



---

I квартал  
2023

# ОБЗОР ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Ташкент  
2023

# Центральный банк Республики Узбекистан

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

# 5%



**СОДЕРЖАНИЕ**

<b>РЕЗЮМЕ</b> .....	<b>4</b>
<b>I. ВНУТРЕННИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ</b> .....	<b>7</b>
1.1. Экономический рост и динамика совокупного спроса .....	7
1.2. Фискальные условия и ожидания .....	9
Вставка 1. Динамика альтернативного индекса экономической активности	11
<b>II. АНАЛИЗ ИНФЛЯЦИИ И ЕЁ ФАКТОРОВ</b> .....	<b>13</b>
2.1. Анализ динамики инфляции и её компонентов.....	13
2.2. Внутренние факторы инфляции и инфляционные ожидания .....	15
Вставка 2. Анализ индексов оптовых цен.....	18
Вставка 3. Изменение мировых продовольственных цен .....	20
Вставка 4. Ожидания относительно глобальных инфляционных рисков .....	22
<b>III. ВНЕШНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ</b> .....	<b>23</b>
3.1. Глобальные экономические условия и активность.....	23
3.2. Влияние внешних экономических изменений на национальную экономику.....	26
Вставка 5. Проблемы и меры противодействия в банковской системе некоторых ведущих стран .....	29
Вставка 6. Инфляция основных торговых партнеров .....	31
<b>IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ</b> .....	<b>33</b>
4.1. Меры денежно-кредитной политики и их трансмиссия на денежный рынок.....	34
4.2. Анализ депозитов и процентных ставок .....	36
4.3. Анализ кредитных вложений и процентных ставок в экономике .....	37
Вставка 7. Динамика денежных агрегатов и депозитов .....	40
<b>V. СРЕДНЕСРОЧНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ</b> .....	<b>42</b>
5.1. Ожидаемые внутренние макроэкономические процессы .....	42
5.2. Прогноз инфляции и меры денежно-кредитной политики .....	43
Вставка 8. Основные условия, применяемые для прогноза внешнеэкономической конъюнктуры.....	46

## РЕЗЮМЕ

*Правление Центрального банка на заседании 4 мая 2023 года приняло решение оставить основную ставку без изменений на уровне 14% годовых. Данное решение направлено на обеспечение в экономике денежно-кредитных условий, способствующих дальнейшему замедлению роста цен, а также на продолжение положительного эффекта от мартовского снижения основной ставки для поддержания сбалансированного роста совокупного спроса и предложения.*

Годовой **уровень инфляции** в марте и апреле продолжил замедляться и составил **11,7% и 11,0%** соответственно. Важную роль в этом снижении сыграли сезонные факторы и эффект высокой базы предыдущего года.

**Базовая инфляция**, отражающая долгосрочные и устойчивые факторы инфляции, в марте также демонстрировала существенную понижательную динамику и замедлилась до **12,9%** в годовом выражении (**13,8%** в декабре 2022 г.). При этом **вклад** базовой инфляции в **общую инфляцию** впервые с октября прошлого года составил менее 10 процентных пунктов.

В настоящее время, более высокий уровень базовой инфляции по сравнению с общей инфляцией означает, что в экономике сохраняются определенные инфляционные риски.

**Инфляционные ожидания** населения и субъектов предпринимательства на ближайшие 12 месяцев вернулись к тенденции снижения и сложились на уровне 14,4% и 14,1% соответственно. При этом медианная оценка инфляционных ожиданий населения снизилась до 11,5%, а субъектов предпринимательства – до 11,4%.

В январе текущего года инфляционные ожидания в экономике резко возросли, что указывало на **рост обеспокоенности** населения и предпринимателей касательно экономической ситуации и цен. Снижение и формирование ожиданий близко к долгосрочному тренду укрепляет предпосылки сохранения общих тенденций **замедления инфляционных процессов** в будущем.

Ужесточение глобальных **финансовых условий** начало проявляться в увеличении волатильности на мировом и региональных финансовых рынках.

Несмотря на относительно быстрое применение мер реагирования на возникающие в международной банковской системе риски, прогнозируется сохранение жесткости условий кредитования и неопределенности в отношении будущих рисков до конца года.

Высокие темпы роста трансграничных денежных переводов в прошлом году, увеличение расходов государственного бюджета в текущем году, в том числе увеличение заработной платы и пособий, являются основными факторами, поддерживающими рост потребительского спроса. Это, в свою очередь, послужит обеспечению высокой **экономической активности** в ближайшие кварталы.

На денежном рынке сохраняются умеренно жесткие денежно-кредитные условия. В январе-апреле **индекс UZONIA** формировался полностью в границах процентного коридора, а после снижения основной ставки находился на уровне около **13%**.

Ускоряются темпы роста депозитной базы коммерческих банков. На конец апреля остаток срочных депозитов в национальной валюте увеличился в **1,5 раза** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Рост кредитования экономики ускорился, в основном за счет кредитов в национальной валюте. Основным фактором увеличения в **1,3 раза** выделенных коммерческими банками кредитов в январе-апреле стал быстрый рост автокредитов, микрозаймов и потребительских кредитов, выданных населению.

Эти тенденции, в свою очередь, отразились в **снижении уровня долларизации экономики**. Уровень долларизации депозитов снизился до 30,6%, а кредитов – до 44,3%.

Согласно обновленным прогнозам роста мировой экономики, во второй половине 2023 года ожидается замедление темпов **глобального экономического роста**. **Глобальная инфляция** продолжит снижаться медленнее, чем ожидалось.

При этом устойчивые тенденции роста цен наблюдаются в сфере услуг. Базовая инфляция остается высокой в большинстве стран, что повышает вероятность того, что **жесткие глобальные финансовые условия** будут сохраняться дольше.

Возрастает неопределённость в отношении цен на основные экспортные товары из-за проявления высокой волатильности на мировых сырьевых рынках.

Учитывая, что резкое увеличение объема кредитов, выделяемых населению коммерческими банками, может создать риски для финансовой и макроэкономической стабильности за счет увеличения долговой нагрузки, Центральный банк примет меры по балансированию роста кредитов путем применения **мер макропруденциальной политики**.

Предварительные итоги первого квартала текущего года показывают, что большинство показателей в экономике формируются в рамках базового сценария макроэкономического развития.

Согласно обновленным прогнозам, возрастает вероятность более высокого **роста реального ВВП** в 2023 году, чем прогнозировалось ранее.

Прогнозный диапазон уровня инфляции на конец года сохранен на уровне **8,5-9,5%**. Динамика инфляционных ожиданий, умеренно жесткие денежно-кредитные условия на денежном рынке и стабилизация ситуации с предложением основных товаров повышают уверенность в формировании инфляции в середине данного прогнозного коридора.

# I. ВНУТРЕННИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

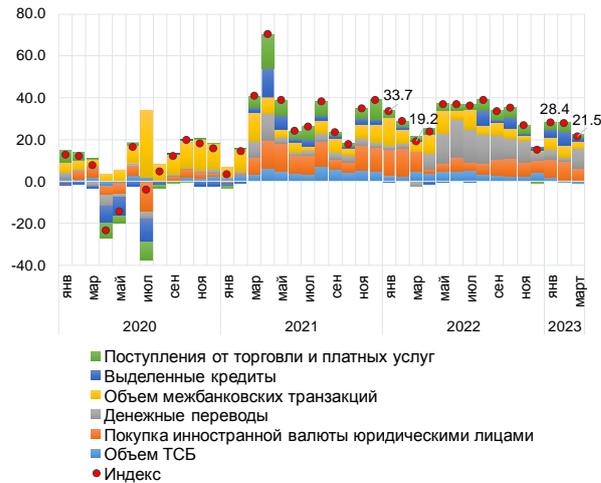
## 1.1. Экономический рост и динамика совокупного спроса

Трансграничные денежные переводы, поступившие в нашу страну в прошлом году, умеренные темпы кредитования и увеличение расходов бюджета, в том числе повышение заработных плат и пособий, являются одними из основных факторов, поддерживающих рост потребительского спроса в 2023 году.

С марта наблюдается восстановление показателей **экономической активности** после некоторого сезонного снижения в начале года. **Альтернативный индекс<sup>1</sup>** экономической активности в январе и феврале 2023 года был ниже прошлогодних значений (-5,3 п.п. в январе, -1 п.п. в феврале), а в марте выше на **2,3 п.п.** по сравнению с мартом прошлого года (рис. 1.1.1, подробнее см. вставка 2).

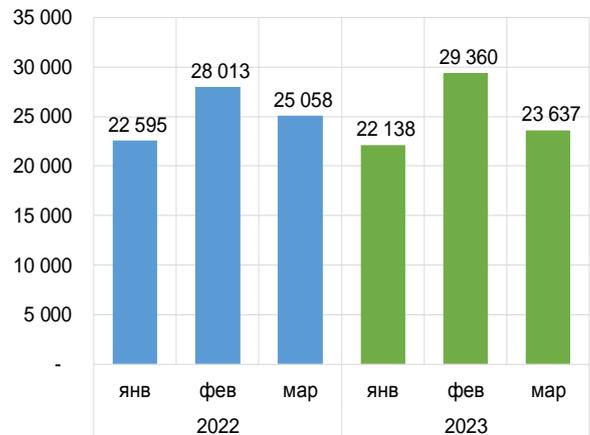
На **рынке недвижимости** общее количество сделок с жильем в первом квартале 2023 года было близко к результатам первого квартала прошлого года.

**Рис.1.1.1. Альтернативный индекс экономической активности, %**



Источник: Центральный банк.

**Рис.1.1.2. Количество сделок купли-продажи недвижимости**



Источник: Министерство юстиции, e-notarius.

Также изменение уровня **совокупного спроса** в первом квартале текущего года выразилось в увеличении выручки от торговли и платных услуг, росте объемов розничного товарооборота, денежных переводов и экспортных поступлений.

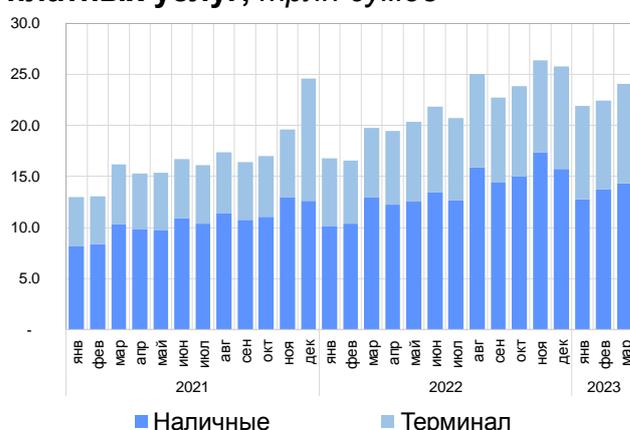
В январе-марте 2023 года объем трансграничных **денежных переводов**, поступивших в страну, увеличился на 19% по сравнению с

<sup>1</sup> **Альтернативный индекс экономической активности** рассчитывается Центральным банком на основе имеющихся оперативных данных для мониторинга уровня экономической активности, сформировавшегося в экономике до объявления официальных макроэкономических показателей, и оценки влияния принимаемых решений по денежно-кредитной политике.

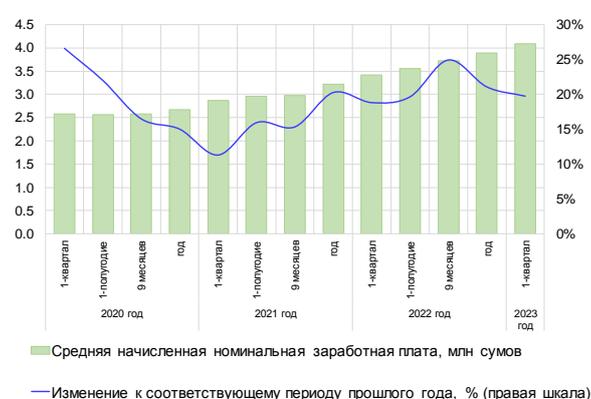
соответствующим периодом предыдущего года, средняя **заработная плата** в экономике – на 19,7%, что положительно сказалось на росте **реальных доходов населения**. При этом, рост **реальных доходов населения** по сравнению с первым кварталом 2022 года достиг 10,8% в реальном выражении.

Это, в свою очередь, послужило формированию стабильного совокупного спроса в экономике на высоком уровне и поддержке потребительской и инвестиционной активности населения (рис. 1.1.3 - 1.1.4).

**Рис.1.1.3. Поступления от торговли и платных услуг, трлн сумов**



**Рис.1.1.4. Рост доходов населения и средних номинальных зарплат**



Источник: Центральный банк.

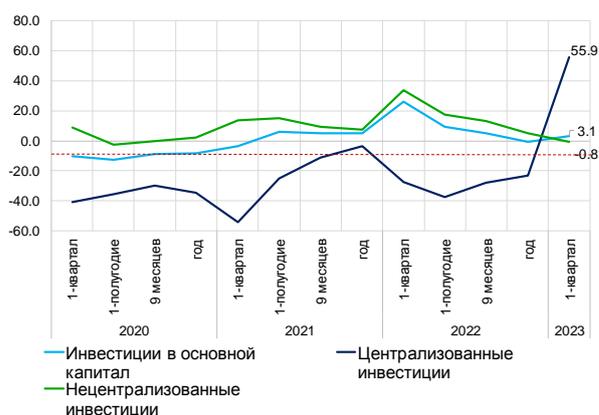
Источник: Агентство статистики

В первом квартале 2023 года рост **инвестиционной активности** составил 3,1% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Этот рост был обеспечен в основном за счет значительного увеличения объемов централизованных и прямых иностранных инвестиций (рис. 1.1.5).

Динамичное развитие **сферы услуг** стало одним из основных факторов экономического роста со стороны предложения и увеличило долю сферы услуг в структуре валовой добавленной стоимости до 53,1%.

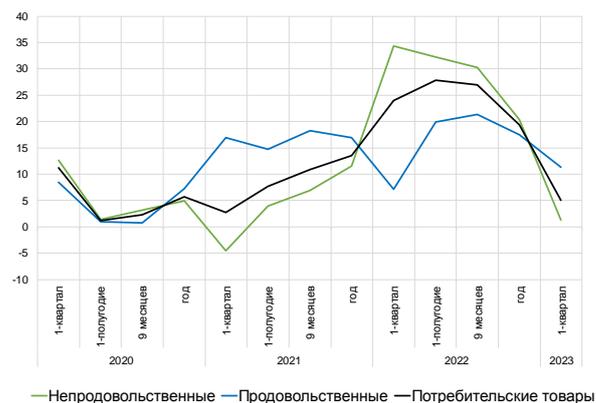
Расширение потребительского спроса также способствовало увеличению объема производства **продовольственных товаров** на 11,3% (рис. 1.1.6).

**Рис.1.1.5. Реальный рост инвестиций в основной капитал, %**



Источник: Агентство статистики

**Рис.1.1.6. Изменение объемов выпуска товаров, %**



Источник: Агентство статистики

## 1.2. Фискальные условия и ожидания

В первом квартале 2023 года сохранялось положительное влияние фискальных стимулов предыдущих лет на экономическую активность и инвестиционные процессы.

Общий повышающий эффект расходов бюджета на ликвидность банковской системы составляет 13,6 трлн сумов (в соответствующем квартале 2022 года операции правительства сократили общую ликвидность до 779 млрд сумов), наряду со снижением **налога на добавленную стоимость** с 15% до **12%** с начала текущего года, это один из важных факторов, поддерживающих экономическую активность.

Также с 1 апреля текущего года будут увеличены размеры пенсий и пособий на 7%, а с 1 мая на 7% будут повышены заработные платы работников бюджетных организаций, и это станет одним из факторов, поддерживающих экономическую активность в ближайшие кварталы.

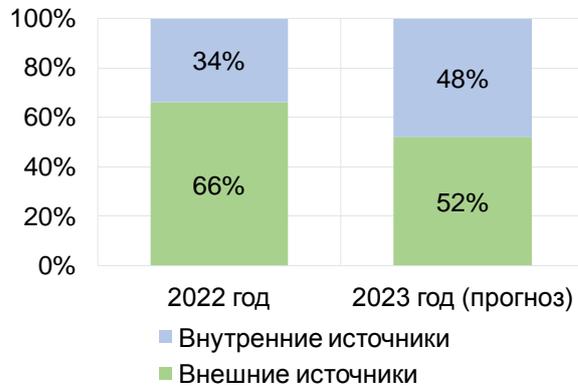
В условиях высоких процентных ставок на мировых финансовых рынках, снижение доли внешних ресурсов и увеличение объема внутреннего долга в финансировании бюджетного дефицита более выгодно.

Министерством экономики и финансов в первом квартале текущего года в обращение были выпущены государственные ценные бумаги на сумму 4,4 трлн сумов (рис. 1.2.2).

Также благоприятное формирование цен на мировом рынке на основные экспортные (золото, медь) товары в первом квартале

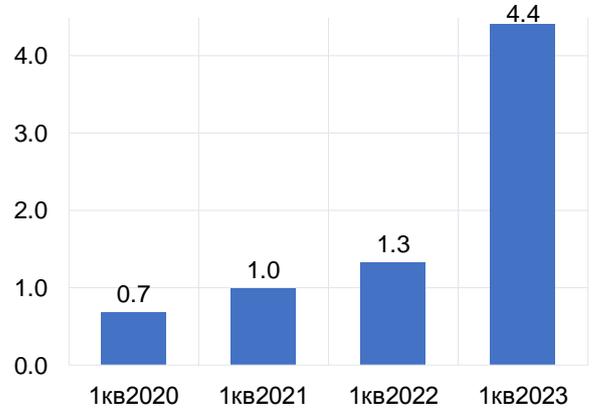
текущего года соответствующим образом отразилось на доходах бюджета и позволило покрыть определенную часть расходов.

**Рис.1.2.1. Структура источников покрытия дефицита государственного бюджета**



Источник: Министерство экономики и финансов

**Рис.1.2.2. Объем эмиссии государственных ценных бумаг, трлн сумов**



Источник: Министерство экономики и финансов

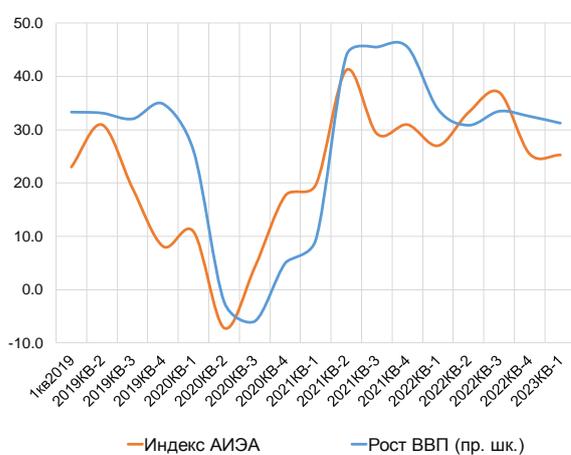
Вставка 1.

**Динамика альтернативного индекса экономической активности**

В целях мониторинга уровня экономической активности, сформировавшегося в экономике до объявления официальных макроэкономических показателей, и оценки влияния решений по денежно-кредитной политике Центральным банком рассчитывается альтернативный индекс внутренней экономической активности с использованием доступных оперативных данных. Данный индекс рассчитывается на основе 6 экономических показателей: объемы торгов товарно-сырьевой биржи, кредитов, выделенных в экономику, поступающих трансграничных денежных переводов, покупок иностранной валюты юридическими лицами, межбанковских транзакций, а также поступлений от торговли и платных услуг.

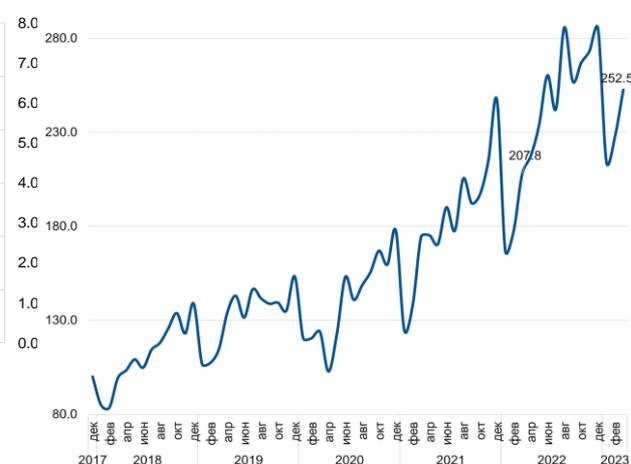
При анализе индекса за прошедший период коэффициент корреляции составляет 0,73 и показывает, что реальный темп роста ВВП и динамика альтернативного индекса формируются в одном направлении и эти переменные взаимосвязаны (рис. 1).

**Рис.1. Темпы реального роста ВВП и годовое изменение альтернативного индекса экономической активности, %**



Источник: Расчеты Центрального банка

**Рис.2. Динамика альтернативного индекса экономической активности (декабрь 2017 = 100%)**



Источник: Расчеты Центрального банка

После сезонного снижения в январе текущего года, в феврале-марте наблюдался положительный рост индикатора (рис. 2). При этом в январе-феврале текущего года показатель снизился больше, по сравнению с сезонным снижением соответствующего периода прошлого года, что объясняется замедлением экономической активности вследствие сбоев в энергосистеме из-за аномально холодных погодных условий в начале года. Формирование более высоких темпов роста в марте предварительно указывает на восстановление и усиление активности в конце квартала.

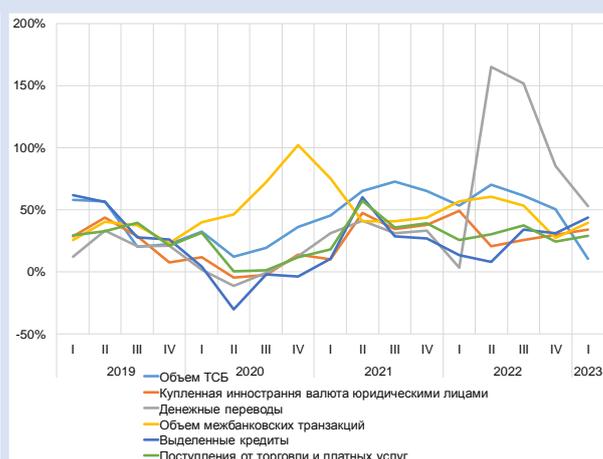
В первом квартале текущего года в числе факторов, обеспечивающих экономическую активность, были увеличение объема кредитов в экономику, поступлений от торговли и платных услуг, а также денежных переводов (рис. 3-

4). По итогам квартала рост объемов покупки валюты юридическими лицами и межбанковских транзакций несколько замедлились по сравнению с показателями соответствующего периода предыдущего года.

**Рис.3. Декомпозиция годового изменения альтернативного индекса экономической активности, к соответствующему кварталу предыдущего года**



**Рис.4. Изменение компонентов альтернативного индекса экономической активности, к соответствующему кварталу предыдущего года**



Источник: Расчеты Центрального банка

Источник: Расчеты Центрального банка

Динамика индекса в предыдущие годы и экономические показатели сформировавшиеся в марте, повышают вероятность роста индекса в апреле.

## II. АНАЛИЗ ИНФЛЯЦИИ И ЕЁ ФАКТОРОВ

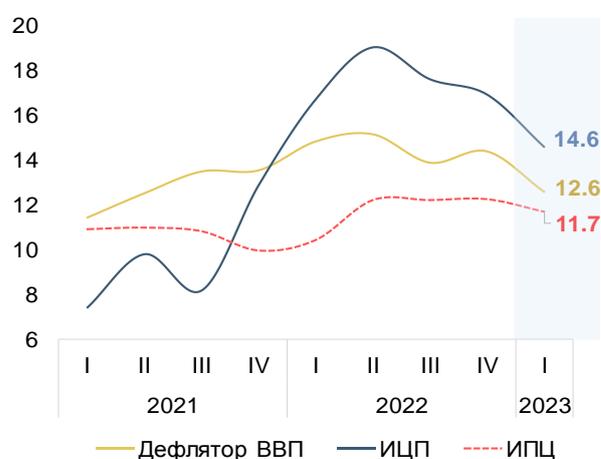
### 2.1. Анализ динамики инфляции и её компонентов

В первом квартале 2023 года динамика **общей инфляции**, как и прогнозировалось ранее, перешла к **нисходящей тенденции** и в марте составила 11,7%. В то же время прогнозируется продолжение снижения инфляции в следующем квартале. В основном это объясняется исчерпанием эффектов высокой базы в соответствующий период предыдущего года.

О замедлении инфляционных процессов в экономике можно судить также и по динамике альтернативных показателей, в частности, дефлятора ВВП и индекса цен производителей (рис. 2.1.1).

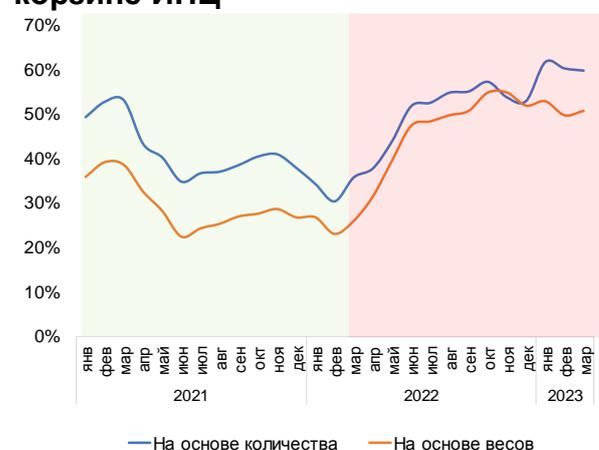
Эти показатели указывают на стабилизацию производственных затрат, а также на улучшение ситуации с поставками и укрепляют уверенность в постепенном ослаблении повышательного давления на внутренние цены.

Рис. 2.1.1. Динамика показателей инфляции



Источник: Агентство статистики

Рис.2.1.2. Изменение доли товаров и услуг с ростом цен более 10% в корзине ИПЦ



Источник: Агентство статистики

Однако доля товаров и услуг, цены на которые выросли более чем на 10%, в потребительской корзине остается на самом высоком уровне за последние годы (рис. 2.1.2), что указывает на высокий спрос на потребительские товары, неполную подстройку и сбалансированность предложения, а также сохранение инфляционного давления монетарного характера в экономике на определенный период времени.

Это в основном связано с сильным потребительским спросом, подкрепленным резким увеличением денежных переводов и стимулирующей налогово-бюджетной политикой в прошлом году, а

также значительным ростом потребительского кредита домохозяйствам.

В первом квартале 2023 года продовольственная инфляция была выше прошлогодних показателей в годовом исчислении. Значительный рост цен наблюдался на овощи, мясные продукты, сахар и кондитерские изделия.

Причиной относительно более низкой годовой инфляции услуг послужило сохранение большей части регулируемых цен неизменными (в частности, на коммунальные услуги и услуги образования). Вместе с тем наблюдается значительный рост цен на услуги, основанные на рыночных принципах.

В частности, на цены услуг пассажирского транспорта повлияли перебои с поставками топлива, наблюдавшиеся в зимнее время года. В связи с увеличением спроса было отмечено повышение цен на общественное питание, медицинские и рекреационные услуги.

**Рис.2.1.3. Изменение цен основных товаров и услуг, % годовых**

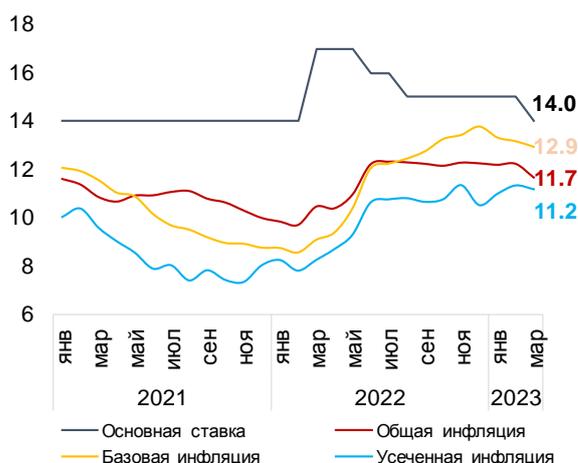


Источник: Агентство статистики

С начала 2023 года динамика **базовой инфляции** также вернулась на **нисходящую** траекторию. Основным фактором для этого стала поддержка предложения на внутреннем рынке за счет импортных товаров на фоне улучшения внешней инфляционной конъюнктуры.

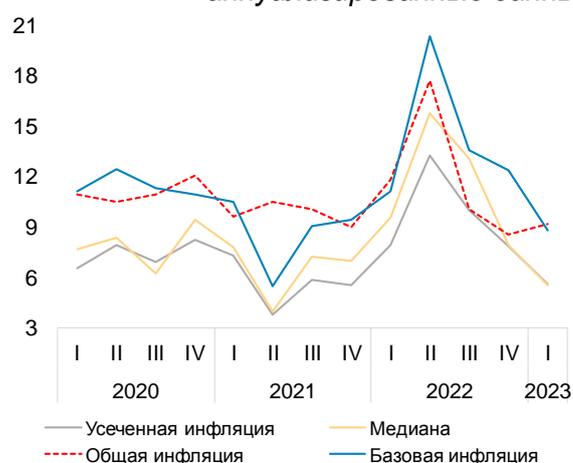
В частности, стабилизация цен на непродовольственные товары способствовала снижению базовой инфляции. Вместе с тем сохранялись относительно высокие темпы роста цен на продукты питания и услуги в базовой инфляции.

**Рис.2.1.4. Базовая и усеченная инфляция**  
годовое изменение, %



Источник: расчеты Центрального банка

Сезонно-очищенные,  
аннуализированные данные



Источник: расчеты Центрального банка

В то же время в усеченной инфляции и медианных показателях инфляции также прослеживалась тенденция к снижению. Такая динамика сохранится в ближайшие месяцы и будет давать позитивные сигналы для снижения общей инфляции при отсутствии неожиданных шоков.

Следует отметить, что, хотя базовая инфляция начала снижаться, но все еще остается выше общей инфляции. Это объясняется тем, что инфляция плодоовощной продукции и регулируемых цен в последние кварталы формировалась на низком уровне по сравнению с базовой, и в дальнейшем, если цены этих групп подстроятся под общий уровень инфляции, это может создать серьезное давление на общий уровень инфляции и замедлить ее снижение.

Для достижения прогнозных показателей общей инфляции в конце 2023 года необходимо способствовать более быстрому снижению базовой инфляции.

## 2.2. Внутренние факторы инфляции и инфляционные ожидания

Несмотря на то, что в марте 2023 года уровень инфляции перешел в нисходящий тренд, базовая инфляция остается выше уровня роста общих потребительских цен.

Ожидается сохранение неопределенностей в отношении будущих экономических процессов, а также рисков и давления, которые могут привести к повышению потребительских цен.

## Текущие проинфляционные риски

Прошлогодние фискальные стимулы, увеличение расходов бюджета в этом году, динамика трансграничных переводов в прошлом году и первом квартале текущего года могут создать инфляционное давление на цены основных потребительских товаров в краткосрочной перспективе, пока предложение на потребительском рынке не скорректируется к дополнительному спросу.

В результате повреждения отдельных видов фруктов (виноград, гранат, инжир и другие плодовые деревья) и овощей из-за **аномальных холодов** и дефицита энергоресурсов в теплицах в январе, есть опасения по поводу задержки сезонного снижения цен на овощи во II квартале, а также того что **объемы предложения не будут такими, как ожидалось**.

При этом активный рост объема потребительских кредитов и микрозаймов, выдаваемых населению, в свою очередь, будет увеличивать **спрос на автомобили, строительные материалы, бытовую технику и мебель**.

## Инфляционные ожидания

Результаты проведенного Центральным банком опроса потребительских настроений населения по итогам первого квартала показывают, что будущие расходы населения останутся стабильными.

Большинство респондентов заявили, что хотят совершать в основном крупные покупки, в том числе жилье, мебель, бытовую технику и автомобили.

**Рис.2.2.1. Инфляционные ожидания, % годовых**



Источник: данные Центрального банка

В период энергетического кризиса в январе текущего года наблюдался резкий рост инфляционных ожиданий населения и предпринимателей.

Постепенное смягчение инфляционного давления с февраля способствовало снижению инфляционных ожиданий, и в марте инфляционные ожидания населения на ближайшие 12 месяцев составили 14,4%, а инфляционные ожидания предпринимателей – 14,1% (рис. 2.2.1).

**Рис. 2.2.2. Основные факторы инфляционных ожиданий населения и предпринимателей, доля респондентов %**

Факторы	Население												Факторы	Предприниматели																	
	2022													2023																	
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек		янв	фев	мар	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар
Изменение курса валюты	37	49	54	43	26	25	33	35	42	44	51	49	42	46	51	Изменение курса валюты	37	43	51	41	24	19	34	33	39	44	48	49	44	48	50
Рост зарплат и пенсий	31	28	23	22	39	34	29	31	28	27	28	35	24	24	38	Рост зарплат и пенсий	26	21	17	21	30	29	23	26	23	22	24	30	21	25	34
Рост цен топлива и энергии	25	20	18	23	27	27	36	34	27	30	38	40	47	45	36	Рост цен топлива и энергии	42	36	36	37	25	27	31	29	35	39	50	35	38	46	33
Подорожание основных продовольственных товаров	41	43	49	53	55	56	55	48	42	49	37	27	32	28	31	Сбои в поставках зарубежного сырья	16	16	22	22	21	22	23	21	19	16	20	19	17	20	18
Рост арендной платы за жилье	15	14	11	14	11	11	12	15	18	22	22	20	19	18	18	Ухудшение конкурентной среды	16	13	14	14	16	32	33	16	14	13	15	18	15	19	17
Искусственное повышение цен	35	30	37	34	37	41	43	37	31	34	35	36	37	38	18	Подорожание импортного сырья	20	18	22	14	14	24	28	22	21	21	32	15	17	17	17
Разница цен между супермаркетами и рынками	10	11	11	14	14	14	11	11	11	11	11	11	12	11	13	Рост арендной платы за коммерческие помещения	13	11	10	9	9	10	12	13	11	11	14	13	15	12	11

Источник: данные Центрального банка

Источник: данные Центрального банка

Большинство респондентов в качестве основного фактора, повышающего инфляцию, отметили **рост цен на топливо, энергию и транспорт, давление на обменный курс и искусственное повышение цен** (рис. 2.2.2).

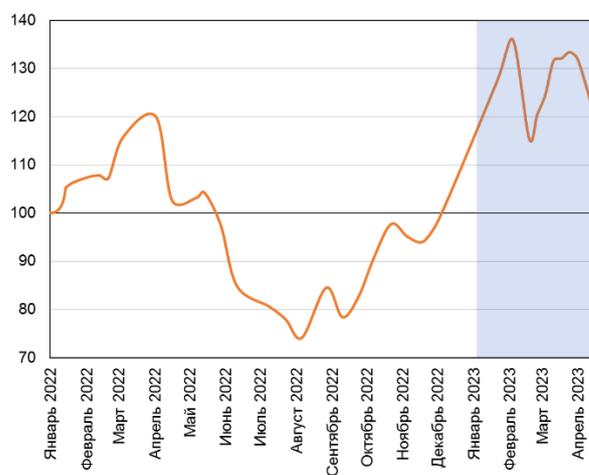
Вставка 2.

**Анализ индексов оптовых цен**

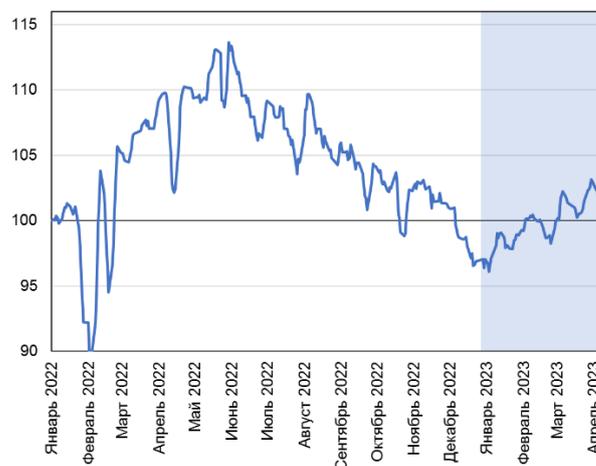
В целях заблаговременного определения возможности инфляционных рисков и выработки практических предложений по снижению их негативного воздействия Центральный банк приступил к мониторингу оптовых цен на местных рынках и товарно-сырьевой бирже.

Индекс цен рынка Куйлюк отражает оптовые цены на сельскохозяйственную продукцию на дехканском рынке Куйлюк. Индекс цен товарно-сырьевой биржи охватывает цены реализации основных потребительских товаров и строительных материалов на товарно-сырьевой бирже Узбекистана. В этих индексах январь 2022 года определен как базовый период, а текущий индекс представляет собой среднее изменение выбранных цен по сравнению с этим периодом.

**Рис.1. Индекс цен рынка Куйлюк**



**Рис.2. Индекс цен товарно-сырьевой биржи**



Источник: наблюдения Центрального банка

Источник: данные Товарно-сырьевой биржи

По наблюдениям, на конец апреля текущего года **индекс цен рынка Куйлюк** составил 121 пункт (рис. 1), а это означает, что по сравнению с началом 2022 года (за последние 15 месяцев) цены на выбранные товары увеличились в среднем на 21%. Следует отметить, что динамика индекса цен рынка Куйлюк очень чувствительна к сезонности, и индекс имеет тенденцию к росту в I и IV кварталах, и тенденцию к снижению во II и III кварталах года. В частности, в первом квартале 2023 года индекс цен рынка Куйлюк вырос более чем на 30%.

Годовое сезонно-скорректированное изменение индекса на конец апреля было равно 18%. Основную причину этого можно объяснить тем, что из-за аномально холодных погодных условий в январе ранний урожай овощей созревает и задерживается с поступлением на рынок. Это, в свою очередь, свидетельствует о том, что цены на овощную группу индекса потребительских цен могут вырасти в годовом исчислении в апреле-мае.

Индекс цен товарно-сырьевой биржи на конец апреля т.г. равнялся 102 пунктам, что означает, что с начала 2022 года цены на сырье на бирже выросли в среднем на 2% (рис. 2). Биржевые цены по сравнению с началом 2023 года увеличились на 5,2%.

Сезонность биржевых цен обусловлена, в основном, ценами на хлопковое сырье и корма. В частности, сезонное истощение запасов семян хлопка, начиная

с июня 2022 года, привело к росту цен на семена хлопка и хлопковое масло до следующего урожая. Аналогичная тенденция сформировалась в ценах на корма начиная с августа.

Также в первом квартале текущего года, кроме сезонности, существенное влияние на индекс цен оказало повышение цен на сахар (32%), хлопковое волокно (18%), цемент (11%) и катодную медь (10%).

Высокие темпы роста оптовых цен на эти товары, в будущем могут оказывать дальнейшее возрастающее влияние на себестоимость потребительских товаров.

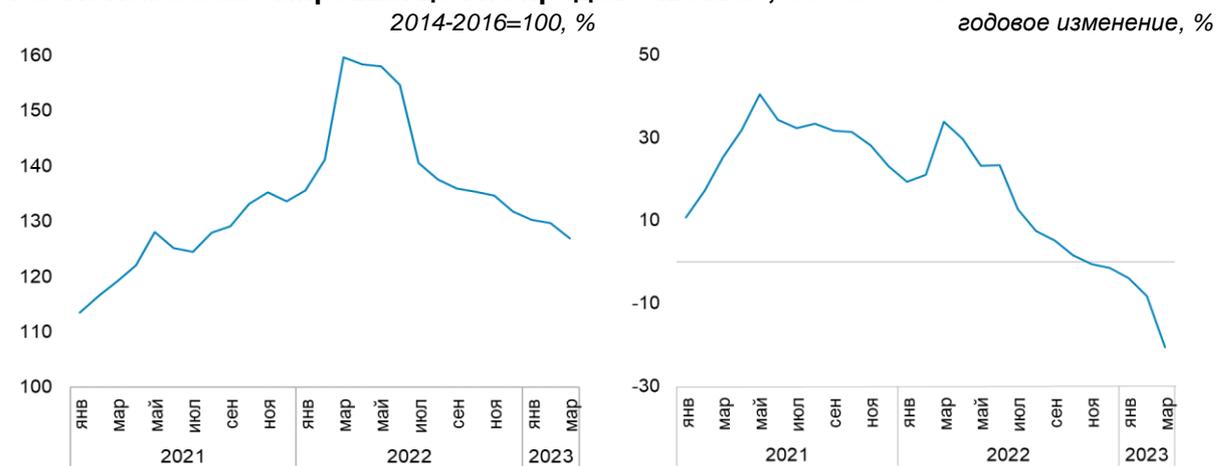
Вышеприведенный индекс оптовых цен в первом квартале продемонстрировал тенденцию к росту, что свидетельствует о сохранении инфляционного давления в экономике. В свою очередь, эта тенденция может отразиться на индексе потребительских цен и базовой инфляции в будущем.

Вставка 3.

### Изменение мировых продовольственных цен

По данным Продовольственной и сельскохозяйственной Организации Объединенных Наций (ФАО), в первом квартале текущего года индекс мировых цен на продовольственные товары снизился на 4%. В конце марта индекс ФАО упал на 20,5% в годовом исчислении. При этом мировые цены на зерно, растительное масло и молочные продукты снизились, а цены на сахар и мясо выросли как один из факторов, повышающих индекс.

**Рис.1. Изменение мировых цен на продовольствие, индекс ФАО**



Источник: данные ФАО

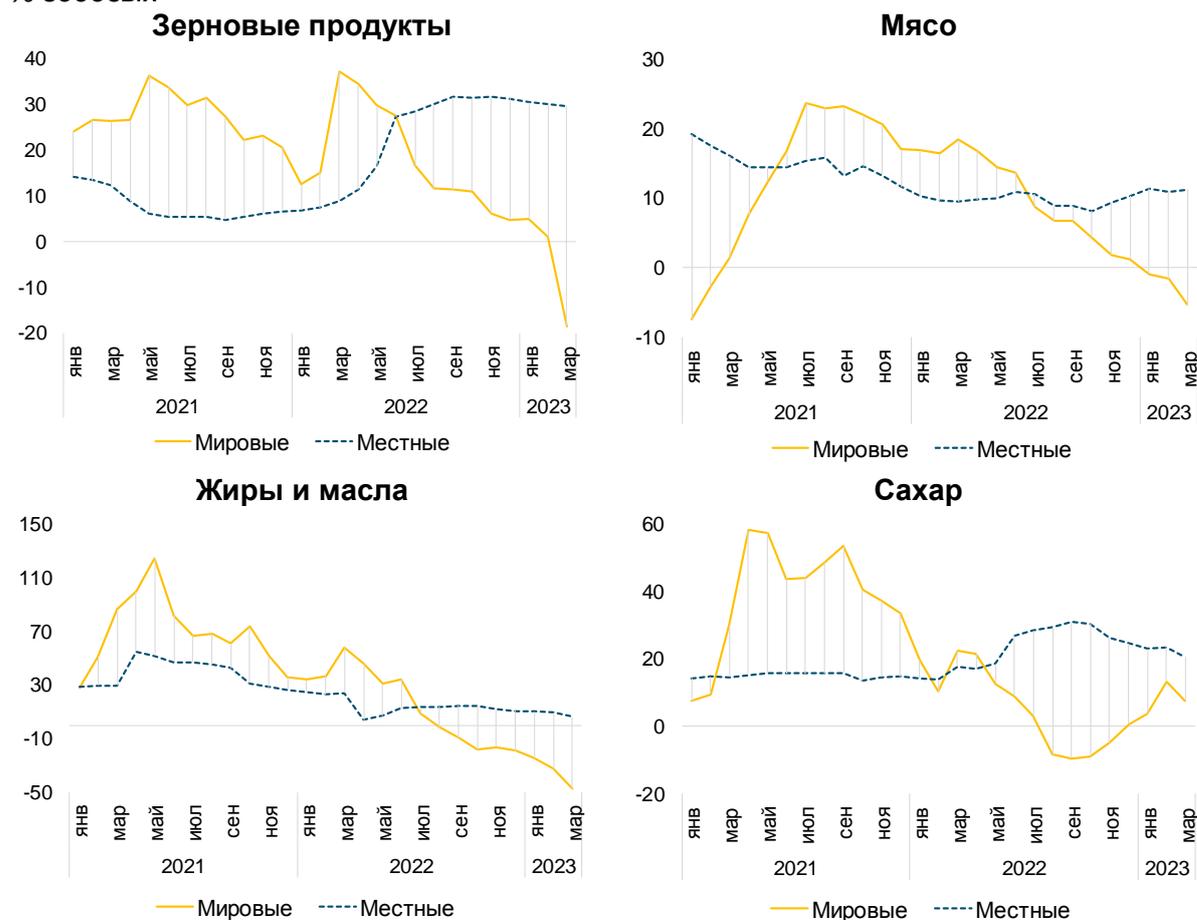
Цена пшеницы на мировом рынке значительно снизилась. Такая ситуация объясняется большим объемом предложения и сильной конкуренцией между крупными экспортерами. В дальнейшем более высокие оценки урожая австралийской пшеницы и улучшение условий посева в Европейском союзе будут поддерживать цены на стабильном уровне.

Индекс цен на мясо немного вырос. Кроме того, опасения по поводу будущего сокращения поставок крупного рогатого скота в США привели к повышению фьючерсных цен на крупный рогатый скот, в то время как снижение импортного спроса на мясо птицы привело к снижению цен девятый месяц подряд.

В дальнейшем ожидается увеличение объемов производства в Китае, Бразилии и Австралии и снижение в США и Европейском союзе. Ожидается, что сокращение производства в США и Канаде сократит экспорт мяса в Юго-Восточную Азию и увеличит экспорт говядины из Австралии. Прогнозируется, что мировой экспорт говядины сократится, в основном из-за снижения спроса в Китае.

Цены на растительное масло в марте также продолжили снижаться (на 47,7% г/г). Снижение котировок соевого, рапсового и подсолнечного масла на мировых биржах объясняется достаточностью резервов и относительно слабым импортным спросом. Среди растительных масел наблюдался рост цен только на пальмовое масло.

**Рис.2. Изменение продовольственных цен на мировом и внутреннем рынке, % годовых**



Источник: данные ФАО

В дальнейшем ожидается, что наличие значительных запасов растительных масел в Индии и Китае (основные покупатели растительных масел в мире), частичное снижение спроса в Турции, а также увеличение предложения подсолнечного масла из России, Украины и Аргентины приведет к тому, что цены на растительные масла останутся стабильными. Однако с ростом мировых цен на нефть цена биодизеля, полученного из растительного масла, будет расти, и потребление растительных масел в мире может увеличиться.

Цены на сахар росли высокими темпами в феврале и марте. Рост цен в основном был обусловлен ухудшением ожиданий по производству сахара в Индии, Пакистане, Таиланде и Китае, а также опасениями по поводу сокращения мировых запасов сахара в сезоне 2022/23, с введением ограничений на экспорт сахара Индией.

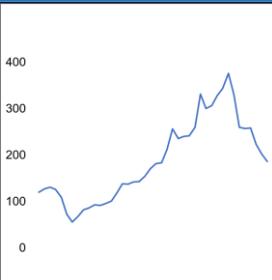
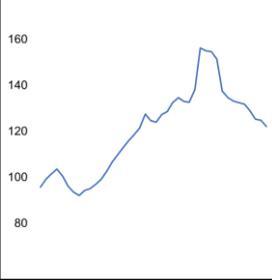
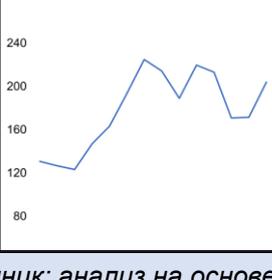
Кроме того, решение ОПЕК на апрельском заседании о дальнейшем сокращении добычи нефти к концу года может привести к повышению цен на нефть, что приведет к тому, что больше сахарного тростника будет перенаправлено на производство этанолового топлива, а цены в будущем немного повысятся.

Вставка 4.

**Ожидания относительно глобальных инфляционных рисков**

Ожидаемое в текущем году замедление роста мировой экономики является одним из основных факторов, сдерживающих спрос на сырьевых рынках. На фоне сегодняшнего относительно сдержанного потребительского спроса замедление производственной деятельности, а также рост стоимости заимствований и опасения по поводу рецессии способствуют снижению спроса на энергию, продукты питания и сырье в будущем.

**Рис.1. Факторы повышающие и снижающие глобальную инфляцию**

Продукты	Динамика цен	Повышающие риски	Понижающие риски
Индекс цен топлива (2016=100)		Оживление экономики Китая	Глобальный экономический рост
		Ухудшение цепочек поставок из-за геополитической напряженности или изменений, которые могут быть внесены ОПЕК+	Ожидания улучшения производства
		Снижение курса доллара США	Переход на возобновляемые источники энергии
		Резкие изменения климата	Более жесткие, чем ожидалось, денежно-кредитные условия
Индекс цен продовольствия (FAO индекс, 2014-2016=100)		Ухудшение цепочек поставок из-за экспортных ограничений и геополитической напряженности в регионе	Снижение мирового спроса
		Резкие изменения климата	Положительные ожидания нового урожая
		Оживление китайского потребительского спроса	Отмена ограничений на вывоз отдельных потребительских товаров
		Сохранение высоких производственных затрат	Снижение цен на удобрения
Индекс цен металлов (2016=100)		Оживление экономики Китая	Замедление роста мировой экономики
		Промышленный рост в Европе	Снижение активности в строительном секторе
		Более быстрый переход на возобновляемые источники энергии	Снижение инвестиций в B2B
		Обесценивание доллара США	Более низкие цены на топливо снизят эксплуатационные расходы производителей

Источник: анализ на основе данных Всемирного банка и “Euromonitor International”

Тем не менее, сохраняются риски роста инфляции выше текущих прогнозов. В частности, окончание политики zero-COVID в Китае может привести к оживлению спроса на сырье, продукты питания и энергоресурсы на мировом рынке в ближайшие месяцы.

Кроме того, есть опасения, что геополитическая ситуация в регионе ухудшится, а резкие климатические изменения негативно повлияют на факторы спроса и предложения на мировом рынке, оказывая повышательное давление на цены во всем мире.

Также в этом году есть ожидания ослабления доллара США, что приведет к снижению цен на товары, номинированные в долларах США. Это, в свою очередь, может стимулировать спрос на товары на мировом рынке и вызвать повышение цен.

### III. ВНЕШНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

#### 3.1. Глобальные экономические условия и активность

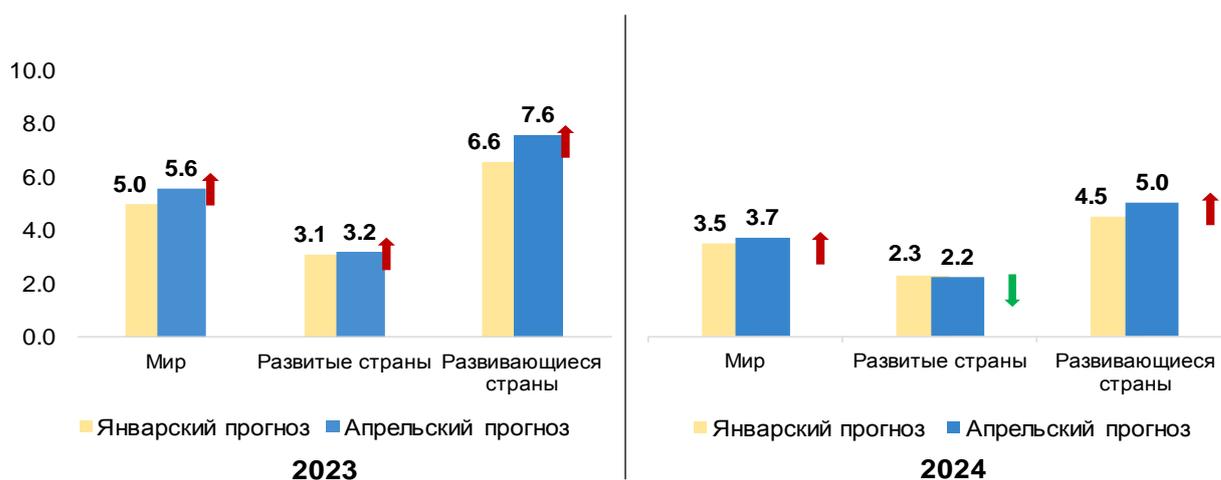
Ужесточение монетарной политики ведущими центральными банками начало давать свои результаты с первых месяцев текущего года, и экономическая активность в мире замедлилась, а давление со стороны спроса на глобальную инфляцию стало несколько снижаться.

Со стороны предложения, в частности, со стабилизацией цен на продукты питания и энергоносители, постепенным восстановлением товарного производства и цепочек поставок, а также снижению роста транспортных расходов за счет эффекта высокой базы инфляционные процессы во многих странах также стали замедляться.

Однако, несмотря на то, что мировая инфляция начала снижаться, Международный валютный фонд в своих обновленных прогнозах повысил прогноз мировой инфляции до конца 2023 года по сравнению с январским прогнозом.

В частности, прогноз глобальной инфляции к концу 2023 года повышен до 5,6% (0,6 п.п.), в развитых странах – до 3,2% (0,1 п.п.), в развивающихся странах – до 7,6% (1 п.п.). Это, в свою очередь, означает, что глобальные инфляционные процессы могут продолжаться дольше, чем предполагалось ранее.

Рис.3.1.1. Прогнозы глобальной инфляции на 2023-2024 годы



Источник: данные МВФ

При этом в развивающихся странах ожидается более медленное снижение инфляции, что можно объяснить тем, что инфляционные процессы в развивающихся странах более устойчивы и эффективность

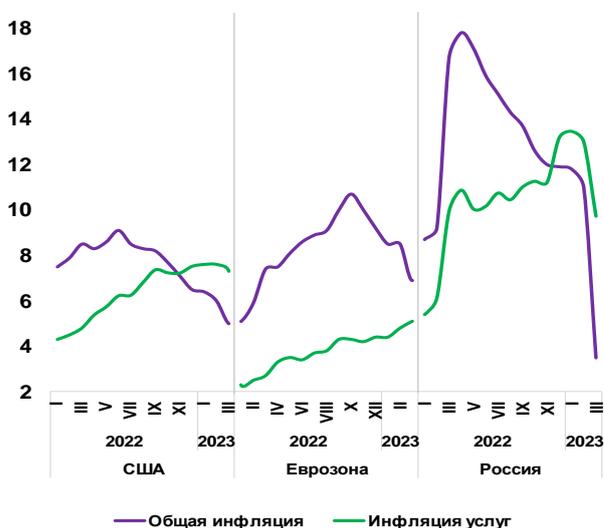
монетарных мер будет низкой из-за отсутствия глубокой поддержки рыночных принципов в этих странах.

Центральные банки в большинстве развитых и развивающихся стран продолжают подчеркивать необходимость проведения жесткой денежно-кредитной политики для эффективного таргетирования инфляции.

В то же время в марте проблемы и потенциальные риски в банковских системах США и Европы (Швейцарии) повысили уровень волатильности на мировых финансовых и товарных рынках. В результате инвесторы сосредоточили свой спрос на золоте, чтобы минимизировать риски. Это, в свою очередь, повлияло на повышение цены драгоценного металла с 1850 долл./унцию в среднем до 2000 долл./унцию (рис. 3.1.3). Ведущие центральные банки продолжают принимать меры быстрого реагирования, чтобы ограничить влияние возникающих проблем на мировую финансовую систему.

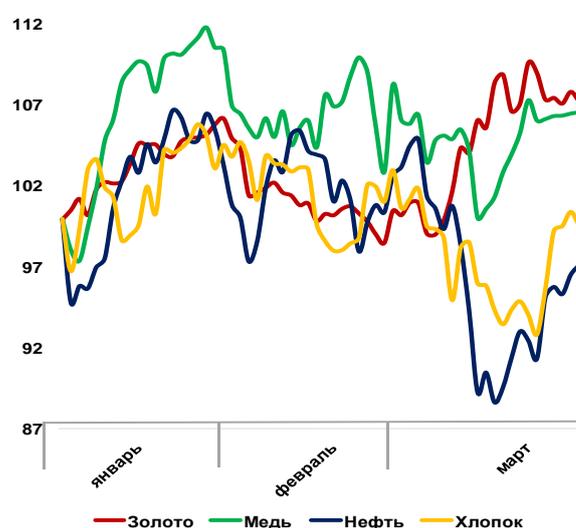
Мировые цены на нефть формируются в определенном ценовом коридоре с небольшими колебаниями с начала года.

**Рис. 3.1.2. Общая и сервисная инфляция отдельных стран, % годовых**



Источник: МВФ, апрель 2023 года

**Рис. 3.1.3. Динамика мировых цен сырьевых товаров в 2023 году (январь, 2023 = 100)**



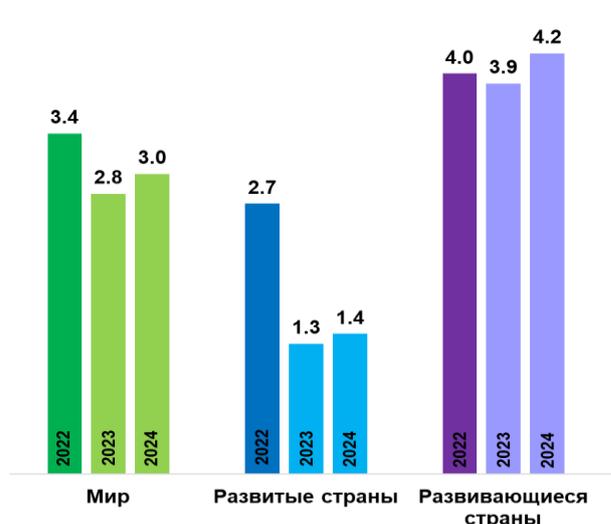
Источник: МВФ, Всемирный банк Global Trade Alert

После высокой волатильности последних месяцев мировая цена на нефть вернулась к уровню начала года. Стрессовая ситуация в мировом банковско-финансовом секторе привела к резкому снижению цен на нефть в марте, последующая относительная стабилизация финансовой ситуации частично компенсировала это снижение. Цены

выросли после того, как несколько членов Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК и ОПЕК+) объявили о планах сократить добычу нефти (рис. 3.1.3).

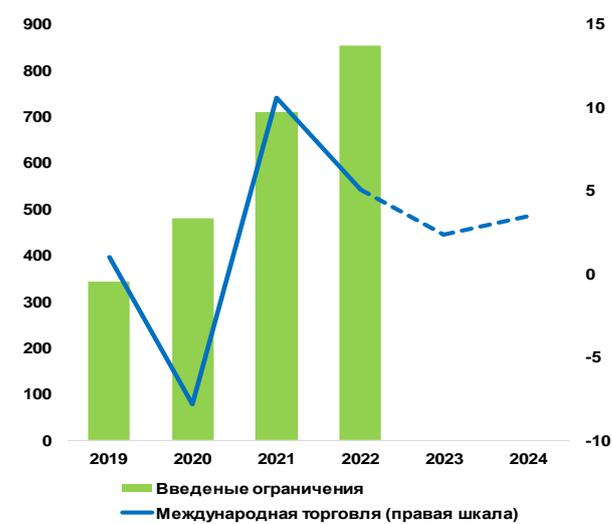
Постепенное открытие экономики Китая привело к росту цен на медь в первом квартале. Однако из-за более медленного восстановления спроса в Китае рост цен на медь оказался ниже, чем ожидали экономисты.

**Рис. 3.1.4. Прогнозы глобального роста, %**



Источник: МВФ, апрель 2023 года

**Рис. 3.1.5. Прогнозы роста мировой торговли, %**



Источник: МВФ, Всемирный банк Global Trade Alert

Согласно обновленным прогнозам международных финансовых институтов, ожидается замедление глобального роста во второй половине 2023 года и первой половине 2024 года из-за жесткой денежно-кредитной политики в развитых странах. И наоборот, снятие многих пандемических ограничений в Китае будет способствовать повышению активности в 2023 году.

Это, в свою очередь, поддерживает глобальный рост и спрос на сырьевые товары. В целом ожидается, что глобальный рост составит в среднем около 2,8% в 2023 и 2024 годах. Прогнозируется, что в последующие годы он увеличится до 3% (рис. 3.1.4).

Ожидается, что рост мировой торговли замедлится с 5,1% в 2022 году до 2,4% в 2023 году. Данная динамика отражает замедление глобального спроса после двух лет бурного роста из-за пандемии и обострения геополитической ситуации (рис. 3.1.5).

В настоящее время видны последствия увеличения торговых барьеров и укрепления индекса доллара США в 2022 году, что делает товары более дорогими для многих экономик мира, а также создает возможные риски того, что это окажет давление на динамику международной торговли в 2023 году.

В целом риски и неопределенности со стороны внешнего сектора в основном связаны с динамикой сырьевых рынков, возможностью ужесточения денежно-кредитной политики ведущими центральными банками, а также развитием геополитической ситуации.

### **3.2. Влияние внешних экономических изменений на национальную экономику**

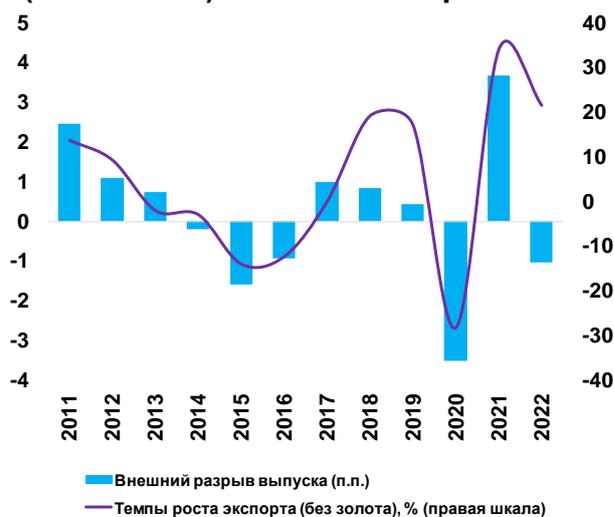
В 2022 году повышенная неопределенность во внешней экономике оказала существенное влияние на формирование экономической ситуации по различным каналам (внешний спрос и внешняя торговля, курсы валют и инфляционные процессы, мировые цены, вторичные доходы, долговые инструменты).

В первом квартале текущего года глобальные инфляционные процессы продолжили замедляться, и прогнозируется сохранение такой динамики до конца года в условиях сохранения относительно жестких денежно-кредитных условий и стабилизации цен на мировых товарных рынках. Это, в свою очередь, должно послужить дезинфляционным фактором формирования внутренних потребительских цен.

Во второй половине 2023 года и далее ожидаемое постепенное снижение неопределенности на мировых рынках, в том числе в странах основных торговых партнерах, повышение гибкости экономик и относительная стабилизация ситуации могут оказать положительное влияние на национальную экономику.

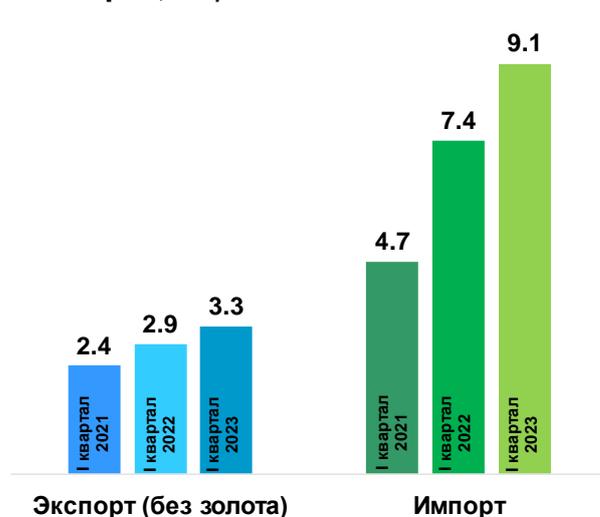
В том числе, ожидаемый рост экономической активности в большинстве основных торговых партнеров (Китай, Россия и Казахстан), благоприятная ценовая конъюнктура в результате постепенного восстановления производства в Китае будут поддерживать внешний спрос и, соответственно, экспорт товаров и услуг (рис. 3.2.1).

**Рис. 3.2.1. Рост объемов экспорта (без золота) и внешний спрос**



Источник: Расчеты Центрального банка

**Рис.3.2.2. Динамика объемов экспорта и импорта, млрд долл.**



Источник: Агентство статистики

В частности, в первом квартале 2023 года экспорт (без золота) увеличился на 14,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (рис. 3.2.2). При этом основными факторами общего роста экспорта стали увеличение экспорта фруктов на 15%, готовых текстильных изделий на 40%, машин и оборудования в 2 раза, поездок в 2,5 раза.

Объем импорта увеличился на 23,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Существенный рост объема импорта объясняется компенсацией импортом сокращения предложения из-за перебоев в производстве, вызванных энергетическим кризисом в начале года, а также активным экономическим ростом.

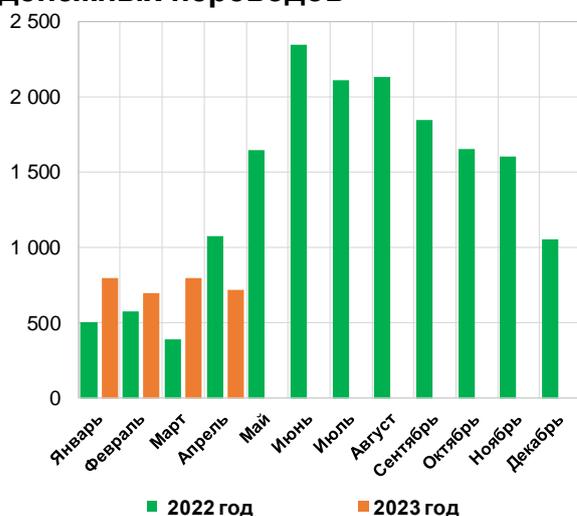
Трансграничные денежные переводы являются одним из основных внешних каналов, влияющих на экономику страны и потребительский спрос.

Из-за низкой расчетной базы, сформировавшейся в начале прошлого года (в основном из-за сильной девальвации рубля в марте), объем денежных переводов за 4 месяца 2023 года составил 3 млрд долларов и увеличилась на 19% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

На фоне снижения курса российского рубля в первом квартале текущего года и его стабилизации в ближайшие периоды прогнозируется формирование денежных переводов в рамках долгосрочного тренда, начиная со второго квартала. Ожидается, что из-за шоков и эффекта высокой базы в 2022 году, объем денежных

переводов в оставшуюся часть 2023 года снизится по сравнению с предыдущим годом.

**Рис. 3.2.3. Динамика объемов денежных переводов**



Источник: Расчеты Центрального банка

**Рис. 3.2.4. Динамика денежных переводов и курса доллар/рубль**



Источник: Расчеты Центрального банка

В результате ужесточения денежно-кредитных условий в развитых странах и сохранения жесткой фазы, значительное повышение процентных ставок по заимствованиям и обслуживанию долга может оказать давление и вызывать определенные трудности в привлечении дополнительного внешнего финансирования и долговых инструментов в ближайшие периоды.

Вставка 5.

**Проблемы и меры противодействия в банковской системе некоторых ведущих стран**

Проблемы, возникшие в банковских системах США и Швейцарии в марте текущего года, стали одними из крупнейших со времен мирового финансового кризиса. Из-за длительного периода низких процентных ставок после мирового финансового кризиса и резкого ужесточения монетарных условий ведущими мировыми центральными банками возникают проблемы в управлении кредитными рисками по ценным бумагам и кредитным портфелям банков.

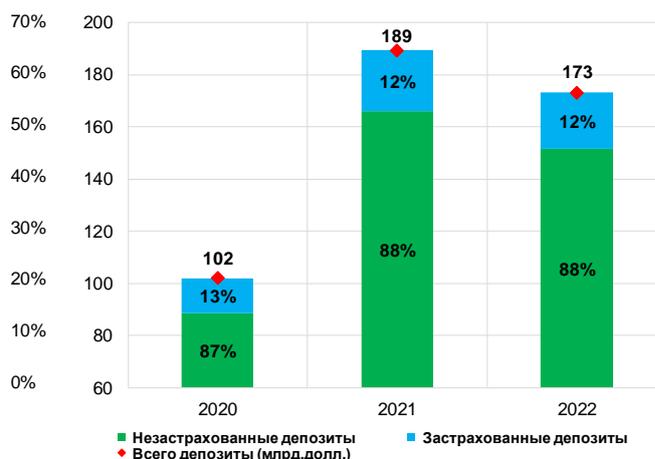
В США коммерческие банки имеют на балансе большой объем вложений в долгосрочные облигации, и резкое повышение процентных ставок Федеральной резервной системой (ФРС) привело к снижению рыночной цены этих облигаций. В результате затраты на переоценку облигаций увеличили убытки банков и ухудшили их финансовое состояние. Аналогичная ситуация наблюдалась в «Silicon Valley Bank» (SVB) в США.

SVB имеет 40-летнюю историю в США и являлся 16-м крупнейшим банком по размеру активов на начало года. Банк в основном финансировал стартап-проекты, связанные с венчурным капиталом, технологическими и медико-биологическими компаниями, и такая высокая концентрация сказывалась на деятельности банка.

**Рис.1. Динамика и структура активов SVB**



**Рис.2. Динамика и структура депозитов SVB**



Источник: финансовые отчеты SVB (<https://www.svb.com/>)

После пандемии депозитная база SVB росла высокими темпами, а депозитный портфель увеличился в 2,8 раза за последние 3 года. Эти средства банк инвестировал в основном в ценные бумаги, и объем ценных бумаг на балансе за последние 3 года увеличился в 4,2 раза (рис. 1).

На фоне ужесточения денежно-кредитных условий в экономике США, рынок венчурного капитала ослаб, и объем финансирования венчурных проектов снизился с 94 млрд долларов в IV квартале 2021 года до 36 млрд долларов в соответствующем периоде 2022 года. Несмотря на снижение активности на рынке, клиенты SVB продолжали тратить деньги, что привело к значительному оттоку депозитов.

Для улучшения ситуации с ликвидностью SVB начал продавать свои ценные бумаги в убыток, и 8 марта текущего года для укрепления своего баланса объявил о выпуске дополнительных акций на сумму в 2,25 млрд долларов США. Из-за паники среди инвесторов цена акций банка резко упала, и только 9 марта

были сняты депозиты на сумму более 42 млрд долларов США. Это связано с тем, что 88% банковских депозитов были негарантированными<sup>2</sup> депозитами (рис. 2).

Аналогичная ситуация наблюдалась в Signature Bank (SB), где криптоактивы составляли большую часть инвестиционного портфеля банка, а крах криптокомпании FTX (в ноябре 2022 года) ухудшил финансовое положение банка. В связи с крахом SVB депозиты были изъяты и в этом банке, и ликвидность банка не могла покрыть большой отток депозитов.

В результате 10 марта SVB подала заявление о банкротстве, а 12 марта – SB. SVB был передан в доверительное управление Федеральной корпорации по страхованию вкладов. Согласно совместному заявлению Минфина США, Федеральной резервной системы и Федеральной корпорации по страхованию депозитов, все вкладчики этих двух банков смогут снимать свои средства с 13 марта.

В свою очередь, чтобы не допустить, приобретения этой проблемой системного значения, ФРС ввела «Программу срочного банковского финансирования» для предоставления дополнительных средств депозитным учреждениям для удовлетворения спроса вкладчиков, и в соответствии с ней было объявлено, что ликвидность будет предоставляться по «ставке овернайт + 0,1%» на срок до 1 года под гарантию по номинальной стоимости ценных бумаг.

Позже, чтобы эффективно организовать ликвидацию этих банков, кредитный портфель SVB на 72 млрд долларов был продан First Citizens Bank с депозитами на 56 млрд долларов (скидка 23%). Кредитный портфель SB на сумму 70 млрд долларов был продан JP Morgan Chase с 60 млрд долларов в виде депозитов и 2,5 млрд долларов в виде денежных средств и выплат акциями (скидка 11%).

Credit Suisse (CS) — глобально системно значимый банк, проблемы которого начались намного раньше. В 2021 году крах инвестфондов Archegos и Greensill Capital, являющихся клиентами банка, обошелся банку в 5 млрд долларов, вызвав убыток. Также к концу 2022 года из-за снижения рыночной стоимости активов банка и ухода его крупных клиентов зафиксирован убыток почти 8 млрд долларов.

Рыночная стоимость акций банка резко упала в марте после того, как крупнейший акционер банка, Национальный банк Саудовской Аравии, объявил, что не будет делать никаких дальнейших инвестиций.

Из-за системной важности банка Национальный банк Швейцарии объявил о выделении 54 млрд долларов и поддержке ликвидности. Однако из-за продолжающегося оттока депозитов, по инициативе Национального банка Швейцарии, банк полностью продан «Юнион Банку Швейцарии» за 3,5 млрд долларов США.

Эти проблемы, возникшие в банковских системах США и Швейцарии, привели к увеличению рисков финансовой стабильности и возникновению повестки дня для макропруденциальной политики. Несмотря на оперативные меры, принятые центральными банками этих двух стран, сохраняется вероятность финансовой нестабильности и мирового банковского кризиса.

<sup>2</sup> Депозиты до 250 000 долларов США полностью гарантированы Федеральной корпорацией страхования депозитов США, а депозиты выше этой суммы считаются «негарантированными депозитами».

### Инфляция основных торговых партнеров

В Казахстане и Турции, которые являются основными торговыми партнерами нашей страны, наблюдалась высокая инфляция, напротив, в Китае и России эти показатели формируются в пределах целевых показателей.

**Рис. 1. Динамика курсов валют основных торговых партнеров (январь, 2023 = 100)** **Рис.2. Уровень ключевых ставок основных торговых партнеров, %**



Источник: МВФ, апрель 2023 года



Источник: Центральные банки соответствующих стран

Уровень инфляции в России в марте был ниже 4% в годовом выражении из-за эффекта высокой базы предыдущих лет. По мнению Банка России, снижение инфляции до этого уровня носит временный характер и рост цен будет усиливаться в ближайшие месяцы под влиянием сохраняющегося повышательного давления. По итогам года ожидается, что уровень инфляции будет выше целевого (5-7%).

Хотя в марте инфляция в Казахстане несколько снизилась, инфляционные риски оставались высокими. В связи с этим изменения, связанные с климатическими условиями, а также удорожание транспортных услуг вызывают продовольственную и непродовольственную инфляцию.

В то же время растут опасения по поводу дальнейших инфляционных эффектов в Казахстане. В частности, увеличение цен на регулируемые товары и услуги и их первичные и вторичные эффекты, а также ожидания увеличения государственных расходов могут создать дополнительное инфляционное давление.

На данный момент прогнозируется продолжение снижения уровня инфляции до конца года в контексте устранения эффекта высокой базы прошлого года и смягчения внешнего инфляционного давления.

В первом квартале 2023 года годовой уровень инфляции в Турции снизился. В основном это объясняется снижением цен практически на все группы товаров и услуг за счет эффекта высокой базы предыдущего года.

Инфляция в Китае формируется на стабильно низком уровне. Снятие в начале года ограничений, связанных с пандемией, может стать одним из факторов, стимулирующих экономическую активность. Это, в свою очередь,

поддерживает потребительский спрос и оказывает определенное давление на цены. Однако резких инфляционных рисков в ближайшей и среднесрочной перспективе нет.

Текущий относительно низкий уровень инфляции позволяет Народному банку Китая поддерживать благоприятную и мягкую денежно-кредитную среду для поддержки экономической активности.

## IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

В первом квартале 2023 года в экономике сложились умеренно жесткие денежно-кредитные условия, на фоне сохранения основной ставки Центрального банка на уровне 15% годовых до середины марта, и ее снижения до 14% годовых на заседании правления 16 марта, с учетом ожидаемой понижительной динамики инфляции.

В этот период увеличение государственных расходов является одним из основных факторов, повышающих ликвидность банковской системы, а в связи с резким ростом спроса на внутреннем валютном рынке интервенции Центрального банка способствовали снижению ликвидности. В результате объем дополнительной ликвидности в системе в течение квартала снизился, а это, в свою очередь, служит снижению влияния монетарных факторов на инфляцию.

На денежном рынке также наблюдался значительный рост активности банков, а средневзвешенные процентные ставки по депозитным операциям в течение квартала формировались в пределах процентного коридора. В то же время с марта увеличилось количество операций на рынке межбанковского РЕПО, а банки стали требовать обеспечение по операциям взаимного обмена ликвидностью. Увеличение активности на этих рынках способствует повышению эффективности решений Центрального банка по основной ставке для денежного рынка, а затем и экономики.

В течение квартала обменный курс сума по отношению к доллару США был относительно стабильным и обесценился на 1,9%. В результате небольшое укрепление реального эффективного обменного курса также способствует поддержанию умеренно жестких денежно-кредитных условий.

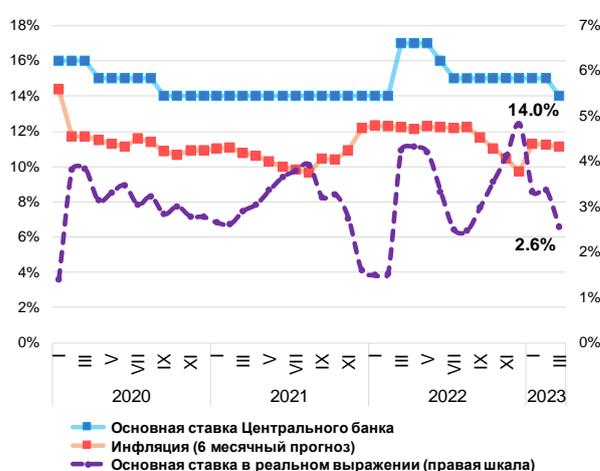
В целом сохранение сберегательной активности населения, сбалансированный рост кредитных вложений в экономику и устойчивая динамика курса национальной валюты служат минимизации влияния монетарных факторов на инфляцию за счет обеспечения умеренно жестких реальных денежно-кредитных условий в экономике.

## 4.1. Меры денежно-кредитной политики и их трансмиссия на денежный рынок

На заседании правления в январе 2023 года с учетом рисков и неопределенностей, связанных с существующими инфляционными факторами и внешнеэкономическими условиями, основная ставка Центрального банка была оставлена без изменений. На заседании в марте основная ставка была снижена до 14% в связи с укреплением уверенности в нисходящей тенденции прогноза инфляции, характеристик некоторых инфляционных факторов, снижения инфляционных ожиданий населения и повышения вероятности формирования инфляции внутри прогнозного коридора 8,5-9,5% к концу года.

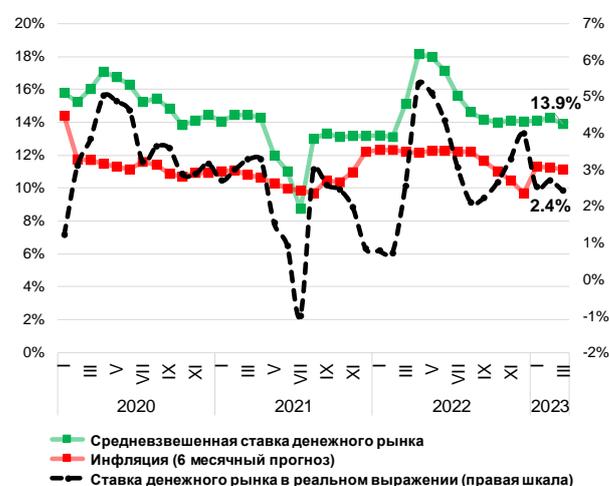
В результате реальный уровень основной ставки Центрального банка, рассчитанный на основе прогноза инфляции на следующий период, снизился в марте до 2,6% и служит обеспечению умеренно жестких денежно-кредитных условий (рис. 4.1.1).

**Рис.4.1.1. Номинальная и реальная динамика основной ставки Центрального банка<sup>3</sup>**



Источник: Центральный банк

**Рис.4.1.2. Номинальная и реальная динамика ставок межбанковского денежного рынка**

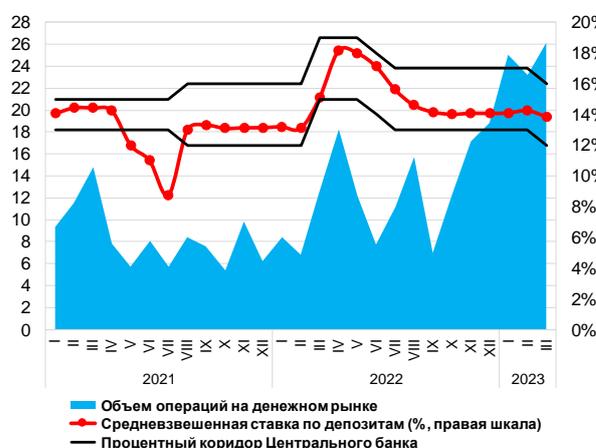


Источник: Центральный банк

Трансмиссия решения по основной ставке в процентные ставки денежного рынка была несколько более быстрой, и рыночные процентные ставки также снизились на 1 процентный пункт за последнюю декаду марта и составили в среднем 13,9% в марте. В течение отчетного периода процентные ставки на денежном рынке колебались в районе 2,5% в реальном выражении, формируя диапазон, достаточный для обеспечения умеренно жестких условий (рис. 4.1.2).

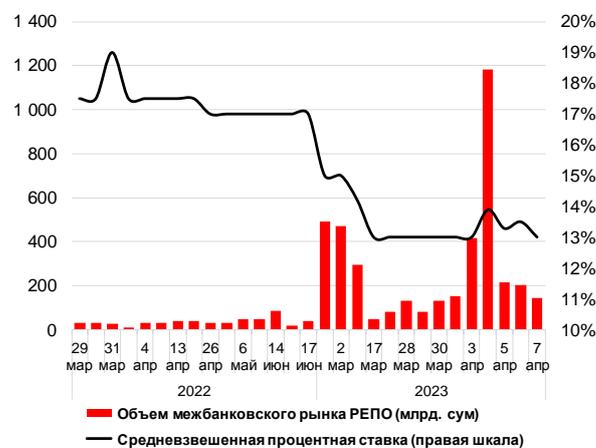
<sup>3</sup> Реальные процентные ставки рассчитываются на основе прогноза уровня инфляции через 6 месяцев (с использованием модели ARIMA)

**Рис.4.1.3. Объем операций денежного рынка, трлн сумов и процентные ставки**



Источник: Центральный банк

**Рис.4.1.4. Объем операций на межбанковском рынке РЕПО, млрд сумов и процентные ставки**



Источник: Центральный банк

В первом квартале текущего года значительно возросла активность коммерческих банков на межбанковском денежном рынке. В частности, за квартал совершено операций на 74,3 трлн сумов или в 1,5 раза больше по сравнению с последним кварталом прошлого года (в 2,7 раза больше по сравнению с соответствующим периодом 2022 года). Активность банков на денежном рынке объясняется снижением объема дополнительной ликвидности и повышением эффективности управления ликвидностью в банках (рис. 4.1.3).

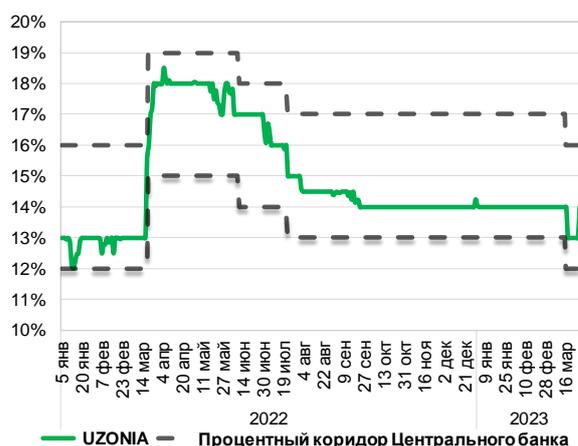
Вместе с тем, в течение отчетного периода наблюдался значительный рост активности банков на рынке РЕПО, составивший 1,9 трлн сумов (в 2022 году осуществлено операций РЕПО на сумму 531 млрд сумов). Средневзвешенная процентная ставка на рынке межбанковского РЕПО в марте составила 13,9% (рис. 4.1.4).

Бенчмарк ставка “UZONIA” сформировалась на уровне, близком к основной ставке, полностью в границах процентного коридора в течение отчетного периода. Формирование “UZONIA” на уровне несколько ниже основной ставки наблюдалось практически без колебаний, что объясняется высоким объемом общей ликвидности и ценообразованием банков (рис. 4.1.5).

В свою очередь, динамика срочных ставок “UZONIA” также скорректировалась к изменению основной ставки. В частности, 7-дневные и 30-дневные ставки “UZONIA” формировались близко к процентным ставкам овернайт и находились в диапазоне 14-14,1% до

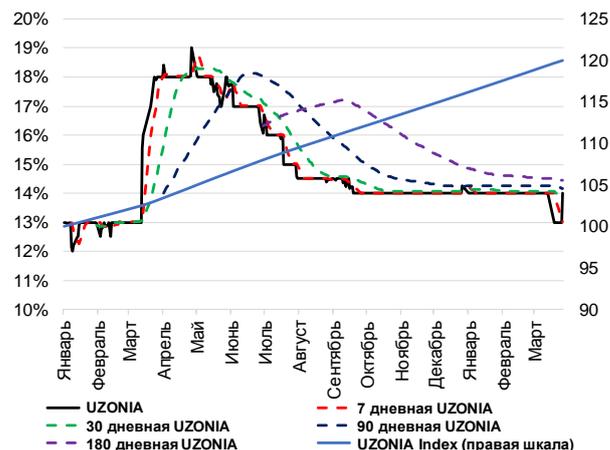
момента снижения основной ставки. 90- и 180-дневные ставки “UZONIA” имели динамику снижения в диапазоне 14-15% за счет изменения основной ставки и ее прежней динамики. Эта ситуация отражает постепенную корректировку долгосрочных процентных ставок в связи со снижением процентных ставок овернайт (рис. 4.1.6.).

**Рис.4.1.5. Динамика бенчмарк ставки UZONIA**



Источник: Центральный банк

**Рис.4.1.6. Формирование срочных ставок UZONIA и индекса UZONIA**



Источник: Центральный банк

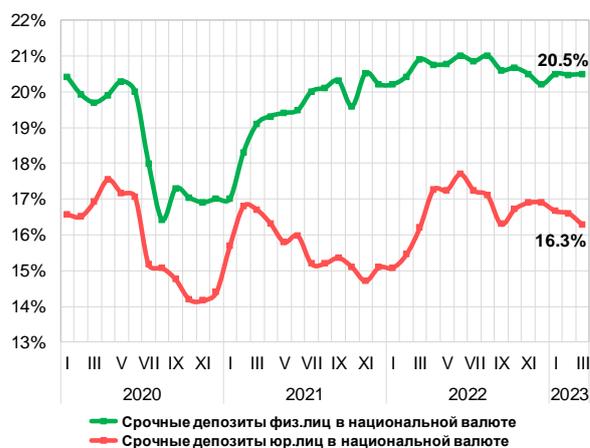
## 4.2. Анализ депозитов и процентных ставок

В первом квартале 2023 года общий объем депозитов в национальной валюте уменьшился на 1,5% (1,5 трлн сумов), а депозиты в иностранной валюте уменьшились на 9,8% (эквивалентно 4,9 трлн сумов). Снижение объема депозитов носит сезонный характер и объясняется резким увеличением спроса на иностранную валюту со стороны юридических лиц для осуществления импортных платежей.

Динамика роста наблюдалась в совокупных депозитах физических лиц, увеличившихся за отчетный период на 3,3% до 60,5 трлн сумов. Депозиты в национальной валюте выросли на 3,6% (1,6 трлн сумов), из них срочные депозиты выросли на 10,8% (2,4 трлн сумов).

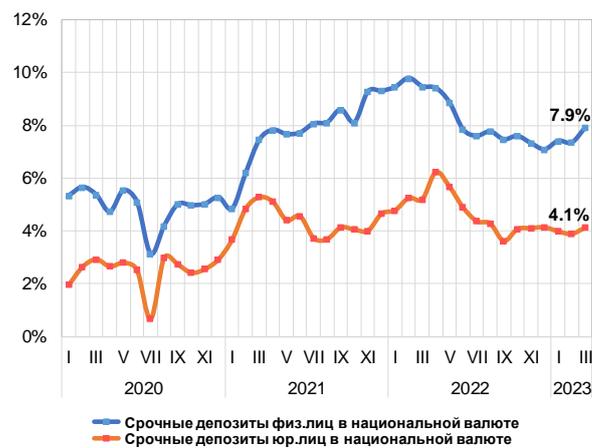
В условиях сложившихся реальных процентных ставок, сформировавшихся по депозитам в национальной валюте, и ожидаемой устойчивой динамики обменного курса валюты прогнозируется продолжение роста депозитов населения в национальной валюте в ближайшие кварталы.

**Рис. 4.2.1. Номинальные процентные ставки по депозитам в национальной валюте**



Источник: Центральный банк

**Рис.4.2.2. Реальные процентные ставки по депозитам в национальной валюте**



Источник: Центральный банк

При этом средневзвешенные номинальные процентные ставки по депозитам физических лиц в марте повысились до 20,5%, а по депозитам юридических лиц – до 16,3% (рис. 4.2.1).

Реальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте (с учетом уровня инфляции) сложились в марте на уровне 7,9% для физических лиц, и 4,1% для юридических лиц (рис. 4.2.2).

Увеличение на 4-5 процентных пунктов реальных процентных ставок по срочным депозитам населения в национальной валюте по сравнению с их инфляционными ожиданиями является одним из основных факторов, повышающих сберегательную активность и балансирующих совокупное потребление.

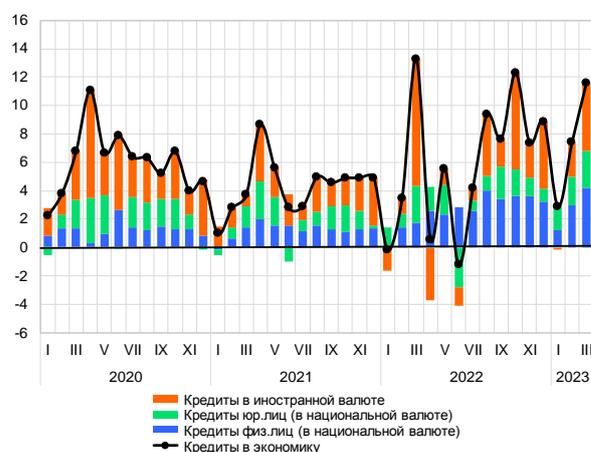
### 4.3. Анализ кредитных вложений и процентных ставок в экономике

В первом квартале 2023 года остаток кредитных вложений в экономику увеличился на 5,4% (21,9 трлн сумов) до 424,9 трлн сумов. Без учета изменения обменного курса рост кредитных вложений составил 4,6%.

Объем кредитных вложений в национальной валюте за квартал увеличился на 6,7% (14,7 трлн сумов), а его доля в общем объеме кредитных вложений составила 55% (рис. 4.3.1). То есть уровень долларизации кредитов составляет 45% на конец квартала, что

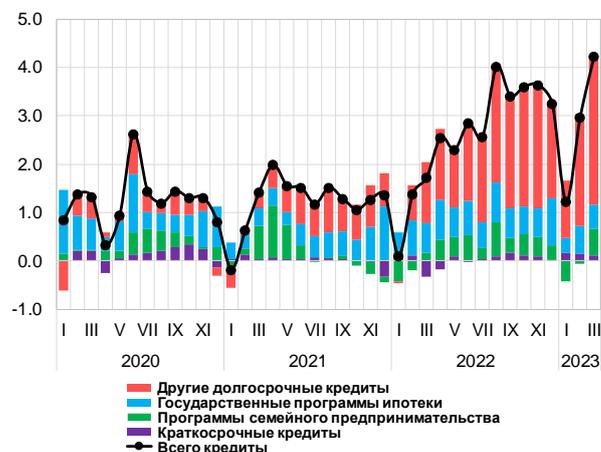
является одним из основных факторов, снижающих эффективность денежно-кредитной политики.

**Рис.4.3.1. Изменение кредитных вложений в экономику и их компонентов, трлн сумов**



Источник: Центральный банк

**Рис.4.3.2. Изменение остатка кредитов физическим лицам, трлн сумов**



Источник: Центральный банк

Остаток кредитов физическим лицам за квартал увеличился на 8,3% (8,4 трлн сумов), а доля розничных кредитов в общем объеме кредитных вложений на конец квартала составила 25,7% (рис. 4.3.2).

Всего за первый квартал 2023 года коммерческими банками в экономику было выделено 53,6 трлн сумов или на 42% (15,8 трлн сумов) больше кредитов по сравнению с соответствующим периодом 2022 года. При этом кредиты физическим лицам увеличились в 1,8 раза, а относительно высокую долю имели автокредиты, ипотечные кредиты и микрозаймы, выданные населению.

В формировании процентных ставок по кредитам основными факторами являются уровень инфляции, цена ресурсов на денежном рынке, инфляционные ожидания хозяйствующих субъектов и формируемые на их основе процентные ставки по депозитам.

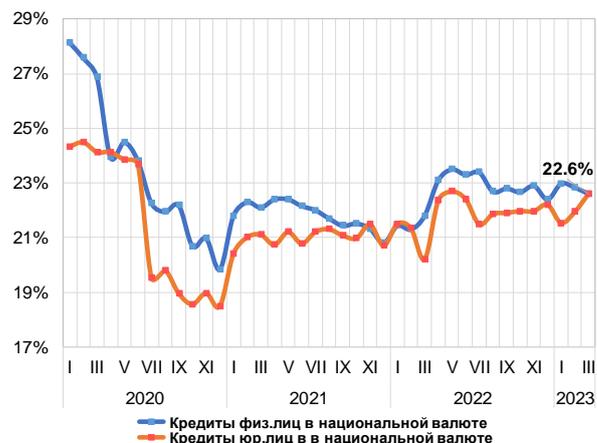
В течение квартала процентные ставки по кредитам в национальной валюте формировались в диапазоне 21-23%. В частности, в марте средневзвешенная процентная ставка по краткосрочным кредитам в национальной валюте составила 22,1%, по долгосрочным кредитам 22,8% (рис. 4.4.3.).

**Рис.4.3.3. Номинальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте**



Источник: Центральный банк

**Рис.4.3.4. Номинальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте**



Источник: Центральный банк

В свою очередь, в марте средневзвешенная процентная ставка по кредитам физическим и юридическим лицам в национальной валюте составила 22,6% (рис. 4.4.4).

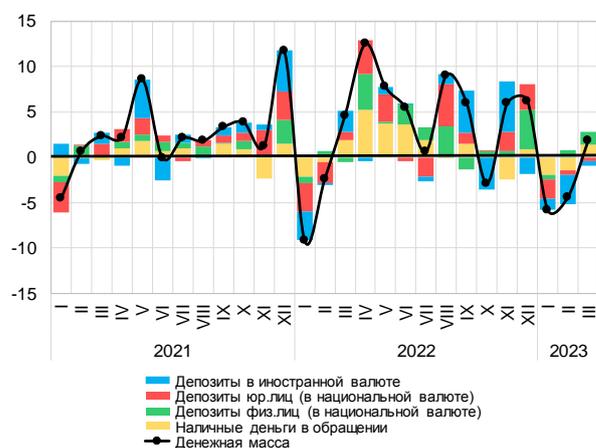
Вставка 7.

**Динамика денежных агрегатов и депозитов**

В первом квартале 2023 года общая денежная масса сократилась на 4,4% до 180,8 трлн сумов. Сокращение денежной массы носит сезонный характер, при этом в первом квартале 2020 года не наблюдалось роста денежной массы, в аналогичном периоде 2021-2022 годов сокращение денежной массы равнялось 1,4% и 4,7% соответственно (рис. 1).

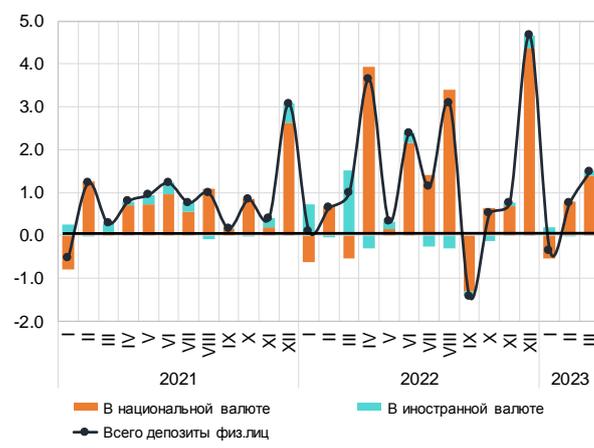
За квартал объем наличных денег в обращении уменьшился на 4,5%, а их доля в общей денежной массе составила 22,3%. Сокращение количества наличных денег в обращении также считается сезонным. Обычно в первом квартале года спрос населения на наличные деньги несколько снижается, а в последующие кварталы восстанавливается. Для сравнения, в первом квартале 2021-2022 годов объем наличных денег в обращении уменьшился на 9,6% и 2,8% соответственно.

**Рис.1. Изменение денежной массы и ее компонентов, трлн сумов**



Источник: Центральный банк

**Рис.2. Изменение депозитов населения и их компонентов, трлн сумов**



Источник: Центральный банк

За квартал депозиты юридических лиц в национальной валюте также уменьшились на 6%, а темп сокращения был почти в 2 раза ниже, чем за аналогичный период прошлого года (11,1%). Данное снижение объясняется значительным увеличением объема покупок иностранной валюты юридическими лицами в целях осуществления платежей по импорту и внешнему долгу. При этом депозиты в иностранной валюте направлялись непосредственно на платежи по импорту, а депозиты в национальной валюте служили для финансирования внешней торговли и погашения долга путем конвертации. В результате депозиты юридических лиц в иностранной валюте снизились на 15,9% или 515 млн долларов без учета влияния валютного курса.

В структуре денежных агрегатов наблюдалась динамика роста депозитов населения. Депозиты в национальной валюте за январь-март увеличились на 3,6%, а срочные – на 10,8%. Годовой темп роста срочных депозитов составил 1,7 раза (рис. 2).

Высокие темпы роста депозитов населения, наблюдаемые в последние 2-3 года, связаны с высокими реальными процентными ставками по депозитам в национальной валюте, стабилизацией уровня инфляции и относительно стабильным формированием курса национальной валюты. Кроме того, введение

большинством коммерческих банков удобных мобильных приложений после пандемии позволяет жителям удаленно управлять своими сбережениями.

В целом со второй половины 2022 года в связи с ужесточением внешних финансовых условий ускорилось привлечение внутренних ресурсов коммерческими банками, что проявляется в высоких темпах роста депозитов и общей денежной массы. В частности, за последние 2 года ежегодный прирост денежной массы составлял около 30%.

В текущем году ожидается увеличение денежной массы на 18-20% при сбалансированном увеличении объема наличных денег в обращении, сохранении высоких темпов роста объема срочных депозитов. После сезонного сокращения в первом квартале года существует высокая вероятность того, что тенденция роста вернется в ближайшие кварталы.

Динамика импорта и спрос на иностранную валюту являются одними из основных факторов, определяющих динамику депозитов юридических лиц, тогда как сберегательная активность физических лиц зависит от формирования инфляции, курса и процентных ставок по депозитам.

## V. СРЕДНЕСРОЧНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ

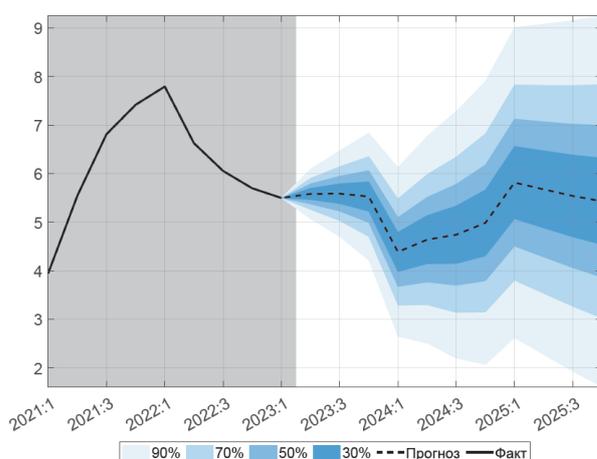
### 5.1. Ожидаемые внутренние макроэкономические процессы

На основе статистических данных по итогам первого квартала 2023 года, уровня экономической активности, прогнозов развития экономик основных торговых партнеров, ожиданий мировых цен на основные экспортно-импортные товары и их влияния на экономику страны Центральным банком были пересмотрены среднесрочные прогнозы макроэкономического развития.

Согласно базовому прогнозу начала года, в первом квартале текущего года ожидалось некоторое замедление роста реального ВВП и к концу года он должен был составить около 4,5-5%. Вероятное замедление экономического роста в первом квартале объяснялось сезонными факторами, в том числе некоторым снижением экономической и потребительской активности в начале каждого года, влиянием аномальных погодных условий на производственные процессы.

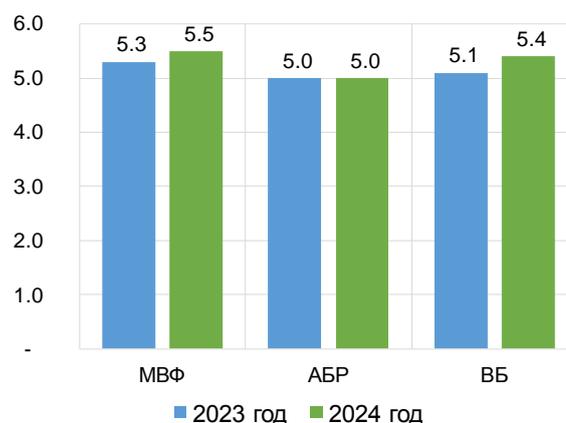
Однако этот «негативный» разрыв в производстве был несколько сокращен за счет роста экономической активности в феврале-марте, действенных мер правительства по дальнейшей поддержке отраслей экономики, высокого роста объема выделяемых кредитов.

**Рис. 5.1.1. Прогноз реального роста ВВП, %**



Источник: Центральный банк

**Рис. 5.1.2. Прогнозы международных финансовых институтов по росту ВВП, %**



Источник: МВФ, Всемирный банк, АБР

Центральный банк с учетом текущих показателей экономической активности и влияющих на нее факторов к концу 2023 года прогнозирует рост реального ВВП на 1,0-1,5 процентных пункта выше базового сценария (4,5-5,0%), представленного в «Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024-2025 годов» (рис. 5.1.1).

Международные финансовые организации также обновили свои прогнозы роста стран с учетом текущих экономических условий. В частности, согласно «Перспективам развития мировой экономики» Международного валютного фонда за апрель 2023 года, ожидается, что экономика Узбекистана вырастет на 5,3% в 2023 году и на 5,5% в 2024 году (рис. 5.1.2).

В текущем году ожидается, что основными факторами, поддерживающими экономический рост, станут увеличение доходов населения, увеличение объема иностранных инвестиций и последовательное продолжение процесса приватизации.

Ожидается, что экономический рост достигнет своего потенциала, поскольку в ближайшие годы «отрицательный» разрыв объема производства сократится.

В 2023 году внешнеторговый оборот останется стабильным, объем экспорта (без золота) вырастет на 13-17%, а объем импорта - на 14-15%.

Центральный банк внимательно следит за состоянием национальной экономики и внешнего сектора и актуализирует среднесрочные прогнозы макроэкономических показателей с учетом происходящих изменений.

## **5.2. Прогноз инфляции и меры денежно-кредитной политики**

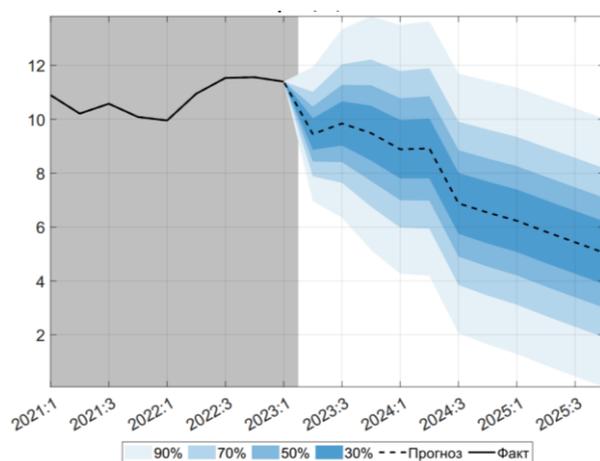
Начиная с текущего года на фоне смягчения внешних рисков усиливающиеся эффекты импортной инфляции в нашей стране стали снижаться, и наблюдается относительное замедление инфляционных показателей.

Несмотря на то, что балансировка конъюнктуры внешнего рынка является положительной ситуацией в плане снижения цен, высокий потребительский спрос в стране и проблемы с поставками продовольственных товаров позволяют сделать вывод о сохранении внутренних рисков инфляции.

Значительные фискальные стимулы, реализованные в 2022 году, и резкое увеличение объемов денежных переводов, поступающих в экономику, а также продолжающийся в текущем году значительный рост потребительских кредитов будут основными факторами, стимулирующими совокупный спрос до конца года.

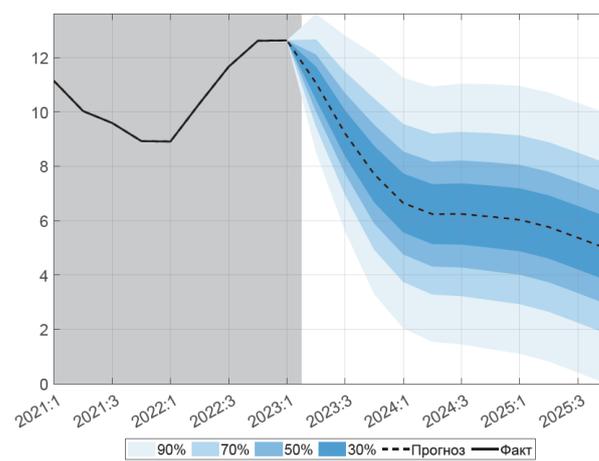
Согласно прогнозам, уровень инфляции к концу текущего года ожидается в диапазоне 8,5-9,5%, в рамках базового сценария, представленного в «Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024-2025 годов» (рис. 5.2). Снижение внешних и внутренних инфляционных рисков в ближайшие годы послужит формированию уровня инфляции в пределах целевого показателя.

**Рис.5.2.1. Прогноз общего уровня инфляции, %**



Источник: Центральный банк

**Рис.5.2.2. Прогноз уровня базовой инфляции, %**



Источник: Центральный банк

Прогнозируется приближение уровня базовой инфляции к целевому уровню инфляции в ближайшие годы за счет стабилизации импортируемой инфляции и производственных затрат предприятий в экономике являющихся одними из основных факторов, влияющих на базовую инфляцию (рис. 5.2.2).

С другой стороны, сохраняющаяся неопределенность в отношении будущего состояния инфляционных процессов в мире и основных торговых партнерах, и в то же время дефицит факторов предложения может вызвать краткосрочные колебания цен в стране.

Значительное превышение базовой инфляцией уровня общей инфляции, свидетельствует о том, что инфляционное давление носит более долгосрочный характер и что денежно-кредитные условия

должны поддерживаться на умеренно жестком уровне в течение более длительного периода времени.

Исходя из этого, до конца текущего года Центральный банк сохранит сложившуюся динамику денежно-кредитных условий, при этом необходимо обеспечить положительный уровень реальных процентных ставок на денежном рынке не ниже 2-3%. В этом случае при снижении уровня инфляции могут быть приняты решения о снижении номинальных ставок.

И наоборот, в случае значительного усиления инфляционного давления из-за внешних или внутренних экономических шоков Центральный банк примет меры по дальнейшему ужесточению денежно-кредитных условий. Вместе с тем, вероятность таких инфляционных рисков при базовом сценарии макроэкономического развития является достаточно низкой.

## Вставка 8.

**Основные условия, применяемые для прогноза  
внешнеэкономической конъюнктуры**

- Во II полугодии 2023 года ситуация на мировых рынках будет относительно стабилизирована, при этом ожидается некоторое замедление экономической активности на фоне того, что в полной мере эффект от ужесточения монетарных условий проявится в ближайшие кварталы.
- Диапазон цен золота был пересмотрен до 1850-1950 долларов за унцию в связи с сохраняющимися рисками в банковском секторе развитых стран и негативными ожиданиями инвесторов.
- Во второй половине 2023 года прогнозируется незначительное снижение цен на нефть и стабильный рост цен на медь в условиях замедления роста мировой экономики и более медленного, чем ожидалось, восстановления экономики Китая.
- Ожидается, что индекс цен на продовольствие (ФАО) стабилизируется на текущем уровне, а влияние мировых цен на продовольствие на внутренние цены сохранится в течение некоторого времени.
- Внешнеэкономические связи с основными торговыми партнерами будут продолжаться в нынешних тенденциях. В то же время постепенное восстановление внутреннего частного потребления в Китае может положительно сказаться на объеме экспорта Узбекистана.
- Инфляционные процессы замедляются в России, Казахстане и Турции. Прогноз Банка России по уровню инфляции на конец 2023 года составляет 4,5-5,5%, Национального банка Казахстана 9-12%, Центрального банка Турции 22,3%. Уровень инфляции в Китае несколько ускорится в результате увеличения совокупного спроса, но по-прежнему будет колебаться около 3%.
- Сохранение курса российского рубля на текущем уровне (75-80 руб/долл.), сохранение курса казахского тенге в первом квартале и незначительное снижение курса турецкой лиры в результате мягкой денежно-кредитной политики.
- Отсутствие ожиданий относительно давления на тренд РЭОК и относительно стабильное формирование реального эффективного курса.

© Центральный Банк Республики Узбекистан, 2023

---

*Подготовлено Департаментом денежно-кредитной политики.*

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

*Предложения и замечания можно направить по адресу:*

*e-mail: [achilov@cbu.uz](mailto:achilov@cbu.uz)*

*тел.: (+998) 71 212-60-22*