025-2030 годах будет поэтапно повышаться уровень охвата обязательств банковской системы. В целях снижения дополнительной нагрузки на коммерческие

банки планируется соответствующее снижение обязательных резервных требований по обязательствам в иностранной валюте, предусмотрено создать возможность формирования обязательных резервных требований по обязательствам в иностранной валюте в национальной или иностранной валюте по усмотрению банков.

Подробная аналитическая информация по применению инструмента обязательного резервирования при реализации денежно-кредитной политики представлена в Приложении 9.

Поддержка ликвидности банковской системы в чрезвычайных ситуациях. При поддержке Международного валютного фонда будет разработано Положение «О порядке экстренной поддержки ликвидности коммерческих банков» в целях создания нормативно-правовой базы для осуществления Центральным банком функции кредитора последней инстанции по обеспечению ликвидности.

На основании данного Положения платежеспособные и стабильные коммерческие банки, имеющие временный дефицит ликвидности, получают возможность привлекать краткосрочную ликвидность от Центрального банка на основе залога активов в целях обеспечения непрерывности платежей. Хотя это и считается инструментом финансовой стабильности, создание данного механизма служит повышению уверенности банков в привлечении ликвидности от Центрального банка в любой ситуации. В результате это служит уменьшению «премии ликвидности» и снижению процентных ставок при формировании цены краткосрочных средств на денежном рынке.

На следующем этапе этой программы технической помощи со стороны МВФ планируется разработать «Механизм обеспечения», который является не только инструментом экстренной ликвидности, но и определяет порядок привлечения залога и применения залоговой маржи для операций денежно-кредитной политики.

Расширение коммуникации в сфере денежно-кредитной политики. Постоянное совершенствование инструментов и операций денежно-кредитной политики, а также масштабы принимаемых мер по развитию межбанковских денежных рынков требуют их своевременного доведения до участников рынка и широкой общественности на понятном языке. В среднесрочной перспективе предполагается повысить прозрачность коммуникации и расширить объем публикуемых данных и статистических показателей.

С коммерческими банками, как основными участниками рынка, будут налажены постоянные каналы связи, а подробная информация о реализуемых изменениях будет предоставляться посредством семинаров и тренингов. Основная цель – повышение эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики путем доведения до участников рынка целей и задач денежно-кредитных операций и обеспечения активного использования ими этих инструментов.

Подход к управлению рисками в денежно-кредитной политике

В последние годы усиление неопределенности в глобальной экономике (*глобальные экономические шоки, геополитические конфликты, финансовые кризисы и технологический прогресс*) создает определенные сложности при принятии решений в области денежно-кредитной политики.

В результате, в некоторых центральных банках формируется подход управления рисками, при котором решения по ключевым ставкам принимаются не только на основе сценария с наибольшей вероятностью (обычно базового сценария), но и с учетом минимизации²³ негативных последствий в условиях любого другого сценария.

Выявление рисков, которые могут повлиять на достижение целей центрального банка, оценка их масштабов и принятие мер по снижению их негативных последствий являются важной и неотъемлемой частью этого подхода.

Однако неправильная оценка возможных рисков и принятие решений на этой основе могут подорвать макроэкономическую стабильность. В частности, большинство ведущих стран в 2021 году, считая инфляционные процессы краткосрочными, задержали повышение процентных ставок, что привело к длительному сохранению высокой инфляции и более глубоким экономическим потерям.

Надежные и своевременные данные крайне важны для выявления рисков, а их недостаток или нарушение фундаментальных тенденций макроэкономических показателей могут негативно сказаться на правильности и эффективности решений в области денежно-кредитной политики, что в дальнейшем может привести к нарушению экономического равновесия.

Для **оценки рисков** используются различные эконометрические модели, макроэкономические стресс-тесты и анализ на основе сценариев. Анализ на основе сценариев включает разработку нескольких равновероятных сценариев, которые позволяют оценить взаимосвязь факторов и их потенциальное влияние на макроэкономическую стабильность. Стресс-тесты, в свою очередь, представляют собой специфическую форму анализа сценариев, позволяя центральным банкам оценить устойчивость финансовой системы в экстремальных, но возможных условиях. Это помогает понять потенциальные уязвимости и подготовиться к наихудшим сценариям.

В частности, **Федеральная резервная система США, Европейский центральный банк, центральные банки Новой Зеландии и Канады** используют в своих моделях функции потерь (loss-function) при принятии решений в области денежно-кредитной политики и управления экономическими рисками.

Эти функции различаются в зависимости от целей центрального банка, приоритетов каждой страны и экономических условий, но обычно включают такие элементы, как инфляция, разрыв ВВП и изменение процентных ставок: $(L = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y^*)^2 + \mu(i_t - i_{t-1})^2)$.

²³В научных исследованиях такая ситуация называется «избежать темных углов» и основная цель - минимизировать потери.

Функция потерь используется для количественной оценки баланса между различными экономическими целями (*например, низкой инфляцией и экономическим ростом*) и оптимизации решений в области денежно-кредитной политики. Снижение значения функции потерь означает, что выбранное изменение ставки способствует приближению экономики к целевым уровням.

Центральный банк Армении в рамках внедрения нового поколения системы макроэкономического анализа и прогнозирования (FPAS Mark II) отказался от концепции базового сценария и применяет механизм использования нескольких равновероятных сценариев. В рамках этого подхода риски со стороны спроса и предложения, которые могут привести к превышению инфляцией целевого уровня, включаются в один сценарий, а риски, способные привести к снижению инфляции ниже целевого уровня, — в другой. В итоге, хотя решения по денежно-кредитной политике основываются на одном из сценариев, другие сценарии сохраняют свою вероятность и широко освещаются среди общественности.

Национальный банк Грузии разрабатывает базовый сценарий макроэкономического развития и одновременно анализирует риски, которые могут повлиять на его прогнозы, подробно освещая, как будет изменяться курс денежно-кредитной политики в случае их реализации. Из множества рисков выбираются те, которые имеют более высокую вероятность реализации или более значительное влияние на инфляцию, и разрабатывается альтернативный сценарий, учитывающий изменения в базовом сценарии под их воздействием. Оба сценария рассматриваются как равновероятные. Национальный банк Грузии подчеркивает свою решимость бороться с ростом инфляционных ожиданий, ужесточая денежно-кредитную политику и при необходимости применяя дополнительные инструменты в случае реализации сценариев, ведущих к их увеличению.

Национальный банк Венгрии публикует прогнозы базового сценария, а также анализирует влияние альтернативных сценариев, основанных на рисках для прогноза инфляции и экономического роста. Это позволяет точнее оценивать возможные изменения в экономике и принимать более взвешенные решения в области денежно-кредитной политики.

Минимизация рисков. После выявления и оценки рисков центральные банки разрабатывают стратегии их минимизации. В то время как для управления инфляцией используются процентные ставки и другие инструменты денежно-кредитной политики, для устранения системных рисков в финансовом секторе применяются макропруденциальные меры, такие как изменение требований к капиталу или введение контрциклических буферов.

В этих обстоятельствах решения центрального банка должны основываться не только на источнике рисков, но также на степени и продолжительности их воздействия. В частности, в условиях, когда существует риск более сильных и устойчивых шоков, инфляционные процессы могут привести к дестабилизации инфляционных ожиданий, что, в свою очередь, вызовет длительное отклонение инфляции от целевого уровня.

Эффективное управление рисками требует высокой степени независимости центрального банка, что позволяет своевременно принимать объективные и действенные меры без внешнего вмешательства.

Коммуникация и прозрачность. Центральные банки регулярно информируют общественность о механизмах управления рисками и мерах политики. Это позволяет управлять ожиданиями участников рынка и укреплять доверие к центральному банку.

Центральные банки, применяющие подход управления рисками, считают, что привязка макроэкономического прогноза к одному сценарию и игнорирование возможных ошибок может привести к увеличению уровня погрешностей прогнозов в условиях высокой неопределенности. Повторяющиеся ошибки прогнозов могут снизить доверие к центральным банкам и эффективность их политики.

Не отдавая предпочтения какому-либо одному сценарию, целесообразно учитывать все риски с высокой вероятностью реализации и значительным влиянием на инфляцию, а также информировать общественность о возможных негативных последствиях их проявления и реакции денежно-кредитной политики на такие случаи.

Кроме того, осведомленность населения о возможных рисках не только предоставляет центральным банкам возможность адаптировать свои решения к любым условиям сценариев, но и способствует укреплению доверия к проводимой денежно-кредитной политике.

Динамика и прогноз общей ликвидности банковской системы

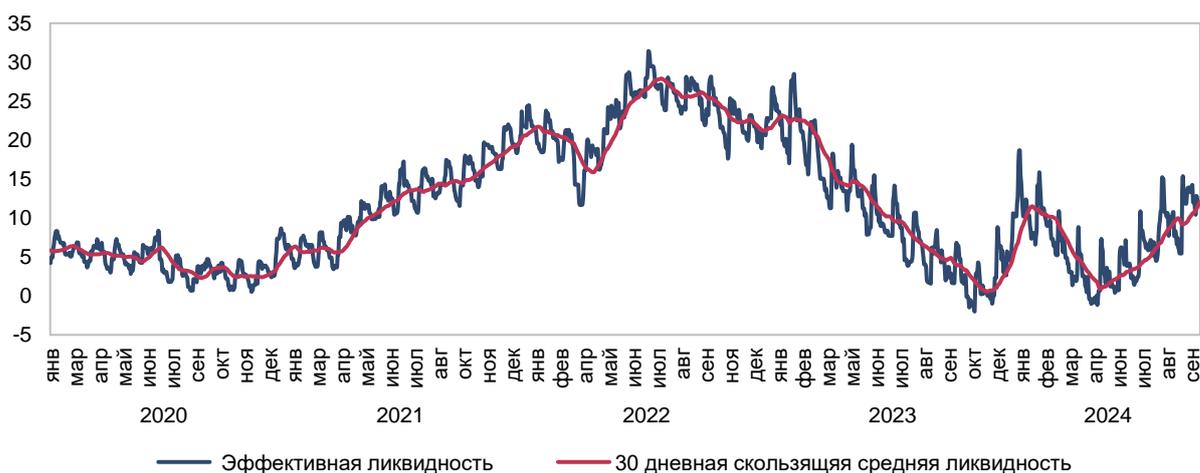
В режиме таргетирования инфляции операционной целью денежно-кредитной политики является обеспечение формирования краткосрочных процентных ставок на денежном рынке на уровне, близком к основной ставке. Для достижения этой цели Центральный банк внедряет практику эффективного управления ликвидностью в системе. При этом, если коэффициент усреднения обязательных резервов определяет нормативную ликвидность, которую должны поддерживать банки, денежно-кредитные операции позволяют управлять случаями отклонения (*разрыва*) общей ликвидности от установленной нормы.

Краткосрочное и долгосрочное прогнозирование ликвидности банковской системы, эффективное управление ею посредством операций, правильные сигналы процентных ставок играют важную роль в обеспечении формирования процентных ставок на денежном рынке в рамках операционных целей. Денежный рынок, сформированный вблизи основной ставки, обеспечивает трансмиссию денежно-кредитной политики посредством последующей передачи процентных ставок в цены ценных бумаг, депозитов и кредитов.

В последние годы чистая позиция ликвидности²⁴ банковской системы формируется в профицитном состоянии. К нейтральному уровню она приближалась дважды – в ноябре 2023 года и апреле 2024 года, причем в связи с усилением влияния автономных факторов этот процесс имел краткосрочное значение (рис. 1).

Покупка центральным банком драгоценных металлов, валютные интервенции, направленные на стерилизацию этой покупки, и бюджетные операции являются основными факторами формирования общей ликвидности.

Рис. 1. Состояние чистой ликвидности банковской системы



Источник: Расчеты ЦБ.

²⁴ Состояние чистой ликвидности банковской системы определяется как разница между остаточным балансом на корреспондентском счете коммерческих банков в Центральном банке в национальной валюте и его величиной усреднения, с добавлением чистой позиции банков по денежно-кредитным операциям (чистого остатка по операциям по привлечению и предоставлению ликвидности).

В период анализа, в связи с относительно высоким формированием предложения на внутреннем валютном рынке, дополнительная ликвидность, которую не удалось стерилизовать валютными интервенциями, эффективно привлекалась Центральным банком посредством денежно-кредитных операций (*облигации и депозитные инструменты ЦБ*).

Влияние бюджетных операций в основном возникает из-за разницы между доходами и расходами, при этом та часть дефицита, которая финансируется за счет внутреннего долга, не оказывает влияния на общую ликвидность. Бюджетные расходы, финансируемые за счет внешнего долга, обычно считаются факторами, увеличивающими ликвидность банков в национальной валюте.

Прогноз ликвидности банковской системы на 2025–2026 годы указывает на сохранение текущего профицита. При анализе по факторам предполагается, что существенное влияние на рост ликвидности окажет покупка Центральным банком драгоценных металлов благодаря сохранению текущего уровня цен на золото и ожидаемому постепенному увеличению объемов добычи золота.

В свою очередь, интервенции Центрального банка на внутреннем валютном рынке осуществляются на основе принципа «нейтральности», при этом предполагается полная стерилизация дополнительной ликвидности в национальной валюте, направляемой в экономику при покупке золота. В условиях формирования положительных тенденций во внешнеэкономической ситуации, а также сохранения высокого уровня валютных потоков и ограниченных возможностей для интервенций, дополнительная ликвидность будет стерилизована (*привлечена*) через операции денежно-кредитной политики.

Влияние бюджетных операций на увеличение общей ликвидности сохранится и в будущем, однако это влияние будет постепенно сокращаться благодаря реализации мер по бюджетной консолидации и постепенному увеличению доли внутреннего долга в финансировании бюджетного дефицита. При этом одним из основных условий является сокращение общего фискального дефицита до 4% к концу 2024 года и удержание его уровня не выше 3% в последующие годы.

Влияние других факторов на ликвидность относительно незначительно, и предполагается, что в ближайшие кварталы они не окажут существенного влияния на ликвидность банковской системы. Ожидаемые высокие темпы роста депозитов банковской системы приведут к увеличению²⁵ объема усреднения обязательного резервирования, что играет важную роль в обеспечении непрерывности платежей благодаря формированию нормативной ликвидности на этой основе.

В условиях сохранения общего профицита ликвидности будет увеличен выпуск облигаций Центрального банка, а также активно использованы депозитные операции. Планируется переход от депозитных аукционов к аукционам обратного РЕПО, что, как ожидается, снизит давление на облигации при эффективном привлечении дополнительной ликвидности и повысит действенность сигналов, подаваемых основной ставкой.

²⁵ Прогнозировалось с условием неизменности нормативов по обязательному резервированию.

3.2. Направления развития потенциала макроэкономического анализа и прогнозирования

Одним из важных условий эффективного проведения денежно-кредитной политики является принятие решений на основе достоверной и актуальной информации. Эффективность денежно-кредитной политики определяется не только скоростью реагирования, но и правильной ориентацией инфляционных и экономических ожиданий. С этой точки зрения регулярный анализ экономических процессов и прогнозирование их развития в будущем позволяют принимать обоснованные и взвешенные решения в условиях изменяющейся макроэкономической среды.

На сегодняшний день в Центральном банке полностью внедрены все основные элементы системы прогнозирования и анализа (*FPAS*²⁶). Основной моделью Центрального банка является квартальная модель прогнозирования (QPM). Кроме того, для более глубокого анализа и прогнозирования отдельных показателей разработан ряд вспомогательных моделей. В частности, для прогнозирования инфляции используются модели ARIMA и BVAR. Для прогнозирования ВВП применяются макроэкономическая модель, основанная на финансовом программировании, а также модели DFM, FAVAR и MIDAS.

Для того чтобы система FPAS полноценно отражала структуру и условия экономики, требуется регулярное обновление параметров моделей данной системы. С учетом этого в следующем году планируется полный пересмотр параметров модели QPM и их адаптация к изменяющимся макроэкономическим условиям и структурной специфике экономики. В рамках более точной оценки циклического состояния экономики рассматривается возможность расширения функциональности модели путем внедрения блока рынка труда.

В рамках совершенствования системы вспомогательных моделей планируется расширение применения методов «наукастинга». В частности, предусматривается создание комплексных моделей для прогнозирования ВВП и инфляции в режиме реального времени на основе интеграции методов BRIDGE, BVAR и DFM.

²⁶ FPAS (Forecasting and Policy Analysis System) — комплексная система прогнозирования и анализа, разработанная для содействия центральным банкам в принятии решений по денежно-кредитной политике, предоставляющая инструменты для оценки макроэкономической ситуации и разработки сценариев.

Эти модели основаны на прогнозировании отдельных компонентов ВВП и инфляции с использованием высокочастотных постоянно обновляемых данных, а также на объединении полученных прогнозных компонентов в соответствующие показатели.

В перспективе планируется расширение набора существующих моделей с применением методов машинного обучения. В частности, будет расширен инструментарий для анализа инфляционных ожиданий населения и потребительских настроений.

Также изучаются возможности анализа текстовой информации, полученной из таких источников, как новости, статьи и социальные сети, с использованием моделей машинного обучения. Это поможет оценивать рыночные настроения и проводить более глубокий анализ их потенциального влияния на экономику. Анализ настроений позволит оценивать реакцию рынка на принимаемые решения и лучше понимать рыночные ожидания при их формировании.

Также планируется рассмотреть возможность внедрения набора моделей для прогнозирования инфляции, таких как «градиентный бустинг» и «случайный лес».

Прогнозирование ликвидности банковской системы будет расширено за счет использования современных моделей, включая методы машинного обучения.

Внедрение моделей машинного обучения позволит обрабатывать и анализировать данные из различных источников, таких как финансовая отчетность, макроэкономические индикаторы, данные о транзакциях, рыночные индексы и потоки новостей. Это повысит точность прогнозов состояния ликвидности.

В настоящее время изучаются различные методы машинного обучения для прогнозирования ликвидности, включая такие инструменты, как рекуррентные нейронные сети (*RNN*) и долговременная краткосрочная память (*LSTM*). Эти методы позволяют эффективно учитывать динамику изменений ликвидности банков и реагировать на неожиданные изменения на рынке.

Кроме того, машинное обучение открывает новые возможности для сценарного моделирования. В частности, изучается опыт применения моделей «дерева решений» и «случайных лесов» для оценки влияния различных экономических мер и внешних условий на макроэкономические показатели.

Работы по созданию DSGE-модели практически завершены. Использование данной модели позволит обеспечить комплексный анализ структурных изменений в экономике, влияния шоков на отдельные макроэкономические показатели, а также оценить долгосрочные эффекты различных сценариев денежно-кредитной политики.

С целью повышения эффективности использования данной модели будут развиваться блоки денежно-кредитной и фискальной политики, а также уделено особое внимание повышению опыта и навыков операторов модели.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1.

График заседаний Правления Центрального банка Республики Узбекистан по рассмотрению основной ставки в 2025 году

В 2025 году заседания правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки пройдут по следующему графику:

23 января;

13 марта;

24 апреля;

12 июня;

24 июля;

11 сентября;

23 октября;

11 декабря.

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

Кроме того, по результатам опорных заседаний Правления, назначенных на 23 января, 24 апреля, 24 июля и 23 октября, будут организованы пресс-конференции с участием руководства Центрального банка, а также опубликован «Обзор денежно-кредитной политики».

Календарь публикаций по денежно-кредитной политике Центрального банка Республики Узбекистан на 2025 год

Названия публикаций	Периодичность	Сроки публикации
Пресс-релиз о решении правления Центрального банка по основной ставке	8 раз в год	После заседания правления ЦБ по рассмотрению основной ставки: 23 января; 13 марта; 24 апреля; 12 июня; 24 июля; 11 сентября; 23 октября; 11 декабря.
Презентация и доклад председателя Центрального банка на пресс-конференции, организованной после решения правления Центрального банка по основной ставке	4 раза в год	В течение 3 дней после опорных заседаний правления ЦБ по рассмотрению основной ставки: до 26 января; до 27 апреля; до 27 июля; до 26 октября.
Обзор денежно-кредитной политики	квартальный	В течение 20 дней после опорных заседаний правления ЦБ по рассмотрению основной ставки: до 15 февраля; до 15 мая; до 15 августа; до 15 ноября.
Концептуальный проект основных направлений денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027-2028 годов	годовой	В течение 1 недели после последнего опорного заседания правления ЦБ по рассмотрению основной ставки: до 30 октября.
Обзор денежного рынка и ликвидности	квартальный	В первой половине месяца следующего после конца квартала: январь; апрель; июль; октябрь.

Инфографики по инфляционным ожиданиям и ощущаемой инфляции	месячный	В первой половине месяца следующего за соответствующим месяцем
Обзор потребительских настроений	квартальный	В первой половине следующих месяцев: февраль; май; август; ноябрь.
Обзор бизнес настроений	квартальный	В первой половине следующих месяцев: февраль; май; август; ноябрь.
Обзор рынка недвижимости	квартальный	Во второй половине месяца после конца квартала: январь; апрель; июль; октябрь.
Обзор рынка труда	квартальный	Во второй половине месяца после конца квартала: январь; апрель; июль; октябрь.

Цель и основные принципы денежно-кредитной политики

В соответствии с Законом «О Центральном банке Республики Узбекистан», разработка и реализация денежно-кредитной политики является одной из основных задач Центрального банка.

Центральный банк разрабатывает и реализует денежно-кредитную политику, исходя из цели обеспечения стабильности цен. Стабильность цен подразумевает низкий и стабильный уровень инфляции.

Согласно Указу Президента Республики Узбекистан № УП-5877 «О совершенствовании денежно-кредитной политики с поэтапным переходом на режим инфляционного таргетирования», постоянная цель (*таргет*) по инфляции установлена на уровне 5%, и задача достижения этой цели возложено на Центральный банк.

Обеспечение инфляционного таргета Центральным банком способствует сохранению покупательной способности доходов и сбережений населения и предпринимателей, позволяет им планировать долгосрочные расходы, а также создает благоприятные условия для устойчивого и инклюзивного экономического роста.

Кроме того, постоянная низкая инфляция способствует привлечению стабильных инвестиций в страну, снижению процентных ставок за счет уменьшения инфляционной премии, а также снижению уязвимости экономики к внешним рискам в условиях роста доверия к национальной валюте.

Эффективная денежно-кредитная политика позволяет предотвращать резкие и продолжительные отклонения экономики от ее потенциала и принимать меры по смягчению негативных последствий. Однако она не может напрямую обеспечивать рост экономического потенциала. Для расширения производственных возможностей экономики необходима реализация эффективных фундаментальных и структурных реформ, направленных на развитие конкурентной среды, повышение производительности труда и капитала, улучшение показателей энергоэффективности, а также формирование благоприятной деловой среды и производственной инфраструктуры.

С 2020 года Центральный банк Республики Узбекистан проводит денежно-кредитную политику в рамках режима инфляционного таргетирования на основе следующих принципов:

Устанавливается инфляционный таргет, и все меры денежно-кредитной политики направляются на его достижение. Среднесрочный уровень инфляции, который необходимо обеспечить, установлен на уровне 5%. Инфляционный таргет был объявлен широкой общественности, чтобы население, хозяйствующие субъекты и участники финансового рынка могли учитывать его при планировании своей деятельности и принятии решений. Этот таргет отражает целевой уровень годового роста потребительских цен, то есть общего изменения цен на товары и услуги, приобретаемые населением, за период в 12 месяцев.

Задача достижения инфляционного таргета является приоритетной в деятельности Центрального банка по сравнению с другими задачами. Все принимаемые меры и решения в области денежно-кредитной политики направлены на достижение таргета. Достижение инфляционного таргета служит основным критерием оценки деятельности Центрального банка экономическими субъектами, а также формирования доверия к проводимой денежно-кредитной политике. В этом контексте все принимаемые макроэкономические решения должны быть согласованы с целью достижения инфляционного таргета.

Основная ставка Центрального банка является главным инструментом денежно-кредитной политики. Основная ставка является ключевым инструментом денежно-кредитной политики, определяющим необходимые денежно-кредитные условия для достижения целевого уровня инфляции в 5%. Основная ставка Центрального банка влияет на динамику процентных ставок в экономике, что, в свою очередь, воздействует на внутренний спрос. Через балансировку внутреннего спроса обеспечивается достижение инфляционного таргета. Заседания правления Центрального банка по рассмотрению основной ставки проводятся восемь раз в год в соответствии с заранее установленным графиком.

Операционный механизм денежно-кредитной политики самостоятельно разрабатывается и совершенствуется Центральным банком. Статья 151 Конституции Республики Узбекистан устанавливает независимость Центрального банка Узбекистана в разработке и осуществлении денежно-кредитной политики. На этой основе Центральный банк имеет право самостоятельно выбирать инструменты и подходы денежно-кредитной политики для достижения инфляционного таргета. В этом контексте могут быть использованы такие меры, как управление процентными ставками, проведение операций на открытом рынке, изменение норм обязательных резервов и другие меры, исходя из экономических условий. Операционный механизм проводимой денежно-кредитной политики работает на основе основной ставки и процентного коридора. Операционной целью денежно-кредитной политики является обеспечение формирования краткосрочных (overnight) процентных ставок на денежном рынке вблизи основной ставки. Центральный банк активно использует инструменты денежно-кредитной политики для управления общей ликвидностью банковской системы и воздействия на процентные ставки на денежном рынке.

Решения в области денежно-кредитной политики основываются на комплексном макроэкономическом анализе и прогнозах. Денежно-кредитная политика оказывает влияние на динамику цен через ряд взаимосвязанных факторов в течение определенного периода времени. Поэтому при принятии решений по основной ставке правление Центрального банка основывается на макроэкономическом анализе и прогнозах, чтобы оценить их влияние на инфляцию и экономику.

На данный момент Центральный банк в основном использует модель квартального прогнозирования (QPM) для разработки макроэкономических прогнозов. Кроме того, используются различные эконометрические и структурные модели для сопоставления прогнозных результатов и проведения исследований. Следует подчеркнуть, что решения по основной ставке принимаются в условиях

некоторой степени неопределенности. Это связано с тем, что макроэкономические прогнозы формируются на основе вероятных перспектив экономического развития, ожидаемых изменений на мировых рынках сырья и финансов, а также других факторов. Именно поэтому, принимая решения по денежно-кредитной политике, Центральный банк опирается на относительно стабильные тенденции факторов и их влияние на уровень инфляции. Центральный банк постоянно совершенствует аналитический и прогнозный потенциал, учитывая изменения и неопределенности как в национальной, так и в глобальной экономике.

Центральный банк реализует валютную политику в режиме свободно плавающего валютного курса. Свободно плавающий валютный курс является одним из необходимых условий проведения эффективной денежно-кредитной политики в рамках таргетирования инфляции. Участие Центрального банка на внутреннем валютном рынке основано на принципе нейтральности. То есть интервенции ЦБ осуществляются в пределах объема монетарного золота, купленного в течение года, и не влияют на фундаментальную тенденцию валютного курса. Курс сума определяется соотношением спроса и предложения на иностранную валюту на внутреннем валютном рынке. Центральный банк не устанавливает никаких целевых показателей курса сума. Свободный обменный курс, основанный на спросе и предложении на рынке, выполняет функцию абсорбера внешних рисков на отечественную экономику (*“shock absorber”*) и является одним из важных условий обеспечения макроэкономической стабильности.

Денежно-кредитная политика проводится прозрачно, и каждое решение подробно разъясняется широкой общественности. Одним из основных элементов режима инфляционного таргетирования является открытость принимаемых решений в сфере денежно-кредитной политики и обеспечение прозрачности в этом вопросе. Своевременное и понятное донесение решений в области денежно-кредитной политики до широкой общественности имеет важное значение для формирования инфляционных ожиданий у населения и субъектов предпринимательства. Обеспечение достижения инфляционного таргета и повышение коммуникационной прозрачности способствуют росту доверия к Центральному банку со стороны населения и предпринимателей, что, в свою очередь, увеличивает эффективность принимаемых мер денежно-кредитной политики.

Альтернативные методологии оценки реального эффективного обменного курса

Реальный эффективный обменный курс (РЭОК) является наиболее часто используемым показателем для оценки конкурентоспособности цен во внешней торговле страны.

При определении РЭОК используется общепринятый подход, основанный на оценке средневзвешенного обменного курса корзины валют стран торговых партнеров с учетом их инфляции. В то же время в международной практике существует широкий спектр статистических форм данного показателя, и методы его расчета различаются в зависимости от критериев определения веса торговых партнеров и учета относительных цен.

Индекс РЭОК рассчитывается Центральным банком на основе изменений потребительских цен и валютных курсов в корзине основных торговых партнеров, за исключением золота, с фиксированными годовыми весами (*базовый РЭОК*).

Для более глубокого анализа состояния конкурентоспособности цен также рассчитываются альтернативные показатели РЭОК на основе индекса цен производителей (*ИЦП*), затрат на рабочую силу (*unit labor cost*), конкуренции на третьих рынках и экспорт золота.

РЭОК основанный на индексе цен производителей

По предварительным расчетам, в 2019-2023 годах около 67% общего объема экспорта приходилось на товары промышленного сектора (*рис. 1*). Из-за высокой доли сырья и промышленных товаров РЭОК, рассчитанный на основе индекса потребительских цен, может не совсем корректно и полно отражать конкурентоспособность с точки зрения экспорта.

С этой точки зрения, расчет альтернативного РЭОК на основе индекса цен производителей (*ИЦП*) более точно отражает экспортную конкурентоспособность для стран с высокой долей промышленной и сырьевой продукции в общем объеме производства и экспорта.

Для Узбекистана индекс реального эффективного обменного курса (РЭОК), рассчитанный на основе *ИЦП*, на конец июля 2024 года укрепился на 10% по сравнению с сентябрем 2019 года (*рис. 2*). Это укрепление при ослаблении национальной валюты по отношению к валютам торговых партнеров (*номинальный эффективный обменный курс ослаб на 4%*) указывает на значительное повышение цен и затрат на продукцию отечественных производителей. Увеличение цен производителей связано с изменчивостью цен на сырьевые товары, ростом затрат на услуги третьих сторон и увеличением заработной платы.

В целом, несмотря на высокую изменчивость индекса РЭОК на основе *ИЦП*, его динамика в долгосрочной перспективе совпадает с общей тенденцией базового РЭОК (*рис. 3*).

Рис. 1. Доля экспортной продукции производственных отраслей в общем экспорте товаров, среднее 2019-2023 гг., %

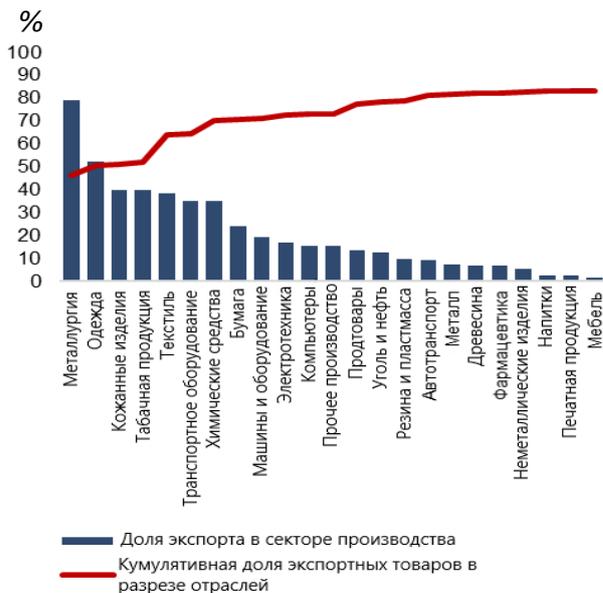
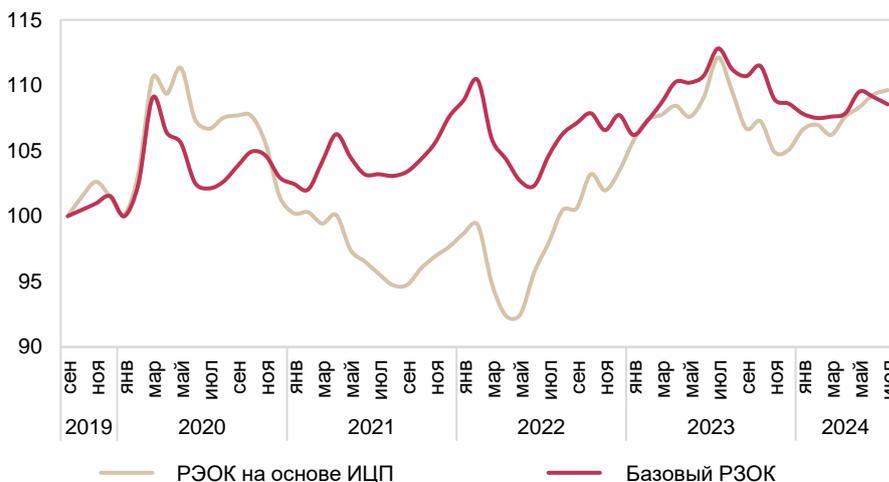


Рис. 2. Индекс РЭОК рассчитанный на основе ИЦП, сентябрь, 2019 = 100%



Источник: Расчеты ЦБ на основе статистики стран-торговых партнеров.

Рис. 3. Динамика базового и рассчитанного на основе ИЦП РЭОК



Источник: Расчеты ЦБ.

Значительное расхождение между ослаблением РЭОК, рассчитанного на основе ИЦП, и укреплением базового РЭОК в 2021-2022 годах можно объяснить существенным ускорением роста потребительских цен, вызванным более быстрым восстановлением внутреннего потребительского спроса после пандемии.

РЭОК на основе затрат на рабочую силу

При расчёте РЭОК в качестве альтернативного показателя потребительской инфляции также используется стоимость труда на единицу продукции (*ULC – unit labor cost*). *ULC* связано с инфляцией через механизмы ценовых шоков предложения (*cost-push shock*) и спирали роста заработной платы и цен.

Рис. 4. Затраты труда на единицу продукции и инфляция, %

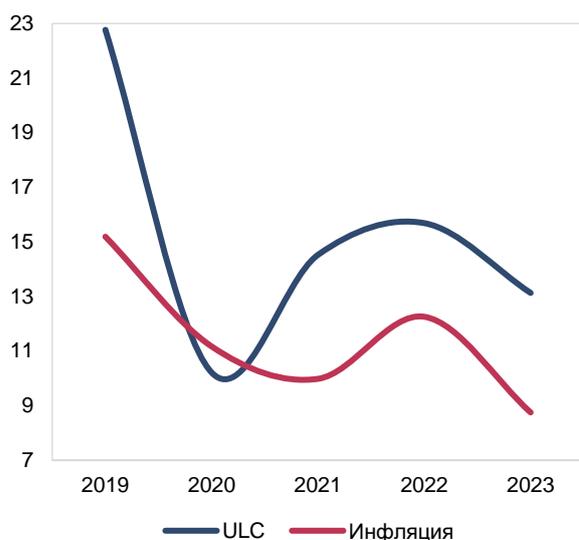
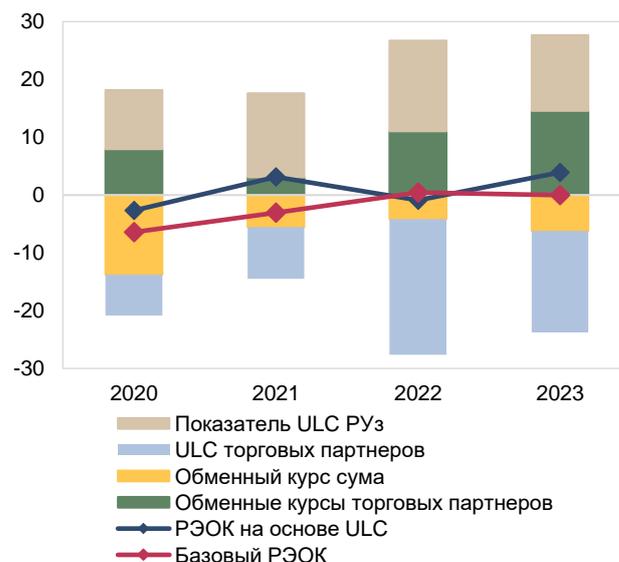


Рис. 5. Декомпозиция РЭОК на основе ULC, %



Источник: Расчеты ЦБ.

ULC служит альтернативным опережающим индикатором инфляционных процессов в экономике. Темпы роста ULC, превышающие инфляцию, свидетельствуют о наличии инфляционного давления в экономике и о возможном снижении конкурентоспособности в будущем.

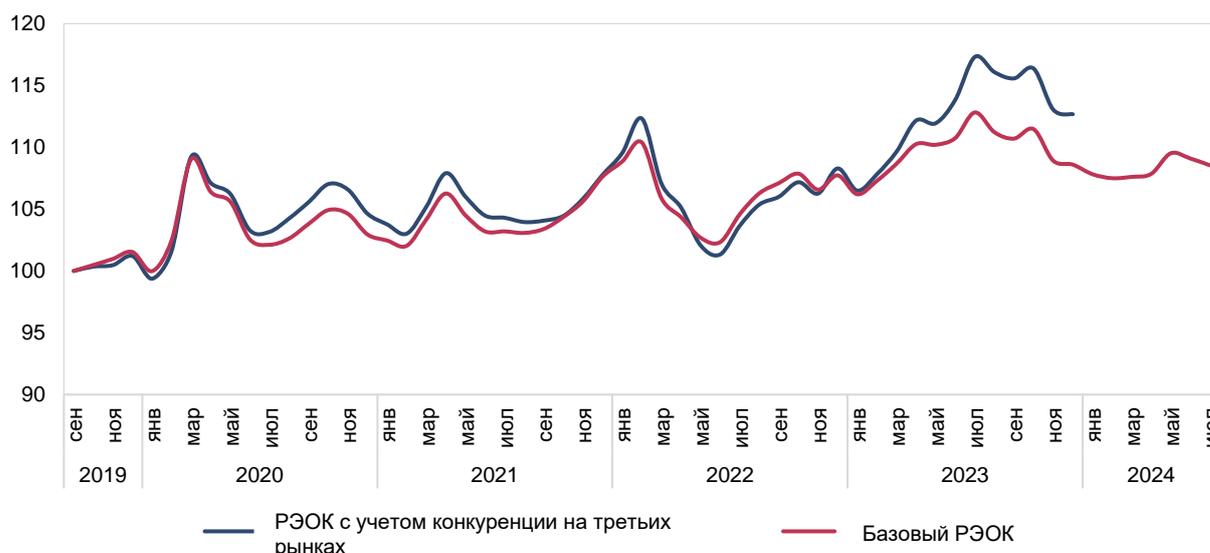
В целом динамика РЭОК, рассчитанного на основе ULC, и базового индекса РЭОК совпадают, при этом наблюдается несколько более выраженное укрепление по ULC. Это связано с более быстрым ростом заработной платы в производстве по сравнению с темпами роста потребительских цен.

РЭОК основанный на конкуренции на третьих рынках

При расчёте РЭОК на основе данного подхода весовые коэффициенты определяются исходя из торговых потоков, что охватывает как прямую двустороннюю торговлю, так и косвенную конкуренцию на третьих рынках.

Для расчёта РЭОК Узбекистана с учётом конкуренции на третьих рынках использовалась корзина из пяти основных стран – торговых партнёров. В целом, по сравнению с базовым индексом показатели демонстрируют схожую динамику.

Рис. 6. Сравнительная динамика РЭОК на основе конкуренции на третьих рынках с базовым



Источник: Расчеты ЦБ.

РЭОК рассчитанный с учетом экспорта золота

С учетом того, что продажа золота в стране осуществляется на международной бирже, диапазон стран-экспортёров золота изменяется, а их мониторинг представляет сложность, расчёт реального валютного курса производится без учёта экспорта золота.

В связи с этим разработан альтернативный подход к расчёту РЭОК с учётом экспорта золота, включающий динамику цен на золото в показатели внутренней инфляции.

Согласно предварительным результатам, при учёте золота не наблюдалось значительное укрепление РЭОК в 2022–2023 годах, что можно объяснить более высокой динамикой внутренней инфляции по сравнению с изменением мировых цен на золото.

В целом, результаты альтернативных показателей свидетельствуют об определённом укреплении РЭОК по отношению к базовому периоду. Однако, учитывая номинальное обесценение национальной валюты к корзине валют торговых партнёров, основное укрепление связано с высокой внутренней инфляцией. Для дальнейшего укрепления конкурентоспособности ключевым фактором остаётся достижение целевых показателей инфляции и обеспечение стабильности цен в будущем.

Влияние цифровой валюты центрального банка на трансмиссию денежно-кредитной политики

С развитием цифровой трансформации в банковско-финансовой системе интерес экономических субъектов к цифровым валютам продолжает расти. В ответ на это центральные банки начали продвигать инициативы по созданию цифровой валюты центрального банка (ЦВЦБ), которая отличается от нерегулируемых и децентрализованных криптовалют.

ЦВЦБ представляет собой цифровую форму официальной валюты, выпускаемую центральным банком. Она предназначена для использования в качестве законного платёжного средства для платежей и транзакций.

Успешное внедрение ЦВЦБ в практику²⁷ создаёт для общества возможность пользоваться безопасной формой денег в условиях цифровизации экономики. Это, в свою очередь, способствует разнообразию платёжных услуг, ускоряет и удешевляет денежные переводы и платежи, а также повышает финансовую инклюзивность и доступность. Кроме того, возможность отслеживания операций с ЦВЦБ помогает предотвратить их использование в незаконных и иных нежелательных целях.

Выпуск цифровой валюты центрального банка (ЦВЦБ) не изменяет цели или операционный механизм денежно-кредитной политики. Напротив, он способствует улучшению её трансмиссии в экономику. Однако ускорение обращения денег может осложнить управление ликвидностью в экономике.

Влияние на денежную массу и ликвидность. Выпуск цифровой валюты технически не приводит к прямому увеличению денежной массы. Это скорее структурное изменение обязательств центрального банка (*наличные деньги и счета*). Иными словами, частичная замена наличных денег цифровой валютой влияет только на состав обязательств центрального банка: доля наличных уменьшается, а доля цифровой валюты увеличивается. Когда депозиты обмениваются на ЦВЦБ, балансы кредитных организаций также претерпевают изменения: остатки на счетах клиентов уменьшаются, а средства на корреспондентских счетах банков сокращаются.

Это, в свою очередь, влияет на ликвидность банковского сектора. В частности, это может привести к сокращению объёма структурного профицита или даже к дефициту ликвидности. Действующая система инструментов денежно-кредитной политики обеспечивает необходимый уровень ликвидности для банков и создаёт условия для формирования процентных ставок денежного рынка вблизи основной ставки.

²⁷ Существуют розничные и оптовые виды цифровых валют центрального банка (ЦВЦБ). Розничные ЦВЦБ используются физическими лицами для всех видов платежей и переводов, тогда как оптовые предназначены для расчётов между финансовыми институтами на денежном рынке.

Розничные ЦВЦБ вводятся в обращение коммерческими банками в традиционной двухуровневой системе. Однако обязательства по ЦВЦБ напрямую отражаются на балансе центрального банка, а коммерческие банки выступают в качестве агентов центрального банка, обеспечивая соблюдение требований по идентификации клиентов (KYC) и противодействию легализации доходов, полученных преступным путём (AML-FT). Напротив, ввод розничных ЦВЦБ в обращение напрямую центральным банком через одноуровневую систему может привести к нарушению архитектуры платёжной системы.

В целях снижения рисков ликвидности могут быть введены ограничения на операции с ЦВЦБ. В частности, регулятор может устанавливать, максимальную сумму владения ЦВЦБ для одного счета, лимиты на общий ежедневный объем транзакций или отрицательные процентные ставки для остатков ЦВЦБ.

Влияние на трансмиссию денежно-кредитной политики. Введение ЦВЦБ может повлиять на трансмиссию денежно-кредитной политики следующим образом:

1. *ЦВЦБ усиливает конкуренцию банков за депозиты.* Цифровая валюта центрального банка (ЦВЦБ), предлагая безопасное хранение средств и эффективные инструменты платежей, может стать предпочтительнее депозитов, что приведёт к снижению депозитной базы банков. Это, в свою очередь, заставит банки повышать процентные ставки по депозитам, чтобы сохранить их привлекательность. В таких условиях трансмиссия основной ставки на депозитные ставки усилится, что повысит эффективность процентного канала.

2. *Увеличится доля оптового финансирования в банках.* Коммерческие банки будут пытаться компенсировать переход части средств с депозитов на ЦВЦБ за счёт привлечения оптового финансирования. Поскольку оптовое финансирование более чувствительно к основной ставке центрального банка по сравнению с розничными депозитами, увеличение его доли способствует повышению эффективности процентного канала.

3. *Снизится прибыль банков.* Рост процентных ставок по депозитам из-за усиления конкуренции или переход на оптовое финансирование увеличивает расходы банков, что приводит к снижению их прибыли. В этом случае банки могут выбрать два пути: ужесточить требования к кредитованию или финансировать более рискованные проекты в поиске высокой прибыли. Первый подход может привести к ужесточению финансовых условий, а второй – поставить под угрозу устойчивость банковской системы.

4. *Повысится финансовая инклюзия и доступность.* Это стимулирует развитие цифровых технологий в финансовой сфере, расширяет разнообразие финансовых услуг и привлекает в систему небанковские сбережения. Кроме того, функция учёта транзакционной истории ЦВЦБ позволяет лучше оценивать кредитный риск клиентов, что может привести к снижению процентных ставок. Все эти факторы способствуют смягчению финансовых условий. Также доступность финансовых услуг охватывает более широкие слои населения, улучшает их финансовую грамотность и рациональность решений, что, в свою очередь, усиливает влияние процентного канала и канала финансовых активов.

5. *Снизится уровень долларизации или "криптизации".* В экономиках с высоким уровнем долларизации внедрение ЦВЦБ способствует превращению национальной валюты в более привлекательное средство платежа, что стимулирует её использование в обращении. Снижение уровня долларизации положительно повлияет на эффективность всех каналов денежно-кредитной политики.

Риски внедрения ЦВЦБ. Введение цифровой валюты центрального банка (ЦВЦБ) может в начальный период привести к изменению структуры розничных, оптовых и трансграничных платежей, что создаёт определённые риски для проведения денежно-кредитной политики.

Розничные ЦВЦБ, вне зависимости от того, начисляются ли на них проценты, представляют собой альтернативу банковским депозитам и обладают более высоким уровнем риска для денежно-кредитной политики по сравнению с оптовыми ЦВЦБ. Если на ЦВЦБ начисляются проценты, это усиливает их привлекательность как средства посредничества, что делает их конкурентами для всех видов депозитов и приводит к сокращению источников кредитования. В случае отсутствия процентных начислений ЦВЦБ остаются более привлекательными по сравнению с депозитами до востребования.

Кроме того, розничные ЦВЦБ, изменяя структуру наличных денег и депозитов населения, могут повлиять на скорость обращения денег, увеличив волатильность ликвидности коммерческих банков в центральном банке. Такая волатильность может ослабить кредитный и процентный каналы трансмиссии денежно-кредитной политики, снизить способность центрального банка прогнозировать ликвидность и эффективно проводить операции на открытом рынке.

Оптовые ЦВЦБ также могут способствовать сегментации финансовых рынков.

Использование ЦВЦБ в трансграничных платежах может повысить риск замещения валюты в принимающих странах и ускорить отток капитала в период кризиса. Это ослабляет способность контролировать денежно-кредитную и валютную политику.

В целом, поэтапное внедрение ЦВЦБ на основе масштабных исследований и пилотных проектов, с учётом экономических и финансовых условий страны, а также характеристик существующих платёжных систем, способствует созданию соответствующей экосистемы ЦВЦБ. Это поможет минимизировать риски для экономики и денежно-кредитной политики.

Влияние развития искусственного интеллекта на экономические процессы

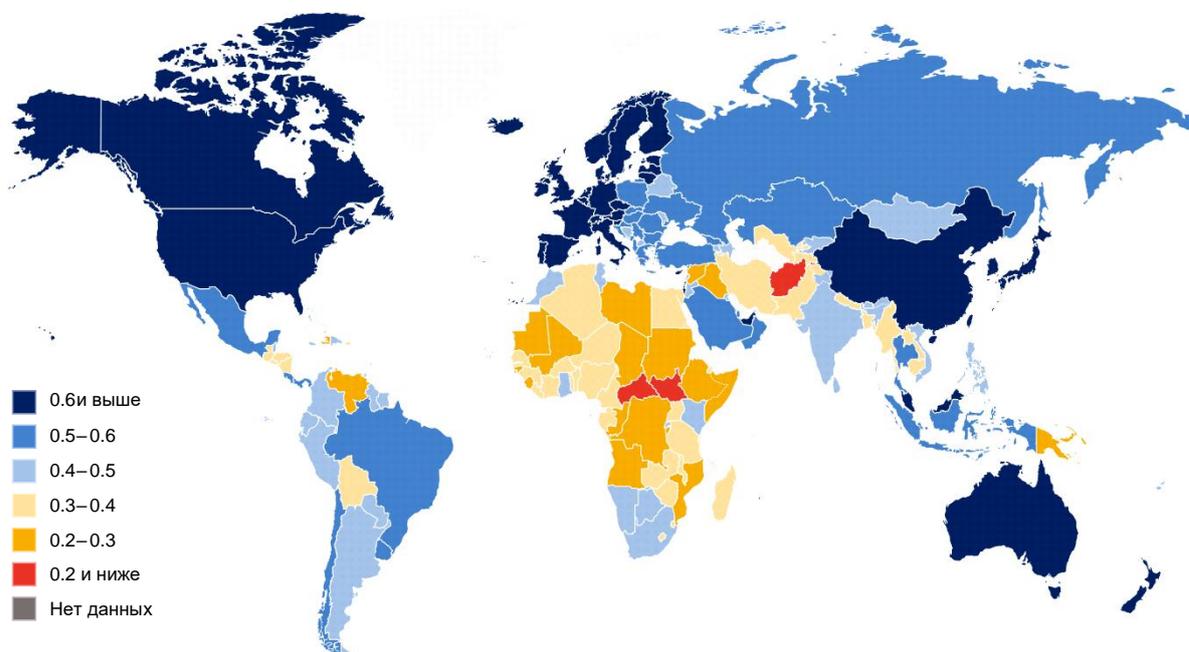
Искусственный интеллект (*artificial intelligence – AI*) становится центральной темой современных экономических дискуссий, сравнимой по значимости с промышленной революцией. Широкое внедрение технологий искусственного интеллекта в практику оказывает влияние на макроэкономические процессы и ожидается, что приведёт к качественным и структурным изменениям в экономике. В частности, влияние искусственного интеллекта на экономические процессы прежде всего проявляется на рынке труда и в повышении производительности труда.

Влияние искусственного интеллекта на рынок труда

Согласно исследованиям, широкое использование искусственного интеллекта может затронуть около 40%²⁸ рабочих мест по всему миру. В развитых экономиках, где широко распространены профессии, основанные на умственном труде, доля рабочих мест, подверженных воздействию, оценивается выше 60%, в развивающихся странах – 40%, а в странах с низким доходом – 26%. Это воздействие проявится в виде полной или частичной автоматизации либо перераспределения задач.

Хотя влияние искусственного интеллекта в развитых странах более значительное, развитая инфраструктура и высокий уровень квалификации кадров позволяют быстрее и эффективнее адаптироваться к изменениям.

Рис. 1. Индекс готовности к AI



²⁸ Cazzaniga and others. 2024. “Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work.” IMF Staff Discussion Note SDN2024/001, International Monetary Fund, Washington, DC.

В то же время в развивающихся странах с низким уровнем доходов при условии достаточного развития цифровой инфраструктуры искусственный интеллект может быть использован в качестве инструмента для ускорения экономического развития посредством подготовки квалифицированных кадров. Однако страны с недостаточно развитой цифровой инфраструктурой не смогут воспользоваться преимуществами искусственного интеллекта. Это, в свою очередь, может еще больше увеличить разрыв в доходах между странами и усугубить неравенство.

Согласно прогнозам, ожидается ускорение роста глобального ВВП благодаря повышению производительности труда и снижению затрат. В частности, по оценкам Goldman Sachs²⁹, технологии искусственного интеллекта могут увеличить мировой ВВП на 7% в течение следующего десятилетия.

Влияние искусственного интеллекта на рынок труда также оценивается по-разному. С одной стороны, автоматизация может привести к сокращению рабочих мест в отдельных отраслях и профессиях. С другой стороны, появление новых видов профессий, особенно в областях, требующих высокой квалификации и навыков работы с передовыми технологиями, может открыть новые возможности. Это, в свою очередь, увеличивает вероятность роста структурной безработицы и социального неравенства. Для снижения неравенства важно развивать способности работников адаптироваться к новым навыкам и требованиям.

Искусственный интеллект может по-разному влиять на распределение доходов. Если первые волны автоматизации в основном охватывали профессии средней квалификации, то современные технологии затрагивают и высококвалифицированные профессии. Влияние на доходы будет зависеть от того, сможет ли искусственный интеллект полностью заменить работников или повысить их производительность. Если в какой-либо профессии искусственный интеллект полностью заменит человека, это может усилить неравенство в доходах населения. Однако если технологии будут способствовать повышению эффективности специалистов, распределение доходов может стать более равномерным.

Макроэкономические последствия и прогнозы

Согласно исследованиям, в ближайшие десять лет прямое влияние искусственного интеллекта на производительность будет относительно умеренным и составит от 0,53% до 0,66%³⁰. Эти прогнозы объясняются снижением издержек и ростом производительности труда благодаря автоматизации или дополнению навыков работников с помощью технологий искусственного интеллекта.

Внедрение технологий искусственного интеллекта требует значительных инвестиций в инфраструктуру и человеческий капитал. Ожидается, что своевременное осуществление соответствующих инвестиций приведет к увеличению глобального ВВП на 0,93–1,16% в следующие десять лет.

Если инвестиции будут осуществляться более активно, чем прогнозировалось, и искусственный интеллект будет внедряться в широких масштабах, влияние на рост глобального ВВП может составить от 1,4% до 1,6%.

²⁹ <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/generative-ai-could-raise-global-gdp-by-7-percent>.

³⁰ Daron Acemoglu, The Simple Macroeconomics of AI, NBER Working Paper No. 32487, May 2024.

Однако, если соотношение капитала к производству с ростом производительности будет увеличиваться, это может привести к более быстрому росту ВВП, чем рост производительности.

С увеличением внедрения искусственного интеллекта также возрастает риск негативных социальных последствий. В частности, распространение ложной информации, мошенничество, манипуляции и негативное влияние на психическое здоровье через социальные сети являются одними из таких рисков. Защита данных, предотвращение распространения недостоверной информации и обеспечение прозрачности алгоритмических решений должны регулироваться на основе нормативно-правовых актов.

Для эффективной интеграции искусственного интеллекта в экономические процессы и обеспечения устойчивого и инклюзивного развития необходим сбалансированный подход. Такой подход включает в себя увеличение инвестиций в образование, совершенствование программ переподготовки и развитие навыков, которые будут востребованы в случае расширения интеграции искусственного интеллекта. Важно обратить особое внимание на группы населения, которые могут оказаться уязвимыми под влиянием искусственного интеллекта, включая работников без высшего образования и специалистов старшего возраста, а также обеспечить последовательную реализацию политики социальной поддержки.

Кривая доходности и ее значение в макроэкономическом анализе

В режиме инфляционного таргетирования основным инструментом денежно-кредитной политики центрального банка является основная ставка, через которую устанавливается степень жесткости денежно-кредитных условий. Решения по основной ставке сначала влияют на краткосрочные процентные ставки на денежном рынке. Затем воздействие процентных ставок переходит с денежного рынка на финансовые рынки, включая рынок государственных ценных бумаг.

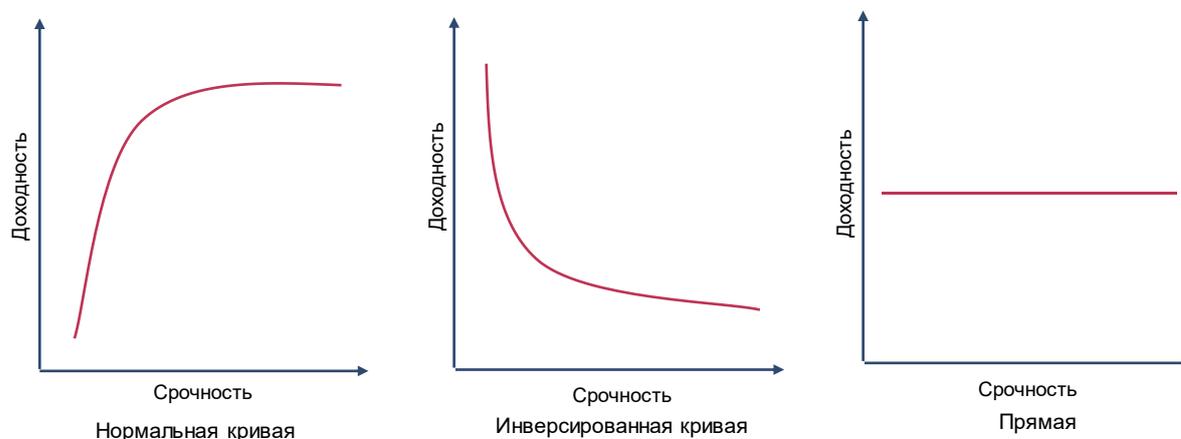
Связь между основной ставкой и доходностью финансовых инструментов отображается на кривой доходности. Кривая доходности — это график, который отражает связь между ценой и сроками заемных средств, привлеченных в национальной валюте.

Кривая доходности имеет важное значение в макроэкономическом анализе, поскольку она отражает ожидания участников рынка относительно будущей экономической ситуации, уровня инфляции, денежно-кредитной политики, включая ожидания по процентным ставкам. Также долгосрочный сегмент кривой доходности помогает оценивать возможности заимствования и инвестиционную активность в экономике. Центральный банк, постоянно анализируя кривую доходности, имеет возможность оценивать эффективность денежно-кредитной политики и корректировать ее при необходимости.

В зависимости от текущей и будущей ситуации в экономике, инфляционных процессов и прогнозов, процентных ожиданий участников рынка кривая доходности может иметь различную форму (рис. 1).

Нормальная форма кривой доходности, когда долгосрочная доходность облигаций выше краткосрочной, указывает на то, что участники рынка ожидают в будущем стабильный экономический рост и умеренную инфляцию.

Рис. 1. Формы кривой доходности



Источник: Mishkin F., *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, p.184.

Ситуация, когда краткосрочная доходность выше долгосрочной, отражается на кривой доходности с инверсией, что указывает на ожидания участников рынка относительно замедления экономического роста, снижения инфляции и

возможного снижения процентных ставок Центральным банком. Обычно инвертированная кривая доходности формируется перед замедлением экономического роста, заранее сигнализируя о возможной рецессии.

Прямолинейная кривая доходности, отражающая близкое значение краткосрочных и долгосрочных показателей доходности, указывает на наличие определенной неопределенности в экономике или переход экономического цикла из одной фазы в другую.

На формирование кривой доходности значительно влияют денежно-кредитная и фискальная политики. В частности, форма кривой доходности, соответствующая среднесрочной траектории прогноза процентных ставок Центрального банка, свидетельствует о высокой эффективности денежно-кредитной политики.

Эффективность денежно-кредитной политики оценивается не только по возможностям регулирования краткосрочных процентных ставок на денежном рынке, но и по управлению долгосрочной доходностью государственных ценных бумаг. В этом контексте механизм контроля за кривой доходности может быть использован как нестандартный инструмент денежно-кредитной политики с целью влияния на долгосрочные ожидания экономических агентов. В частности, после глобального финансового кризиса, когда инфляция стабильно была ниже целевого уровня, начиная с 2010 года, Центральный банк Японии активно использовал инструмент управления доходностью 10-летних государственных облигаций (*удержание на низком уровне*).

В свою очередь, фискальная политика, в зависимости от своей жесткости, также оказывает определенное влияние на кривую доходности. В частности, стимулирующая фискальная политика, поддерживая экономический рост с помощью спроса, приводит к перегреву экономики и, соответственно, росту инфляционных ожиданий. В результате, под воздействием ожиданий повышения процентных ставок Центральным банком, участники рынка усиливают свои ожидания по росту доходности и спрос на долгосрочные ценные бумаги.

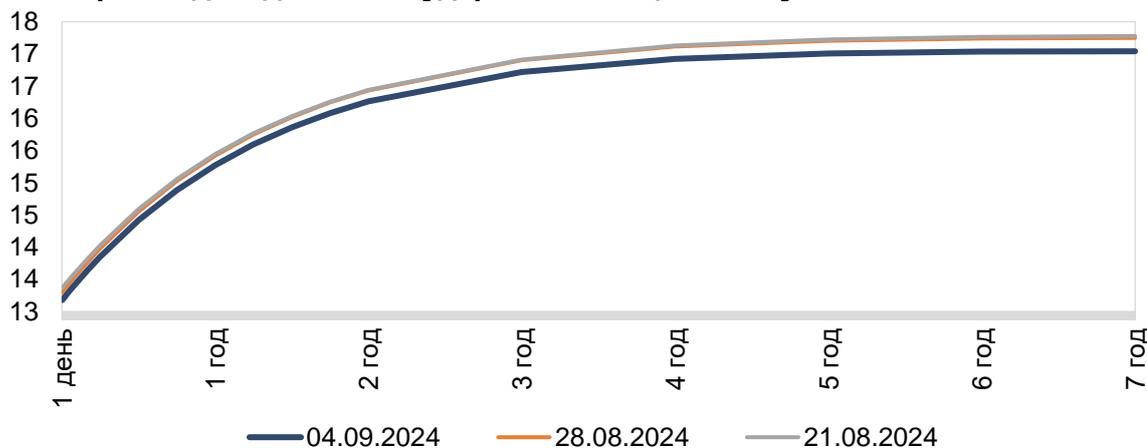
Кроме того, финансирование фискального дефицита через эмиссию ценных бумаг увеличивает предложение на рынке, что приводит к снижению их цен, то есть росту доходности. Напротив, реализация фискальной консолидации, снижая инфляционные ожидания, может привести к снижению долгосрочной части кривой доходности.

Формирование кривой доходности зависит от согласованности денежно-кредитной и фискальной политики. В частности, проведение стимулирующей фискальной политики в долгосрочной перспективе, при условии обеспечения Центральным банком жестких денежно-кредитных условий, приводит к формированию обратной кривой доходности в результате повышения процентных ставок.

В условиях Узбекистана также была разработан порядок расчета кривой доходности государственных ценных бумаг Центральным банком с целью поддержки инвестиционных решений экономических агентов, путем изучения взаимосвязи между процентными ставками и макроэкономическими ожиданиями, а

также предоставления информации о сроках и ставках по долговым обязательствам.

Рис. 2. Кривая доходности государственных ценных бумаг



Источник: Расчеты ЦБ.

При расчете кривой доходности учитываются ставка овернайт на денежном рынке, депозитные и РЕПО аукционы Центрального банка, а также доходность облигаций государственных ценных бумаг (*формирующаяся на первичном и вторичном рынках*).

С 1 сентября 2024 года был налажен еженедельный расчет и публикация кривой доходности государственных ценных бумаг (*рис. 2*). При этом кривая доходности имеет нормальную форму, отражая ожидания участников рынка о том, что экономика будет продолжать расти, инфляция будет умеренной, а процентные ставки останутся на текущем уровне в долгосрочной перспективе с целью ее снижения.

В частности, в короткосрочном сегменте кривой доходности процентные ставки формируются около основной ставки, а доходность по срокам более одного года начинается с 15%. Также снижение основной ставки Центральным банком в июле до 13,5% привело в определенной степени к снижению доходности государственных ценных бумаг.

Для обеспечения репрезентативности кривой доходности государственных ценных бумаг в соответствии с ожиданиями участников рынка важно продолжать выпускать государственные ценные бумаги по основным бенчмарк срокам (*1, 2, 3, 5 и 10 лет*).

Использование инструмента обязательных резервов при реализации денежно-кредитной политики

Исторически обязательное резервирование применялось для формирования определённого резервного буфера для банковских депозитов. Вместе с тем в некоторых странах обязательное резервирование также используется как инструмент макропруденциального регулирования или управления движением капитала.

В режиме таргетирования инфляции данный инструмент в большинстве стран служит средством управления ликвидностью банковской системы для достижения операционных целей денежно-кредитной политики. В Узбекистане в процессе перехода денежно-кредитной политики на режим таргетирования инфляции в инструмент обязательного резервирования были внесены соответствующие изменения.

В частности, с 2018 года была введена практика установления единого норматива обязательного резервирования по всем видам и срокам депозитов. Норма была установлена на уровне 4% для депозитов в национальной валюте и 14% для депозитов в иностранной валюте (рис. 1). Установление дифференцированных нормативов направлено на повышение эффективности денежно-кредитной политики за счёт сокращения долларизации депозитов в банковской системе.

Также в 2018 году впервые в тестовом режиме была применена практика усреднения с установлением коэффициента усреднения на уровне 10%. Данная практика позволяет банкам формировать определённую часть обязательных резервов на корреспондентском счёте в Центральном банке, и использовать её в течение расчетного периода.

Учитывая, что право на усреднение создаёт дополнительные удобства для банков, данный коэффициент был постепенно увеличен с учётом общей ситуации с ликвидностью банковской системы и с 1 июля 2024 года достиг 100% (рис. 2).

Рис. 1. Нормы обязательных резервов, %

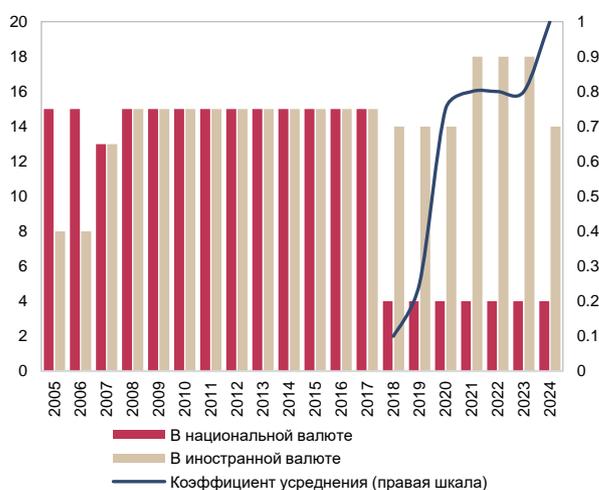
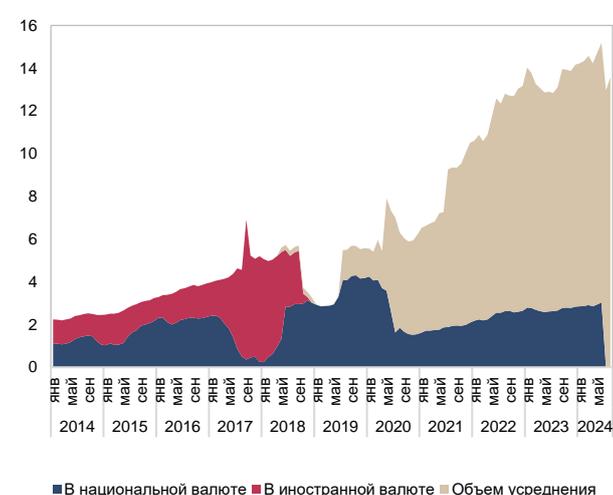


Рис. 2. Объем требований обязательных резервов, трлн сумов



Источник: Расчеты ЦБ.

В настоящее время обязательные резервы коммерческих банков полностью формируются на их корреспондентском счёте, что играет важную роль в обеспечении бесперебойности платежей в банковской системе. Кроме того, с декабря 2018 года был внедрён механизм формирования обязательных резервов исключительно в национальной валюте, что свидетельствует об активном использовании этого инструмента для управления ликвидностью в рамках денежно-кредитной политики.

Вопрос, в какой валюте формировать обязательные резервы, является дискуссионным и в международной практике. Решения в данной области принимаются на основе анализа ликвидности банковской системы и уровня долларизации банковских балансов. В текущей ситуации формирование обязательных резервов по депозитам в иностранной валюте в той же иностранной валюте может привести к значительному снижению требований по обязательным резервам в национальной валюте, что уменьшит возможности эффективного управления ликвидностью банковской системы.

В последние годы наблюдается значительный рост объёмов депозитов благодаря укреплению доверия к банковской системе, высокому темпу роста доходов населения и улучшению инфраструктуры дистанционного банковского обслуживания. Это, в свою очередь, привело к соответствующему увеличению объёмов обязательных резервов. В частности, объём обязательных резервов по депозитам банков за последние 5 лет увеличился в 2,5 раза, достигнув 13,6 трлн сумов, что обеспечивает достаточный объём для поддержания непрерывности платежей в банковской системе.

Долгое время уровень долларизации депозитов в банковской системе оставался высоким. В частности, в период 2018 - 2021 годов средний ежемесячный уровень долларизации депозитов составлял 41,2% (рис. 3). Для снижения уровня долларизации депозитов в 2021 году норма обязательного резервирования по депозитам в иностранной валюте была повышена до 18%.

Рис. 3. Уровень долларизации депозитов

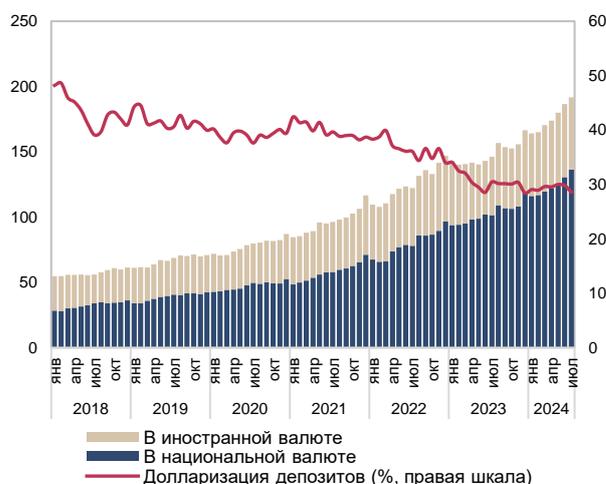


Рис. 4. Обязательства банковской системы и база обязательных резервов



Источник: Расчеты ЦБ.

Вместе с тем, благодаря снижению уровня инфляции и высоким процентным ставкам по депозитам в сумах, уровень долларизации депозитов снизился с 38,9% в конце 2021 года до 28,8% в июле 2024 года. При этом уровень долларизации депозитов населения сократился до 20%, что свидетельствует о том, что почти 80% сбережений населения хранятся в сумах, а доверие к национальной валюте продолжает расти.

Учитывая значительное сокращение долларизации депозитов, с 1 июля 2024 года норма обязательного резервирования по депозитам в иностранной валюте была снижена до 14%.

Следует отметить, что, несмотря на высокую норму резервирования для депозитов в иностранной валюте, её эффективность снижается из-за того, что в базу обязательного резервирования включаются только депозиты, тогда как другие обязательства банков не подпадают под действие требований резервирования.

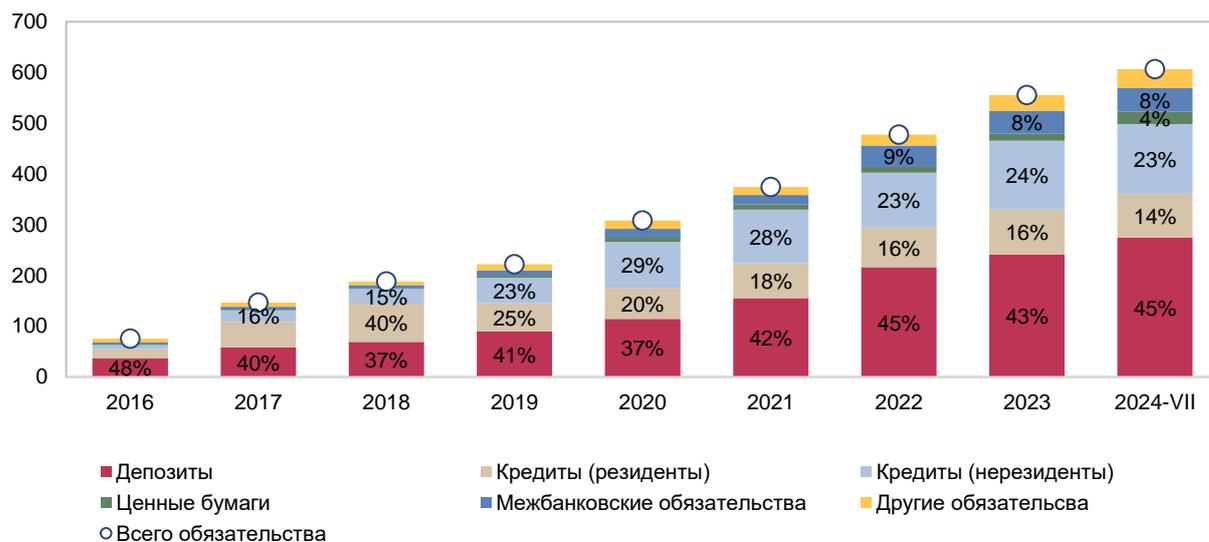
В частности, в международной практике под обязательное резервирование подпадают все виды обязательств банков (*за исключением обязательств перед центральным банком и коммерческими банками резидентами*). В нашем случае на сегодняшний день в базу обязательного резервирования включается 44% обязательств банков, а оставшиеся 56% составляют обязательства, не связанные с депозитами, на которые требование обязательного резервирования не распространяется (*рис. 4*).

Кроме того, только 23,4% обязательств банков в иностранной валюте включены в базу обязательного резервирования. На текущий момент эффективный уровень нормы обязательного резервирования по всем обязательствам банков в иностранной валюте составляет 6%. Иными словами, включение всех обязательств банков в базу обязательного резервирования при сохранении текущего объёма резервирования позволит снизить норму обязательного резервирования по обязательствам в иностранной валюте до 6%.

В настоящее время Центральный банк совместно с экспертами международных финансовых институтов и иностранных центральных банков разрабатывает меры по приведению инструмента обязательного резервирования в соответствие с мировыми стандартами. Эти меры включают расширение базы обязательного резервирования, пропорциональное снижение норм и постепенный переход к практике формирования требований по обязательствам в иностранной валюте в иностранной валюте.

Пересмотр практики обязательного резервирования, с другой стороны, связан с изменениями в структуре обязательств банковской системы. В частности, в последние годы наблюдается активное привлечение банками внешних кредитных линий, а также направление централизованных ресурсов со стороны государства (*рис. 5*). Эти два типа обязательств считаются относительно нестабильными: централизованные ресурсы ограничиваются возможностями государственного бюджета, а внешние ресурсы зависят от глобальных финансовых условий.

Рис. 5. Декомпозиция обязательств банковской системы



Источник: Расчеты ЦБ.

Планируется внедрение вышеупомянутых изменений в требованиях по обязательному резервированию с целью обеспечения устойчивого формирования обязательств банковской системы, предотвращения валютного дисбаланса в банковских балансах и недопущения предоставления сравнительных преимуществ при привлечении обязательств, не являющихся депозитами.

ГЛОССАРИЙ

Административно регулируемые цены	– 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.
Базовая инфляция	– 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..
Валютные интервенции Центрального банка	– 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.
Временной лаг	– индикатор влияния одного экономического события на другое экономическое событие с определенной временной задержкой; интервал между возникновением двух и более связанных событий.
Денежно-кредитная политика	– 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.
Депозитные аукционы	– операции Центрального банка по привлечению средств на корреспондентский счет коммерческих банков по аукционным процентным ставкам (обычно одна или две недели) с целью управления общей ликвидностью банковской системы и временного изъятия избыточной ликвидности из банковской системы в контексте структурного профицита ликвидности.
Дефлятор валового внутреннего продукта	– изменение общего уровня цен на товары и услуги, производимые и потребляемые в стране за определенный период.
Заякоренность инфляционных ожиданий	– закрепление темпов ожидаемой населением и хозяйствующими субъектами на ближайшую среднесрочную перспективу инфляции к определенному количественному показателю (таргету инфляции).
Инвестиционный спрос	– 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.

Индекс потребительских цен (ИПЦ)	– 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.
Инерционная инфляция	– тенденция инфляции медленно возвращаться к долгосрочному равновесному уровню после шоков, которые приводят к отклонениям от долгосрочного уровня.
Инфляционное таргетирование	– представляет собой режим денежно-кредитной политики, при котором Центральный банк устанавливает и объявляет среднесрочный целевой уровень инфляции. В то же время он направляет денежно-кредитные инструменты на достижение данного количественного показателя по инфляции.
Инфляционные ожидания	- оценки населения и субъектов предпринимательства об уровне инфляции на следующий период. На основании инфляционных ожиданий производители и потребители, продавцы и покупатели определяют свою будущую инвестиционную, кредитную, финансовую и ценовую политику, оценивают доходы, расходы и предполагаемую прибыль.
Инфляционный таргет	– заранее объявленный целевой показатель инфляции, который закладывает основу для долгосрочного экономического развития и стабильности цен.
Кривая доходности	- 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.
Кривая Филлипса	– кривая, показывающая связь между инфляцией и уровнем безработицы. Согласно кривой Филлипса, низкий уровень безработицы приводит к высокой инфляции.
Ликвидность банковской системы	– остатки средств коммерческих банков в национальной валюте на корреспондентских счетах, открытых в Центральном банке Республики Узбекистан.
Макропруденциальные меры	– комплекс активных мер, направленных на минимизацию системного риска в банковской системе, финансовом рынке или отдельных его сферах.
Машинное обучение (ML)	- 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.

Межбанковский денежный рынок	– система организации и проведения краткосрочных (обычно до одного года) биржевых операций по размещению и привлечению средств в национальной и иностранной валютах.
Международные денежные переводы	– перевод средств в страну или из страны через международные системы денежных переводов.
Монетарные факторы инфляции	– факторы инфляции, на которые могут оказать прямое влияние инструменты денежно-кредитной политики Центрального банка в среднесрочной перспективе.
Обязательные резервы коммерческих банков	– 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.
Операции РЕПО	– операции продажи государственных ценных бумаг Центральному банку на основании договора репо коммерческих банков для краткосрочного заимствования или операции Центрального банка по продаже ценных бумаг коммерческим банкам с целью управления денежной массой и банковскими резервами (в этом случае государственные ценные бумаги выступают в качестве обеспечения).
Основная ставка	– 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.
Открытая валютная позиция	– валютная позиция в ситуации несовпадения требований банка в иностранной валюте его обязательствам в иностранной валюте.
Платежный баланс	– статистический отчет, отражающий все экономические операции между резидентами и нерезидентами страны за определенный период времени.
Потребительский спрос	– спрос на потребительские товары и услуги в экономике.
Процентный коридор	– 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.
Разрыв выпуска (разрыв ВВП)	– разница между текущим и потенциальным ВВП. Положительная разница называется инфляционным разрывом. Это означает, что темпы роста совокупного спроса будут превышать темпы роста совокупного предложения, и это может

	создать инфляционное давление. И наоборот, отрицательная разница приводит к дефляции.
Рецессия	– резкое снижение производства в экономике или существенное замедление темпов экономического роста.
Системные риски	– риски функционирования всей финансовой системы или финансового рынка, в отличие от рисков, связанных с отдельным участником или группой участников финансового рынка.
Стагфляция	– высокая инфляция в сочетании с низким экономическим ростом.
Счет текущих операций	– 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.
Трансмиссионные каналы денежно-кредитной политики	– каналы воздействия решений денежно-кредитной политики на ценовую динамику и экономику. Процесс, посредством которого изменение или сохранение неизменной процентной ставки центрального банка, и сигнал о его будущей траектории постепенно передается от сегментов финансового рынка реальному сектору экономики и, в результате, уровню инфляции. Изменения процентных ставок передаются в экономику по следующим основным каналам: процентный, кредитный, валютный, цен на активы и канал ожиданий.
Тренд	– основная тенденция изменения индикатора. Тренды могут быть представлены различными уравнениями - линейными, логарифмическими, степенными и т. д. Актуальный тип тренда определяется с помощью его функциональной модели, используя статистические методы или сглаживание временных рядов (time series).
Усеченная инфляция	– инфляция рассчитанная путем исключения 10 групп товаров (услуг) с наибольшим и наименьшим ростом цен соответственно.
Финансовая система	– совокупность финансовых институтов и финансовых рынков, обеспечивающих формирование и использование средств государства, организаций и населения посредством различных финансовых инструментов. В то же время финансовые учреждения перераспределяют ограниченные финансовые ресурсы от одного хозяйствующего субъекта к другому.
Финансовая стабильность	– 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).

