



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

ОБЗОР ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

за IV квартал 2020 года

Ташкент 2020 г.

СОДЕРЖАНИЕ

I. РЕЗЮМЕ	3
II. ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ	8
2.1. <i>Динамика инфляции и достижение целевых показателей</i>	8
2.2. <i>Анализ темпов и факторов изменения цен</i>	12
2.3. <i>Инфляционные ожидания</i>	16
III. ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	20
3.1. <i>Внешние экономические условия</i>	20
3.2. <i>Внутренние экономические условия</i>	26
IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	30
4.1. <i>Основные показатели межбанковского денежного рынка</i>	30
4.2. <i>Инструменты денежно-кредитной политики</i>	33
4.3. <i>Анализ объема и процентных ставок депозитов</i>	34
4.4. <i>Анализ динамики и процентных ставок кредитных вложений в экономику</i>	37
V. ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ	46
5.1. <i>Ожидаемые тенденции роста экономики</i>	46
5.2. <i>Прогноз уровня инфляции и основные факторы достижения целевых показателей</i>	50
5.3. <i>Риски и неопределенности</i>	53
ГЛОССАРИЙ	55

I. РЕЗЮМЕ

Правление Центрального банка 21 января 2021 года приняло решение сохранить основную ставку без изменений, на уровне 14% годовых. Данное решение принято в целях формирования условий для дальнейшего снижения инфляции, сохранения в экономике положительного уровня реальных процентных ставок, а также создания благоприятных условий для продолжения восстановления экономической активности.

Инфляция и инфляционные ожидания. Со второй половины 2020 года относительная стабильность регулируемых цен, сдержанность потребительского спроса и, в целом, изменившиеся макроэкономические условия способствовали замедлению годовых темпов прироста цен и по итогам года уровень инфляции составил **11,1%**, опустившись с **15,2%** в 2019 году.

Наибольший вклад в инфляцию – **6,5 п.п.** внес рост цен на продовольствие. Инфляция данной группы товаров оставалась существенно выше общей и по итогам года составила **15,3%**.

Повышательное давление на продовольственную инфляцию в основном оказывали сезонные факторы, устойчивый спрос на данную группу товаров, повышательная динамика цен на мировых рынках продовольствия и в странах основных торговых партнерах. Наиболее значительный эффект оказало повышение цен на базовые продукты питания. В частности, цены на картофель выросли на – 42%, яйца – 37,6%, растительное масло – 31,9%, сахар – 21%, мясопродукты – 18,1% и хлебопродукты – 15,2%.

Темпы роста цен на непродовольственные товары и услуги в 2020 году были значительно ниже общего уровня и составили **8,8%** и **7,1%**, соответственно.

Годовой уровень базовой инфляции в декабре продолжил формироваться выше общего роста цен, незначительно ускорившись до **11,7%**, отражая тенденции роста цен на продовольственные товары и относительной стабильности регулируемых цен.

В течение 2020 года под влиянием возросшей неуверенности и неопределенности наблюдался относительный рост инфляционных ожиданий населения и субъектов предпринимательства. Пики всплесков пришлись на апрель и июль, тогда, как в августе ожидания снизились

и зафиксировались на уровне **17-18%** для населения и **18-19%** - для субъектов предпринимательства, что указывает на незаякоренность инфляционных ожиданий.

В странах-основных торговых партнерах также был отмечен рост и незаякоренность ожиданий, что отражает глобальные процессы возросшей волатильности цен на продовольственные товары и неуверенности экономических агентов в отношении будущих тенденций.

Экономическая активность. В IV квартале 2020 года продолжилась тенденция к восстановлению экономики. По итогам года ожидаются положительные темпы роста по большинству макроэкономических и отраслевых индикаторов.

По предварительным расчетам рост ВВП по итогам 2020 года превысит базовые прогнозы Центрального банка (1-1,5%).

Это в первую очередь обусловлено ростом промышленного производства на **0,1%** за январь-ноябрь 2020 года (против падения на 2,7% в январе-сентябре), розничного товарооборота – на **2,4%**, приростом в секторе услуг и строительства на **2,2%** и **8,7%**, соответственно.

Кроме того, альтернативные индикаторы также указывают на определенное превышение прогнозов основных макроэкономических показателей. В частности, общий объем сделок на Республиканской товарно-сырьевой бирже в III-IV кварталах устойчиво возрастал. В IV квартале данный показатель вырос в **1,3 раза** по сравнению с соответствующим кварталом 2019 года.

Суммарное количество транзакций через межбанковскую платежную систему в IV квартале выросло на **17,1%** по сравнению с предыдущим кварталом. Объемы поступлений выручки и в сфере торговли и платных услуг также выросли на **19,7%** к III кварталу 2020 года.

Результаты проводимых Центральным банком опросов по изучению экономической активности и деловых настроений показывают улучшение их индексов в III-IV кварталах после снижения в июле 2020 года.

Денежно-кредитные условия. В 2020 году в экономике сохранились положительные реальные процентные ставки.

Средневзвешенная процентная ставка межбанковского денежного рынка в декабре составила **14,4%** и формировалась в границах процентного коридора с положительным спредом к основной ставке.

Разница между среднедневным оборотом денежных средств и их остатком на корреспондентских счетах банков (ликвидность) в 2020 году сократилась на **38%** по сравнению с 2019 годом, что указывает на повышение эффективности распределения ликвидности и увеличение оборотов денежного рынка.

В частности, среднемесячный объем транзакций денежного рынка в IV квартале 2020 года достиг **7,5 трлн. сумов**, что на **44%** больше показателя III квартала 2020 года.

В 2020 году общий объем депозитов в национальной валюте вырос на **25%** (9,6 трлн. сумов), в том числе депозиты физических лиц увеличились на **31,6%** (4,1 трлн. сумов).

Ставки по депозитам физических лиц в национальной валюте по итогам года сформировались на уровне **17%**, а юридических лиц - **14,4%**. Учитывая замедление темпов инфляции, реальные процентные ставки по депозитам в течении всего года находились на уровне около **5%** для физических лиц и **3%** – для юридических лиц.

По итогам 2020 года, остаток кредитов в экономике увеличился на **34,3%** или до **280,4 трлн. сумов**. Несмотря на определенные трудности в экономических условиях и временную пролонгацию погашения кредитов, коммерческими банками выделено **127 трлн. сумов** кредитов, что близко к показателю 2019 года.

Средневзвешенные ставки по кредитам в национальной валюте в декабре находились на уровне **18,8%**. При этом, в течение года процентные ставки по краткосрочным кредитам снизились до **18,4%** (снижение на 7,3 п.п.), а долгосрочным кредитам до **19,1%** (на 6,6 п.п.), что отчасти объясняется внедрением механизма приемлемых ставок.

Спрос на иностранную валюту в течение IV квартала складывался на более высоком уровне, что, главным образом, объясняется проявлением отложенного из-за карантинных мер спроса и восстановлением экономической активности. За 2020 год курс сума ослабился на **10,1%**.

К концу 2020 года после мартовского и октябрьского укрепления реальный эффективный обменный курс (РЭОК) сума приблизился

к своему долгосрочному тренду, за счет изменения курсов валют и повышения инфляции в основных торговых партнерах, а также относительного снижения инфляции в республике.

Прогнозы на 2021 год. С учетом показателей IV квартала 2020 года и первой половины января, макроэкономические условия формируются согласно базовому прогнозу Центрального банка.

Фискальное стимулирование и эффекты относительного послабления денежно-кредитных условий в 2020 году, будут способствовать поддержанию экономической активности в первой половине 2021 года со стороны спроса. При этом, рост реального ВВП в 2021 году прогнозируется на уровне **4,5-5,5%**.

Основными драйверами экономики в 2021 год и следующие годы будут структурные изменения и экономические реформы в реальном секторе экономики направленные на развитие конкуренции, улучшение инвестиционного климата и инфраструктуры.

Согласно оценкам, объем кредитных вложений в экономику в 2021 году будет пропорционален росту номинального ВВП – в пределах **16-20%**.

С учетом неизменности регулируемых цен и баланса факторов инфляции ожидается дальнейшее снижение инфляции до **9,0-10,0%** к концу 2021 года.

Необходимо отметить что, требуется определенное время для полной трансмиссии ранее принятых решений по снижению основной ставки, а также адаптации экономики к относительному смягчению денежно-кредитных условий.

По оценкам Центрального банка, текущие **«относительно жесткие»** условия денежно-кредитной политики являются достаточными для поддержания базового прогнозного роста экономики в первой половине 2021 года и обеспечения положительных реальных ставок (на уровне 3-4%) на денежном рынке.

Возможные риски. В ближайшие месяцы сохраняется низкая вероятность преобладания повышающих факторов инфляции в экономике.

В то же время имеются риски, связанные с вероятностью возникновения разовых факторов инфляции и сохранения инфляционных ожиданий на высоком уровне.

Одним из таких рисков в ближайшей перспективе остается рост цен на продовольственные товары. Политика протекционизма, введение ограничительных мер (квот и тарифов) на экспорт основных продовольственных товаров со стороны экспортеров также может привести к удорожанию импорта основных продовольственных товаров.

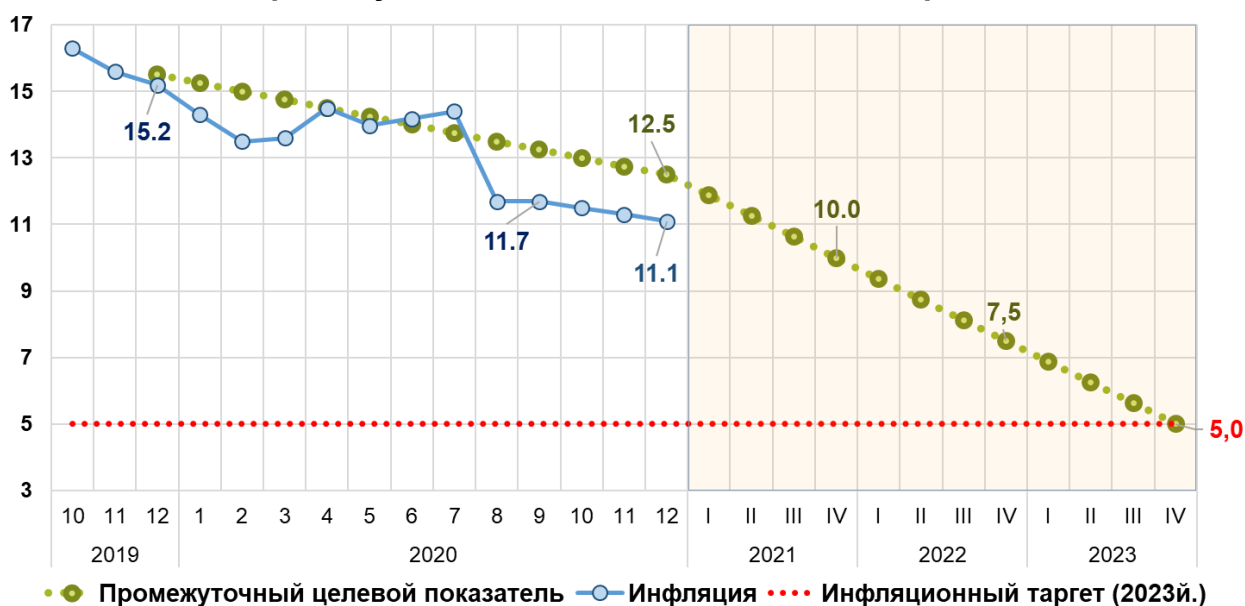
В этой связи, повышение стабильности и устойчивости продовольственных рынков будет во многом зависеть от разработки и реализации комплексной стратегии обеспечения продовольственной безопасности в республике. Важное значение будут иметь меры реагирования по стабильному обеспечению внутреннего рынка необходимым объемом товаров, в том числе за счет диверсификации географии и снижения концентрации импорта базовых продовольственных товаров.

II. ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

2.1. Динамика инфляции и достижение целевых показателей

По итогам 2020 года индекс потребительских цен (ИПЦ) составил **11,1%** годовых. В целом, в течение 2020 года инфляция имела тенденцию к снижению. В частности, в конце 2019 года уровень инфляции составлял **15,2%**, в сентябре-декабре годовая инфляция была ниже промежуточного целевого показателя и формировалась в интервале около **11-12,5%**.

Рис. 2.1.1. Траектория инфляционного таргета и промежуточных целевых показателей инфляции

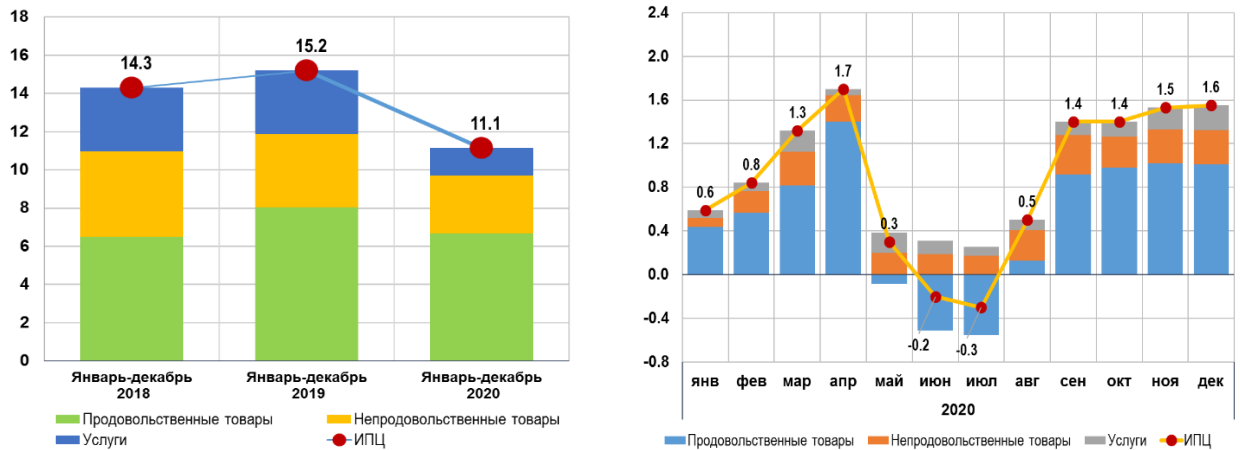


Источник: расчеты Центрального банка

В 2020 году наибольший вклад в годовую инфляцию вносил рост цен продовольственных товаров (**6,5 п.п.**) и непродовольственных товаров (3 п.п.). Вклад увеличение цен на услуги был относительно менее значимым и составил 1,6% п.п.

Анализ месячных темпов изменения инфляции показывает, что месячная инфляция в первые месяцы 2020 года показала тенденцию к росту. В июне-июле из-за сезонного снижения цен на овощи и фрукты месячная инфляция была отрицательной на уровне **-0,2%** и **-0,3%** соответственно, тогда как в сентябре-декабре этот показатель значительно увеличился и составил около **1,4-1,6%**.

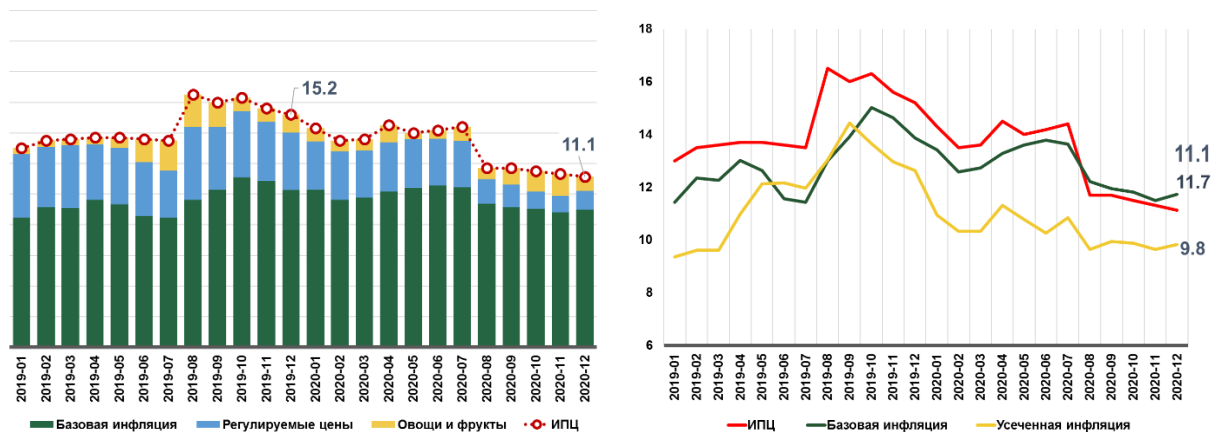
Рис.2.1.2. Общая инфляция и вклады её основных компонентов



Источник: Государственный комитет по статистике, расчеты Центрального банка

Согласно результатам анализа, уровень базовой инфляции в IV квартале 2020 года существенно снизился по сравнению с соответствующим периодом 2019 года с **13,9%** до **11,7%**. В частности, в IV квартале 2019 года вклад базовой инфляции в ИПЦ, составлял **10,7 п.п.**, тогда как в соответствующем периоде 2020 года этот показатель снизился на **1,7 п.п.** и составил **9 п.п.**

Рис.2.1.3. Базовая и усеченная инфляция¹



Источник: Государственный комитет по статистике, расчеты Центрального банка

В то же время в последние месяцы рост цен на регулируемые товары в структуре ИПЦ также значительно замедлился.

¹**Базовая инфляция** – инфляция, рассчитанная без учёта изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят сезонный и административный характер (плодово-овощная продукция, топливо, отдельные услуги пассажирского транспорта, услуги связи, жилищно-коммунальные услуги и др.).

Усеченная инфляция – индекс инфляции рассчитанный с исключением пропорционального количества товаров (услуг) как с наименьшим, так и наибольшим ростом цен.

В частности, в IV квартале 2019 года вклад роста регулируемых цен на товары (услуги) в общую инфляцию составил **4 п.п.**, тогда как в соответствующем периоде 2020 года этот показатель снизился на **2,8 п.п.** и составил **1,2 п.п.**

В анализируемом периоде прослеживается тенденция к снижению усеченной инфляции. При этом в декабре 2020 года годовой показатель усеченной инфляции составил **9,8%**.

Следует отметить, что относительно снижающийся тренд базовой инфляции в 2020 году можно объяснить тем, что при резком падении спроса на непродовольственные товары и услуги в период пандемии коронавируса произошло относительное замедление роста цен на эти товары. Это также объясняется такими факторами, как исчерпание в этом году влияния роста цен на коммунальные услуги, и некоторые регулируемые товары в августе 2019 года.

В то же время относительно стабильное формирование курса национальной валюты после корректировки в апреле 2020 года, оказывающее относительно небольшое давление на рост импортных цен, а также снижение темпов роста кредитных вложений в экономику по сравнению с предыдущими периодами, создали основу для стабильного формирования цен товаров, являющихся компонентами базовой инфляции в 2020 году.

В течение 2020 года одним из основных факторов послуживших снижению базовой инфляции являлось установление нулевых ставок таможенных пошлин и акцизного налога на ввоз основных потребительских товаров в условиях пандемии. При этом, сохранение данных ставок на нулевом уровне до конца 2021 года продолжит оказывать понижающее влияние на инфляцию.

Однако, в августе-декабре 2020 года базовая инфляция формируется выше уровня ИПЦ. Кроме того, повышение регулируемых цен в 2021 году, в частности, повышение тарифов на холодную воду и акцизного налога на топливные продукты и их первичное и вторичное влияние на цены товаров, входящих в структуру ИПЦ, может привести к более высокой, чем ожидалось, базовой инфляции в этом году.

В прошлые годы правительство Китая импортировало продукты питания из Европы и США, в 2020 году вследствие обострения разногласий, Китай расширил географию импорта на другие государства, в частности Россию, Украину, Казахстан и Беларусь.

В результате, возрос спрос на основные продовольственные товары, такие как подсолнечное масло, пшеничная мука и сахар. В свою очередь, это является причиной роста цен на региональном рынке.

Также, несмотря на стабильное предложение продовольственных товаров в мире, некоторые страны вводят ограничения на экспорт продовольственных товаров, в виде квот и таможенных пошлин, что оказывает значительное повышающее влияние на импортные цены данных товаров.

В частности, правительством России определено введение экспортной пошлины на семена подсолнечника. Хотя на экспорт подсолнечного масла не установлены таможенные пошлины, в будущем ожидается, что это окажет повышающее влияние на импортные цены данного продукта.

Согласно данным Ассоциации экспортеров пшеницы России, с 15 февраля по 30 июня т.г. планируется введение квоты на экспорт зерновой продукции (пшеница, рожь, ячмень, кукуруза). Согласно данным планам вводится пошлина на экспорт в объеме квоты, что может оказывать повышающее давление на импортные цены зерна в 2021 году.

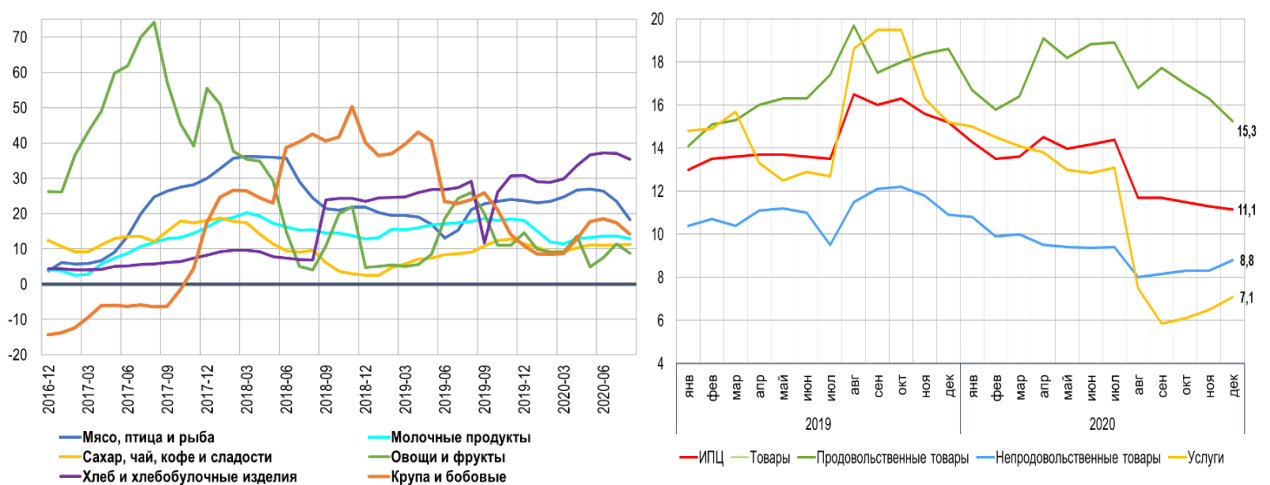
Кроме того, на некоторые товарные группы, в частности сахар сохранение акциза (20%) и таможенной пошлины (20%) в последующие периоды окажет повышающее влияние на рост цен.

В текущий и последующий годы рост цен на продовольственный товары будет одним из проинфляционных рисков. В этой связи, обеспечение стабильности цен на продовольственных рынках во многом будет зависеть от разработки и реализации комплексной стратегии обеспечения продовольственной безопасности.

2.2. Анализ темпов и факторов изменения цен

Результаты анализа отдельных компонентов входящих в состав индекса потребительских цен показывают относительно высокий уровень роста цен **в группе продовольственных товаров** на протяжении 2020 года. Увеличение цен на продукты питания в основном объясняется стабильным спросом на эти товары со стороны населения, а также снижением факторов предложения из-за ограничений, введенных во время пандемии.

Рис.2.2.1. Рост цен продовольственных товаров, входящих в ИПЦ
(в % к соответствующему месяцу)



Источник: Государственный комитет по статистике

Фрукты и овощи выросли на **11,9%** (7,3% в декабре), в том числе фрукты на **16,7%** (4,6% в декабре) и картофель на **42%** (3,2% в декабре).

В структуре продовольственной группы, цены на нижеследующие продукты имели наиболее высокую долю в приросте ИПЦ.

Цены на мясо увеличились в среднем на **3,4%** в IV квартале, и **18,1%** в течение года. Значительный рост цен на мясные продукты был вызван такими факторами, как проявление отложенного спроса из-за ослабления карантинных ограничений со второй половины августа, рост цен на корма, сокращение импорта крупного рогатого скота и мяса из-за карантина.

Кроме того, рост цен на мясо птицы был связан с энергетическими проблемами в результате похолодания, распространением «гриппа» в некоторых районах (Самаркандская и Ташкентская области), и сокращением предложения производителей данной продукции.

Вышеуказанные факторы, а также значительный рост цен на корма для птицы и сезонный рост спроса на яйца привели к увеличению их цены на **37,6%** (**20,6%** в IV квартале). Наиболее существенный рост цен в основном произошел в сентябре-декабре.

В 2020 году на мировых рынках наблюдался рост цен на растительное масло. Это, в свою очередь, привело к подорожанию подсолнечного масла в стране. В частности, в январе-декабре 2020 года цены на масложировые продукты по стране выросли в среднем на **26,9%** (в IV квартале на 15,6%), в том числе на подсолнечное масло на **31,4%** (18 % в IV квартале), на хлопковое масло на **32,3%** (21,1% в IV квартале).

Годовой рост цен на сахар составил **21%** (в IV квартале -14,8%), также из-за роста цен на мировых рынках и сокращения предложения.

Кроме того, из фруктов и овощей рост цен на картофель на **42%** (6 % в IV квартале) оказал наибольшее влияние на годовую инфляцию. В основном это было связано с тем, что в 2020 году пандемия вызвала высокий спрос населения на фрукты и овощи, особенно картофель, а разрыв между старым и новым урожаем на рынках в летний сезон сократил предложение.

В будущем, чтобы смягчить негативное влияние аналогичных сезонных факторов предложения на цены, необходимо будет сосредоточить внимание на выращивании семян картофеля, увеличении их срока годности и улучшении систем хранения, а также достижении договоренностей по производству мяса и картофеля в зарубежных странах для последующей поставки в Узбекистан на основе предварительной контрактации.

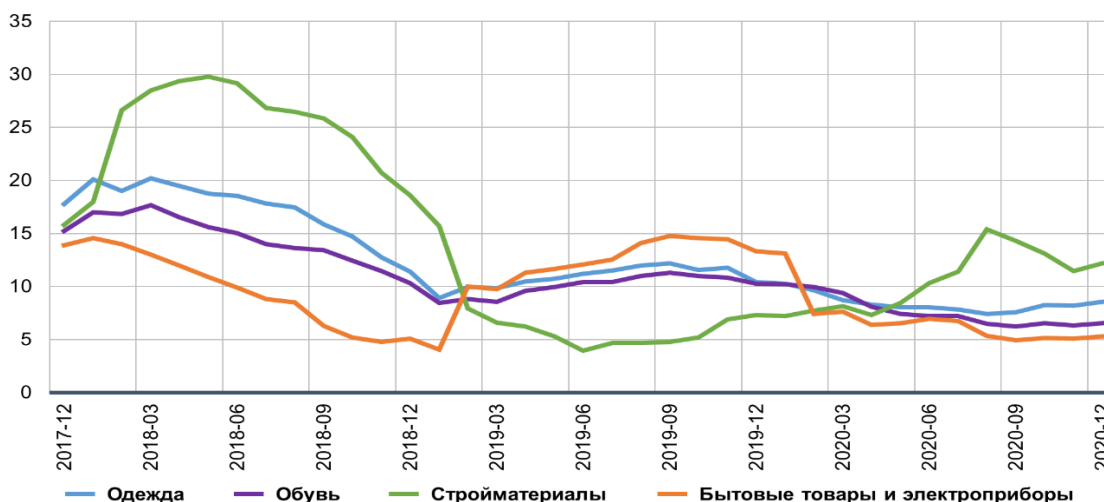
Кроме того, за год подорожали бобовые на **20,5%**, фасоль - на **36,2%**, горох - на **27,6%**, маш - на **25,6%**, пшеничная мука - на **14,8%** и рис - на **13,8%**.

В ближайшие кварталы сохранится давление на цены продуктов питания. При этом, важно не допускать сезонных изменений, в основном за счет повышения эффективности снабжения и хранения, а также создания необходимых запасов фруктов и овощей.

Цены на **непродовольственные товары** в августе-декабре были относительно стабильными, с темпом роста **8,8%** годовых в квартале 2020 года.

В частности, за год строительные материалы подорожали на **11,2%**, медикаменты на **13,3%** (2,4% в IV квартале), средства личной гигиены на **9,2%** (2,6% в IV квартале) и табачные изделия выросли на **11,6%** (2,7% в IV квартале). Цены на автомобильное топливо в октябре-декабре также сильно выросли по сравнению с предыдущими месяцами.

Рис.2.2.2. Рост цен непродовольственных товаров, входящих в ИПЦ
(в% к соответствующему месяцу)



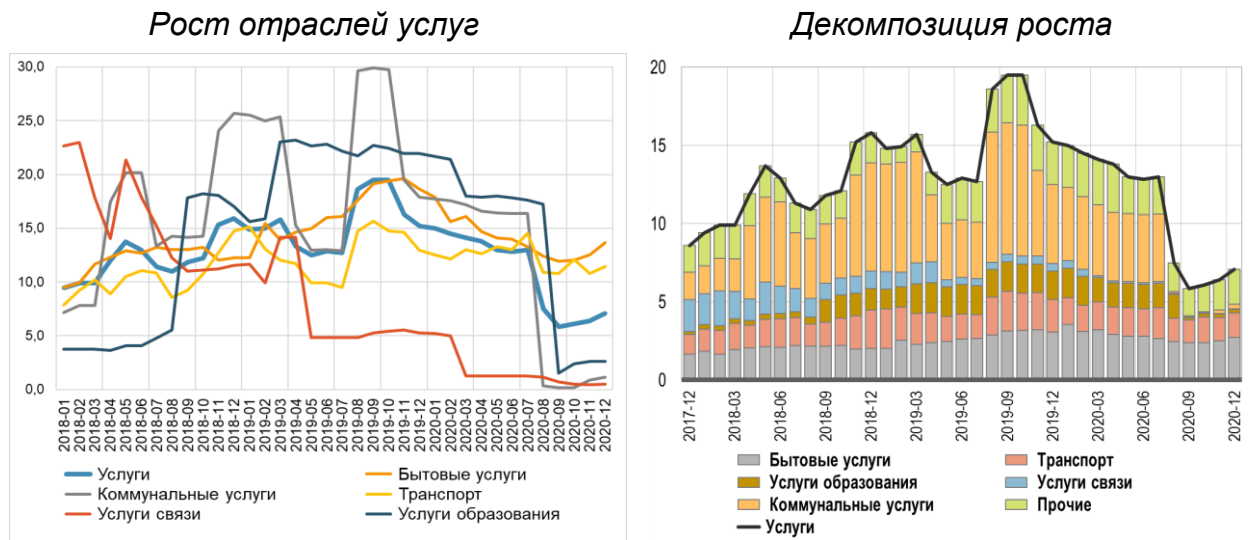
Источник: Государственный комитет по статистике

Существенное увеличение цен строительных материалов произошло в основном в III квартале (август), в связи с ускорением роста строительных работ и значительным увеличением спроса после ослабления карантинных ограничений.

Вместе с тем, резкое похолодание, рост спроса на бензин в результате ограниченной работы метановых заправок привели к росту цен на топливо для автомобилей.

В январе-сентябре 2020 года цены в сфере услуг имели относительно устойчивую тенденцию к замедлению роста. В августе-сентябре наблюдалось цены услуг существенно замедлили рост (с 13% в июле до 5,9% в сентябре) под влиянием замедления экономической активности, снижения потребительского спроса. В последующие месяцы отмечено незначительное ускорение темпов роста цен в секторе услуг и по итогам года данный показатель составил 7,1%, что значительно ниже показателя 2019 года (15,2%).

Рис.2.2.3. Структура роста цен услуг входящих в состав ИПЦ
(в% к соответствующему месяцу)



Источник: Государственный комитет по статистике

В то же время, цены на ряд видов услуг росли более высокими темпами. В частности, тарифы воздушного транспорта увеличились на **28,8%**, плата за детские сады - на **15,2%**, бытовые услуги - на **13,6%** (5 % в IV квартале), медицинские услуги - на **12,2%**, услуги пассажирского транспорта - на **11,5%** (3,3% в IV квартале).

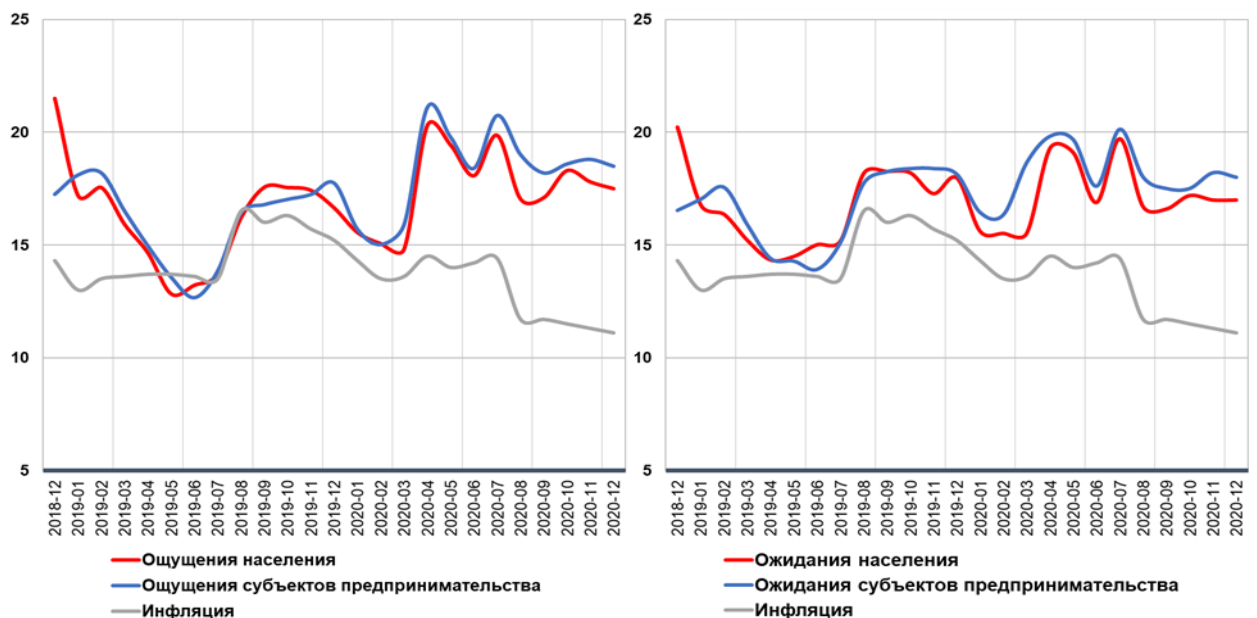
2.3. Инфляционные ожидания

Согласно результатам последних опросов уровень **ощуцаемой** населением и субъектами предпринимательства инфляции, после резких колебаний в марте-июле месяце, несмотря на относительно стабильную динамику в течение IV квартала 2020 года, закрепился выше уровня соответствующего периода предыдущего года. В частности, к концу декабря 2020 года уровень ощущаемой со стороны населения инфляции составил **17,5%**, субъектов предпринимательства – **18,5%**, тем самым увеличившись на **1 п.п.** по сравнению с декабрем предыдущего года.

Основным фактором роста стало сезонное увеличение цен товаров и услуг, а также существенное подорожание товаров первой необходимости, таких как сахар, яйца и масло, в течение сентября-декабря 2020 года.

С улучшением ситуации с пандемией, а также постепенной адаптации населения и бизнес субъектов к новым условиям, наблюдалась тенденция снижения ощущаемой инфляции. Вместе с тем, уровень ощущаемой инфляции закрепился выше фактической инфляции.

Рис.2.3.1. Динамика ощущаемой инфляции и инфляционных ожиданий (в %)



Источник: Расчеты Центрального банка на основе результатов опросов инфляционных ожиданий

Инфляционные ожидания физических и юридических лиц, после существенной волатильности в течение апреля-августа 2020 года, в сентябре-декабре показали стабильную динамику.

Следует отметить, что в результате перебоев в снабжении энергоресурсами в течение IV квартала 2020 года, инфляционные ожидания бизнес субъектов формировались выше ожиданий населения. В частности, в декабре 2020 года инфляционные ожидания населения составив 17%, снизились на 1 п.п. по сравнению с показателем прошлого года, в то время как, ожидания субъектов предпринимательства составили 18%. Вместе с тем, сохраняется незаякоренность инфляционных ожиданий и их формирование существенно выше целевой траектории (таргета) по инфляции.

Согласно результатам последнего опроса, основными факторами роста уровня цен в будущем станут ослабление курса национальной валюты, а также эффект пандемии коронавируса и повышение цен монополий. Однако следует отметить что количество респондентов указавших влияние пандемии существенно снизилось к концу 2020 года, что указывает на преобладание оптимизма среди населения и субъектов предпринимательства по поводу улучшения ситуации эпидемиологической ситуации в будущем.

Рис. 2.3.2. Основные факторы инфляционных ожиданий, (доля респондентов, %)

Факторы инфляционных ожиданий населения	2020				2020				Факторы инфляционных ожиданий бизнес субъектов
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	
Повышение курса доллара	56	55	45	45	57	63	51	49	Повышение курса доллара
Влияние коронавируса	-	65	57	36	-	64	58	34	Влияние коронавируса
Рост монопольных цен	-	40	33	30	-	42	38	32	Рост монопольных цен
Ухудшение конкурентной среды	15	36	28	23	16	41	33	24	Ухудшение конкурентной среды
Сезонные факторы	23	21	20	22	22	16	20	23	Сезонные факторы
Ограничение на импорт	15	35	26	21	17	36	26	22	Ограничение на импорт
Снижение объемов производства	14	31	23	17	26	22	18	18	Увеличение налоговой нагрузки
Рост зарплат и пенсий	56	11	13	16	17	31	24	18	Снижение объемов производства
Увеличение налоговой нагрузки	20	16	13	15	28	25	20	16	Рост транспортных расходов
Рост транспортных расходов	22	20	19	15	45	11	13	15	Рост зарплат и пенсий
Удорожение энергоресурсов и коммунальных услуг	37	14	12	13	42	17	13	14	Удорожение энергоресурсов и коммунальных услуг
Увеличение кредитования населения	12	14	11	11	13	12	9	11	Увеличение кредитования населения

Источник: Расчеты Центрального банка на основе результатов опросов инфляционных ожиданий

Вместе с тем, мнения респондентов относительно общеэкономических факторов роста цен (развитие конкурентной среды, ограничение на импорт, снижение объемов производства), после ухудшения в связи с ограничениями во время пандемии, относительно улучшились к концу 2020 года, что свидетельствует о восстановлении экономической активности в стране.

При анализе результатов опроса в разрезе регионов, инфляционные ожидания населения в IV квартале 2020 года в среднем составили **17%**, бизнес субъектов – **17,9%**.

Рис.2.1.3. Инфляционные ожидания в разрезе отраслей и регионов в IV квартале 2020 г. (в %)

Сферы деятельности



В разрезе регионов

Население		Предприниматели	
Ташкент г.	18.5	Ташкент г.	20.9
Наманганская обл.	18.3	Ферганская обл.	20.5
Ферганская обл.	17.8	Наманганская обл.	20.2
Самаркандская обл.	17.7	Андижанская обл.	20.0
Кашкадарьинская обл.	17.6	Кашкадарьинская обл.	18.9
Андижанская обл.	17.2	Ташкентская обл.	18.6
Бухарская обл.	17.1	Самаркандская обл.	18.3
Республика	17.0	Республика	17.9
Сырдарьинская обл.	17.0	Навоийская обл.	17.7
Хорезмская обл.	17.0	Сырдарьинская обл.	17.3
Навоийская обл.	16.9	Бухарская обл.	17.2
Ташкентская обл.	16.7	Джизакская обл.	15.9
Сурхандарьинская обл.	16.0	Хорезмская обл.	15.5
Каракалпакстан	15.7	Каракалпакстан	15.4
Джизакская обл.	14.8	Сурхандарьинская обл.	13.8

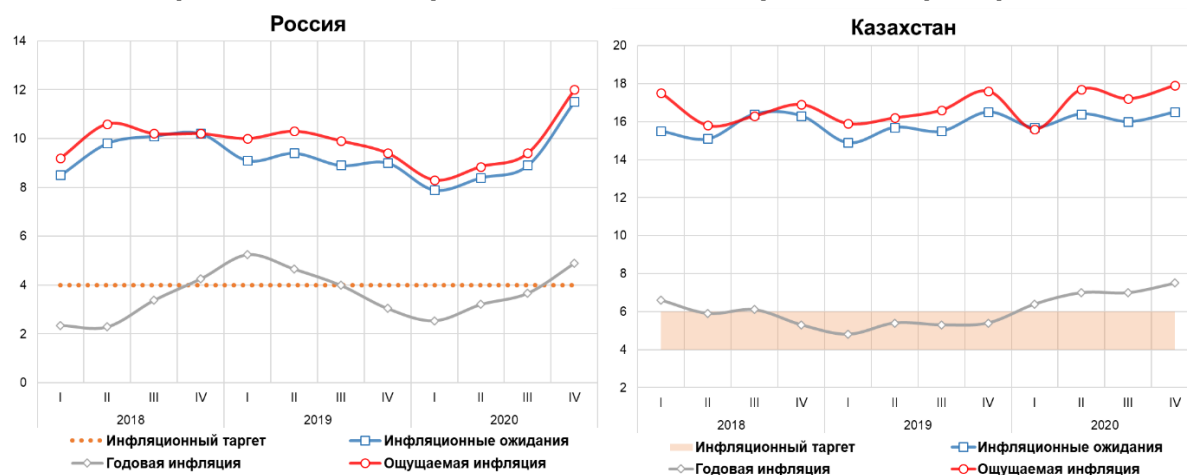
Источник: Расчеты Центрального банка на основе результатов опросов инфляционных ожиданий

Результаты опроса по сферам деятельности показывают, что уровень инфляционных ожиданий среди населения пенсионного возраста, в сфере производства и транспорта выше среднего по стране, тогда как, ожидания среди студентов, в сфере общественного питания и сельского хозяйства формировались ниже среднего уровня по республике.

Наиболее высокие показатели инфляционных ожиданий населения наблюдались в Ташкенте (18,5%) и Наманганской области (18,3%), самый низкий показатель ожиданий был в Джизакской области (14,8%). Наиболее высокие показатели ожиданий юридических лиц зафиксированы в Ташкенте (20,9%), Ферганской (20,5%), Наманганской (20,2%) и Андижанской (20%) областях, тогда как в Сурхандарьинской области (13,8%) данный показатель был самым низким в республике.

Результаты анализа инфляционных ожиданий в странах – основных торговых партнеров, показывают, что несмотря на достижение таргета по инфляции, наблюдается незаякоренность инфляционных ожиданий с формированием выше фактического уровня и таргета по инфляции. В частности, при фактическом уровне инфляции в 7% в Казахстане, инфляционные ожидания находились на уровне 17%, уровень фактической инфляции в России находился вблизи таргета в 4%, однако, ожидания формировались выше таргета на уровне 12%.

Рис. 2.1.4. Уровень ощущаемой инфляции, инфляционных ожиданий и фактической инфляции основных торговых партнеров



Источник: данные Централных банков России, Казахстана и Узбекистана

Заякоренность инфляционных ожиданий² является важным элементом политики инфляционного таргетирования. Вместе с тем, как показывает международный опыт и анализ последних тенденций нахождение инфляционных ожиданий несколько выше цели по инфляции, наблюдается во многих странах мира.

² Заякоренность инфляционных ожиданий - соотношение темпов инфляции, ожидаемых населением и хозяйствующими субъектами на ближайшую среднесрочную перспективу к определенному количественному показателю (таргету инфляции).

III. ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

3.1. Внешние экономические условия

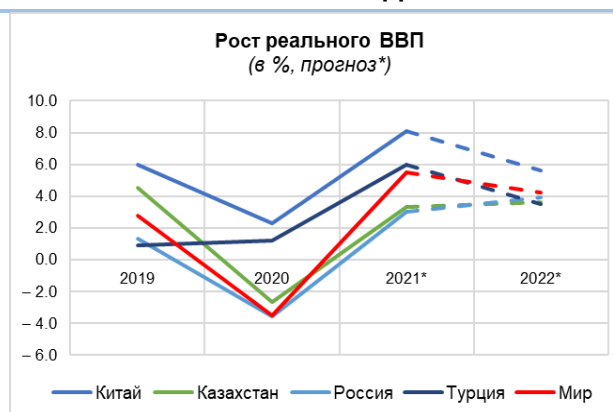
По последним прогнозам, ожидается постепенное восстановление экономического роста в странах-основных торговых партнерах Узбекистана, обусловленное снятием ограничительных мер, а также стимулирующими фискальными и монетарными мерами после сильнейшего падения во II квартале 2020 года (за исключением Китая) (Рис.3.1.1).

По прогнозам, в 2021-2022 годах экономика Узбекистана будет испытывать меньшее давление со стороны внешнего сектора, так как ожидается улучшение внешнего спроса на фоне возврата экономик торговых партнеров, а также мирового ВВП в зону роста (Рис.3.1.1).

Что касается основных компонент мирового экономического роста, то важно отметить наименее отрицательный вклад в 2020 году со стороны Китая, где частное потребление и инвестиции сократились не в столь существенных масштабах, как в остальных странах мира.

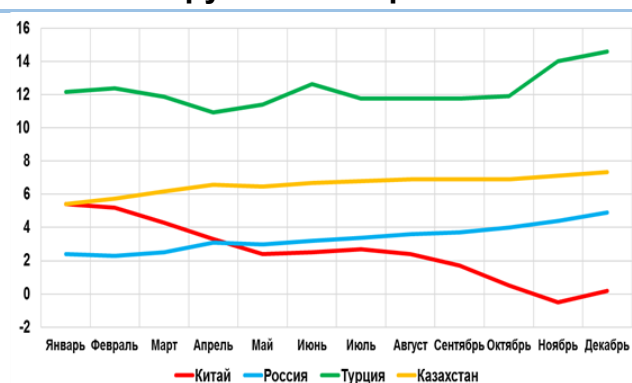
Так, на восстановление выпуска китайской экономики указывает композитный индекс выпуска PMI, который в декабре и в течение последних четырех месяцев держался выше 55 процентов.

Рис. 3.1.1. «Прогноз роста экономик в 2021-2022 годах»



Источник: прогнозы МВФ

Рис.3.1.2. Уровень инфляции в зарубежных странах



Источник: официальные данные министерств и ведомств соответствующих стран

В Казахстане, как и в России, несмотря на немного снизившуюся динамику индекса PMI к концу 2020 года, компании-производители сохраняли оптимизм по поводу восстановления потребительского и инвестиционного спроса, а также ожиданий роста активности в течение ближайшего года.

Перебои с поставками сырья и комплектующих, а также ослабление национальных валют, способствовали росту закупочных и отпускных цен производителей в Казахстане, России и Турции. В результате, внешний инфляционный фон вырос и продолжает оставаться на повышенных уровнях (Рис.3.1.2), за исключением Китая, где с начала года цены непрерывно снижались и указали на положительную динамику роста лишь в декабре.

В IV квартале на фоне инфляции, складывающейся выше прогнозов, ключевые ставки в ряде стран основных торговых партнеров (Россия, Казахстан), а также в Китае оставались неизменными. В целях поддержки национальной валюты и сдерживания инфляции в Турции ключевая ставка была повышена с **8,75% до 17%**.

Декабрь 2020 стал седьмым по счету месяцем, в котором наблюдался рост цен на продовольствие в мире. Все 5 субиндексов, входящих в сводный индекс ФАО, продолжили рост. Наиболее интенсивный наблюдался по ценам на растительные масла, затем на молочные продукты, мясо и зерновые.

По данным Организации продовольствия и сельского хозяйства, месячный **индекс цен ФАО** в декабре составил **107,5 пунктов**, что **выше на 2,2 п.п.** по сравнению с ноябрем. В годовом выражении сводный индекс также достиг своего **3-летнего максимума** - 97,9 пунктов, что выше прошлогоднего показателя на 3,1 процент.

Так, **индекс цен на растительные масла** подскочил в декабре на 5,7 п.п. (на 4,7 процента), поднявшись на самый высокий уровень с сентября 2012 года. Это вызвано ростом стоимости пальмового, соевого, рапсового и подсолнечного масел. В целом, в 2020 индекс цен на растительные масла вырос на 19,1 процентов по сравнению с 2019 годом.

Индекс цен на молочные продукты в декабре увеличился на 3,2 процента до 108,8 пунктов, что объясняется превышением импортного спроса над мировым предложением. В 2020 году индекс цен на молочные продукты немного снизился по сравнению с 2019 годом.

Индекс цен на мясо ниже прошлогоднего показателя на 4,5 процента, но в месячном выражении растет 3-й месяц подряд. В декабре увеличился на 1,7 процента относительно ноября. Это вызвано с одной стороны растущим импортным спросом, особенно со

стороны стран Ближнего Востока, с другой – высоким внутреннем спросом в странах-основных производителях, а также негативным воздействием птичьего гриппа на объемы предложения в Европе.

Индекс цен на зерновые вновь вырос в декабре – это шестой по счету месяц непрерывного роста, что является отражением обеспокоенности по поводу погодных условий для взращивания пшеницы в некоторых частях Соединенных Штатов Америки, а также ожиданий ее меньших поставок из Российской Федерации на фоне объявленных ею экспортных квот и пошлин.

Индекс цен на сахар немного снизился в декабре по отношению к ноябрю. Однако относительная устойчивость цен на сахар вызвана увеличением его потребления в 2020 году на 37 процентов со стороны Китая - вторым по величине импортером в мире. Также высокий спрос наблюдается со стороны Индонезии.

В 2020 году наблюдалась девальвация национальных валют практически всех стран - основных торговых партнеров Узбекистана, кроме китайского юаня. Так российский рубль упал в цене **на 19,3%**, казахский тенге – **на 10%**, турецкая лира - **на 25%**, в то время как юань укрепился **на 6,2%**.

Общим ключевым фактором девальвации российского рубля и казахского тенге в 2020 году стало **падение мировых цен на энергоносители**, являющихся основной экспортной статьей обеих стран. Так, цены на нефть марки **Брент** на мировом рынке к декабрю 2020 года упали **на 31,8%**, а к концу года **на 22,2%** (с 66 до 51,3 доллара за баррель). На протяжении 2020 года Центральные банки данных стран несколько раз смягчали условия денежно-кредитной политики. Банк России снизил ключевую ставку три раза: с **6%** в апреле **до 4,25%** в июле. Национальный банк Казахстана, повысив ключевую ставку в марте с **9% до 12%**, вернул ее значение обратно к **9%** в июле.

Сильное обесценение турецкой лиры в 2020 году вызвано целым рядом **негативных факторов**: ускорение инфляции, дефицит платежного баланса вследствие резкого сокращения доходов страны от экспорта, в том числе туристических услуг, и другие.

Несмотря на падение национальных валют практически всех развивающихся стран вследствие негативного воздействия ряда факторов, включая **обвал рынка энергоносителей** и **геополитические вопросы**, китайская валюта на протяжении года оставалась

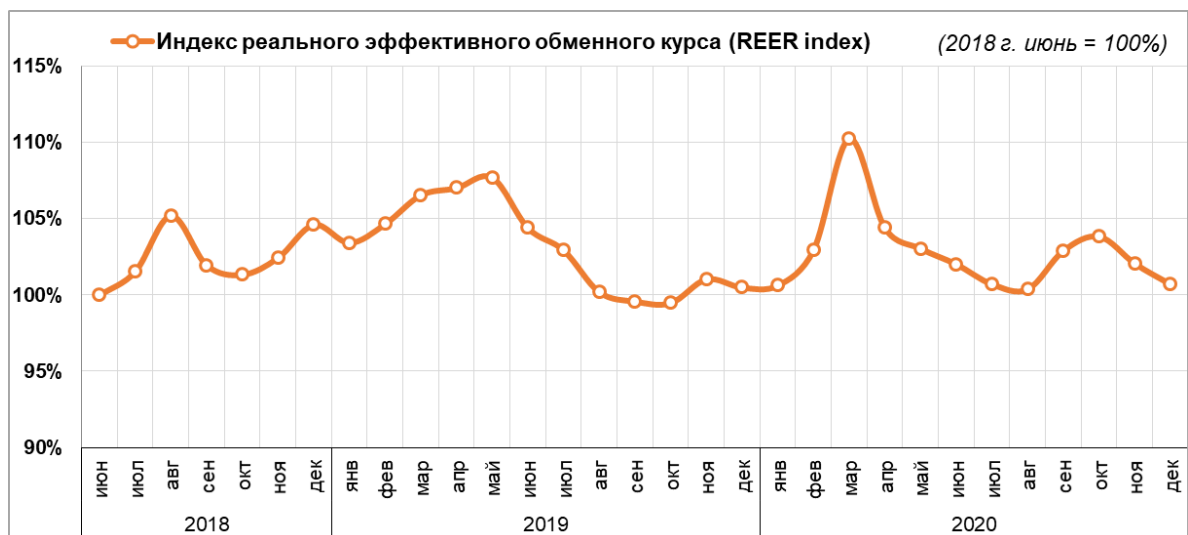
относительно устойчивой. Причиной этому послужило **стабильное восстановление экономических процессов и потребительского спроса** в стране на фоне жесткой политики правительства в борьбе с негативными последствиями пандемии COVID-19.

Также одним из ключевых факторов положительной динамики юаня стало падение доллара США по отношению к большинству международных валют. Так **индекс доллара США**, показывающий ценность американской валюты по отношению к корзине национальных валют основных стран-партнеров США, к концу 2020 года снизился до минимального значения в **89,7**, обновив рекорд 2018 года.

В результате постепенного ослабления ограничений, введенных во время пандемии, и восстановления экономической активности в IV квартале наблюдалось относительное укрепление национальных валют торговых партнеров по отношению к доллару США. В частности, в октябре-декабре 2020 года китайский юань укрепился по отношению к доллару США на 4,2%, российский рубль - на 5,2%, казахстанский тенге - на 2,5% и турецкая лира - на 4,7%.

Данные тенденции нашли свое отражение в формировании реального эффективного обменного курса сума.

Рис. 3.1.3. Динамика реального эффективного обменного курса



Источник: расчеты Центрального банка

К концу II квартала т.г. реальный эффективный обменный курс сума после мартовского укрепления приблизился к своему долгосрочному значению, что было обусловлено ослаблением валют основных торговых партнеров Узбекистана. В последующие месяцы реальный

эффективный обменный курс формировался вблизи своего тренда с небольшим ослаблением к концу года.

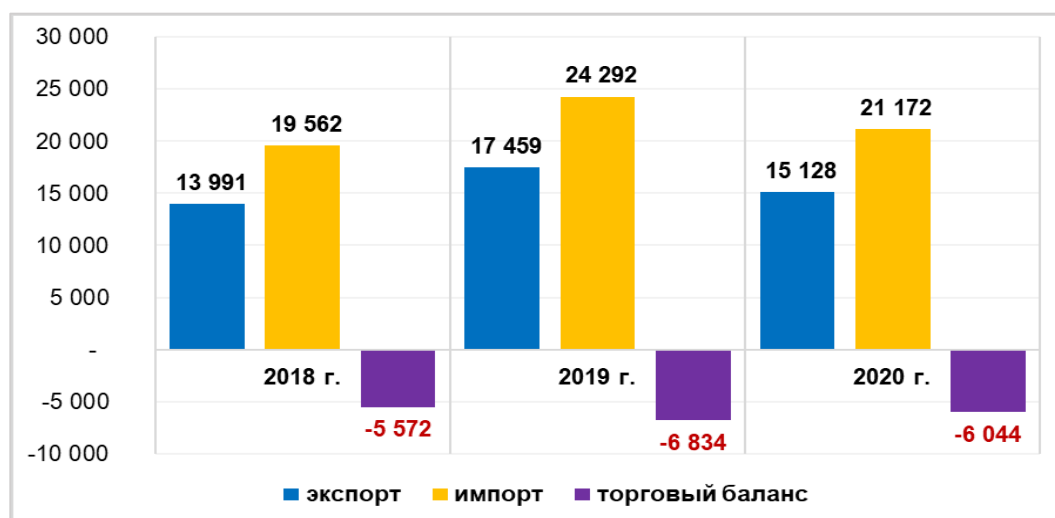
За 2020 год внешнеторговый оборот страны составил **36,3 млрд.** долл. США с отрицательным торговым балансом в **6,04 млрд.** долл. США (в 2019 году 41,8 млрд. долл. и 6,8 млрд. долл. соответственно).

Сокращение объема внешнеторгового оборота на **5,5 млрд.** долларов вызвали несколько факторов, в том числе **сокращение внутреннего и внешнего спроса** на фоне принятия карантинных мер в стране и за рубежом в целях блокады распространения коронавируса, **приостановка деятельности предприятий и межстрановых транспортных связей**, а также активизация многими странами протекционистской внешнеторговой политики и другие.

В 2020 году Узбекистан экспортировал товары и услуги на сумму **15,1 млрд.** долл. США., что на **13,4%** меньше соответствующего периода 2019 года.

На золото приходится около **44%** всего экспорта товаров (в 2019 году – 35%). Его рост в 2020 году составил **18%**, что, в первую очередь, обусловлено ростом цены на мировом рынке.

Рис. 3.1.4. Динамика экспорта и импорта, торговый баланс Республики Узбекистан (млн. долл. США)



Также рост экспорта отмечен по таким товарным позициям, как текстиль - на **18%**, машин и оборудования – на **9,4%**.

Вместе с тем, уменьшился экспорт энергоносителей и нефтепродуктов (на 74%), хлопка-волокна (на 48%), плодоовощной продукции (на 17%).

В 2020 году значительно сократился экспорт услуг - **на 42%**, в том числе туристические - **на 81%**.

Ключевыми странами по экспорту из Узбекистана являются Китай – 12,8%, Россия – 9,7%, Турция – 6,7% и Казахстан – 5,8%.

За 2020 год объём импорта снизился **на 13%**, составив **21,2 млрд.** долл. Данное сокращение обусловлено уменьшением импорта услуг (на 50%), в том числе туристических (на 73%), чёрных металлов и изделий из них (на 20%), машин и оборудования (на 16%) и др. (16%).

Тем временем, рост отмечен по продовольственным товарам (на 15%), энергоносителям и нефтепродуктам (на 16%), а также химической продукции и изделий из нее (на 8%).

В географической структуре импорта лидируют Китай и Россия с долей **21%** и **17%**, соответственно. На долю остальных топ-5 стран приходится **63%** всего импорта, среди них Корея (11%), Казахстан (8%) и Турция (6%).

Следует отметить, что как экспорт, так и импорт продолжают оставаться высоконцентрированными. На долю 5-6 стран приходится существенный объём внешнеторгового оборота республики.

В III-IV квартале 2020 года обменный курс национальной валюты был относительно стабильным по отношению к доллару США, и формировался под влиянием фундаментальных факторов спроса и предложения. Темпы девальвации замедлились до 1,4-1,5% в квартал.

Основной всплеск девальвационного давления пришелся на апрель месяц, когда сум на Республиканской валютной бирже ослабился на 5,8% в результате эффекта пандемии.

Согласно базовому сценарию, не ожидается существенных рисков резких колебаний валютного курса в 2021 году на фоне стабилизации роста объемов внешней торговли и чистого экспорта, а также трансграничных денежных переводов.

Вместе с тем сохраняются определенные риски и неопределенности, связанные с пандемией коронавируса и, как следствие, вероятностью ужесточения ограничительных мер.

3.2. Внутренние экономические условия

Экономическая активность. Внутренние экономические условия во втором полугодии 2020 года формировались под влиянием высокой степени неопределенности. В целом, в большинстве секторов экономики в IV квартале начала прослеживаться относительно устойчивая тенденция к восстановлению, но уровень большинства макроэкономических индикаторов продолжал оставаться ниже докризисных значений.

В IV квартале 2020 года темпы роста экономики ускорились по сравнению с первым полугодием и итогам года достигли 1,6%. Основными драйверами роста экономики в данный период были отрасли сельского хозяйства и строительства. Кроме того, с IV квартала восстановились положительные темпы роста промышленного производства, вклад в рост ВВП которого составил 0,2 п.п. Наряду с этим, сфера услуг практически не внесла вклад в рост экономики.

Рис. 3.2.1. Структура прироста ВВП (в % к соответствующему периоду)

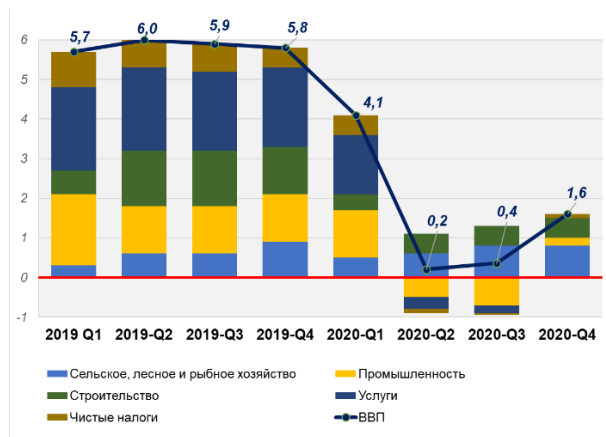
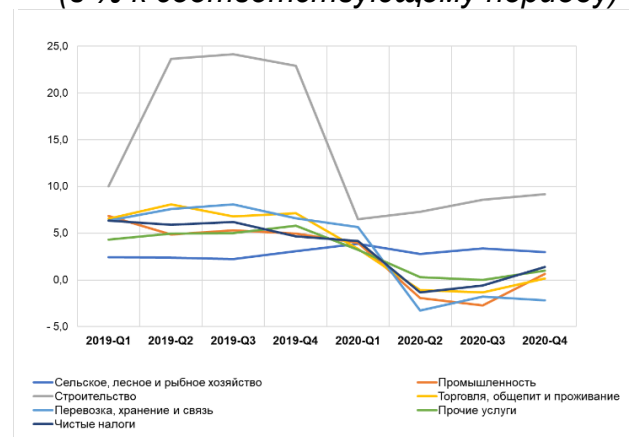


Рис. 3.2.2. Темпы роста валовой добавленной стоимости по отраслям (в % к соответствующему периоду)



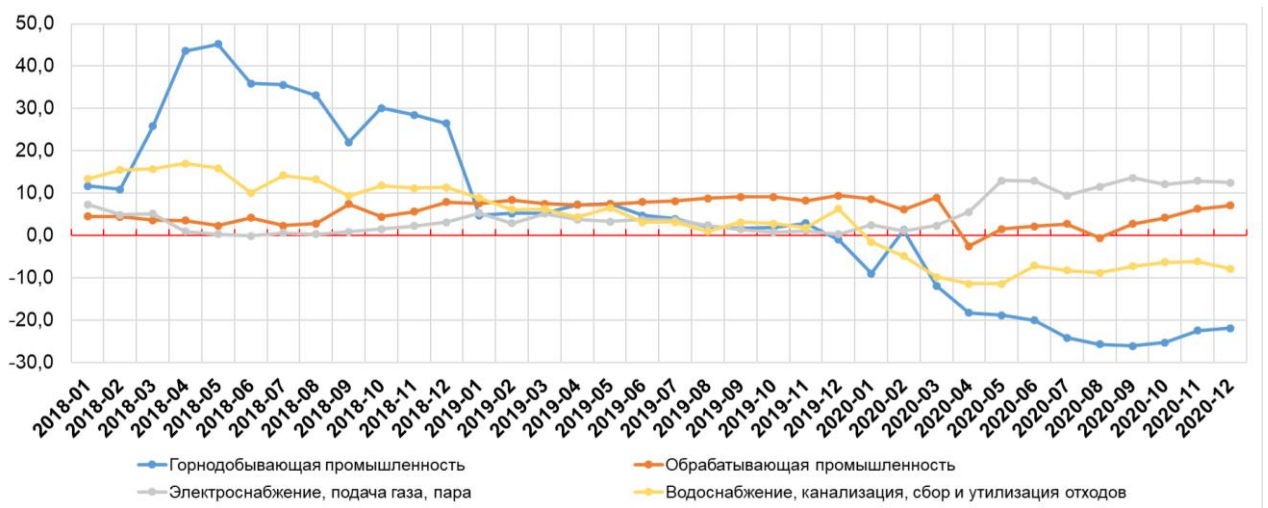
Источник: Государственный комитет по статистике

В IV квартале 2020 года продолжилось восстановление и по большинству отраслевых показателей. В том числе, в период января-декабря по ряду отраслевых индикаторов наблюдались положительные темпы роста после снижения в предыдущий квартал. В частности, рост выпуска промышленности составил 0,7%, а розничный товарооборот вырос на 3,2%.

Также ускорились темпы роста отраслей услуг и строительства до 2,3% и 9,2 % соответственно.

Наряду с этим, в ряде секторов экономической деятельности объемы выпуска оставались ниже соответствующего периода предыдущего года. В горнодобывающей промышленности в январе-декабре объемы выпуска начали относительно восстанавливаться, но были ниже соответствующего периода предыдущего года на 21,9%.

Рис. 3.2.3. Рост отраслей промышленности
(в % к соответствующему периоду)

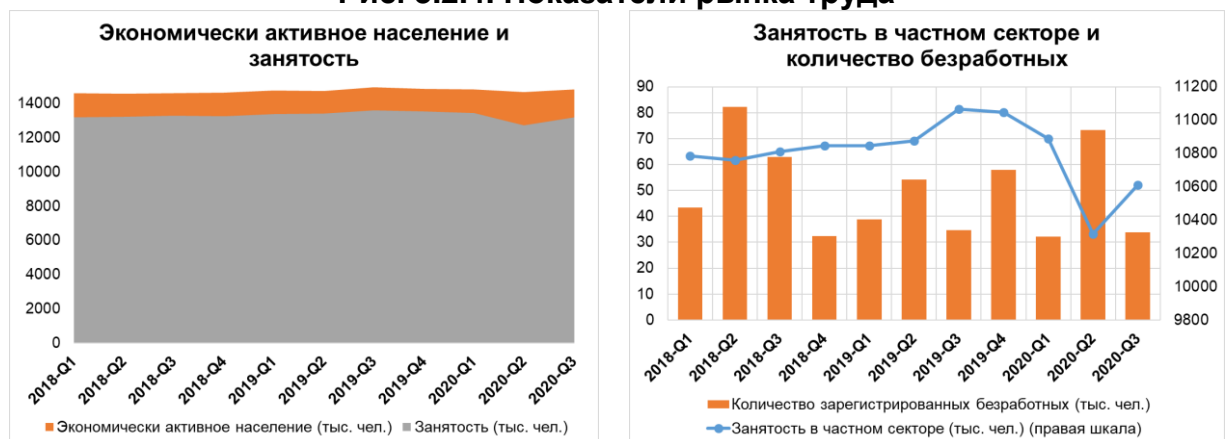


Источник: Государственный комитет по статистике

Показатели рынка труда в III квартале также улучшились, отражая общие тенденции развития экономики. После сокращения во II квартале общее количество занятых выросло до 13,2 млн. чел., что составляет 88,9% от экономически активного населения. Показатель количества занятых в частном секторе также улучшился и составил 10,6 млн. чел.

Кроме того, зарегистрировано относительное сокращение числа безработных после существенного всплеска в предыдущем квартале.

Рис. 3.2.4. Показатели рынка труда



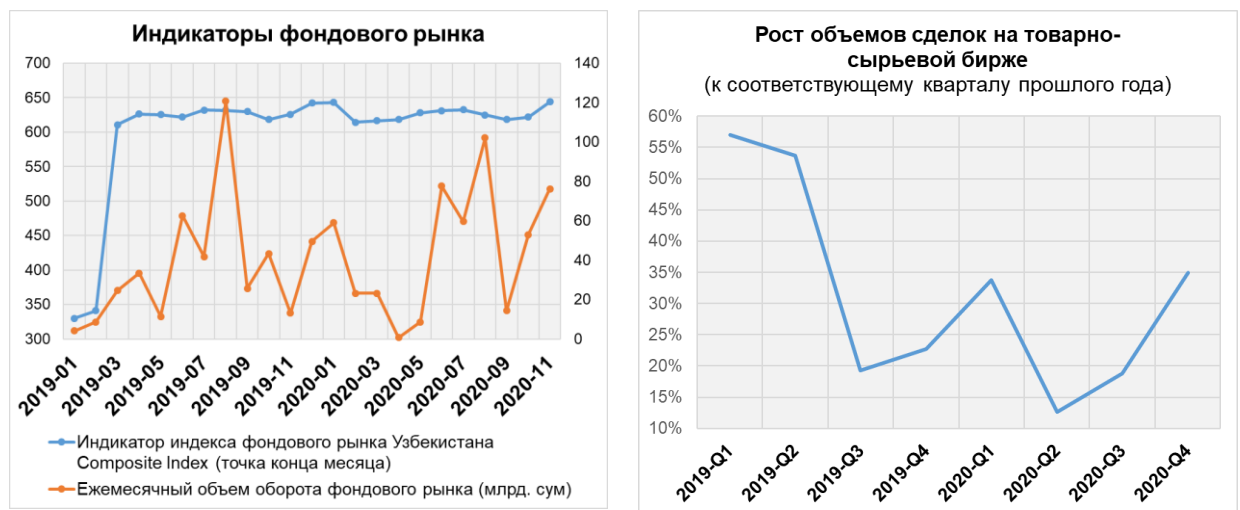
Источник: Государственный комитет по статистике

Следует отметить, что большинство показателей рынка труда в III квартале не достигли докризисных значений. В этой связи, быстрота и уровень восстановления показателей рынка труда в последующие кварталы, будет одним из основных факторов ускорения роста и восстановления экономики.

На фондовом рынке и товарно-сырьевой бирже в IV квартале, также отмечается рост активности. С сентября месяца наблюдалась относительно устойчивая тенденция роста индекса и ежемесячного объема оборота фондового рынка, в ноябре данные показатели составили 644 пункта и 76 млрд. сумов соответственно.

Общий объем сделок на Республиканской товарно-сырьевой бирже в III-IV кварталах также относительно устойчиво возрастал, темпы роста данного показателя в IV квартале ускорились до 35% к соответствующему кварталу предыдущего года, а месячный оборот по итогам декабря вырос до **5 579 млрд. сумов**.

Рис. 3.2.5. Индикаторы биржевой активности

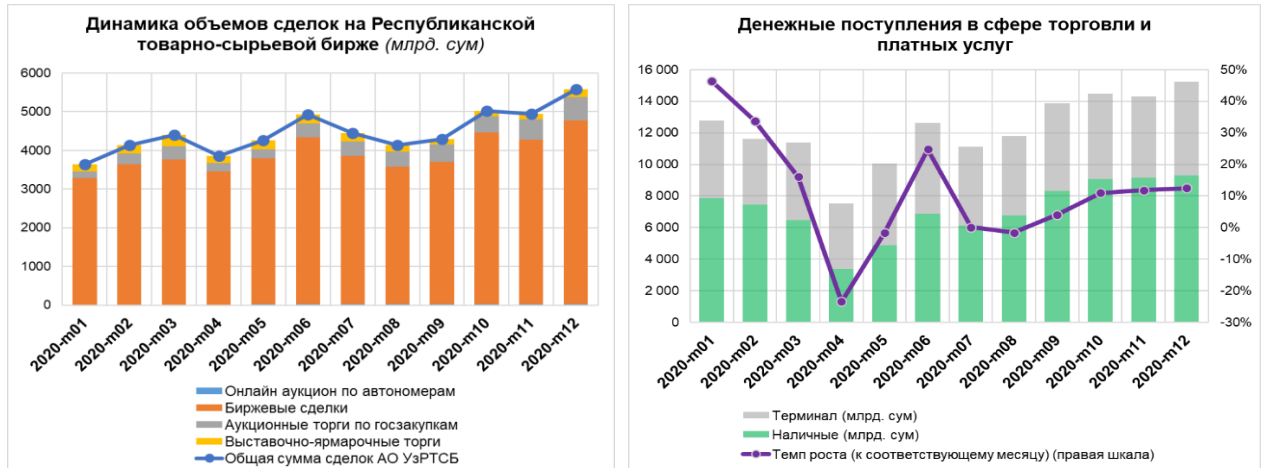


Источник: Государственный комитет по статистике, УзРТСБ

За период IV квартала наметилась устойчивая тенденция роста объемов денежных поступлений в сфере торговли и платных услуг. В декабре месяце данный показатель достиг **15,3 трлн. сумов**, увеличившись на **12,5%** по сравнению с соответствующим месяцем предыдущего года.

Повышение уровня экономической активности и рост товарооборота отразились на росте количества транзакций через межбанковскую электронную платежную систему. Общее количество транзакций через данную систему в декабре выросло до **4 846,5 тыс. шт.**

Рис. 3.2.6. Индикаторы товарооборота и денежных поступлений



Источник: Центральный банк, УзРТСБ

По итогам 2020 года дефицит консолидированного бюджета составил **2,9%** по отношению к ВВП, а дефицит общего фискального баланса – **4,4%**.

Общее влияние фискального сектора внесло положительный стимул для поддержания экономической активности и темпов роста экономики.

IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

В IV квартале 2020 года в экономике формировались **относительно жёсткие денежно-кредитные условия** на фоне снижения основной ставки Центрального банка с 16% до 14% в течение года, сбалансирования ликвидности банковской системы, окончания срока действия механизма приемлемых ставок, а также наступления сроков погашения кредитов, по которым ранее были предоставлены отсрочки.

В частности, **снижение основной ставки и введение механизма приемлемых процентных ставок** несколько смягчили денежно-кредитные условия в экономике и послужили для поддержки экономической активности без риска инфляции в посткарантинный период.

Для обеспечения целевого уровня инфляции в 2021 году на уровне **10%** в условиях сохранения неопределенностей, связанных с коронавирусной пандемией и глобальным экономическим кризисом, Центральный банк будет поддерживать **относительно жесткие** денежно-кредитные условия и в этом году.

При этом решения по основной ставке Центрального банка будут приниматься исходя из прогнозируемой динамики и формирования внутренних и внешних факторов инфляции, а также уровня восстановления экономической активности.

4.1. Основные показатели межбанковского денежного рынка

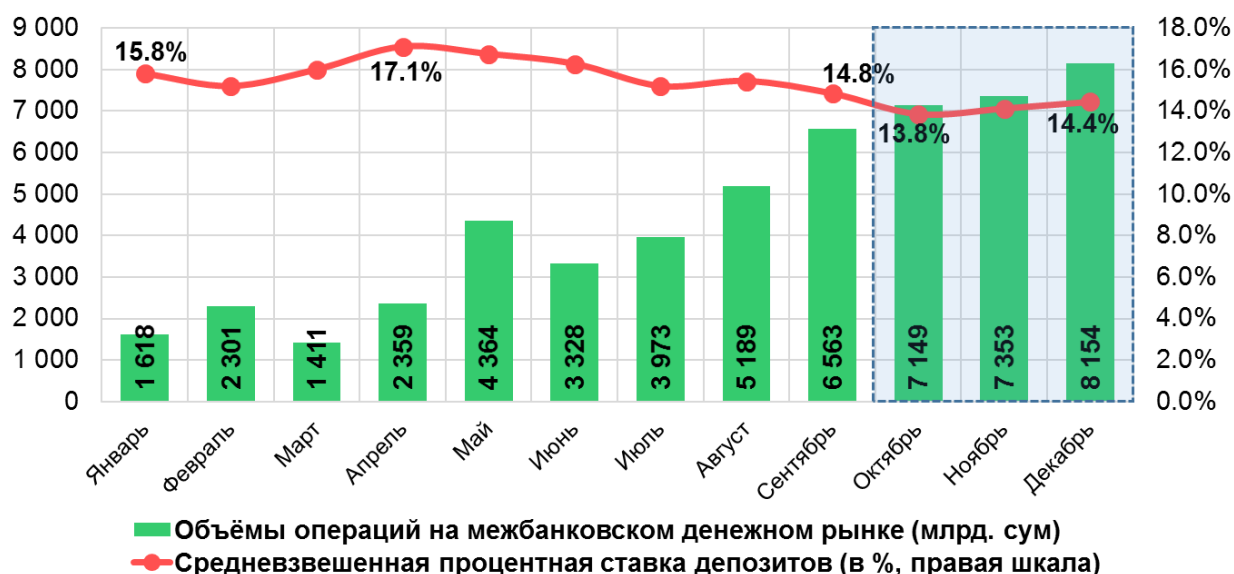
В течение IV квартала 2020 года активность банков на денежном рынке резко возросла, что было связано с сбалансированием ликвидности банковской системы, более эффективным управлением ликвидностью банками и активным применением краткосрочных инструментов денежно-кредитной политики.

В частности, в четвертом квартале на денежном рынке проведены депозитные операции на сумму **22,7 трлн. сумов**, что больше **на 6,9 трлн сумов** или 44,1% по сравнению с III кварталом (*рис. 4.1.1*).

При этом, как отмечалось ранее, в связи с повышением эффективности управления ликвидностью коммерческими банками и наличием постоянного доступа к овернайт-операциям Центрального банка произошли существенные изменения и в структуре депозитных

операций на денежном рынке, в т.ч. наблюдался рост объема краткосрочных операций.

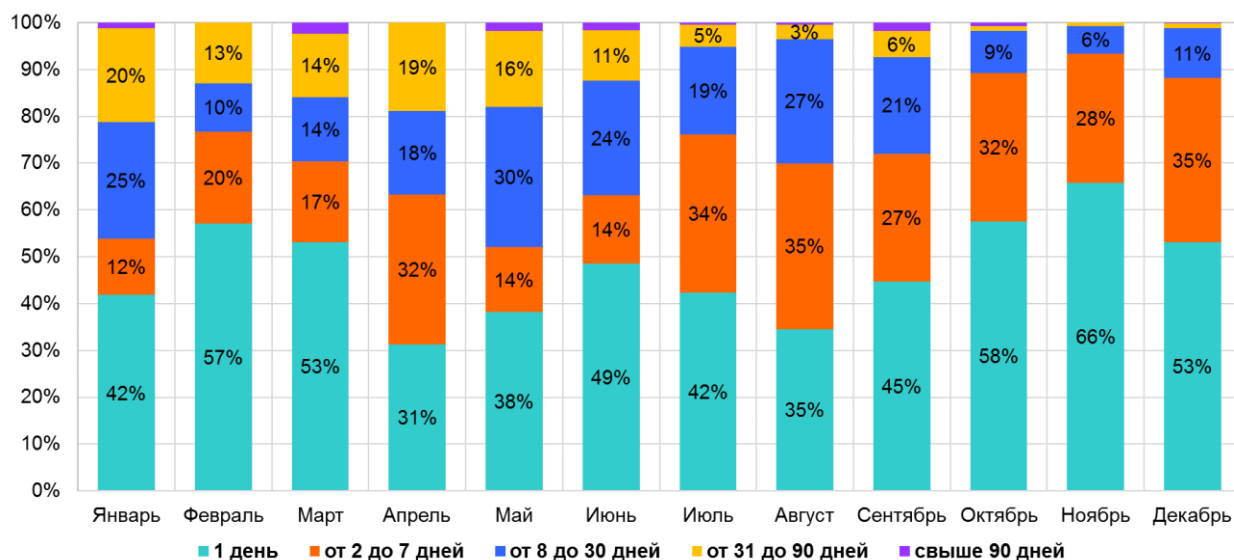
Рис. 4.1.1. Объем операций на межбанковском денежном рынке (млрд. сум) и процентные ставки



Источник: Центральный банк

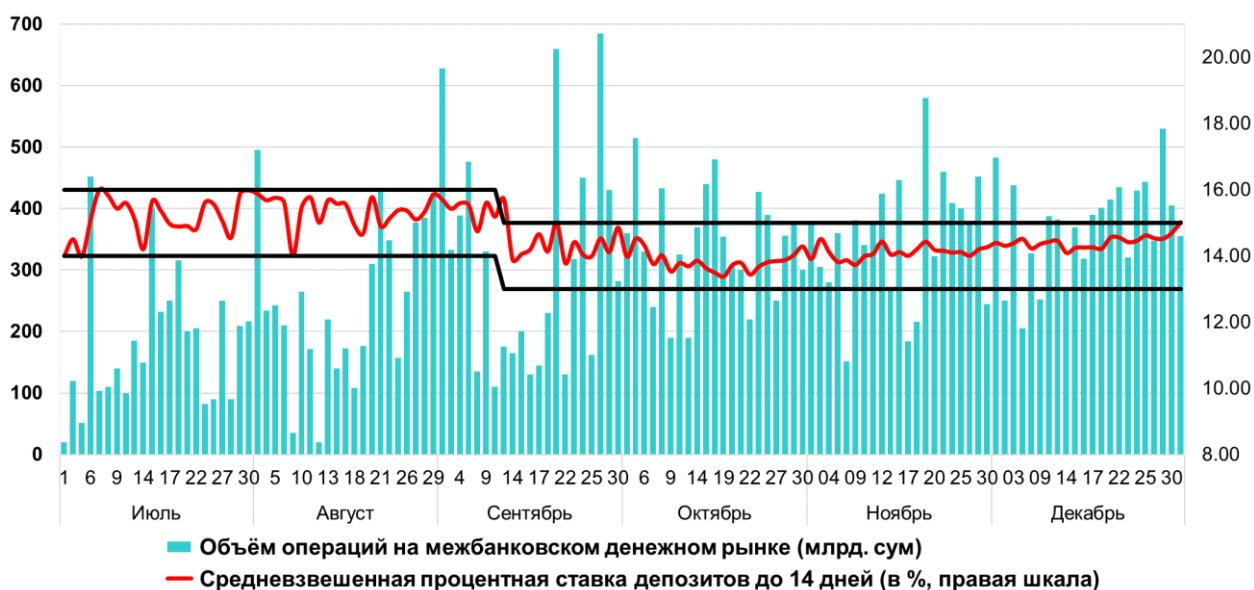
В том числе, доля депозитных операций сроком до 7 дней на денежном рынке увеличилась с 54% в январе до 88% в декабре, а доля операций от 8 до 30 дней снизилась с 25% до 11% соответственно. Депозитные операции сроком более 30 дней практически отсутствуют и являются относительно неэффективными для банков в управлении ликвидностью (рис. 4.1.2).

Рис. 4.1.2. Доля операций на межбанковском денежном рынке по срокам



Источник: Центральный банк

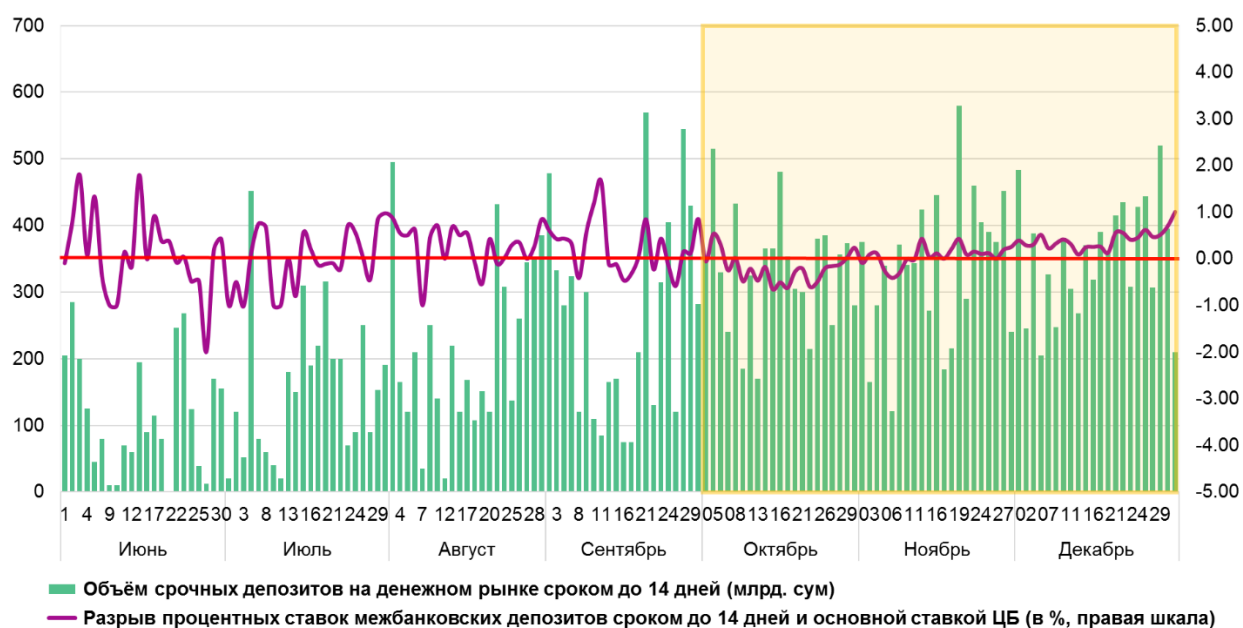
Рис. 4.1.3. Дневной объем операций на межбанковском денежном рынке (млрд. сум) и процентные ставки по срочным депозитам до 14 дней



Источник: Центральный банк

Также операционная цель денежно-кредитной политики - обеспечить формирование процентных ставок по депозитам на денежном рынке сроком до 14 дней **в пределах процентного коридора, на уровне близком к основной ставке** Центрального банка, полностью выполнялась в течение IV квартала (рис. 4.1.3).

Рис. 4.1.4. Объем срочных депозитов до 14 дней на денежном рынке (млрд. сум) и разрыв между процентными ставками по ним и основной ставкой



Источник: Центральный банк

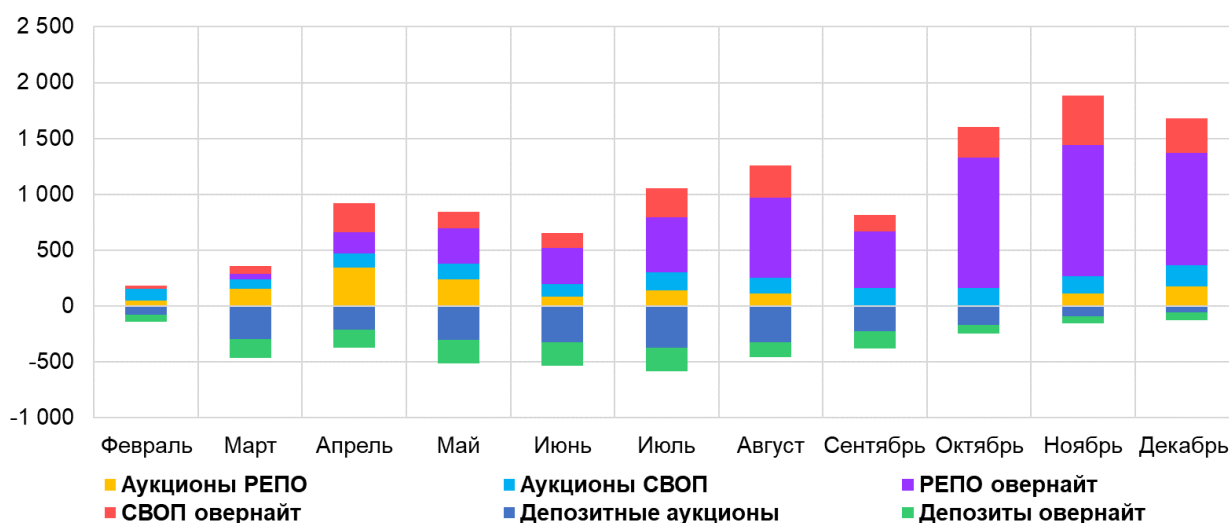
В то же время в течение IV квартала **разрыв между процентными ставками денежного рынка и основной ставкой** еще больше сократился. В частности, в III квартале стандартное отклонение процентных ставок по срочным межбанковским депозитам сроком до 14 дней от основной ставки Центрального банка составляло **0,60 п.п.**, а в IV квартале это отклонение снизилось **до 0,35 п.п.** (рис. 4.1.4).

Вместе с тем, в 2021 году ожидается дальнейший рост активности коммерческих банков, в частности рост активности пассивных банков, сбалансирование общей ликвидности банковской системы через создание рынка межбанковского РЕПО с увеличением объема государственных ценных бумаг в обращении. Это, в свою очередь, будет стимулировать дальнейшее развитие процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и послужит более эффективной передаче решений Центрального банка в экономику через коммерческие банки.

4.2. Инструменты денежно-кредитной политики

В IV квартале 2020 года ЦБ продолжил активно использовать краткосрочные инструменты денежно-кредитной политики для регулирования общего уровня ликвидности. Объем этих операций формировался исходя из состояния общей ликвидности банковской системы и уровня выполнения коммерческими банками установленных нормативов.

Рис. 4.2.1. Среднедневной остаток операций денежно-кредитной политики (млрд. сум)



Источник: Центральный банк

Регулярное и активное проведение операций денежно-кредитной политики в IV квартале заложило основу для формирования процентных ставок денежного рынка в рамках процентного коридора. При этом спрос на депозитные операции со стороны банков в течение квартала снизился, а спрос на операции предоставления ликвидности существенно вырос (рис. 4.2.1).

Это, в свою очередь, было связано с общим уровнем ликвидности, в октябре-ноябре было значительное снижение ликвидности за счет увеличения интервенций на внутреннем валютном рынке и снижения государственных расходов по отношению к доходам, а в декабре наоборот наблюдался рост ликвидности.

При этом вырос интерес к овернайт операциям РЕПО и СВОП ввиду их удобства в управлении ликвидностью, а спрос на двухнедельные аукционы сокращался. Из-за наличия риска обменного курса наблюдается увеличение доли **операций овернайт РЕПО** в совокупных денежно-кредитных операциях.

В свою очередь, рост операций РЕПО был обусловлен также увеличением выпуска государственных ценных бумаг в 2020 году, со ст облигаций Центрального банка на сумму **5,3 трлн сумов** и Министерства финансов – на **1,9 трлн сумов**.

В 2021 году Центральный банк продолжит работу по совершенствованию операционного механизма, сосредоточив внимание на регулировании ликвидности банковской системы за счет активного использования краткосрочных инструментов денежно-кредитной политики и тем самым обеспечивая эффективную трансмиссию решений в экономику.

В частности, с начала года были внесены изменения в условия операций овернайт, что повысило их удобство для коммерческих банков. Кроме того, введен механизм ежеквартального **предварительного объявления графика выпуска облигаций Центрального банка**, направленный на полное привлечение структурного профицита общей ликвидности за счет увеличения объема выпусков.

4.3. Анализ объема и процентных ставок депозитов

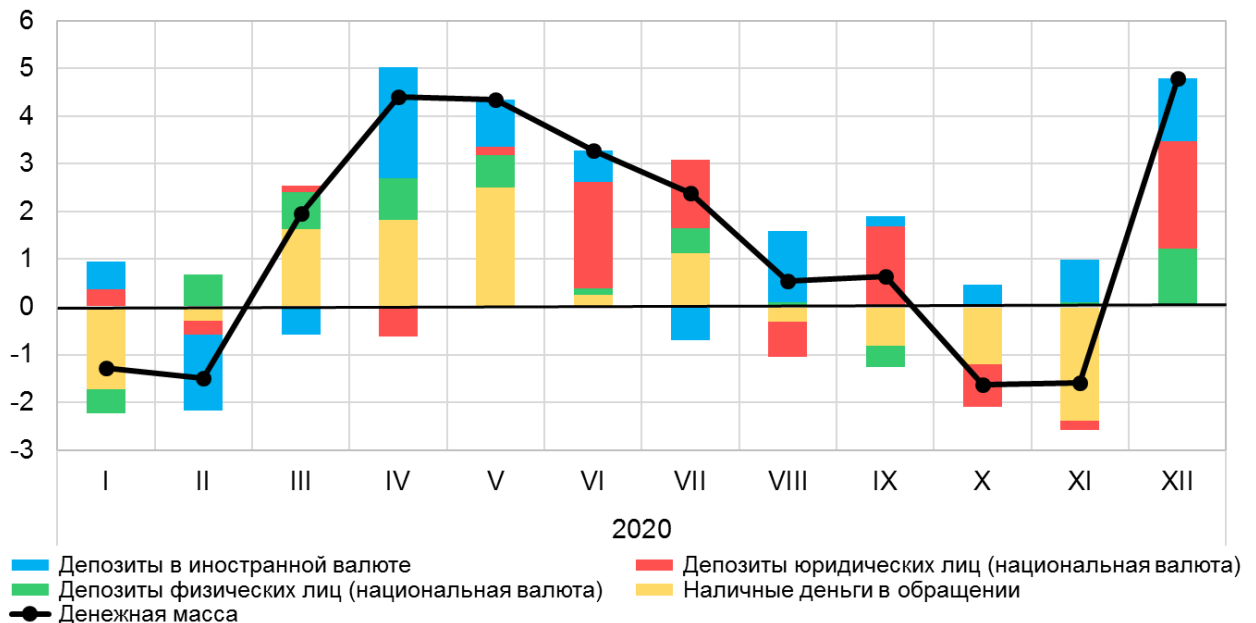
К концу 2020 года общая денежная масса выросла на **17,9%** и составила **107,6 трлн. сумов**. При этом изменения денежной массы

и ее составляющих были связаны с пандемией и экономическим кризисом, введением карантинных ограничений.

В частности, в период карантинных ограничений наблюдалось **резкое увеличение наличных денег в обращении** за счёт осуществления пенсионных платежей в наличной форме и обналичивания средств с пластиковых карт и депозитов со стороны населения для приобретения товаров первой необходимости на рынках. За четвертый квартал наблюдался возврат этих денежных средств в банковскую систему и наличные деньги в обращении сократились **на 12,4%** или **3,5 трлн сумов** (рис. 4.3.1).

В свою очередь, общий объем депозитов в национальной валюте увеличился **на 25%** (9,6 трлн. сум) по сравнению с началом года и **на 5,3%** (2,4 трлн. сум) в четвертом квартале. Депозиты физических лиц в национальной валюте увеличились **на 31,6%** (4,1 трлн. сум) и **8,2%** (1,3 трлн. сум) соответственно.

Рис. 4.3.1. Изменение денежной массы и её компонентов (трлн. сум)



Источник: Центральный банк

В 2020 году произошло небольшое замедление темпов роста депозитов физических лиц в национальной валюте (снижение на 13,5 процентных пункта по сравнению с 45,1% в 2019 году), что в первую очередь связано с использованием сбережений из-за снижения доходов в условиях пандемии.

Также во второй половине 2020 года на фоне действующего механизма приемлемых процентных ставок произошло снижение процентных ставок по депозитам, что привело к замедлению роста сбережений.

В частности, процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте физических лиц в первом полугодии 2020 года формировались около **20%**, тогда как во втором полугодии произошло существенное снижение **до 17,0%** в декабре. Процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте юридических лиц снизились с **17,1%** в июне **до 14,4%** в декабре (рис. 4.3.2).

Рис. 4.3.2. Номинальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте

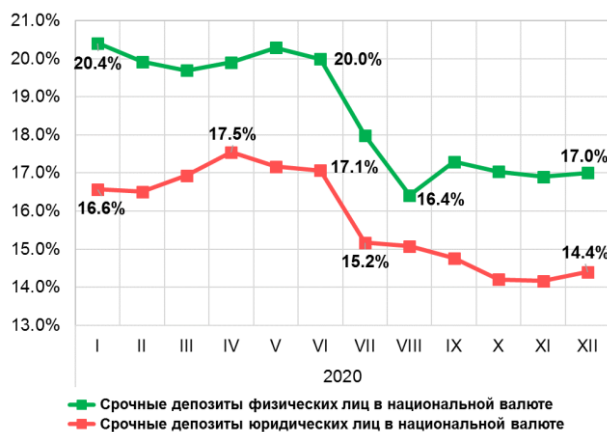
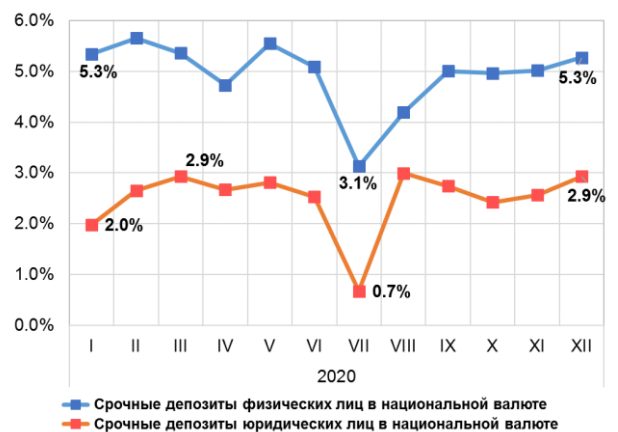


Рис. 4.3.3. Реальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте



Источник: Центральный банк

За счёт снижения уровня инфляции в экономике наряду с снижением номинальных процентных ставок по данным депозитам, реальные процентные ставки по депозитам в течение года, за исключением июля, не изменились. При этом, реальные процентные ставки по вкладам физических лиц формируются на уровне **5%** и юридических лиц – **2,5%** (рис. 4.3.3).

В 2021 году ЦБ продолжит уделять особое внимание обеспечению **положительных реальных процентных ставок** по депозитам в национальной валюте при принятии решений по основной ставке. Это, в свою очередь, послужит снижению уровня долларизации сбережений населения и бизнеса и их возврату в банковскую систему. В то же время положительные реальные процентные ставки сдерживают давление, оказываемое совокупным спросом на инфляцию, находя отражение

в решениях хозяйствующих субъектов в отношении потребления и сбережений.

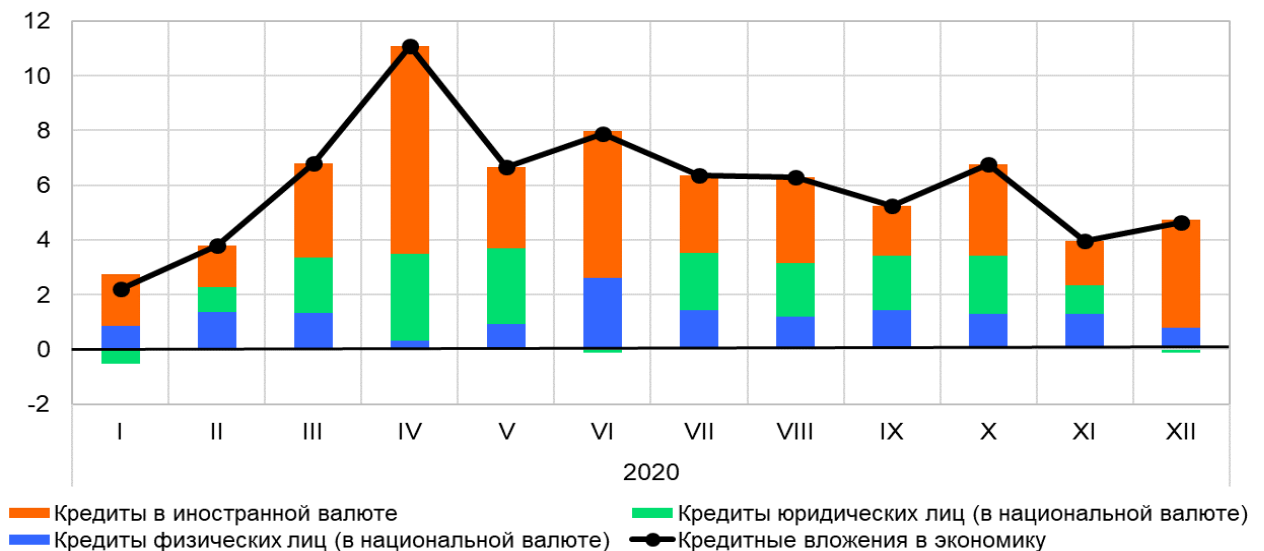
4.4. Анализ динамики и процентных ставок кредитных вложений в экономику

По итогам 2020 года кредитные вложения в экономику увеличились на **34,3%** (на 71,6 трлн. сум) и достигли **280,4 трлн. сум**. При этом без учёта влияния курсовой разницы на сумовой эквивалент кредитов в иностранной валюте рост кредитных вложений составил **28,4%**.

Следует отметить, что в IV квартале наблюдалось замедление роста кредитных вложений и увеличение остатков кредитов на **5,8%** или **15,3 трлн. сумов** (для сравнения в III квартале кредитные вложения в экономику увеличились на **7,2%** или **17,9 трлн сумов**) (рис. 4.4.1).

Динамика кредитных вложений в IV квартале формировалась на фоне истечения сроков пролонгированных в начальный период пандемии выплат по кредитам, сезонного снижения спроса на кредиты, сбалансирования ликвидности банковской системы, а также снижения процентных ставок по кредитам за счёт механизма приемлемых ставок и снижения основной ставки Центрального банка.

Рис. 4.4.1. Кредитные вложения в экономику и изменения их компонентов (трлн. сум)



Источник: Центральный банк

В течение 2020 года наблюдалось устойчивое снижение процентных ставок по кредитам на фоне двукратного снижения основной ставки Центрального банка по 1 п.п. (с 16% до 14% годовых), введения

механизма приемлемых процентных ставок и снижения спроса на кредиты в условиях пандемии (рис. 10).

В частности, процентные ставки по краткосрочным кредитам в национальной валюте снизились с **25,7%** в начале года до **18,4%** в декабре, а по долгосрочным кредитам - с **25,8%** в январе до **19,1%** в декабре.

Рисунок 10. Номинальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте.

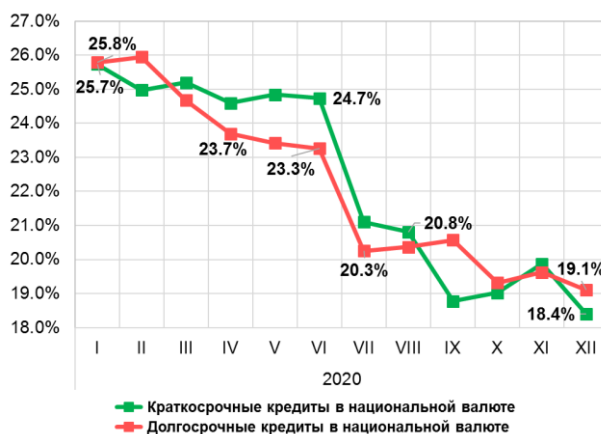
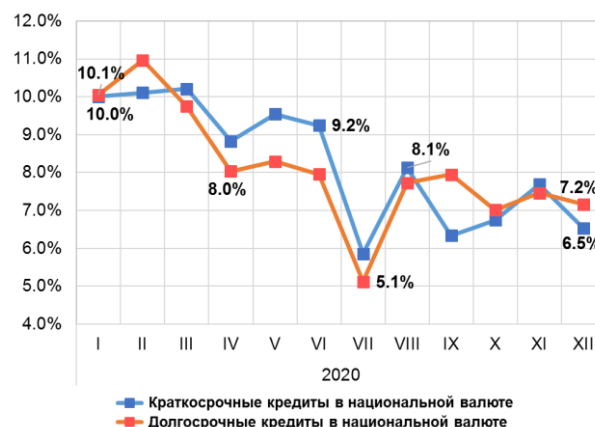


Рисунок 11. Реальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте



Источник: Центральный банк

В то же время, наряду со снижением номинальных процентных ставок, стабилизация уровня инфляции также способствовала формированию положительных реальных процентных ставок по кредитам в размере **6-8%** в течение IV квартала (рис. 11). В результате, обеспечивался уровень прибыльности коммерческих банков и относительно жёсткие денежно-кредитные условия в экономике.

В 2021 году, с постепенным снижением уровня инфляции ожидается снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса и, как следствие сбалансирование процентных ставок по кредитам и депозитам в экономике.

Кредитная нагрузка в экономике

Как показывает международный опыт, расширение кредитования должно оказывать существенное воздействие на экономическую конъюнктуру, то есть способствовать расширению производственного потенциала и производства в целом. Это обуславливает необходимость концентрации на кредитовании **рентабельных и кредитоспособных отраслей экономики с высокой добавленной стоимостью, самокупаемых проектов, инновационных бизнес-стартапов** и др.

Так, за последние три года рост кредитования реального сектора составил почти **3,5 раза** (рис. 1).

Однако, несмотря на бурный рост кредитования и развитие кредитных отношений, **вклад предоставляемых кредитов** в экономический рост страны **остаётся незначительным** (рис. 2). Это отражается и в росте номинального валового внутреннего продукта в сопоставлении с ростом остатков кредитов экономике.

Рис. 1. Нарастающий показатель роста кредитов и ВВП

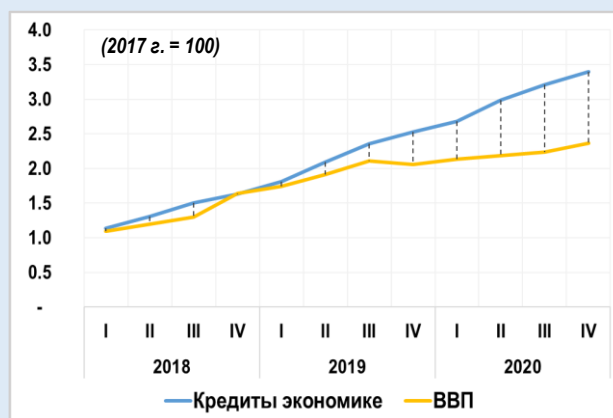
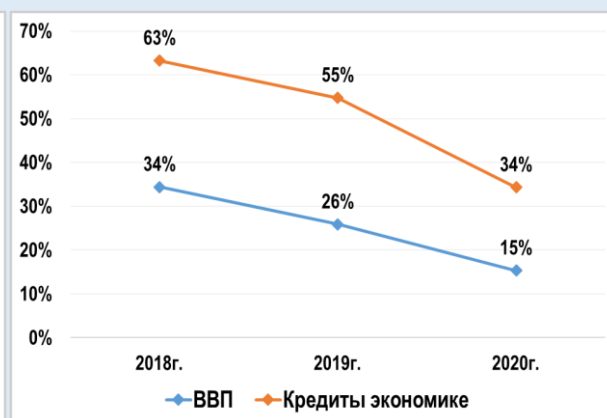


Рис. 2. Номинальный рост ВВП и кредитов экономике



Одной из причин увеличения разрыва между ростом кредитования экономики и экономическим ростом страны может быть **растущее потребление за счёт импортируемой продукции** (в 2018-2020 гг. доля импорта в совокупном конечном потреблении колеблется **от 48% до 63%**).

Кроме того, **высокая доля кредитов в иностранной валюте** (47% в совокупном объеме кредитов), которая идет на финансирование импортных соглашений, также способствовала увеличению разрыва.

С другой стороны, если учесть рост импорта машин и оборудования, одним из источников финансирования которого являются кредиты

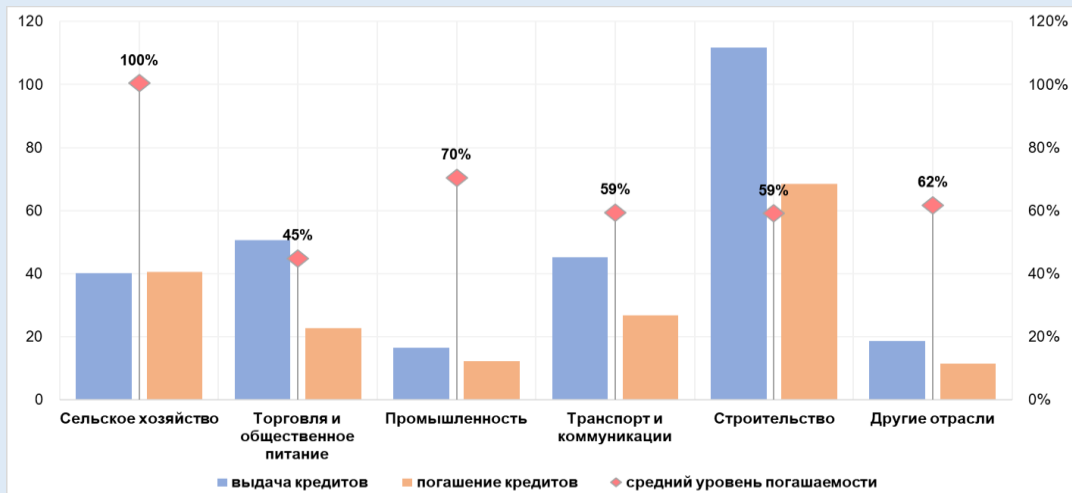
в иностранной валюте, предполагается, что эти кредиты вносят вклад в долгосрочный рост экономики путём модернизации и технического оснащения производства.

Меры, принятые для сдерживания коронавирусной инфекции, замедлили функционирование экономики во многих странах, в том числе и в Узбекистане. В связи с чем, коммерческие банки по рекомендации Центрального банка предоставили пострадавшим от коронакризиса бизнес-субъектам отсрочки. Сейчас, когда ограничения ослаблены и предприятия возобновляют деятельность, а пролонгация кредитов закончилась 1 октября 2020 года, банки могут столкнуться с проблемой возвратности ранее предоставленных кредитов.

Так, за 2020 год было выдано кредитов на сумму **127,3 трлн.** сумов, при уровне их погашаемости **в 59%** (для сравнения в 2019 году – 134,7 трлн. сум и 51% соответственно). В частности, самыми кредитуемыми отраслями были сельское хозяйство и промышленность.

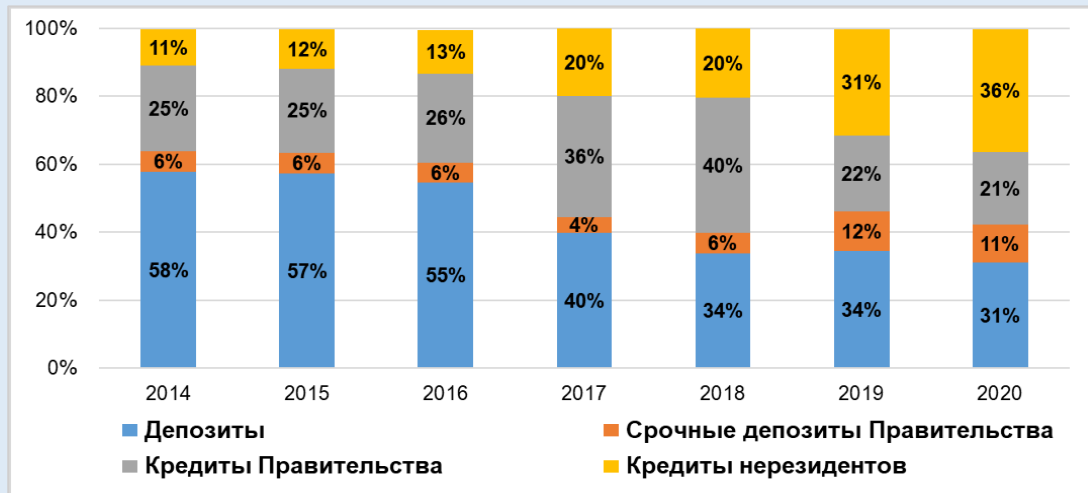
Вместе с тем, за последние три года средний уровень погашаемости кредитов составил 66%, в том числе самый высокий уровень погашаемости кредитов наблюдается в сельском хозяйстве – **100,4%**, а самый низкий уровень в торговле и общественном питании – **45%** (рис. 3).

Рис. 3. Средний уровень погашаемости выделяемых кредитов (за последние три года)



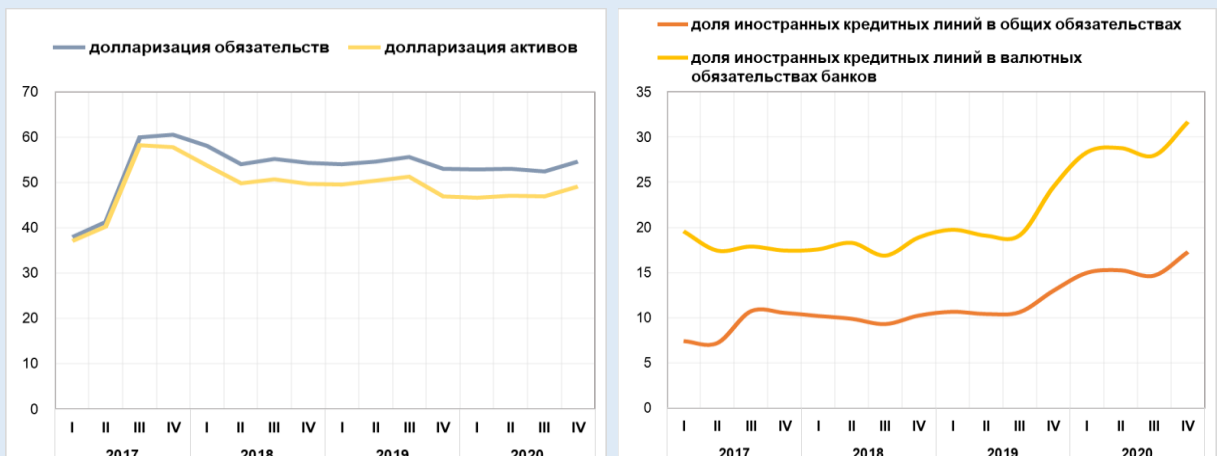
Анализ источников финансирования кредитов экономике показывает **ускоренный рост доли кредитов от нерезидентов** с одновременным **сокращением доли депозитов** в структуре совокупных источников финансирования (рис. 4). Так, в 2020 году на долю средств от нерезидентов приходится **36%** всех источников финансирования, что является самым большим показателем за последние 7 лет.

Рис. 4. Источники финансирования кредитов экономике



С учётом того, что привлеченные средства от нерезидентов составляет весомую часть источников финансирования кредитования отраслей, возрастает долларизация обязательств банков и **накопление валютных рисков в экономике.**

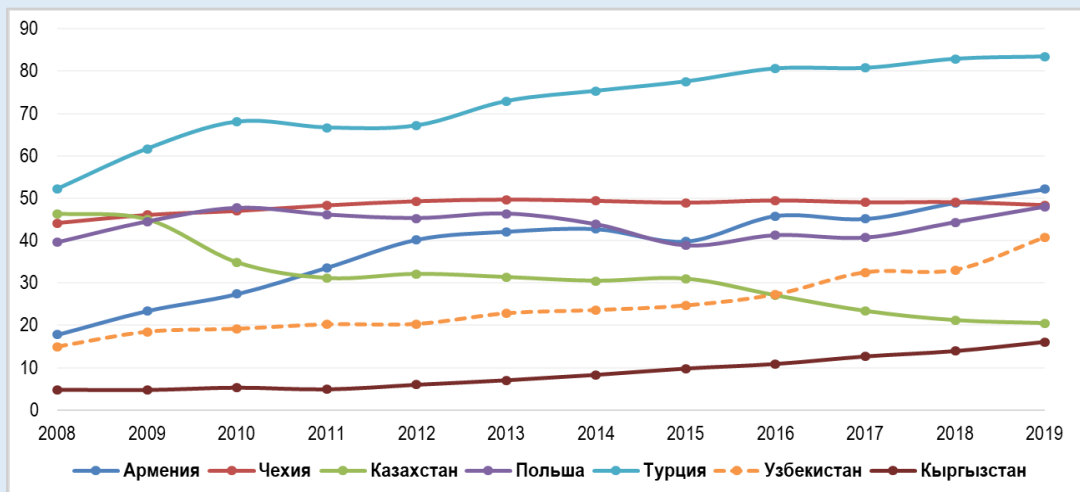
Рис. 5. Долларизация активов и обязательств банков



Вместе с тем, показатель отношения кредитов к ВВП демонстрирует ускоренный рост и с 2017 года пересек линию средних значений для развивающихся стран, составив **48%** по итогам III квартала 2020 года. Данный рост объясняется **более быстрым ростом кредитования в сравнении с ростом экономики.**

Наблюдаемый рост кредитов к ВВП, представляется естественным процессом в условиях либерализации и активного проведения социально-экономических реформ в Узбекистане. Однако скорость и траектория этого роста является относительно быстрой по сравнению с другими развивающимися странами (*в течении 8 предыдущих кварталов данный показатель вырос приблизительно на 10 п.п.*).

Рис. 6. Отношение кредитов к ВВП в отдельных странах с формирующимися рынками



Так, среднее значение данного показателя для стран с формирующимися рынками находится в пределах **35-55%**. Многие из них (Чехия, Польша, Армения) шли к данному уровню постепенно, на протяжении нескольких лет.

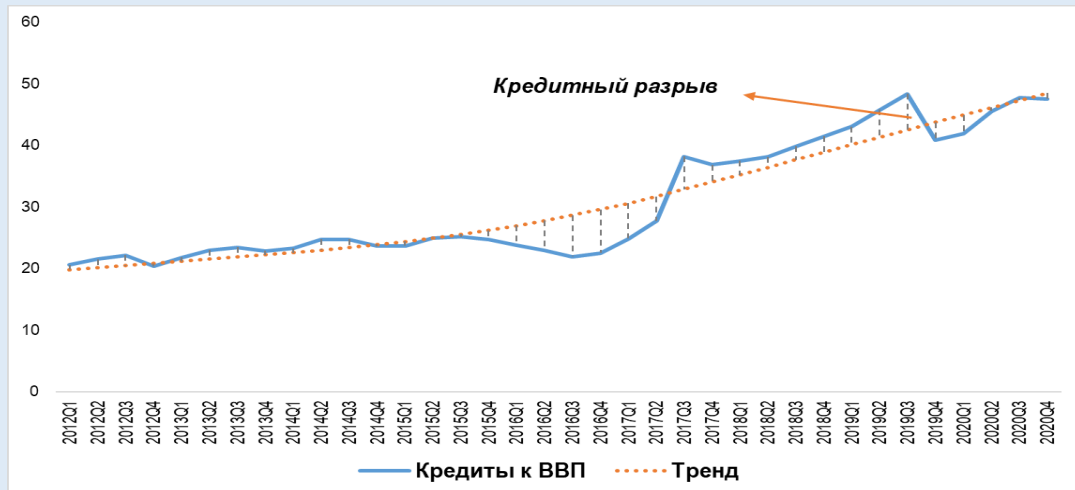
Международные эксперты считают, что превышение порогового значения отношения кредитов к ВВП в 90-100% оказывает негативное влияние на экономический рост.

Однако значения показателя кредитов к ВВП не полностью отражают фактическую экономическую картину. Наиболее **важно отклонение значений данного показателя от некоторой равновесной величины присущей экономике**, то есть кредитный разрыв (credit gap).

Базельский комитет по банковскому надзору выделил два пороговых значения кредитного разрыва – 2 и 10 п.п. Превышение первого порога означает начало **кредитного «бума»**, который в дальнейшем может привести к перегреву экономики, а выше 10 п.п. даёт сигнал **о возможной финансовой нестабильности**, вызванной закредитованностью реального сектора экономики.

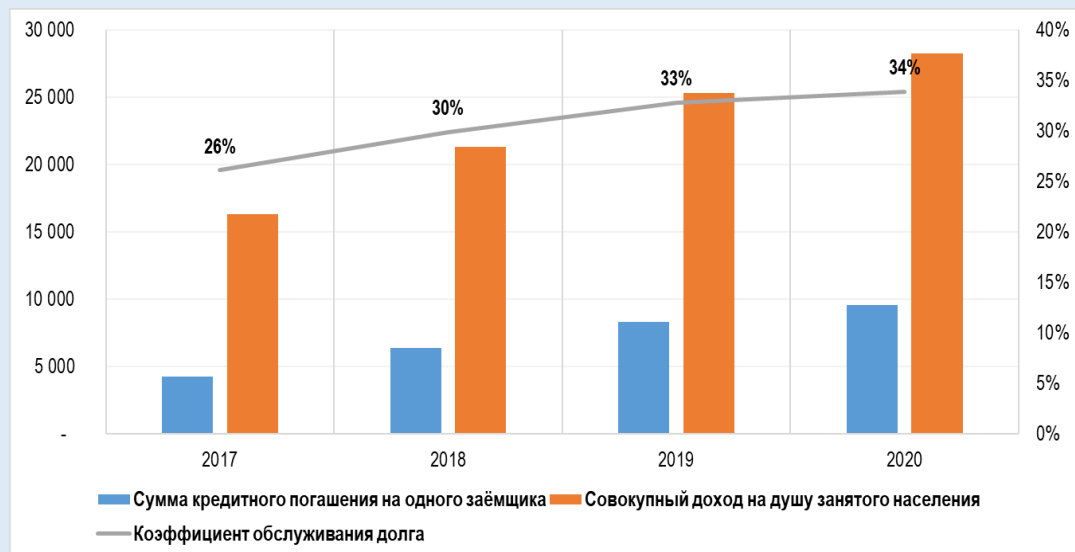
Анализ данных показывает, что показатели нашей страны находясь на протяжении последних лет в пределах **2-5 п.п.**, после краткосрочного падения, снова возвращаются в положительную зону, что является предпосылкой для принятия необходимых мер для **предотвращения риска кредитного бума**.

Рис. 7. Кредитный разрыв³, в %



Кроме того, растущий спрос на кредиты со стороны населения, который проявляется в росте доли кредитов физических лиц в совокупном кредитном портфеле создает необходимость глубокого анализа их **долговой нагрузки**. Согласно расчётам Центрального банка, показатели долговой нагрузки населения в течении последних четырех лет существенно увеличились.

Рис. 8. Коэффициент обслуживания долга физических лиц



Так, коэффициент обслуживания долга физических лиц (DSTI⁴) за январь-сентябрь 2020 года составил **34%**, что на **8 п.п.** выше показателя 2017 года (рост на 1 п.п. по сравнению с 2019 годом).

³ **Кредитный разрыв** (*Credit to GDP gap*) – это отклонение фактической величины показателя кредитов к ВВП от равновесной величины присущей экономике (тренд).

⁴ **DSTI** (*Debt Service to Income*) – показатель долговой нагрузки населения, рассчитываемый как отношение суммы платежа заёмщика по кредитам к его доходу.

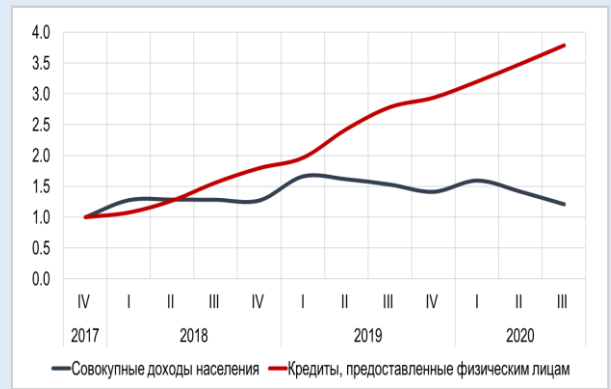
Кроме того, более быстрый рост доли кредитов, предоставляемых физическим лицам и двукратное превышение их кредитов над депозитами свидетельствует о **повышенном кредитном настроении населения в сравнении с сберегательным настроением**.

Вместе с тем, с 2017 г. по III квартал 2020 года рост доходов населения составил **1,2 раза** при росте их обязательств по банковским кредитам в **3,8 раз** или на 37,8 трлн. сумов. Рост кредитной задолженности на протяжении всего наблюдаемого периода, в основном, был за счёт увеличения числа заёмщиков в **2,4 раза**, которые составляют **21%** всего экономически активного населения.

Рис. 9. Увеличение долговой нагрузки физических лиц



Рис. 10. Кумулятивный рост доходов и кредитов



Следует отметить, что уровень закрепитованности населения по сравнению с западными странами относительно невелик, однако его рост идёт вразрез с экономическими показателями: замедление роста реальных доходов, увеличение просроченных кредитов, замедление темпов экономического роста и т.д.

При получении кредита население **не полностью осознаёт суммарный объём выплат по кредиту**, а среднемесячный размер выплат кажется **незначительным**, хотя в реальности общая сумма процентных платежей по кредиту за весь период погашения может оказаться существенной.

В целом, при обращении за кредитами следует учитывать также и будущие денежные потоки, риски снижения или полной потери доходов, как это наблюдалось во время принятия карантинных мер на фоне распространения пандемии и другие.

При сохранении такого темпа роста кредитов и доходов физических лиц могут возникнуть следующие риски:

- ухудшение социально-финансового положения населения, в результате возрастания доли кредитных платежей в совокупном объёме доходов;

- аккумулярование финансовых трудностей, вследствие недоучёта объёма будущих доходов;

- рост проблемных кредитов в кредитном портфеле банковской системы ввиду увеличения долговой нагрузки и утраты платежеспособности населения;

- вероятность снижения производства, особенно в части продажи товаров длительного пользования, вслед за временным оживлением спроса на потребительские товары и услуги.

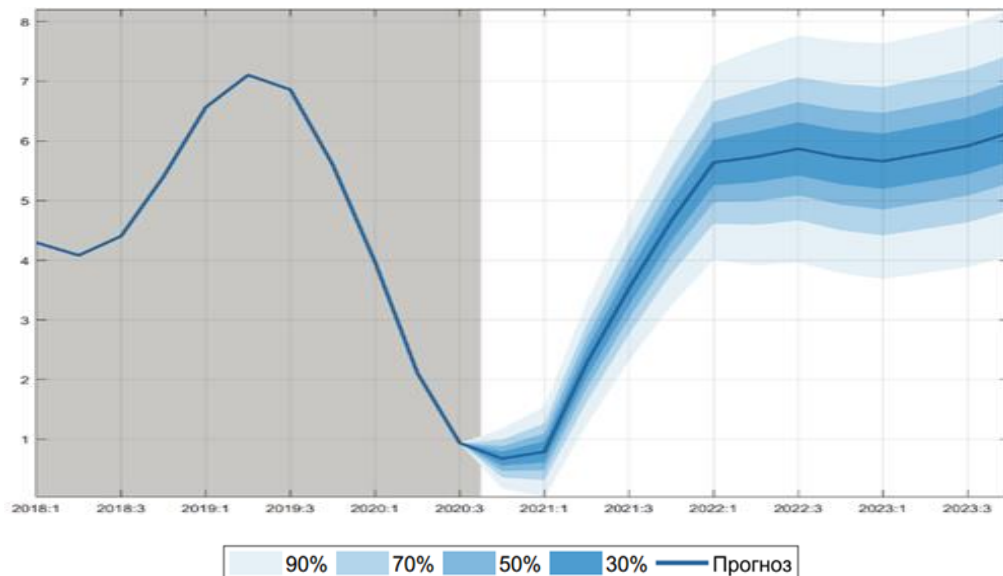
V. ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

5.1. Ожидаемые тенденции роста экономики

Согласно базовому сценарию рост реального ВВП прогнозируется на уровне 1–1,5% в 2020 году, **4,5–5,5%** в 2021 году, также ожидается его ускорение до **5–6,5%** в 2022–2023 гг.

В основу макроэкономического прогноза заложены предположения о постепенном улучшении ситуации с пандемией в мире. Вместе с тем, ожидается постепенное восстановление экономик внешнеторговых партнеров, что позволит достигнуть показателю внешнего спроса на докризисный уровень со второй половины 2022 года.

Рис. 5.1.1. Базовый прогноз роста ВВП (реальный годовой рост, %)



Источник: расчеты Центрального банка

Согласно прогнозным расчетам, ожидается приближение уровня совокупного спроса и экономической активности в стране к докризисному к концу 2021 года, с возвращением экономики к своему потенциальному уровню к 2023 году. Прогнозы международных финансовых институтов по росту экономики Узбекистана находятся в интервале **4,3-6,5%**.

При этом меры фискальной поддержки экономики в 2020 году и эффекты относительного смягчения денежно-кредитной политики останутся основными факторами, стимулирующими экономическую активность и совокупный потребительский спрос в 2021 году.

Таблица 5.1.1. Прогнозы международных финансовых институтов

Показатели	МВФ	Всемирный банк	Азиатский банк развития	Европейский банк реконструкции и развития
Рост ВВП Узбекистана в 2021 году	5,0	4,3	6,5	4,5

В 2021 году по базовому прогнозу, объем кредитных вложений в экономику будет пропорционален номинальному росту ВВП и составит около 16-20% (табл.4.1.2.).

Согласно утвержденным параметрам, дефицит консолидированного бюджета составит **5,5%** к ВВП в 2021 году. С 2021 года восстановление потенциала формирования доходов государственного бюджета позволит снизить дефицит консолидированного бюджета и добиться постепенной консолидации бюджета.

Таблица 5.1.2. Базовый прогноз основных макроэкономических показателей

Показатели	Период прогноза		
	2021	2022	2023
Реальный ВВП	4,5-5,5	5-6	5-6,5
Рост остатка кредитных вложений	16-20	17-19	18-20

Источник: расчеты Центрального банка

Одним из необходимых условий поддержки экономического роста и инвестиционной активности в 2021-2022 годах является рост прямых иностранных инвестиций в нашу страну.

2-вставка

Прогнозы роста глобальной экономики и стран внешнеторговых партнеров

Согласно базовому сценарию, ожидается, что рост мировой экономики и стран основных торговых партнеров постепенно восстановится со следующего года после резкого спада в 2020 году.

Несмотря на положительные прогнозы большинства МФИ перспективы мировой экономики продолжают оставаться во многом неопределенными, и существуют серьезные риски достижению прогнозных показателей.

Таблица 1. Прогнозы роста мировой экономики

Регионы/страны	Прогнозы темпов экономического роста на 2021 г.			
	МВФ	Всемирный банк	Азиатский банк развития	Европейский банк реконструкции и развития
Глобальная экономика	5,2	4,0	–	–
Развитые страны	3,9	3,3	–	–
Развивающиеся страны	6,0	5,0	–	–
Россия	2,8	2,6	–	3,0
Казахстан	3,0	2,5	2,8	3,0
Китай	8,2	7,9	7,7	–
Турция	5,0	5,0	–	5,0
Корея	2,9	–	3,3	–

Прогнозируется, что страны с развитой экономикой восстановятся с ростом до **3,3-3,9%** в 2021 году, соответственно, на фоне сдерживания пандемии с помощью широко распространенной вакцинации и принятых мер поддержки в области фискальной и денежно-кредитной политик.

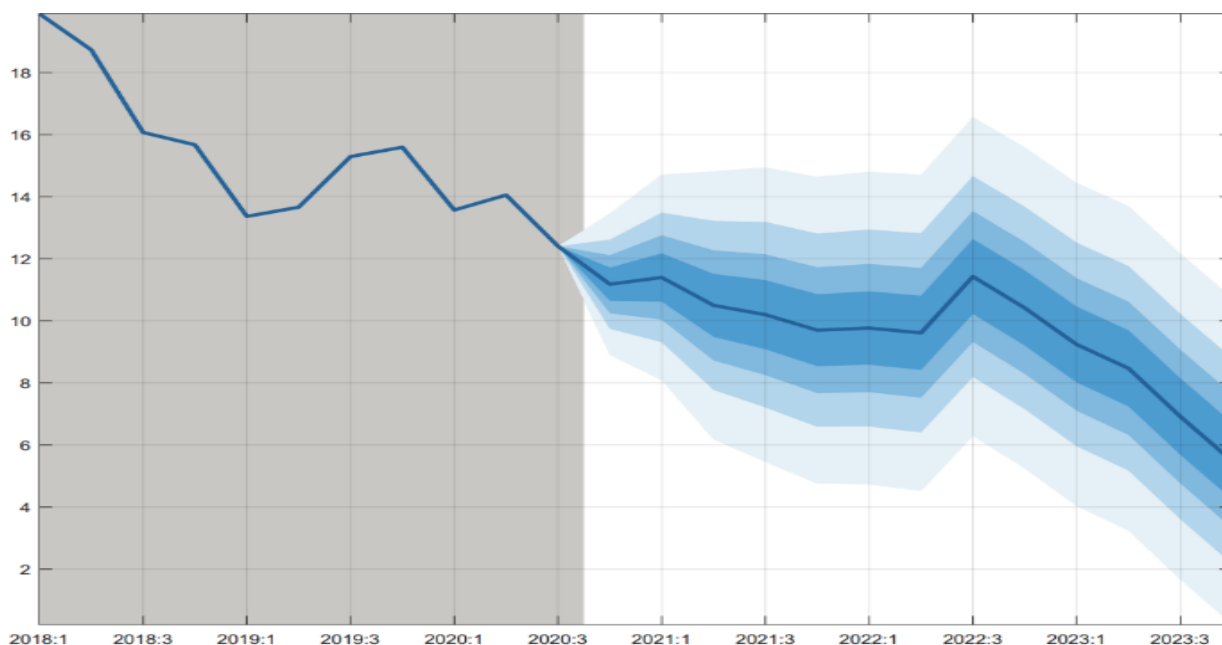
Хотя ожидается, что совокупный рост развивающихся экономик составит **5-6%** в 2021 году, улучшение в значительной степени отражает ожидаемое восстановление Китая. Без учета роста экономики Китая ожидается, что восстановление в развивающихся странах будет гораздо более сдержанным и составит в среднем около **3,5%**, поскольку затяжные эффекты пандемии продолжают оказывать давление на потребление и инвестиции.

Также, ожидается восстановление экономик основных внешнеторговых партнеров Узбекистана, при этом наиболее высокие темпы роста ожидаются в Китае и Турции, **7,9-8,2%** и **5%** соответственно.

5.2. Прогноз уровня инфляции и основные факторы достижения целевых показателей

Согласно прогнозам Центрального банка, при сохранении ожидаемых условий в 2021 году уровень инфляции к концу года составит около **9-10%**.

Рис.5.2.1. Прогноз инфляции (в%, на конец периода)



Источник: расчеты Центрального банка

Следует отметить, что повсеместное распространение пандемии коронавируса в мире в 2020 году, вызвало спад глобальной экономики, темпы роста экономики нашей страны сохранились положительными, но существенно замедлились. В то же время одной из особенностей этого кризиса является то, что шоки, вызванные спросом и предложением, происходят одновременно в контексте ухудшения как внутренних, так и внешнеэкономических условий.

Несмотря на то, что многие страны начали вакцинацию против вируса с декабря 2020 года, пандемия все еще продолжается во всем мире, и в этом отношении повторное введение карантинных ограничений некоторыми странами вызывает неопределенность во внешнеэкономической среде в 2021 году.

В такой ситуации для нахождения инфляции на уровне **9-10%** к концу 2021 года, является важным формирование стабильных внешних и внутренних условий.

Во-первых, основным условием является улучшение эпидемиологической ситуации в мире в 2021 году, адаптация субъектов бизнеса к новым условиям и продолжение деятельности.

Также, по прогнозам Всемирного банка и Международного валютного фонда, в 2021 году темпы экономического роста стран – внешнеторговых партнеров начнут постепенно восстанавливаться. При этом ожидается, что обменные курсы национальных валют стран – внешнеэкономических партнеров к доллару США останутся стабильными без резких колебаний. В то же время ожидается, что к концу текущего года международные денежные переводы вырастут на 8-10%. Данные факторы будут способствовать тому, что обменный курс сума будет формироваться близко к его долгосрочному тренду и не будет оказывать значительное давление на инфляцию.

В 2020 году общий бюджетный дефицит по отношению к ВВП был относительно высоким, и это продолжит оказывать определенное влияние на инфляцию в текущем году. При этом, исполнение бюджетных расходов ниже пределов установленных параметров может предотвратить появление дополнительного возрастающего давления на инфляцию.

Кроме того, одним из основных факторов синфляции в 2021 году является отсрочка повышением цен на энергоносители в рамках реформ по либерализации цен на следующие годы, а также сохранение без изменений регулируемых тарифов на товары (услуги), особенно на коммунальные услуги в текущем году.

Также прогнозируется, что объем кредитных вложений в экономику будет пропорционален росту номинального ВВП, то есть в 2021 году объем кредитных вложений составит около **16-20%** и в свою очередь будет оказывать меньшее давление на инфляцию со стороны монетарных факторов.

Кроме того, большая часть спроса на основные продовольственные товары на внутреннем рынке покрывается за счет импорта. Значительный рост цен на продовольственные товары в 2020 году, такие как подсолнечное масло, сахар, мясные продукты и картофель, можно объяснить, главным образом, снижением объемов производства в основных странах-производителях, что привело к росту цен на эти товары на мировых рынках. В то же время одно из основных условий достижения прогнозных показателей инфляции - это

неприменение различных ограничений зарубежными странами, являющимися основными экспортерами продовольствия и относительная стабильность мировых цен в текущем году.

Следует отметить, что в контексте неопределенности, влияющей на динамику цен, стабильное формирование инфляции в 2021 году около 9-10%, в основном будет зависеть от вышеуказанных условий. При этом Центральный банк будет проводить денежно-кредитную политику, исходя из уровня и прогнозируемой траектории инфляции, а также достижения целевых показателей инфляции.

5.3. Риски и неопределенности

Прогнозы развития экономики по-прежнему содержат высокую степень неопределенности и рисков отклонения в результате действия непредвиденных факторов.

Со стороны внешнеэкономических условий основные риски связаны с перспективами вакцинации от коронавируса, продолжительностью ограничений в результате его распространения, а также более медленным чем ожидалось восстановлением глобальной экономики и стран внешнеторговых партнеров.

В части внутренних рисков следует рассматривать возможность более длительного периода восстановления спроса и предложения в отдельных секторах экономики, неопределенность относительно долгосрочных последствий текущего кризиса для экономики.

Обеспечение восстановления и устойчивого роста экономики во многом будет определяться показателями уровня эффективности использования имеющихся ресурсов в стране, **производительности, технико-технологического** обновления и потенциала создавать **добавленную стоимость**.

Процесс улучшения данных показателей, потребует принятия существенных мер по улучшению инвестиционной среды, направленных на стимулирование частных инвестиций в экономике. С этой точки зрения, возрастает значение мер по стимулированию частных инвестиций, коренному улучшению деловой среды и развитию конкурентных условий.

В целом, поставленные задачи по обеспечению макроэкономической стабильности в действующих условиях, а также восстановление высоких устойчивых темпов роста во многом зависят от эффективности реализации структурных реформ и создания резервов роста экономики.

С точки зрения влияния на уровень инфляции в ближайшей перспективе основным проинфляционным риском являются рост цен на продовольственные товары, вызванный сезонными факторами, а также условия конкуренции и конъюнктура мировых рынков продовольствия.

Также существуют определенные риски, связанные с введением ограничений на экспорт отдельных видов продовольствия странами

экспортерами основных продовольственных товаров для поддержания стабильности цен на их внутренних рынках

В период восстановления экономики и реализации антикризисных мер одним из основных условий стабильности цен является обеспечение баланса между ростом спроса и предложения.

В связи с этим, важное значение будет иметь своевременное принятие необходимых мер реагирования для стабильного обеспечения необходимого объема товаров и услуг на внутреннем рынке.

Определенное давление на рост цен в отдельных отраслях может оказывать повышение затрат, связанное с временной остановкой производственных процессов, в связи с перебоями в подаче энергии для производителей.

Сохраняются риски, связанные с усилением ограничительных мер в результате обострения эпидемиологической ситуации в зарубежных странах. В частности, возможны временные сбои в производственных логистических цепочках, под влиянием ограничений и сокращения предложения товаров, а также рост себестоимости производства товаров в результате необходимости соблюдения эпидемиологических требований.

Сохранение длительного периода неопределенности относительно ситуации с пандемией и периодом полного восстановления экономики может отрицательно повлиять на потребительские и инвестиционные настроения. В этом случае возможны шоки как со стороны спроса, так и предложения. Кроме того, инфляционные ожидания остаются незаякоренными и в этой связи высока вероятность их всплесков под влиянием различных факторов, в том числе недостаточного предложения товаров на рынках.

ГЛОССАРИЙ

Административно регулируемые цены	– цены, которые формируются не под воздействием рыночных сил (предложения и спроса), а устанавливаются государственными органами, организациями и предприятиями административным путем на отдельные товары (услуги) с целью ограничения изменения их цен.
Базовая инфляция	– инфляция, рассчитанная без учёта изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят сезонный и административный характер (плодоовощная продукция, топливо, отдельные услуги пассажирского транспорта, услуги связи, жилищно-коммунальные услуги и др.).
Валютные интервенции Центрального банка	– участие Центрального банка на валютном рынке путём покупки и продажи иностранной валюты с целью стерилизации дополнительной ликвидности в банковской системе, сформированной в результате покупки Центральным банком монетарного золота, а также с целью сглаживания или предотвращения резких колебаний обменного курса.
Временной лаг	– показатель, отражающий отставание во времени одного экономического явления по сравнению с другим, связанным с ним явлением; промежуток времени между двумя связанными явлениями или событиями.
Денежная масса	– совокупность наличных денег в обращении и денежных средств на банковских счетах. Для анализа денежной массы рассчитываются различные денежные агрегаты, которые классифицируются по степени ликвидности: M0 – наличные деньги в обращении; M1 – M0 + депозиты до востребования в национальной валюте; M2 – M1 + срочные, сберегательные и другие депозиты в национальной валюте + депозиты в иностранной валюте.
Денежно-кредитная политика	– часть макроэкономической политики, проводимая Центральным банком Республики Узбекистан с целью обеспечения стабильности цен на внутреннем рынке. Денежно-кредитная политика осуществляется посредством использования денежно-кредитных инструментов для поддержания объёма ликвидности в банковской системе, уровня процентных ставок и других монетарных показателей на целевом уровне.
Денежный агрегат «эффektivный M0»	– сумма наличных денег в обращении, а также средств физических лиц и индивидуальных предпринимателей на банковских картах.
Длинные деньги	– выражение, используемое в экономике и финансах для характеристики долгосрочных (более года) заимствований (инвестиций) или кредитов, предоставляемых на длительный срок.
Инвестиционный спрос	– спрос со стороны бизнес-субъектов на объекты физического капитала (машины, оборудование) и услуги, используемые для поддержания или расширения своей деятельности. Инвестиционный спрос является частью совокупного спроса в экономике.
Индекс инфляционных ожиданий	– количественный показатель инфляционных ожиданий, который сигнализирует о дальнейшем ускорении или замедлении инфляции.

Индекс потребительских цен (ИПЦ)	– показатель изменения общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. ИПЦ рассчитывается как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода.
Инерционность инфляции	– тенденция инфляции возвращаться медленно к своему долгосрочному (равновесному) уровню после шока, который отклонил её от этого долгосрочного уровня.
Инфляционные ожидания	– предположения населения и предпринимателей о будущем уровне инфляции, который они учитывают при принятии ими экономических решений. Исходя из инфляционных ожиданий, производители и потребители, продавцы и покупатели строят свою будущую кредитно-финансовую и ценовую политику, оценивают уровень доходов, расходов и предполагаемый объём прибыли.
Ликвидность банковской системы	– остатки денежных средств в национальной валюте на корреспондентских счетах коммерческих банков в Центральном банке Республики Узбекистан.
Макропруденциальные меры (англ. macroprudential policy)	– комплекс упреждающих мер, направленных на минимизацию системного риска финансового сектора в целом либо в его отдельных секторах.
Межбанковский денежный рынок	– система организации и осуществления биржевых торгов краткосрочных операций (как правило, до одного года) по размещению и привлечению денежных средств в национальной и иностранной валютах.
Монетарные факторы инфляции	– факторы инфляции, на которые Центральный банк может оказывать непосредственное влияние при помощи инструментов денежно-кредитной политики на среднесрочном горизонте.
Немонетарные факторы инфляции	– факторы, влияющие на инфляцию, которые находятся вне влияния денежно-кредитной политики Центрального банка. В эту группу входят внешнеэкономические условия, структурные факторы (состояние основных фондов, продуктивность и эффективность производства, предложение и качественные параметры рабочей силы, технологический уровень производства, транспортная, логистическая инфраструктура, уровень концентрации рынков), нормативно-правовая среда, фискальная политика, факторы со стороны предложения товаров и услуг.
Обязательные резервы коммерческих банков	– денежные средства, депонируемые коммерческими банками в Центральном банке с целью выполнения обязательных резервных требований Центрального банка. Минимальный уровень обязательных резервов, депонируемых в Центральном банке, определяется нормативно-правовыми актами Центрального банка с учётом целей денежно-кредитной политики и зависит от размера, вида и срока депозитов, других обязательств банков. Размеры обязательных резервов одинаковы для всех банков по каждой категории привлеченных средств.
Платёжный баланс	– статистический отчёт, в котором отражаются все экономические операции между резидентами и нерезидентами за определённый период времени.
Потребительский спрос	– часть совокупного спроса в экономике, относящаяся к потребительским товарам и услугам.
Процентная политика Центрального банка	– часть денежно-кредитной политики Центрального банка, с помощью которой Центральный банк влияет на стоимость финансовых ресурсов и уровень процентных ставок в экономике, а

	<p>также на финансовые и инвестиционные решения населения и бизнеса. Процентная политика направлена на поддержание определенного уровня процентных ставок в экономике с целью обеспечения положительных реальных ставок по активам в национальной валюте. Изменение процентной ставки центрального банка влияет на уровень процентных ставок в экономике в целом, что приводит к соответствующим изменениям в инвестициях/сбережениях и, следовательно, в совокупном спросе.</p>
Разрыв выпуска (англ. Output gap)	<p>– разница между фактическим ВВП и потенциальным ВВП. Положительный разрыв ВВП называют инфляционным разрывом, который указывает, что рост совокупного спроса опережает рост совокупного предложения, возможно, приводя к инфляции. Отрицательный разрыв ВВП называют рецессионным разрывом, который, возможно, приводит к дефляции.</p>
Режим инфляционного таргетирования	<p>– режим денежно-кредитной политики, при котором центральный банк объявляет среднесрочную цель по уровню инфляции и сосредоточивает все свои усилия на приведении текущей инфляции к её целевому показателю посредством применения денежно-кредитных инструментов.</p>
Системный риск	<p>– это риск краха всей финансовой системы или всего финансового рынка в отличие от риска, связанного с каким-либо участником финансового рынка, группы участников или отдельной компоненты финансовой системы.</p>
Средневзвешенная процентная ставка	<p>– средняя ставка, рассчитанная с учётом веса изучаемого показателя в общем объёме. В качестве весов берётся доля каждой ставки в совокупном объёме.</p>
Стерилизация ликвидности	<p>– изъятие излишней ликвидности из банковской системы, возникшей в результате различных факторов.</p>
Стресс-тестирование (англ. stress testing)	<p>– метод анализа рисков финансовых организаций, отдельных секторов, рынков или финансовой системы в целом и оценки их устойчивости к реализации исключительных, но вероятных шоков.</p>
Счёт текущих операций	<p>– раздел платёжного баланса страны, в котором отражаются потоки товаров, услуг, первичных и вторичных доходов (оплата труда работников, инвестиционные доходы и прочие) между резидентами и нерезидентами.</p>
Трансграничные денежные переводы	<p>– перевод денежных средств в страну или из страны посредством международных систем денежных переводов.</p>
Трансмиссионные (передаточные) каналы денежно-кредитной политики	<p>– каналы влияния решений в области денежно-кредитной политики на динамику цен и экономику в целом. Процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении процентной ставки и будущей её траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня процентной ставки транслируется в экономику по следующим основным каналам: процентному, кредитному, валютному, цен активов и ожиданий.</p>
Тренд	<p>– основная тенденция изменения показателя. Тренды могут быть описаны различными уравнениями – линейными, логарифмическими, степенными и так далее. Фактический тип тренда устанавливают на основе подбора его функциональной модели статистическими методами либо сглаживанием исходного временного ряда.</p>
Финансовая система	<p>– совокупность финансовых организаций и финансовых рынков, обеспечивающих с помощью различных финансовых инструментов</p>

формирование и использование денежных средств государства, организаций, населения. При этом финансовые институты (рынки и финансовые организации) осуществляют перераспределение ограниченных финансовых ресурсов от одних экономических субъектов к другим.

Финансовая стабильность

– состояние, при котором финансовая система эффективно выполняет свои функции, обеспечивая перераспределение ресурсов и управление финансовыми рисками, отсутствует чрезмерная волатильность на финансовом рынке (его сегментах), обеспечивается бесперебойное осуществление расчетов, а также способность финансовой системы функционировать в экстремальных условиях, предотвращая влияние негативных шоков, и восстанавливаться в состоянии стресса.

Финансовый рынок (от лат. *financia* — наличность, доход)

– система экономических отношений, возникающая в процессе обмена экономических благ.

Экономический цикл

– естественная форма развития экономики, при которой подъем производства, уровня занятости, роста ВВП сменяется периодами спада.

Эмпирический анализ

– подход к изучению и интерпретации информации, основанный на анализе фактических данных. Эмпирический подход основан на реальных данных, метриках и результатах, а не на теориях и концепциях.

Эффект низкой базы

– состояние, когда чрезмерные темпы роста того или иного индикатора объясняются его крайне низким стартовым показателем т.е. если в рассматриваемом периоде, не было зафиксировано значительных изменений в ценах, но в базовом периоде отмечалось нестандартное резкое снижение, то за счёт возвращения цены на свой “естественный” уровень и обычную динамику роста наблюдается значительное увеличение текущего годового показателя инфляции по отношению к базовому. Обратный эффект называется эффектом высокой базы. Эффекты базы более явно проявляются в ценах товаров и услуг подверженных сезонным колебаниям.

Реальный эффективный обменный курс (англ. *Real effective exchange rate*)

– расчетный валютный курс, который является индикатором изменения ценовой конкурентоспособности отечественных товаров по отношению к продукции основных торговых партнёров страны. Экономическое содержание реального эффективного обменного курса заключается в отображении изменения обменного курса, откорректированного на уровень инфляции в странах-торговых партнёрах.

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2021

Подготовлено Департаментом денежно-кредитной политики

Предложения и замечания можно направить по адресу:

E-mail: achilov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22