



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

ОБЗОР ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

за IV квартал 2021 года

Ташкент 2022 год

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
I. УРОВЕНЬ И ПРОГНОЗЫ ИНФЛЯЦИИ	6
1.1. Анализ динамики и компонентов инфляции	6
1.2. Инфляционные ожидания населения и субъектов предпринимательства	12
1.3. Прогноз инфляции, риски и неопределенности	14
II. ВНУТРЕННИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	19
2.1. Восстановление экономической активности и основные макроэкономические показатели	19
2.2. Текущие и ожидаемые фискальные условия	22
2.3. Прогнозы макроэкономического развития	24
III. ВНЕШНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	26
3.1. Внешний спрос и неопределенности глобальной экономики	26
3.2. Уровень инфляции и валютные курсы основных торговых партнеров	29
IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	36
4.1. Уровень процентных ставок в экономике	36
4.2. Анализ динамики кредитов и депозитов	40

ВВЕДЕНИЕ

На заседании правления Центрального банка, состоявшемся 20 января 2022 года, принято решение о сохранении основной ставки **без изменений** на уровне **14% годовых** в целях достижения прогнозных показателей инфляции в текущем году на фоне динамики высокого экономического роста, а также для сохранения денежно-кредитных условий, способствующих снижению роста цен и стимулирующих сбережения.

Инфляция и инфляционные ожидания. По итогам 2021 года инфляция сформировалась на уровне промежуточного целевого показателя – таргета и составила **10%**.

Основным фактором формирования инфляционной среды в прошедшем году был значительный рост цен на продовольственные и топливно-энергетические товары. Рост цен с одной стороны объясняется глобальными инфляционными тенденциями, а с другой факторами, связанными с конкуренцией и предложением на внутреннем рынке.

Уровень **базовой инфляции** по итогам 2021 года также замедлился до **8,8%**, самого низкого показателя за последние пять лет.

Согласно результатам опроса, проведенного в декабре прошлого года, **инфляционные ожидания** населения и предпринимателей на ближайшие **12 месяцев** сменились нисходящим трендом после тенденции к возрастанию в сентябре-ноябре и составили **15,7%** и **14,9%** соответственно.

Ключевыми факторами инфляционных ожиданий респонденты назвали подорожание бензина, увеличение транспортных расходов и рост цен на основные продукты питания и импортные товары.

Экономическая активность и совокупный спрос. В целом прошлый год стал годом восстановления экономики после резкого замедления в 2020 году. По предварительным данным, валовой внутренний продукт в 2021 году вырос на **7,4%** в реальном выражении.

При этом, направляемые в экономику фискальные расходы и кредиты коммерческих банков были основными факторами, поддерживающими экономическую и инвестиционную деятельность.

Кредиты, выделенные коммерческими банками в экономику за прошлый год, увеличились на **31%** по сравнению с 2020 годом, а уровень погашения кредитов значительно улучшился до **71%**. Кредиты физическим лицам также выросли на **42%**, поддержав потребление и спрос на жилье со стороны населения.

Согласно оценкам, в 2022 году сохранится влияние высокого фискального стимулирования в 2021 году, и со второй половины года темпы экономического роста будут приближаться к своим долгосрочным показателям, а именно к потенциальным темпам роста.

Внешние экономические условия. 2021 год характеризуется ускорением **глобальных инфляционных процессов** в результате роста цен на продовольственные и топливно-энергетические товары, а также ответным **ужесточением денежно-кредитных условий** в большинстве развивающихся стран.

Вместе с тем, на фоне неопределенностей и рисков пандемии на конец года предполагается что, инфляционные процессы, изначально признанные временными, могут оказывать давление на цены в течение более длительного периода времени.

Хотя за прошедший год не наблюдалось существенных колебаний курсов валют основных торговых партнеров (кроме Турции), в них резко возросла инфляция.

По итогам 2021 года девальвация обменного курса сума составила **3,4%**, что является самым низким показателем за три года.

При этом, рост поступлений от экспорта и трансграничных денежных переводов в страну на **34%** соответственно, в 2021 году являлся фактором, поддерживающим предложение иностранной валюты на внутреннем валютном рынке и послужил его увеличению **в 1,6 раза**.

Денежно-кредитные условия. По итогам 2021 года ситуация на денежном рынке формировалась в умеренно жестких условиях, а индикаторы **uzonia** и **uzwia** составили **13%**. При этом динамика процентных ставок на денежном рынке в течение года отражала почти **двукратное увеличение** межбанковских операций и резкий рост активности использования денежно-кредитных инструментов.

В целом, повышение активности использования денежно-кредитных инструментов при регулировании ликвидности в течении

года, в свою очередь, привело к значительному росту расходов по ним и обязательств Центрального банка.

Средневзвешенные процентные ставки, предлагаемые банками по **срочным депозитам** в национальной валюте, в декабре составили **20,2%** для физических лиц и **15,1%** для юридических лиц соответственно, и сформировали положительный спрэд относительно инфляционных ожиданий.

Это, в свою очередь, способствовало росту общего объема сумовых срочных депозитов в **1,5 раза** в прошлом году, в том числе депозитов физических лиц – в **1,7 раза**.

В последние месяцы 2021 года наблюдалось сбалансирование процентных ставок по кредитам в национальной валюте, в пределах коридора **20-22%**, который наблюдается с начала года. В частности, в декабре средневзвешенные процентные ставки по краткосрочным кредитам в национальной валюте составили **21,2%**, по долгосрочным – **20,5%**.

Прогноз и риски. Согласно базовому сценарию макроэкономического развития, в текущем году предусматривается сохранение Центральным банком умеренно жестких денежно-кредитных условий.

В условиях продолжающейся глобальной инфляции сохраняются риски, связанные с ростом цен на сырье и энергоресурсы на внешних рынках, пандемической ситуацией, а также замедлением мирового экономического роста, указывающие на возможное формирование инфляции в пределах **8-9%** по итогам года.

Также в 2022 году прогнозируется рост валового внутреннего продукта около **5,5-6,5%**. При этом, направленные в 2020-2021 году в экономику фискальные стимулы, будут одним из основных факторов поддержания экономической активности и в первой половине 2022 года.

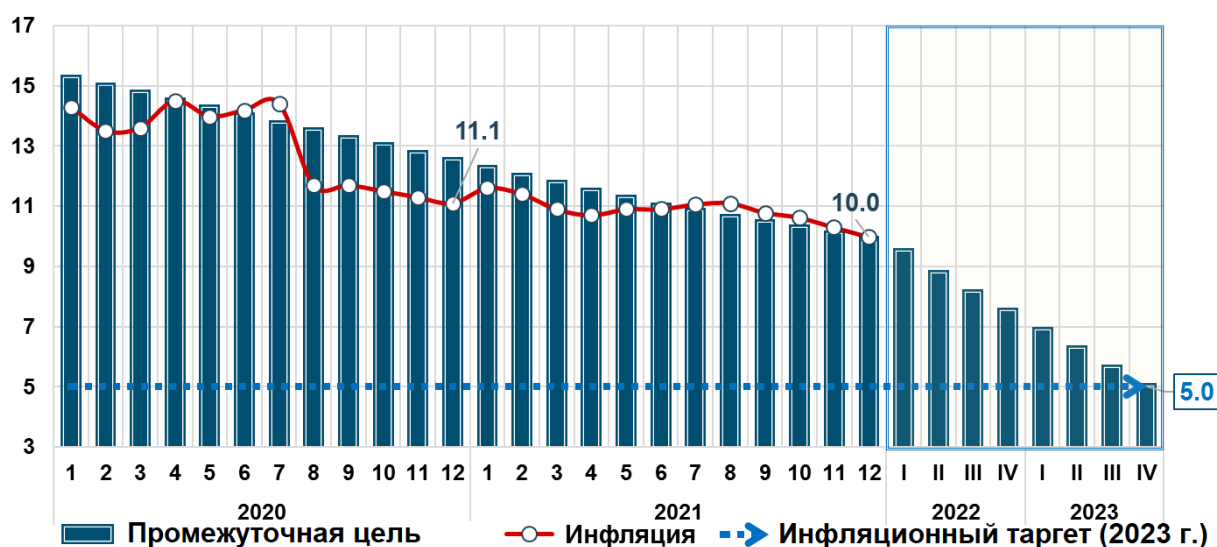
Текущие денежно-кредитные условия **считаются соответствующими** прогнозам макроэкономических показателей, и в будущем со снижением прогноза инфляции может возникнуть возможность **снижения номинальных процентных ставок** с сохранением неизменных реальных процентных ставок.

I. УРОВЕНЬ И ПРОГНОЗЫ ИНФЛЯЦИИ

1.1. Анализ динамики и компонентов инфляции

В декабре 2021 года индекс потребительских цен увеличился на **1,3%** (в декабре 2020 года –1,6%). В целом годовой темп инфляции замедлился на **1,1 п.п.** по сравнению с соответствующим периодом 2020 года и сформировался в рамках целевого показателя, установленного на 2021 год, и на конец года составил **10%** (рис. 1.1).

Рис. 1.1. Инфляционный таргет и его траектория (% , годовой)



Источник: данные Госкомстата, прогнозы ЦБ

В прошлом году рост цен на непродовольственные товары и услуги замедлился до **7,8%** и **7,7%** соответственно, что является основным фактором, способствующим снижению годовой инфляции.

Хотя годовые показатели цен на продовольствие формировались в понижительной динамике (в декабре 2020 г. – 15,3%, в декабре 2021 г. – 13%), они послужили основным драйвером (5,5 п.п.) общей инфляции.

В IV квартале 2021 года квартальный рост продовольственных товаров и услуг был ниже, чем в соответствующем периоде 2020 года, при этом ускорился рост цен на непродовольственные товары.

Основными причинами этого являются значительный рост цен на бензин на внутреннем рынке, а также рост себестоимости производства и доставки на фоне проблем с логистикой, которые к концу года

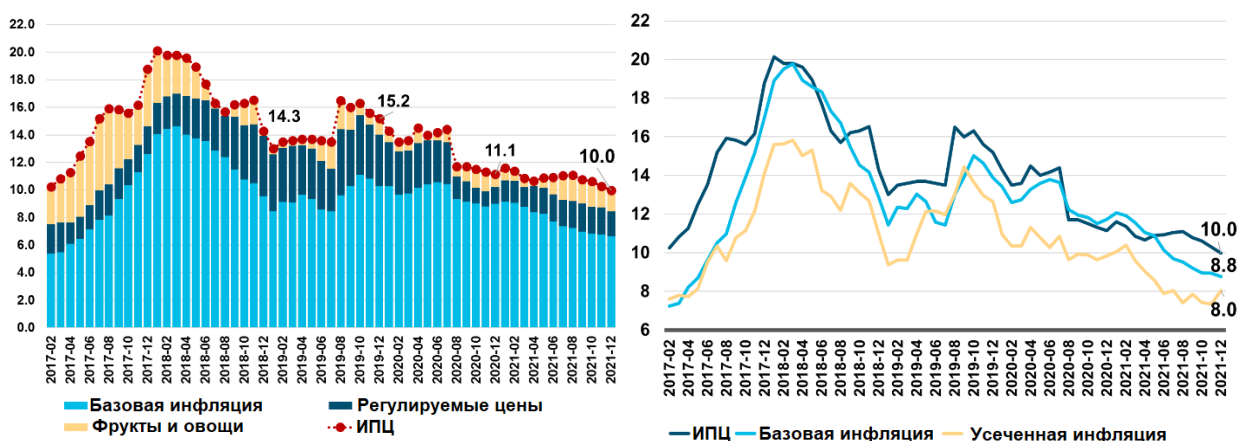
повышательное влияние на рост цен большинства непродовольственных товаров.

Базовая и усеченная инфляция

Показатель базовой инфляции, рассчитываемый Центральным банком, снижался на протяжении года и достиг **8,8%** – самого низкого уровня за последние пять лет. При этом вклад базовой инфляции в общую инфляцию снизился до **6,7 п.п.** (рис. 1.2.).

Следует отметить, что замедление базовой инфляции в годовом исчислении можно объяснить в основном снижением **долгосрочного тренда** цен большинства продовольственных и непродовольственных товаров, а также услуг.

Рис. 1.2. Динамика базовой и усеченной инфляции, годовая



Источник: Расчеты ЦБ на основе данных Госкомстата

Кроме того, в декабре несколько ускорился показатель усеченной инфляции по сравнению с предыдущими месяцами, достигнув **8%** в годовом исчислении. Сокращение разрыва между общей и усеченной инфляцией до **2%**, указывает на постепенное снижение уровня вариации в структуре потребительских цен.

Динамика продовольственной инфляции

В IV квартале 2021 года рост цен на продукты питания составил **6%**.

Рост цен топлива и транспорта на мировом рынке, изменение климата, более низкая, чем ожидалось, урожайность, рост цен на основные продукты питания, сбои в поставках связанные с пандемией,

нехваткой рабочей силы на рынках труда и растущим спросом привели к росту мировых цен с достижением их **десятилетнего максимума**.

В то же время постепенное смягчение жестких карантинных мер на фоне вакцинации, восстановление экономики, постепенный рост активности в сфере туризма и услуг начали оказывать повышенное давление на цены со стороны спроса.

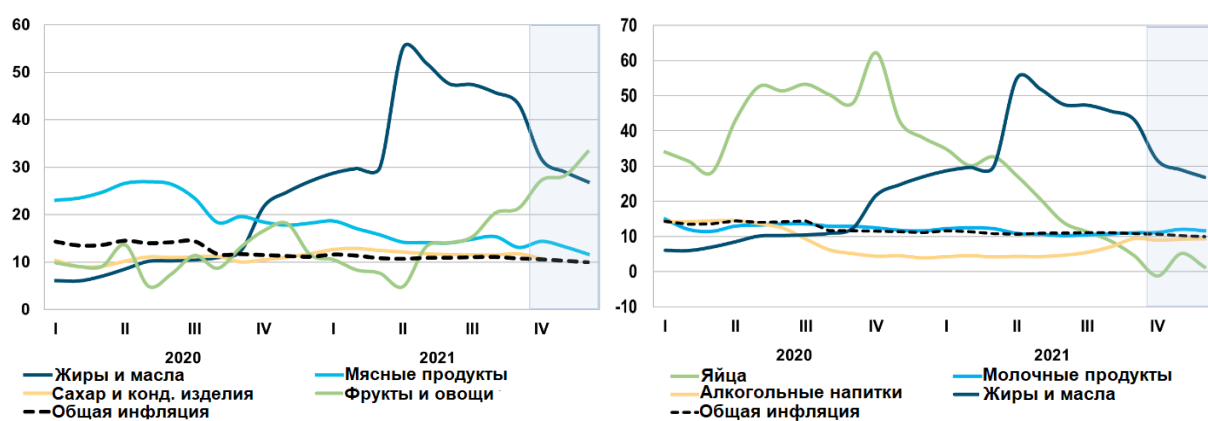
Широкое влияние роста цен особенно заметно в развивающихся странах, что объясняется более значительной долей продуктов питания в потребительской корзине населения.

В частности, по данным Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (ФАО), в 2021 году цены на продукты питания выросли на **23,1%**. За прошедший год растительное масло подорожало на **36%**, сахар - на **33,6%**, зерновые продукты - на **20,8%**, мясные и молочные продукты - на **17,4%**.

В свою очередь, в условиях интеграции с мировым рынком эти изменения оказывают определенное влияние на ценовую конъюнктуру на внутреннем рынке.

В связи со значительным увеличением импорта из Беларуси в прошедшем квартале **относительно стабильное формирование цен** на мясо по сравнению с предыдущими периодами оказало положительное влияние на замедление потребительских цен.

Рис. 1.3. Изменение продовольственных цен (% годовое)



Источник: Расчеты ЦБ на основе данных Госкомстата

При этом увеличение общего уровня инфляции произошло в основном за счет роста цен на пшеничную муку, макаронные изделия, мясо птицы, молоко, яйца, сахар, фрукты, в том числе яблоки, виноград, овощи и безалкогольные напитки.

В то же время **снизились** цены на **рис, лимоны, бананы и морковь**.

Следует отметить, что в IV квартале одной из основных причин роста цен на продукты питания стал рост цен на **фрукты и овощи** по сравнению с предыдущими периодами. В частности, в октябре-декабре прирост цен на продукты питания составил **6%**, при этом рост цен на продукты без учета фруктов и овощей был ниже на **2,3 п.п.**

Засуха в странах-основных торговых партнерах в 2021 году привела к более низким, чем ожидалось, урожаям пшеницы, а также к ограничениям на экспорт зерна из этих стран, что **ускорило рост** цен пшеницы.

На фоне изменения климата засуха и холода в Бразилии, крупном экспортере, привели к сокращению производства сахара, что способствовало росту мировых цен на **сахар**.

Ожидается, что восстановление мировой экономики будет стимулировать потребление. При этом цена на **сахар и растительное масло** формируется исходя из мировых цен на нефть. Если цены на энергоносители продолжат расти, спрос на этанол может привести к снижению производства сахара в Бразилии, а производство биодизеля из соевых бобов может привести к росту цен на другие растительные масла (*соевое, пальмовое, подсолнечное, рапсовое*).

Сокращение поставок ячменя, пшеницы и других фуражных в условиях сокращения запасов продовольствия, а также запрет Казахстана на экспорт крупного и мелкого рогатого скота и картофеля может оказать существенное влияние на цены на **мясо и картофель** на внутреннем рынке .

Рост цен на **овощи** можно объяснить главным образом тем, что они экспортируются в больших количествах на внешние рынки, а внутреннее предложение ограничено. В дальнейшем цены на эту продукцию будут формироваться в зависимости от потребительского спроса на внутреннем рынке и предложения предпринимателей, а также ценовой конъюнктуры в странах ближнего зарубежья.

Непродовольственная инфляция

В октябре-декабре 2021 года рост цен на непродовольственных товаров составил **2,8%**, а вклад этой группы в инфляцию был равен **1,0 п.п.**

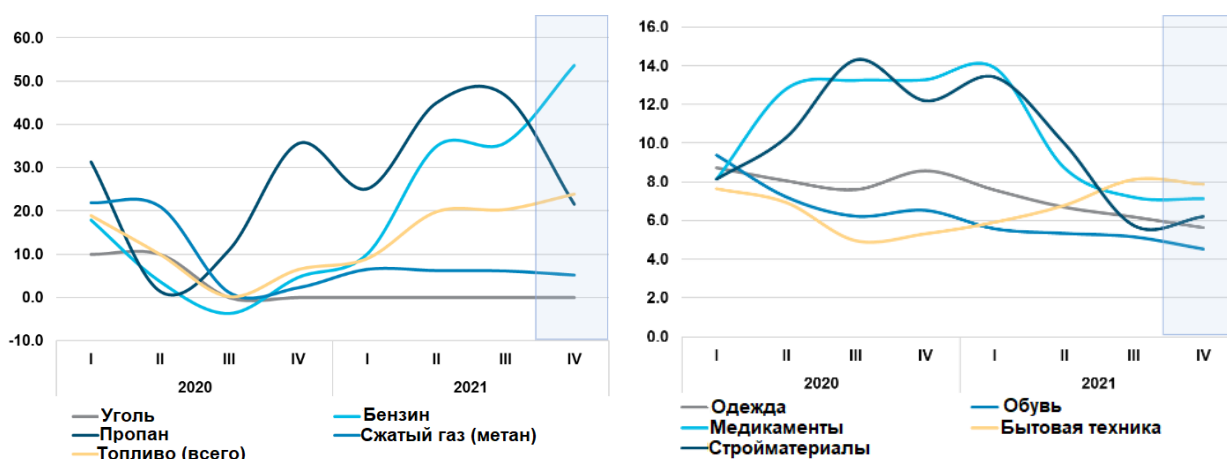
При этом рост цен на топливо для транспортных средств за квартал составил **9,8%**, а вклад в инфляцию был равен **0,3 п.п.** Основной рост наблюдался в ценах на бензин, за последние три месяца этот показатель составил **23,3%**, тогда как а цены на **метан** практически не изменились (*рост на 0,2%*). **Пропан**, напротив, подешевел на **9,8%** из-за сезонности.

В этот период **нефть** марки Brent на мировом рынке подорожала в среднем на **12%**, что привело к росту цен на топливо на внутреннем рынке.

В частности, учитывая тот факт, что основная часть бензина марки АИ-92 и выше импортируется в виде готовой продукции, следует отметить, что цены на бензин этой марки на внутреннем рынке значительно выросли.

При этом основной потребительский спрос стал формироваться на более дешевый местный бензин АИ-80, что способствовало росту цен и этой марки бензина.

Рис. 1.4. Изменение цен топливных продуктов(% , годовое)



Источник: Расчеты ЦБ на основе данных Госкомстата

В то время как мировой индекс контейнерных перевозок, показатель мировых расходов на фрахт, снизился в среднем на **8%** в IV квартале, предложение сохраняется ограниченным, в то время как спрос на грузовые контейнеры растет.

В связи с задержками в импорте, а также холодами увеличился спрос на теплую одежду со стороны населения, что способствовало росту цен на одежду и обувь на **2,8%** (повышающий эффект на **0,32 п.п.**).

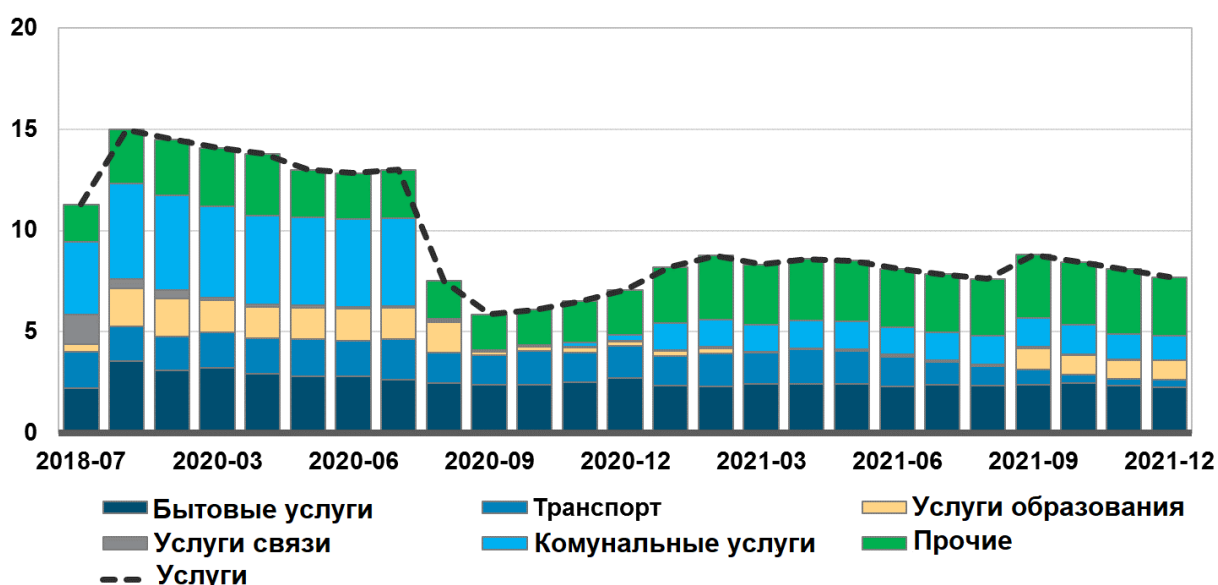
Негативные последствия нехватки сырья для производителей также отражаются на ценах **строительных материалов (1,3%)** и **лекарственных средств (2,4%)**.

Кроме того, **нехватка полупроводников** по всему миру и **задержки с поставками** привели к увеличению стоимости электротехники в среднем на **2,9%**.

Инфляция услуг

За рассматриваемый период рост цен на услуги составил **1,5%**, а вклад данного компонента в инфляцию – **0,3 п.п.**

Рис. 1.5. Изменение цен услуг, годовое



Источник: Расчеты ЦБ на основе данных Госкомстата

При этом основной рост наблюдался в сфере услуг доставки (**5,6%**), повышающее влияние **0,3 п.п.**

На фоне роста цен на топливо для внутреннего рынка стоимость услуг пассажирского транспорта в IV квартале выросла на **2,6%**.

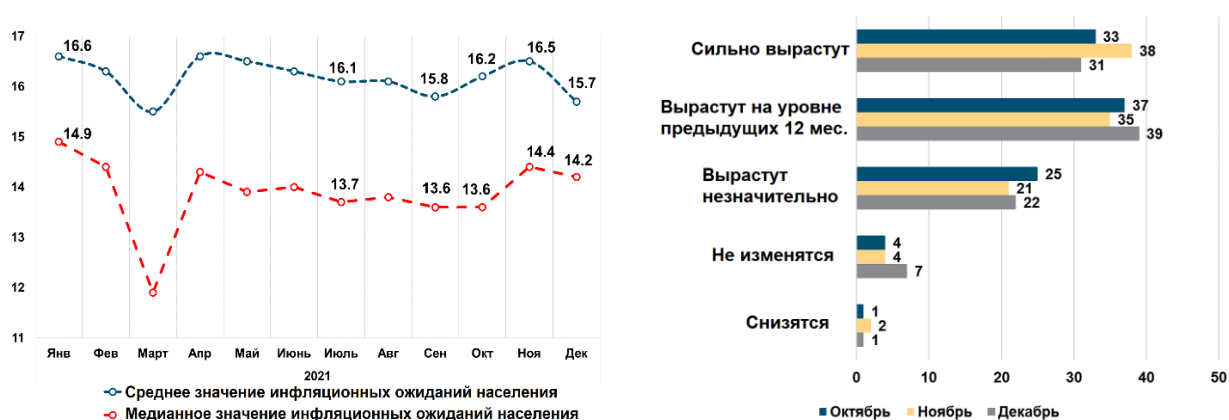
Кроме того, рост цен на услуги ресторанов и кафе (**6,0%**) напрямую связан с отсроченным влиянием повышения заработной платы в сентябре и ростом цен на некоторые продукты питания.

1.2. Инфляционные ожидания населения и субъектов предпринимательства

В IV квартале 2021 года инфляционные ожидания населения на ближайшие 12 месяцев продемонстрировали **изменчивую динамику**.

Возросшие на фоне роста цен на топливо в октябре инфляционные ожидания в декабре показали снижающуюся динамику. Инфляционные ожидания на следующие 12 месяцев снизились до **15,7%**, а их медианное значение составило **14,2%** (рис. 1.6).

Рис. 1.6. Динамика инфляционных ожиданий населения, %

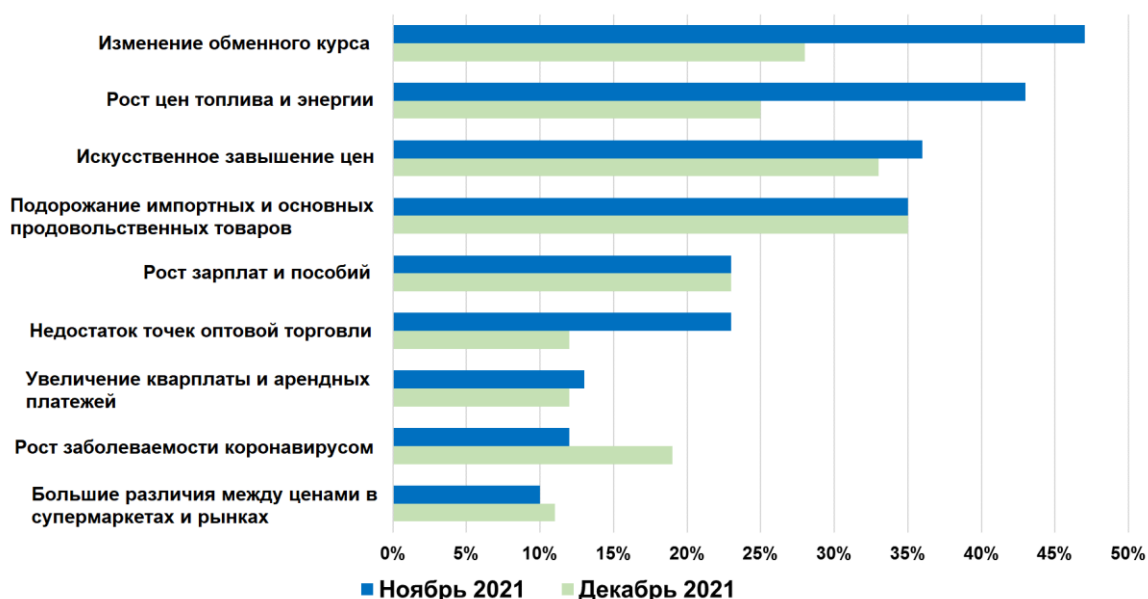


В октябре-декабре 2021 года доля респондентов, ожидающих более высокого роста цен в следующие 12 месяцев, уменьшилась, при этом **39%** респондентов отметили, что цены в следующие 12 месяцев повысятся также как и в прошедшие 12 месяцев.

В качестве основной причины роста цен в будущем население выделило **подорожание импортных товаров и основных продуктов питания (35%)** (рис. 1.7).

Доли респондентов ожидающих ослабление курса национальной валюты (**28%**), роста расходов на топливо и транспорт (**25%**) и повышения тарифов коммунальных услуг (**12%**), снизились к концу квартала. Появление новых штаммов коронавируса (**19%**) и наличие разницы в ценах супермаркетов и рынков (**11%**) играли повышающую роль в инфляционных ожиданиях населения.

Рис. 1.7. Основные факторы инфляционных ожиданий
(доля респондентов, %)



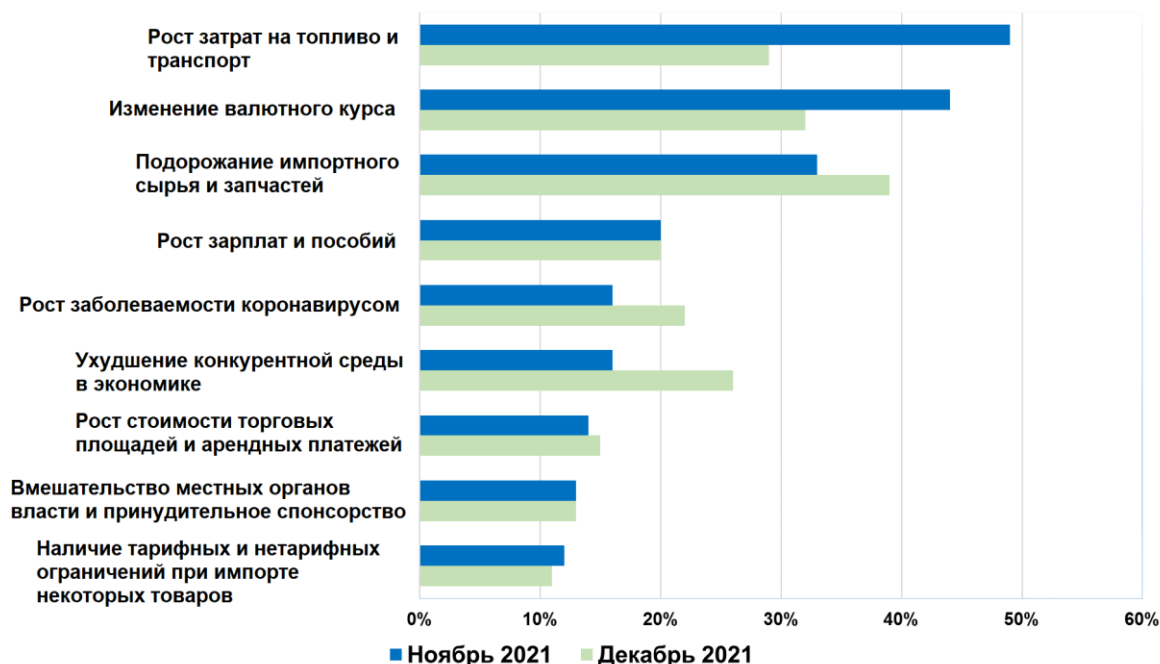
К концу октября-декабря 2021 ожидания субъектов экономики по росту цен на ближайшие 12 месяцев также демонстрировали волатильную динамику, приблизившись в декабре (14,9%) к показателю начала квартала а их медианное значение составило около 11,8% (рис. 1.8).

Рис. 1.8. Динамика инфляционных ожиданий субъектов предпринимательства, %



Как и среди представителей в октябре-декабре 2021 года доля хозяйствующих субъектов, указавших что цены в ближайшие 12 месяцев будут расти высокими темпами, сократилась, а 36% респондентов считают, что в следующие 12 месяцев цены вырастут как и в предыдущие 12 месяцев (рис. 1.8).

Рис. 1.9. Основные факторы инфляционных ожиданий
(доля респондентов, %)



В IV квартале 2021 года доля хозяйствующих субъектов, ожидающих влияние на рост цен со стороны **подорожания импортного сырья и комплектующих**, выросла с **33%** до **39%** (рис. 1.9).

В то же время увеличилась доля респондентов указавших в качестве факторов будущего роста цен ухудшение конкурентной среды в экономике (с **14%** до **26%**), а также рост цены коммерческих площадей и арендной платы (с **14%** до **15%**).

Вместе с тем, следует также отметить, что в IV квартале 2021 года уменьшилась доля хозяйствующих субъектов, отметивших девальвацию национальной валюты (с **44%** до **32%**) и рост расходов на топливо и транспорт (с **49%** до **29%**) в качестве причин роста цен.

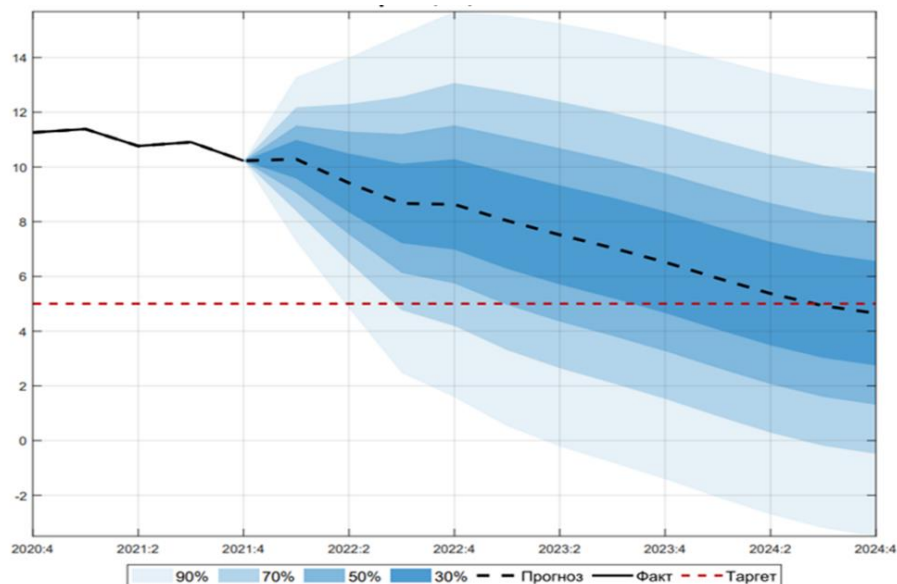
1.3. Прогноз инфляции, риски и неопределенности

По предварительным расчетам, годовой прогноз инфляции на 2021 год ожидается на уровне **8-9%**.

При этом **«умеренно жесткие»** денежно-кредитные условия, которые сохранятся в экономике до конца 2022 года, увеличение кредитного остатка пропорционально номинальному росту ВВП, меры по сокращению общего фискального дефицита до **3%** к ВВП, а также

улучшение условий конкуренции и усилия Правительства по снижению немонетарных факторов инфляции послужат удержанию годового уровня инфляции в прогнозируемом диапазоне.

Рис. 1.10. Прогноз инфляции на 2022-2026 годы (% , годовой)



В то же время, существуют **риски и неопределенности**, которые могут привести к отклонению инфляции выше прогнозируемой траектории, и давление на потребительские цены продолжится в этом году.

Эти риски в основном связаны с **внешней конъюнктурой**, и их изменения могут привести к определенным колебаниям внутренних цен.

Такие опасения, как размер совокупного спроса и предложения, а также влияние на инфляцию, распространение штамма омикрон, а также **последующее развитие пандемии**, усиливают неопределенность.

Однако если широкомасштабная вакцинация, а также ускорение ревакцинации могут послужить предотвращению ужесточения карантинных мер, то замедление трансграничных поставок в странах-партнерах может привести к повышению цен на некоторые товары.

Меры по регулированию рынков в 2021 году, экспортные квоты и пошлины, заранее установленные цены продажи, а также сбои в цепочке поставок в Китае сыгравшие важную роль в ценообразовании, рост цен производителей и сырья вместе с

высокими тарифами на доставку также могут быть среди факторов, стимулирующих инфляцию в 2022 году.

Учитывая, что высокий спрос на основные продукты питания со стороны Китая во второй половине 2020 году и первой половине 2021 года нарушил баланс спроса и предложения на мировом рынке, в 2022 году с восстановлением спроса на **рынке Китая**, снова возможен резкий рост давления на цены продовольствия.

Также, высокая инфляция в основных странах-партнерах в 2021 году, и ожидания сохранения такой ситуации в 2022 году, продолжат оказывать давление на внутренние цены (*за счет импортной инфляции*).

По мнению международных аналитиков, в ближайшее время произойдет относительное снижение **внешнего инфляционного давления**. Это позволит стабилизировать влияние внешних факторов на цены местных потребительских товаров.

Вставка 1

Уровень инфляции в зарубежных странах и меры денежно-кредитной политики, направленные на его стабилизацию

В 2021 году неблагоприятная внешняя конъюнктура в ряде стран, высокие мировые цены на продовольствие, сбои в цепочках поставок, рост цен на транспорт, сырье и энергию, быстрое восстановление внутреннего спроса и высокие инфляционные ожидания привели к относительно высокой инфляции, в ответ на которую с начала 2021 года **31** центральный банк повысил основную ставку.

Рис. 1. Уровень инфляции

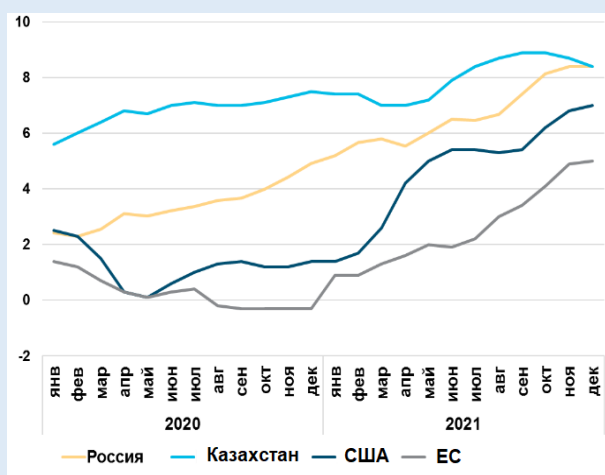
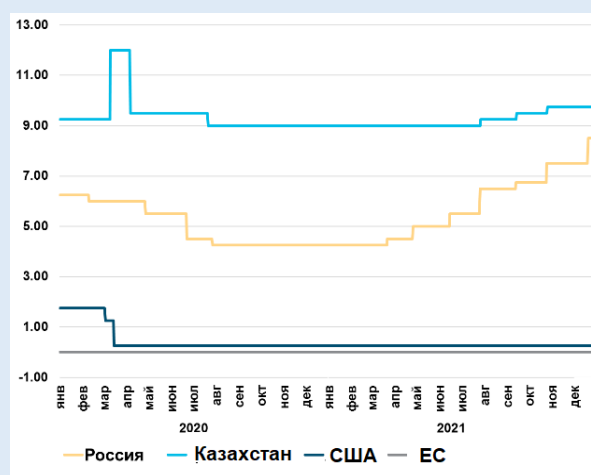


Рис. 2. Основная ставка



Европейский союз

Инфляция в Европе достигла своего пика в декабре 2021 года и многолетнего максимума в **5%**. Практически весь год уровень инфляции формировался выше целевого. Рост инфляции в основном связан с резким ростом цен на энергоносители и более быстрым восстановлением спроса по сравнению с предложением.

Кроме того, для стимулирования экономической активности во время пандемии в Германии, в том числе валового потребления, были использованы меры по снижению НДС (*стандартный НДС с 19% до 16% и сниженный НДС с 7% до 5%*), и базовые эффекты истечения срока их действия являются важными факторами инфляции в 2021 году.

Совет управляющих Европейского центрального банка сохраняет ключевую ставку без изменений в соответствии со стратегией денежно-кредитной политики, чтобы обеспечить снижение инфляции ниже целевого уровня.

Кроме того, Совет управляющих будет активно реализовывать все свои инструменты денежно-кредитной политики в надлежащем порядке и в любом направлении для обеспечения стабильного формирования инфляции на **целевом уровне 2%** в среднесрочной перспективе.

В настоящее время неясно, сколько времени потребуется, чтобы инфляция вернулась к целевому уровню. Однако в течение 2022 года ожидается ослабление ценового давления в связи со стабилизацией цен на энергоносители, нормализацией баланса потребительского спроса и предложения, относительными улучшениями в глобальных цепочках поставок.

Со временем постепенное восстановление экономики на полную мощность и дальнейшее улучшение ситуации на рынке труда будут способствовать более быстрому росту заработной платы. Долгосрочные инфляционные ожидания стабилизировались с октября, приблизившись к двум процентам в последние месяцы. Эти факторы приводят к приближению инфляции к целевому уровню в среднесрочной перспективе.

США

Инфляция в США резко выросла в 2021 году, достигнув в декабре самого высокого уровня за сорок лет – **7%**.

В результате эффективной работы по вакцинации и мощной политической поддержки в течение года улучшились показатели экономической активности и занятости, началось восстановление отраслей, наиболее пострадавших от пандемии.

Однако в летние месяцы резкий рост заболеваемости замедлил восстановление экономики. Дисбаланс спроса и предложения, связанный с пандемией и восстановлением экономики, привел к значительному росту цен в некоторых отраслях.

В течение года Федеральный комитет по операциям на открытом рынке ФРС США сохранял целевой диапазон на уровне от 0 до 0,25% по ключевой ставке. Ожидается, что в дальнейшем будет целесообразно сохранять этот целевой диапазон до тех пор, пока конъюнктура рынка труда не достигнет уровня, соответствующего прогнозам Комитета по полной занятости и инфляции.

Федеральная резервная система также сократила ежемесячные покупки ценных бумаг в рамках мер количественного смягчения к концу года и решила полностью прекратить эту практику к **началу марта** этого года.

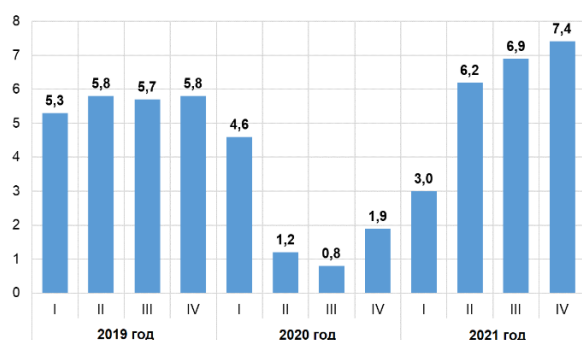
II. ВНУТРЕННИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Восстановление экономической активности и основные макроэкономические показатели

В IV квартале 2021 года в экономике страны завершилась восстановительная фаза экономического цикла и экономика выходит на долгосрочную траекторию роста (рис. 2.1).

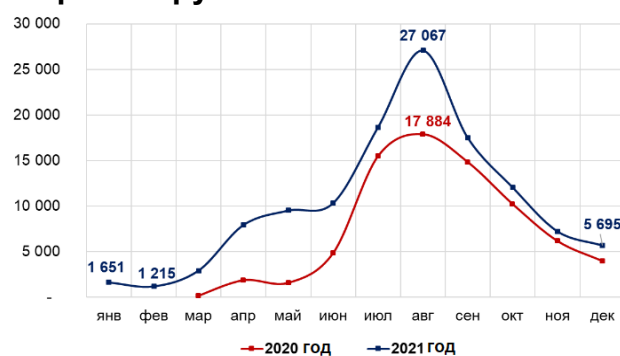
Вместе с тем, в результате активной массовой вакцинации ситуация с пандемией в четвертом квартале 2021 года существенно стабилизировалась, а количество новых случаев несколько снизилось (рис. 2.2).

Рис. 2.1. Реальный рост ВВП (%)



Источник: Госкомстат

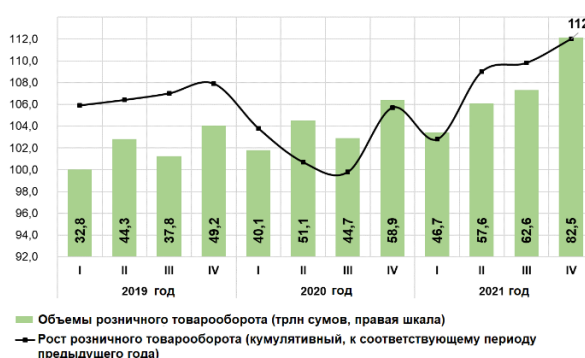
Рис. 2.2. Количество новых случаев коронавируса



Источник: Минздрав

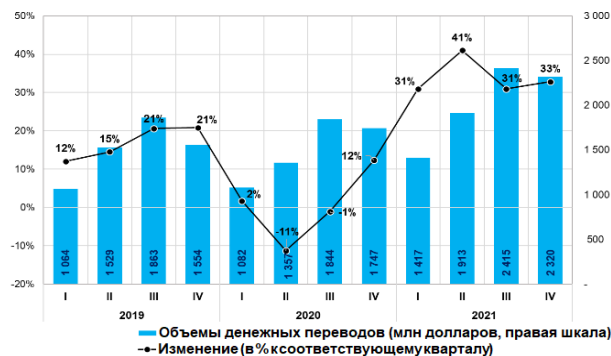
Экономическая активность также отражается в росте доходов от торговли и платных услуг, операций через банковскую систему, денежных переводов и экспортной выручки. В 2021 году оборот розничной торговли увеличился на 12% по сравнению с 2020 годом (рис. 2.3).

Рис. 2.3. Объем розничного товарооборота



Источник: Госкомстат

Рис. 2.4. Трансграничные денежные переводы



Источник: ЦБ

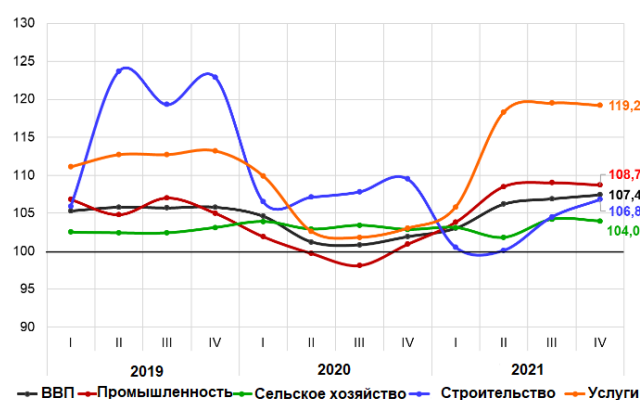
Кроме того, объем **трансграничных денежных переводов** в IV квартале 2021 года составил **2,3 млрд долларов** (рост на 33% по сравнению с соответствующим кварталом 2020 года), и **8,1 млрд долларов** с начала года (рост на 34% по сравнению с 2020 годом) и явился одним из факторов, поддерживающих потребительскую и инвестиционную активность населения (рис. 2.4).

В 2021 году реальный рост ВВП составил **7,4%**. В частности, промышленное производство выросло на **8,7%**, обеспечив вклад в прирост ВВП равный **1,9 п.п.** (рис. 2.5-2.6).

При этом реальный рост рыночных услуг в экономике ускорился на **19,2%**, что внесло вклад в рост ВВП равный **2,7 п.п.** Такой высокий рост был обусловлен восстановлением экономической активности в 2021 году, стабилизацией ситуации с пандемией по сравнению с 2020 годом и эффектом низкой базы.

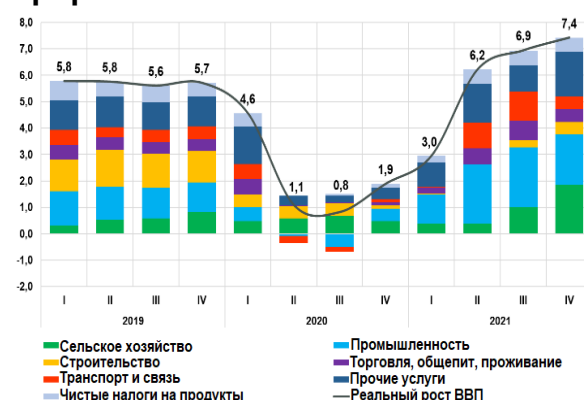
Сельское хозяйство и строительство внесли вклады в рост ВВП равные **1,9%** и **0,5%**, соответственно.

Рис. 2.5. Рост ВВП



Источник: Госкомстат

Рис. 2.6. Вклады отраслей в прирост ВВП



По итогам 2021 года реальный рост **инвестиций в основной капитал** составил **5,2%**.

При этом объем централизованных инвестиций снизился на **3,6%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а объем нецентрализованных инвестиций увеличился на **7,4%** и явился одним из факторов, поддерживающих инвестиционную активность (рис. 2.7).

В 2021 году в результате восстановления экономической активности в частном секторе и повышения заработной платы в бюджетной сфере, в течение года реальные доходы населения увеличились на **12,1%** по сравнению с 2020 годом. Средняя зарплата в стране увеличилась на **10%** по сравнению с декабрем 2020 года и составила **3,2 млн сумов** (рис. 2.8).

Рис. 2.7. Инвестиции в основной капитал

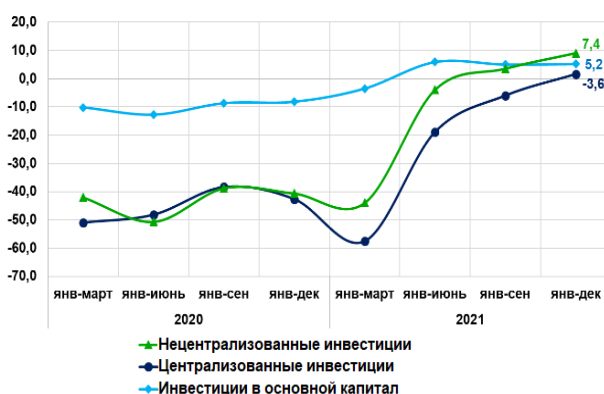
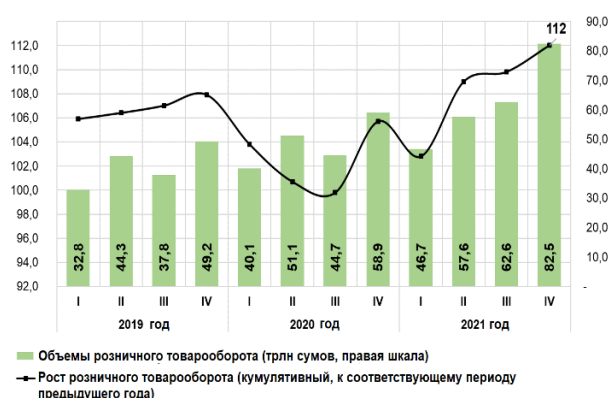


Рис. 2.8. Рост доходов населения и средняя номинальная зарплата



Источник: Госкомстат

За счет вышеперечисленных факторов объем производства потребительских товаров в 2021 году увеличился на **13,5%**, производства продуктов питания – на **16,9%**, непродовольственных товаров – на **11,6%** (рис. 2.9).

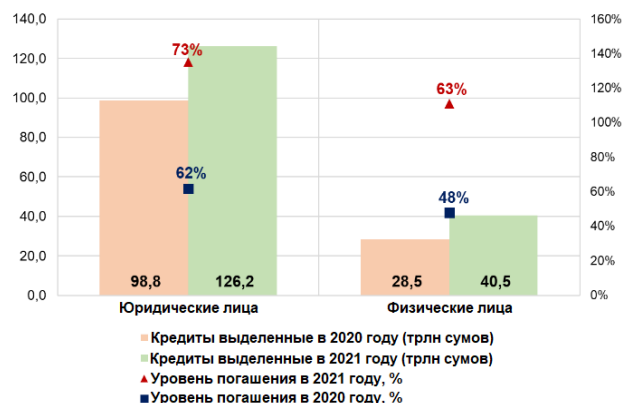
В прошлом году кредиты в экономику выросли на **31%** по сравнению с 2020 годом. Высокая экономическая активность также оказала положительное влияние погашаемость кредитов, и по сравнению с 2020 годом погашение кредитов увеличились во всех группах хозяйствующих субъектов (рис. 2.10).

Рис. 2.9. Рост производства потребительских товаров



Источник: Госкомстат

Рис. 2.10. Кредиты в экономику (трлн сумов)



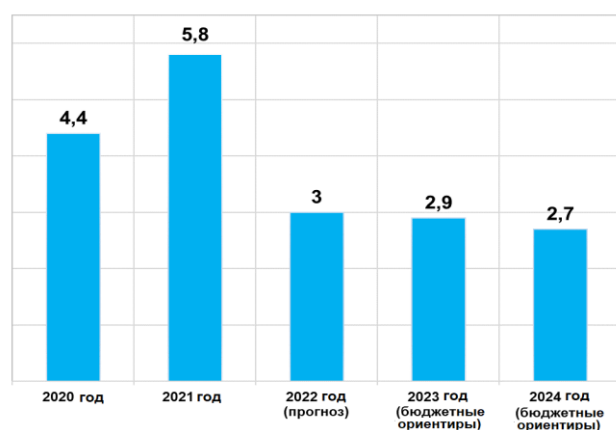
Источник: ЦБ

2.2. Текущие и ожидаемые фискальные условия

В 2021 году Узбекистан, как и все страны, продолжит фискальное стимулирование экономики с целью преодоления негативных последствий пандемии.

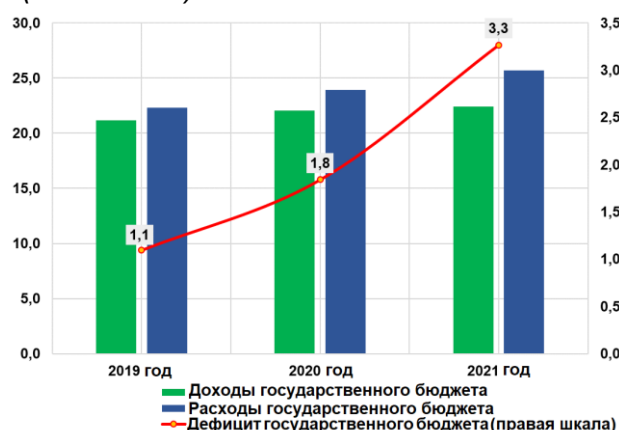
По предварительным оценкам, отношение дефицита консолидированного бюджета к ВВП в 2021 году ожидается на уровне **5,8%**, а дефицит государственного бюджета – **3,3%** к ВВП.

Рис. 2.11. Дефицит консолидированного бюджета (в % к ВВП)



Источник: Минфин

Рис. 2.12. Доходы и расходы государственного бюджета (в % к ВВП)



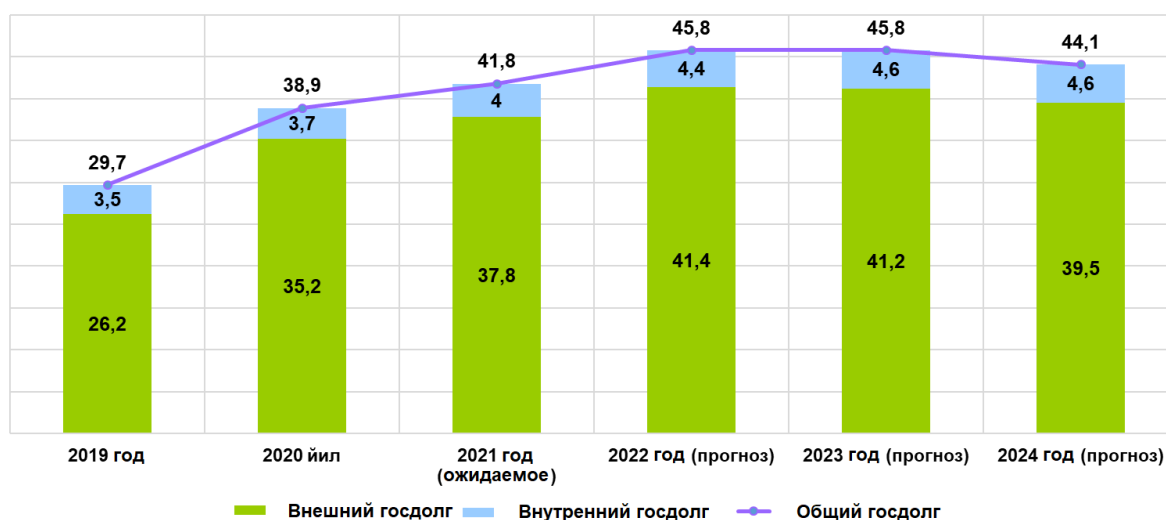
Источник: Минфин

Исполнение доходов государственного бюджета в 2021 году превысило первоначальный прогноз на **17,5 трлн сумов** и составило **164,7 трлн сумов**. Увеличение доходов государственного бюджета объясняется возобновлением экономической деятельности, ростом доходов и улучшением налогового администрирования.

Вместе с тем, расходы госбюджета составили **188,7 трлн сумов**, что на **22,8 трлн сумов** больше утвержденных параметров на 2021 год. Расходы государственного бюджета увеличены в целях продолжения проводимых в стране социально-экономических реформ, дальнейшего укрепления макроэкономической стабильности, снижения негативного воздействия пандемии и повышения благосостояния населения (рис. 2.12).

По данным Министерства финансов, процесс постепенной фискальной консолидации в экономике начнется в 2022 году, и к концу 2022 года ожидается, что общий фискальный дефицит составит около 3% к ВВП. Это, в свою очередь, поможет обеспечить макроэкономическую стабильность и снизить инфляционное давление.

Рис. 2.13. Динамика государственного долга (в % к ВВП)



Источник: Минфин

В 2021 году для финансирования дефицита бюджета и дальнейшего развития отраслей экономики государство привлекло внутренний и внешний долг. По оценкам, к концу 2021 года отношение общего государственного долга к ВВП ожидается на уровне **41,8%**, в том числе **37,8%** внешнего государственного долга и **4%** внутреннего государственного долга.

Несмотря на рост государственного долга, он не превышает верхнего предела государственного долга (**60% к ВВП**), установленного Законом Республики Узбекистан «О Государственном бюджете на 2021 год» (рис. 2.13).

В соответствии с Законом Республики Узбекистан «О Государственном бюджете на 2022 год» объем новых соглашений, подписанных государством по привлечению внешнего долга в текущем году, составляет **4,5 млрд** долларов, в том числе **2,5 млрд** долларов на финансирование дефицита государственного бюджета и **2,0 млрд** долларов на финансирование инвестиционных проектов, а также чистый объем государственных ценных бумаг, выпущенных от имени Республики Узбекистан, в размере **6,0 трлн** сумов.

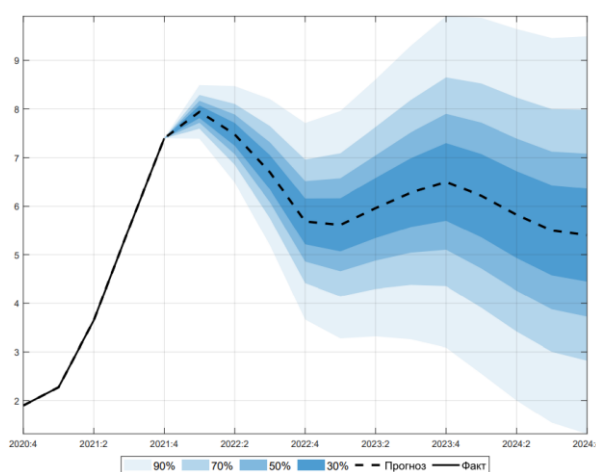
В целях эффективного управления государственным долгом и обеспечения фискальной стабильности государства прогнозируется сохранение государственного долга на приемлемом уровне в 2022 году и снижение в последующие годы.

2.3. Прогнозы макроэкономического развития

На основании статистики за IV квартал 2021 года Центральный банк пересмотрел свои среднесрочные прогнозы макроэкономического развития.

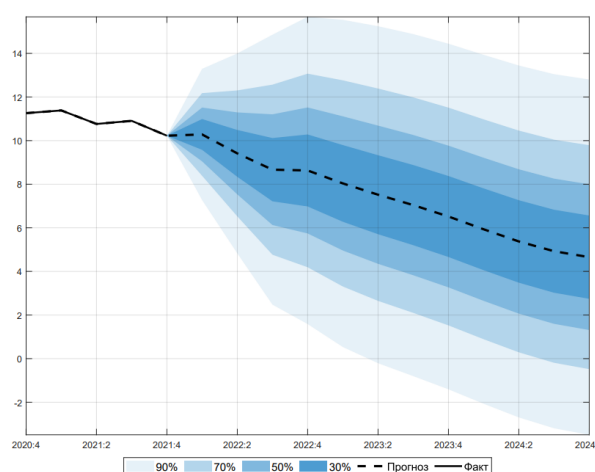
Согласно прогнозам, рост реального ВВП в 2022 году ожидается на уровне **5,5-6,5%**, в рамках базового сценария, изложенного в “Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023-2024 годов” (рис. 2.14).

Рис. 2.14. Прогноз роста ВВП



Источник: ЦБ

Рис. 2.15. Прогноз уровня инфляции



Источник: ЦБ

Согласно уточненным по итогам 2021 года прогнозам, прогноз инфляции **8,0-9,0%** для базового сценария оставлен без изменений (рис. 2.15).

В 2022 году темп роста остатка кредитных вложений в экономику прогнозируется на уровне роста номинального ВВП (17-19%).

Динамика рынка труда и заработной платы

На конец III квартала 2021 года общая численность занятых в стране достигла **13,6 млн** человек, что составляет около **91%** экономически активного населения. Также в связи с пандемией растет с третьего квартала 2020 года количество зарегистрированных безработных, и к концу III квартала 2021 года их количество приблизилось к **92,5** тысячам (рис. 1).

Рис. 1. Динамика рынка труда



Рис. 2. Вклад отраслей в прирост занятости (п.п.)



Источник: Госкомстат

При этом численность занятых в негосударственном секторе составила **11 млн** человек (рост на **3,7%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года), что составляет **81%** от общей численности занятых. Численность занятых в государственном секторе составила **2,6 млн** человек, увеличившись на **0,5%** по сравнению с соответствующим периодом 2020 года.

Наибольший удельный вес в структуре занятости занимают сельское хозяйство (**26,8%** от общего числа занятых), промышленность (**14%**) и торговля (**11,1%**). При этом, в III квартале занятость во всех отраслях, кроме сельского хозяйства, увеличилась по сравнению с соответствующим периодом 2020 года.

В результате, темп роста занятости в III квартале 2021 г. составил **3,1%** по сравнению с соответствующим периодом 2020 года, при этом наиболее значимый вклад внесли отрасли промышленности (**1,5 п.п.**) и торговли (**1,1 п.п.**) (рис. 2).

Учитывая устойчивый рост экономической активности и рост ВВП, в ближайшие кварталы ожидается рост числа занятых.

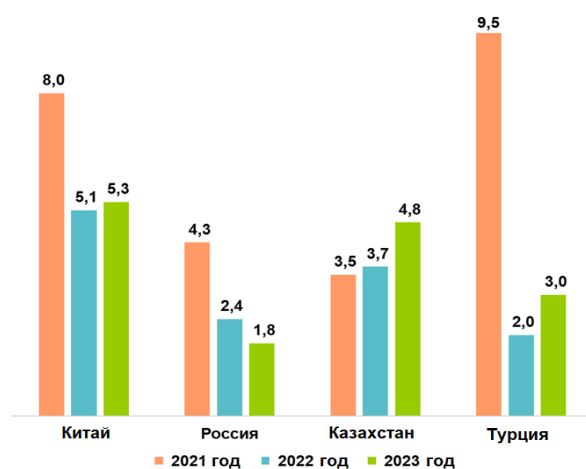
III. ВНЕШНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

3.1. Внешний спрос и неопределенности глобальной экономики

В IV квартале 2021 года восстановление мировой экономики несколько замедлилось на фоне неопределенностей и рисков, связанных с распространением нового штамма «омикрон» одновременно с продолжением пандемии и борьбой со штаммом “дельта”, а также ростом мировой инфляции, снижением стимулирующих мер со стороны правительств и трудностей в логистике и торговле.

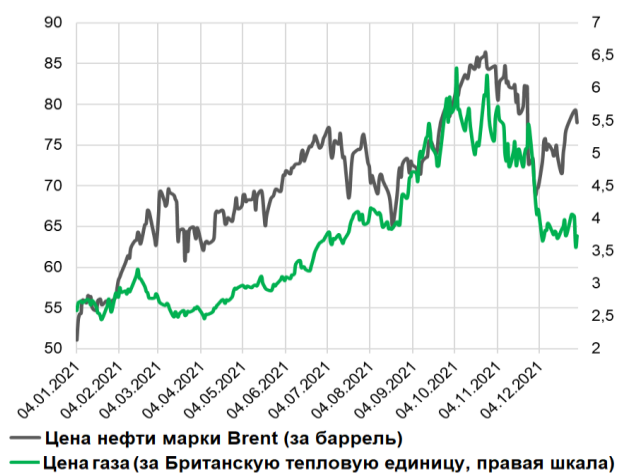
Согласно обновленным прогнозам Всемирного банка, рост реального ВВП в 2021 году ожидается на уровне **5,5%**. В то же время были пересмотрены темпы экономического роста наших основных торговых партнеров на ближайшие годы (рис. 3.1).

Рис. 3.1. Показатели экономического роста торговых партнеров (%)



Источник: Всемирный банк

Рис. 3.2. Динамика цен нефти и газа



Источник: tradingeconomics.com

В то же время ожидается, что в 2022 году китайская экономика внесет значительный вклад в глобальный экономический рост. По данным Государственного бюро статистики Китая, в 2021 году рост реального ВВП страны составит **8,1%**. Основным фактором подъема экономики в стране стал рост производства и экспорта.

Однако в IV квартале рост замедлился до 4% в годовом исчислении. Такое снижение связано с замедлением инвестиций в сектор недвижимости из-за введения жестких мер на финансовом

рынке и временными ограничениями на передвижение в связи с распространением коронавируса в некоторых регионах страны.

На фоне долгосрочных последствий пандемии в Китае, сокращения экспорта и усиления регуляторных процессов в некоторых отраслях экономики прогнозируется **замедление экономического роста** в 2022 году (*до потенциального уровня, порядка 5-5,5 %*).

По предварительным оценкам, экономический рост в **России** ожидается на уровне **4,4-4,5%**. Экономический рост связан с неуклонным восстановлением внутреннего спроса, а также ростом цен на экспорт и энергоресурсы (*нефть и газ*) (рис. 3.2).

В 2022 году ожидается замедление экономического роста России из-за ужесточения денежно-кредитной политики и возврата к соблюдению «фискального правила».

Прогнозируется, высокий рост экономики **Турции** (9-9,5%) в результате смягчения денежно-кредитных условий в 2021 году.

По оценкам международных финансовых институтов, в 2022 году ожидается значительное замедление экономического роста в Турции. Влияние высокой инфляции, сформировавшейся в 2021 году, на частное потребление может перевесить выгоды от чистого экспорта. Кроме того, прогнозы по привлечению инвестиций в страну ухудшаются из-за падения процентных ставок и роста неопределенности.

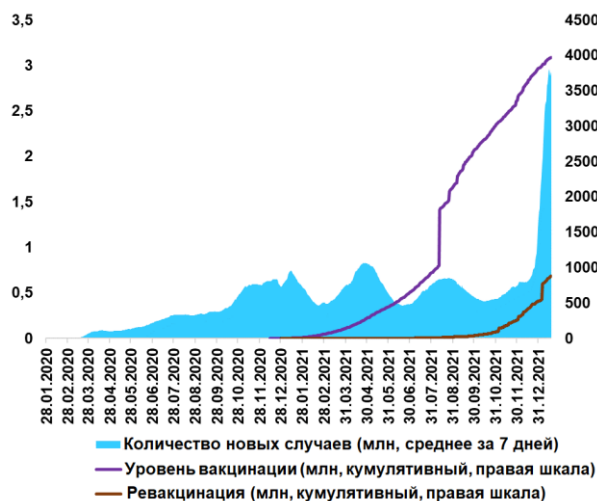
2022 год по-прежнему характеризуется высокими рисками и неопределенностями, при этом пандемия, по-прежнему ограниченное глобальное внешнее предложение и растущие угрозы глобальной инфляции и финансовой стабильности определяются как ключевые факторы замедления экономической активности.

С одной стороны, быстрые темпы процессов вакцинации могут улучшить перспективы глобального роста в 2022 и 2023 годах, когда производство вернется к допандемическому уровню. С другой стороны, существует риск того, что эффективности существующих вакцин может оказаться недостаточно, чтобы остановить распространение вируса и появление новых штаммов (рис. 3.3).

Возвращение к допандемическим уровням будет определять восстановление мирового спроса, а также цен на ключевые сырьевые ресурсы, особенно на энергоносители. По данным ОПЕК, мировой

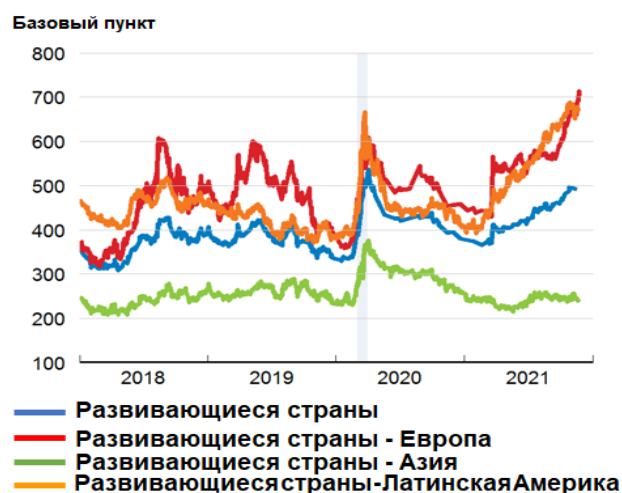
спрос на нефть в 2022 году вырастет на **4,3%** по сравнению с 2021 годом, а добыча достигнет **100,8 млн** баррелей в сутки.

Рис. 3.3. Процессы пандемии и вакцинации



Источник: Всемирный банк

Рис. 3.4. Спрэды по доходностям государственных облигаций в национальной валюте



Источник: ОЭСР

По мнению экспертов и аналитиков товарного рынка, сохраняются риски того, что факторы предложения на энергетическом рынке могут продолжить оказывать давление на цены энергоресурсов. Таким образом, энергетические ресурсы остаются значительным риском для глобальной инфляции.

Еще одной серьезной неопределенностью глобального спроса является инфляция. По мнению международных аналитиков, инфляция потребительских цен, вероятно, достигнет пика в большинстве развитых стран и развивающихся рынков к I кварталу 2022 года и постепенно снизится в последующие периоды.

Поскольку инфляция продолжает ускоряться, мировые центральные банки могут ужесточить денежно-кредитную политику раньше, чем ожидалось.

С начала 2022 года наблюдается тенденция к росту доходности государственных облигаций на развивающихся рынках (рис. 3.4). Однако существуют также различия в доходности по облигациям в национальной и иностранной валюте, что указывает на наличие у стран валютных рисков.

Чем сильнее ослабляются валюты развивающихся рынков, тем больше времени потребуется этим странам, чтобы вернуться к своим целевым показателям инфляции, а это также может препятствовать

восстановлению внешнего спроса. Это, в свою очередь, требует от центральных банков ужесточения денежно-кредитной политики.

3.2. Уровень инфляции и валютные курсы основных торговых партнеров

В IV квартале 2021 года **инфляция** в наших основных торговых партнерах России, Казахстане и Турции, была **выше** целевого показателя, а инфляция в Китае вновь продолжила замедление после роста в ноябре. В октябре-декабре практически все страны-торговые партнеры ужесточили денежно-кредитную политику повысив основные процентные ставки с целью снижения инфляции.

Таблица 3.1. Уровень инфляции и денежно-кредитная политика основных торговых партнеров

Страны	Таргет	Инфляция (декабрь)	Основная ставка Центрального банка												годовое изменение
			I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
Россия	4	8.4	4.25	4.25	4.50	5.00	5.00	5.50	6.50	6.50	6.75	7.50	7.50	8.50	4.25
Казахстан	4-6	8.4	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.25	9.25	9.50	9.75	9.75	0.75
Киргизстан	5-7	12.3 (ноябрь)	5.00	5.50	5.50	6.50	6.50	6.50	7.50	7.50	7.50	7.50	8.00	8.00	3.00
Турция	5±2	36.1	17.00	17.00	19.00	19.00	19.00	19.00	19.00	19.00	18.00	16.00	15.00	14.00	-3.00
Украина	5±1	10	6.00	6.00	6.50	7.50	7.50	7.50	8.00	8.00	8.50	8.50	8.50	9.00	3.00
Армения	4±1.5	7.7	5.25	5.50	5.50	5.50	6.00	6.50	6.50	7.00	7.25	7.25	7.25	7.75	2.50
Грузия	3	13.9	8.00	8.00	8.50	9.50	9.50	9.50	9.50	10.00	10.00	10.00	10.00	10.50	2.50
Беларусь	5	9.97	7.75	7.75	7.75	8.50	8.50	8.50	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	1.50

Источник: официальные сайты ЦБ соответствующих стран

В 2021 году Банк России повысит ключевую ставку на **4,25 п.п.** (1,75 п.п. в IV квартале), центральные банки Кыргызстана и Украины на **3 п.п.** (0,5 п.п. в IV квартале), Грузии и Армении на **2,5 п.п.** (0,5 п.п. в IV квартале) Беларусь на **1,5 п.п.**, другие страны также приняли меры по ужесточению денежно-кредитных условий. (табл. 3.1).

Следует отметить, что, несмотря на высокий уровень инфляции, под влиянием внешних сил Центральный банк Турции с начала года понизил ключевую ставку на **3 процентных пункта** (на 4 процентных пункта в IV квартале).

Годовой уровень инфляции в Турции продолжал ускоряться в октябре-декабре 2021 года, достигнув около **36,1%** в год (самый высокий уровень с 2002 года).

Большую роль в этом росте сыграли увеличение транспортных расходов (*на 53,7% в годовом выражении*), рост цен на продукты питания и напитки (*на 43,8%*) и рост цен услуг гостиниц, кафе и ресторанов (*на 40,8%*). Индекс цен производителей страны также показал годовой темп роста в 79,9%.

В программе правительства Турции прогнозируется, что годовая инфляция снизится до **9,8%** к концу 2022 года, а цели на 2023 и 2024 годы установлены на уровне **8%** и **7,6%** соответственно.

В 2021 году годовой уровень инфляции в России и Казахстане составит **8,4%**. Основным фактором роста цен в этих двух странах стал рост цен на продукты питания и непродовольственные товары, в основном на топливо.

Банк России заявил, что инфляция составит около **4-4,5%** в 2022 году, в то время как Национальный банк Казахстана прогнозирует, что инфляция достигнет верхнего предела таргета (6-6,5%) при отсутствии шоков.

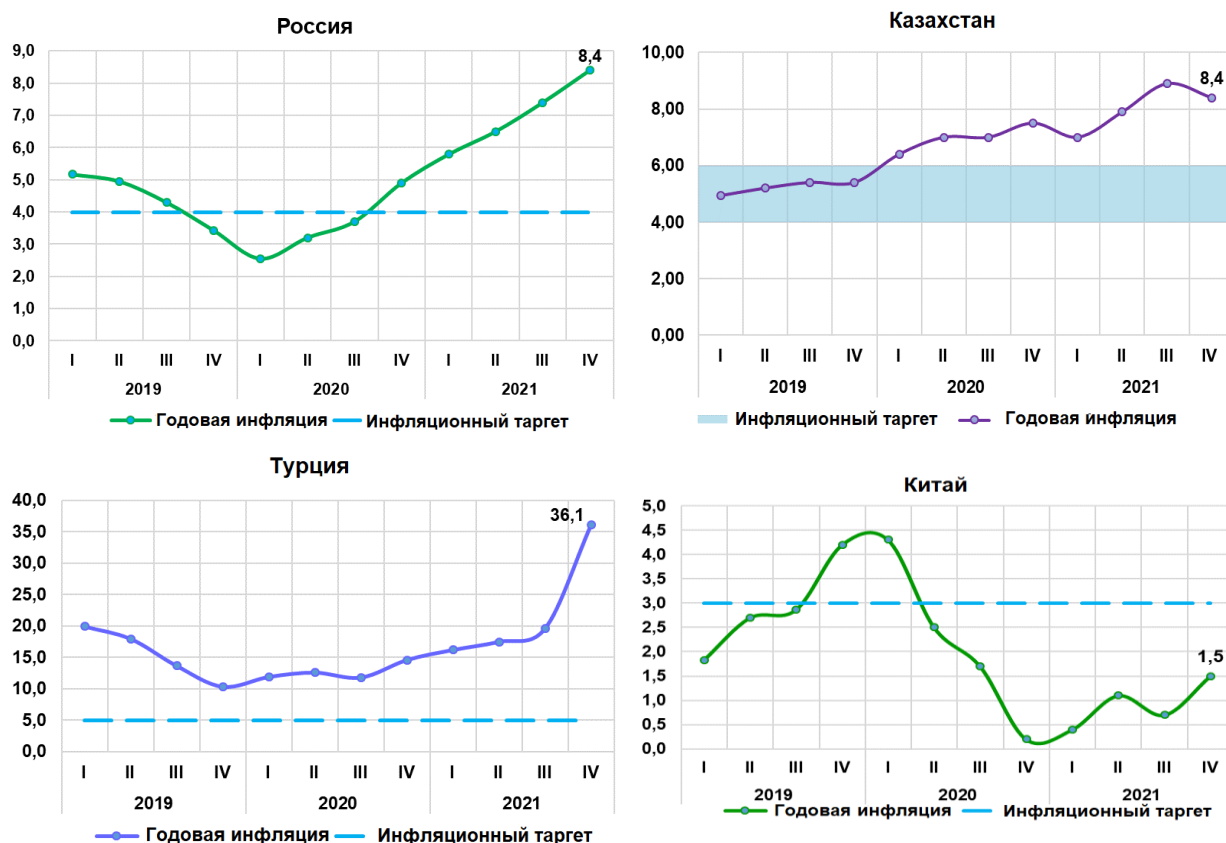
По итогам года, годовой уровень инфляции в Китае составил **1,5%**, что на **0,8 п.п.** меньше, чем в ноябре.

Несмотря на резкий рост числа случаев заболевания во многих странах мира в IV квартале 2021 года, правительству Китая удалось обуздать пандемию и обеспечить стабильность цепочки поставок. Это помогло сохранить стабильность цен в экономике. Экономисты прогнозируют, что инфляция в Китае составит около **2-2,2%** в 2022-2023 годах.

В Китае индекс цен производителей упал на **3,2 процентных пункта** с октября до **10,3%** в годовом исчислении. Это было связано с мерами, предпринятыми китайским правительством для стабилизации высоких цен на сырье и улучшения энергоснабжения. Также, по данным Bloomberg, в 2022 году индекс производителей прогнозируется на уровне около **4%**.

Из основных торговых партнеров только Китай имеет низкий уровень годовой инфляции, а в остальных странах сформировались высокие темпы роста цен (*рис. 3.5*).

Рис. 3.5. Изменение индекса потребительских цен в основных торговых партнерах (в % к соответствующему кварталу предыдущего года)

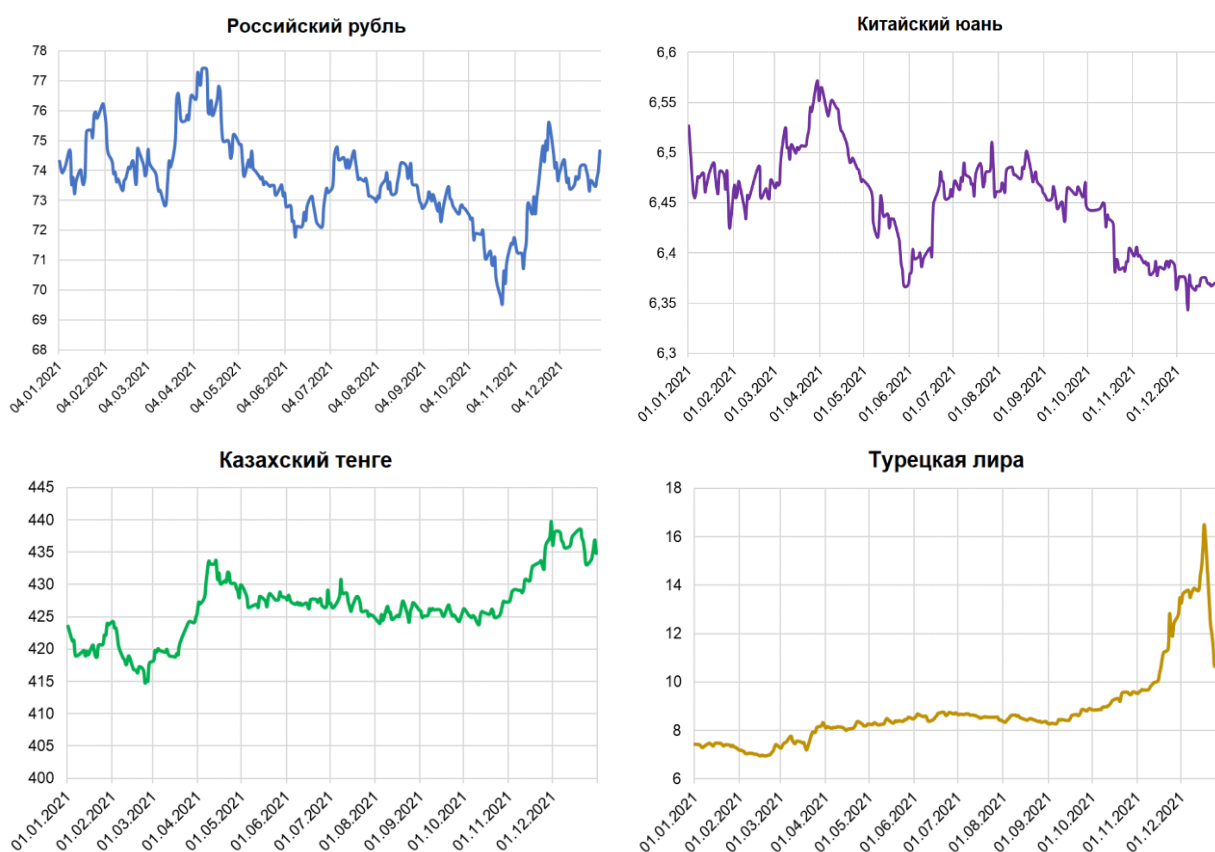


Источник: Данные ЦБ соответствующих стран

Российский рубль обесценился на **0,6%** в 2021 году (73,9 рубля за 1 доллар США на начало года, 74,3 рубля на конец года) и оставался стабильным в течение всего года. Одним из факторов поддержки рубля стало восстановление мирового спроса (в том числе на сырье), а также на энергоносители, цены на которые были относительно стабильны в течение всего года. Семиразовое повышение базовой ставки с начала 2021 года снизило дополнительное давление на рубль со стороны спроса.

Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, в 2022 году российская валюта прогнозируется в диапазоне **71-72 рубля** по отношению к доллару США. Согласно макроэкономическому обзору Банка России, в 2022 году курс национальной валюты по отношению к доллару может составить около **72 рублей**.

Рис. 3.6. Динамика курсов валют основных торговых партнеров (по отношению к 1 доллару США)



Источник: Данные ЦБ соответствующих стран

Китайский юань укрепился на **2,8%** в 2021 году (6,53 юаня за 1 доллар США на начало года, 6,35 юаня на конец года). Основными факторами укрепления юаня стали приток иностранного капитала в страну и рост экспортных ставок.

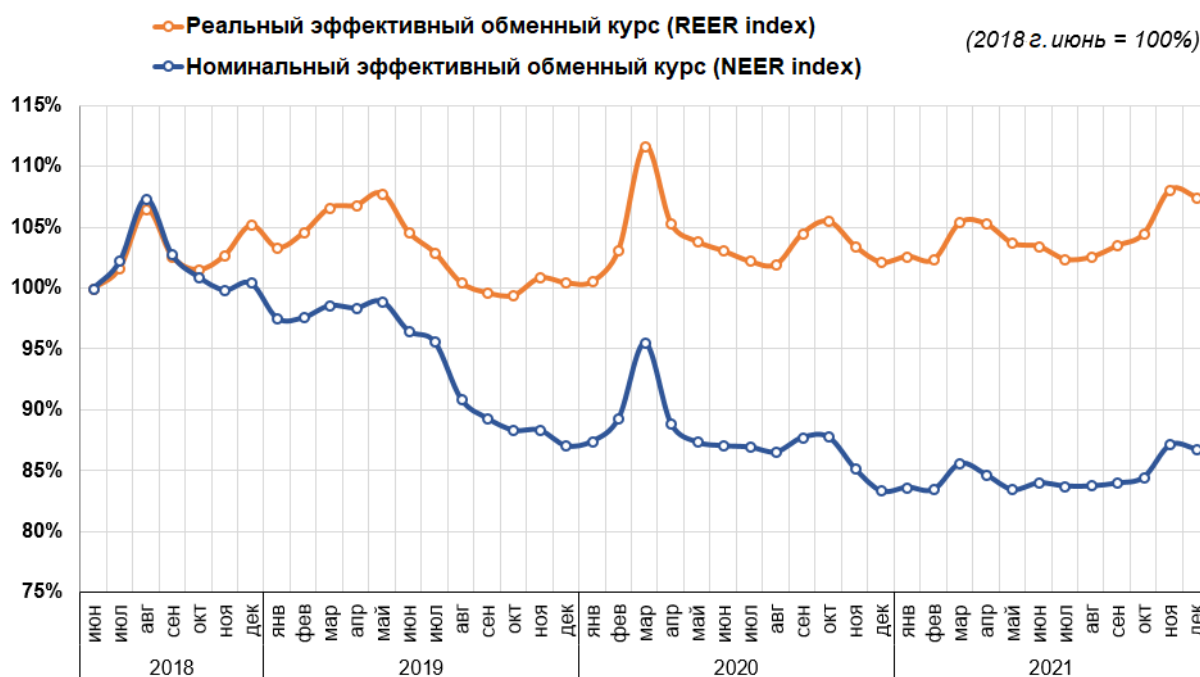
В прошлом году, даже на фоне роста мировых цен на нефть, **казахский тенге** обесценился на **2,6%** по отношению к доллару США. Основными причинами ослабления казахстанской валюты стали рост импорта и восстановление экономической активности на фоне отложенного потребительского спроса, а также отток капитала с развивающихся рынков.

В 2021 году лира обесценилась на **81%** (на начало года 1 доллар США — 7,38 лиры, на конец года — 13,37 лиры) из-за снижения ключевой ставки Центральным банком Турции с 19% в марте до 14% в декабре, несмотря на дефицит счета текущих операций из-за высокой инфляции, роста импорта и сезонного снижения доходов от туризма в IV квартале.

В целом в 2021 году курсы национальных валют наших основных торговых партнеров, за исключением турецкой лиры, были стабильными.

В свою очередь, на фоне ослабления национальных валют основных торговых партнеров и формирования инфляции в Узбекистане выше уровня инфляции партнеров реальный эффективный курс сума в октябре-декабре 2021 года укрепился на 2,9% (рис. 3.7).

Рис. 3.7. Реальный и номинальный эффективный обменный курс сума



Источник: расчеты ЦБ

Рис. 2. Количество авиарейсов

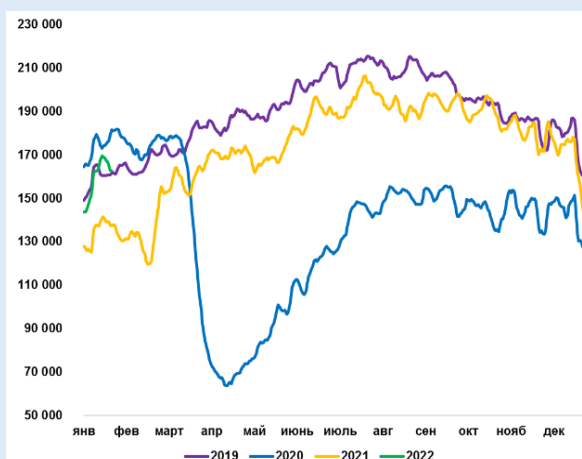
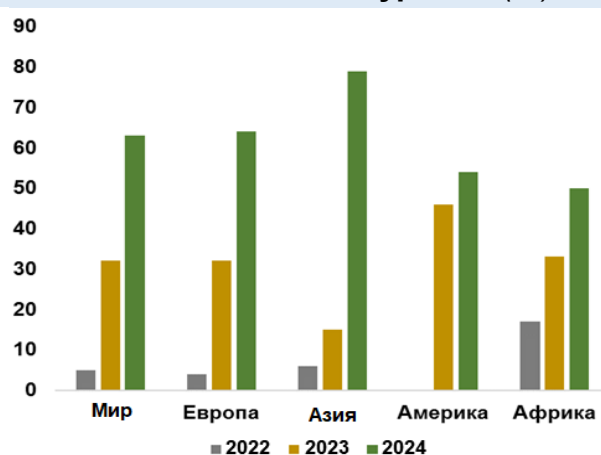


Рис.3. Результаты опроса о восстановлении туризма (%)



Источник: <https://www.flightradar24.com/>

Источник: <https://www.unwto.org/>

Согласно последним данным экспертной группы ЮНВТО, большинство профессионалов в сфере туризма (61%) видят позитивные перспективы на 2022 год. При этом, в то время как эксперты ожидают восстановления в 2022 году, преимущественно в третьем квартале (5%), группа из 32% экспертов ожидает потенциального роста только в 2023 году. Большинство экспертов (63%) прогнозируют, что международные поездки вернуться к уровню 2019 года в 2024 году или позднее (рис. 3).

В то время как более медленное восстановление сбоев в глобальных цепочках поставок означает, что глобальная инфляция будет поддерживаться в течение более длительного периода времени за счет воздействия на совокупное предложение, медленное восстановление трансграничных перемещений задержит восстановление экономического роста до допандемических уровней в странах, экономика которых сильно зависит от туризма. При этом будущее цепочек поставок и трансграничных перемещений во многом будет зависеть от ситуации с пандемией в мире и уровня введения государствами карантинных мер.

IV. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

В IV квартале 2021 года в экономике сохранялись **умеренно жесткие денежно-кредитные условия** на фоне **сохранения неизменной** основной ставки Центрального банка, снижения годовой инфляции до промежуточного целевого уровня **10%**, роста реальных процентных ставок по депозитам и почти неизменных процентных ставок по кредитам.

В этот период также наблюдалось увеличение общей ликвидности в банковской системе, в условиях превышения государственных расходов над доходами. Благодаря активному использованию денежно-кредитных операций процентные ставки по операциям денежного рынка полностью находились в пределах процентного коридора Центрального банка.

При этом, объем облигаций и операций Центрального банка с ликвидностью в течение квартала увеличился и послужил снижению влияния монетарных факторов на инфляцию за счет эффективного привлечения дополнительной ликвидности в банковскую систему.

Курс национальной валюты также оставался стабильным благодаря экономической активности, в том числе восстановлению экспортной выручки, значительному увеличению трансграничных денежных переводов и балансу спроса и предложения на внутреннем валютном рынке.

В частности, ослабление сума по отношению к доллару США в номинальном выражении составило **1,4%** за квартал и **3,4%** за год, также наблюдалось укрепление реального эффективного обменного курса. В результате курс национальной валюты также сыграл **важную роль в снижении** инфляции в экономике.

4.1. Уровень процентных ставок в экономике

Снижение годового уровня инфляции в конце 2021 года способствовало незначительному росту **реального значения основной ставки**, которое на конец года составило **3,7%** (рис. 4.1). Процентная ставка межбанковского денежного рынка, тем временем, составила около **13%** с небольшими колебаниями в течение квартала.

В частности, среднеквартальная процентная ставка составила **13,1%**, сформировав **0,9 п.п.** разрыв по отношению к основной ставке,

что объясняется высоким уровнем общей ликвидности в банковской системе (рис. 4.2).

В то же время, изменение инструментов денежно-кредитной политики в августе способствовало **сбалансированию** и возвращению процентных ставок денежного рынка в **процентный коридор Центрального банка**, а запланированные на этот год изменения, как ожидается, **еще более приблизят** эти процентные ставки к **основной ставке**.

Рис. 4.1. Основная ставка Центрального банка

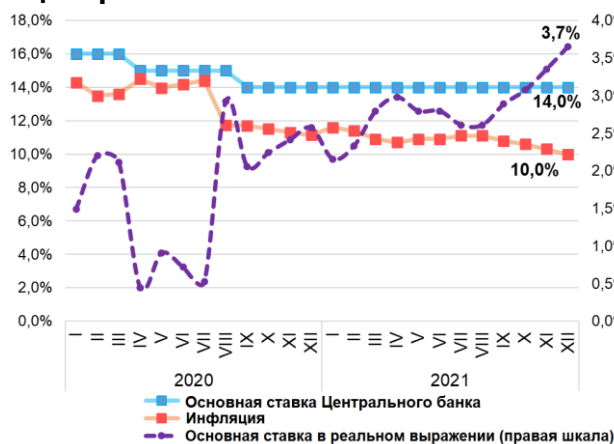
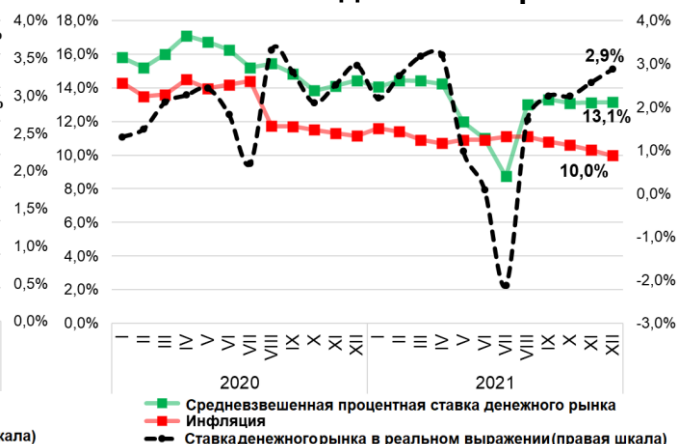


Рис. 4.2. Процентные ставки межбанковского денежного рынка



Снижение годовой инфляции также способствовало росту средневзвешенных реальных процентных ставок по операциям денежного рынка в течение квартала. В частности, в декабре средняя процентная ставка по операциям денежного рынка в реальном выражении составила **2,9%**, что достаточно для обеспечения **«умеренно жестких»** денежно-кредитных условий.

Также, Центральный банк и Министерство финансов объявили график эмиссии облигаций, который планируется выпустить в IV квартале 2021 года, что позволило коммерческим банкам заранее планировать операции по управлению ликвидностью.

При этом, наблюдалась активность по выпуску государственных ценных бумаг, всего за квартал было выпущено **10,2 трлн сумов** облигаций Центрального банка и **1,4 трлн сумов** облигаций Министерства финансов (рис. 4.3).

По состоянию на 1 января 2022 года выпущено **12,1 трлн сумов** облигаций Центрального банка и **4,7 трлн сумов** государственных ценных бумаг со стороны Министерства финансов.

Рис. 4.3. Эмиссия государственных ценных бумаг (трлн сумов)

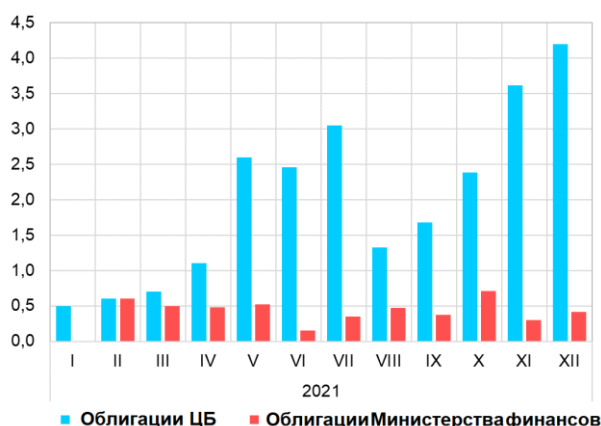
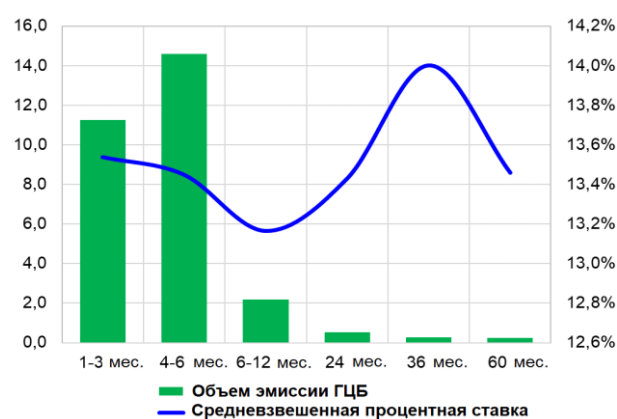


Рис. 4.4. Кривая доходности по ГЦБ



Кривая доходности по этим облигациям, средневзвешенные процентные ставки по ценным бумагам с разными сроками погашения, формируется в большей степени в зависимости от общего состояния ликвидности банковской системы на момент выпуска и спроса коммерческих банков на первичном рынке чем от будущих макроэкономических ожиданий (рис. 4.4).

В результате начала постепенного перехода «умеренно жестких» денежно-кредитных условий на денежном рынке на процентные ставки по депозитам и кредитам в экономике в течение квартала произошло **повышение реальных процентных ставок** по срочным депозитам в национальной валюте.

При этом средневзвешенные номинальные процентные ставки по депозитам физических лиц в декабре составили **20,2%**, а по депозитам юридических лиц – **15,1%**. (рис. 4.5).

Реальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте (с учетом инфляции) в декабре месяце сформировались на уровне **9,3%** для физических лиц и **4,7%** для юридических лиц (рис. 4.6).

Рис. 4.5. Номинальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте

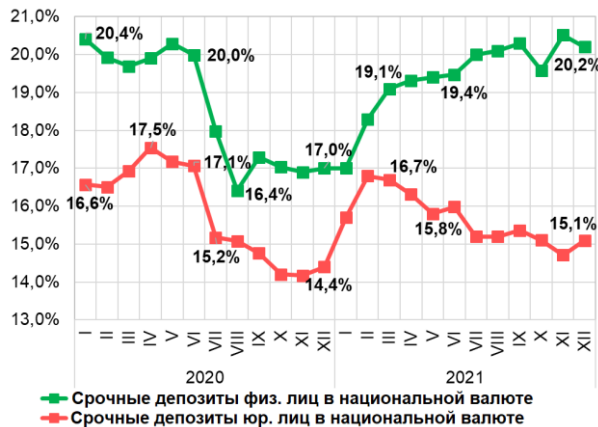
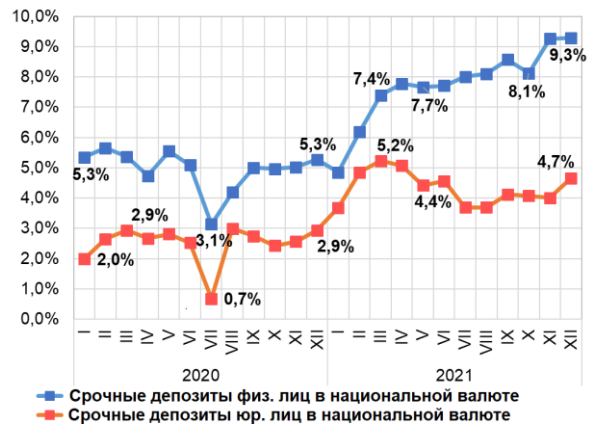


Рис. 4.6. Реальные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте



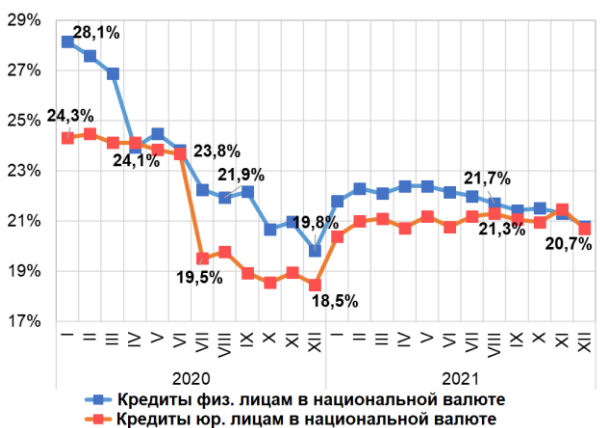
Реальные процентные ставки по депозитам населения в национальной валюте сформировались на **4-5 процентных пунктов** выше их инфляционных ожиданий, что, в свою очередь, является одним из основных факторов **повышения сберегательной активности** и сбалансирования валового потребления.

Также в течение квартала наблюдалось сбалансирование процентных ставок по кредитам в национальной валюте, в пределах коридора **20-22%**, который наблюдается с начала года. В частности, в декабре средневзвешенные процентные ставки по краткосрочным кредитам в национальной валюте составили **21,2%**, по долгосрочным – **20,5%** (рис. 4.7).

Рис. 4.7. Номинальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте



Рис. 4.8. Номинальные процентные ставки по кредитам в национальной валюте



При этом, тот факт, что средневзвешенные процентные ставки по краткосрочным кредитам выше, чем процентные ставки по долгосрочным кредитам, объясняется наличием долгосрочных кредитов по относительно низким процентным ставкам на основе **государственных программ** по поддержке семейного бизнеса и ипотечным кредитам.

В свою очередь, в декабре средневзвешенные процентные ставки по кредитам физическим лицам в национальной валюте составили **20,8%**, по кредитам юридическим лицам – **20,7%** (рис. 4.8).

Сбалансирование процентных ставок по кредитам и их снижение по сравнению с началом 2020 года свидетельствуют о повышении эффективности процентного канала трансмиссионного механизма. При этом, при снижении инфляции в будущие кварталы можно ожидать **снижения основной ставки Центрального банка** и, соответственно, **удешевления кредитов в экономике**.

4.2. Анализ динамики кредитов и депозитов

В IV квартале 2021 года общая денежная масса увеличилась на **13,6%** и составила **140,2 трлн сумов**. При этом объем наличных денег в обращении за квартал практически не изменился и составил **28,7 трлн сумов**, а их доля в общей денежной массе снизилась на **2,8 п.п.** (с 23,2% до 20,4%) (рис. 4.9).

В целом за 2021 год депозиты в национальной валюте увеличились на **37,3%** или **18 трлн сумов**, а депозиты в иностранной валюте увеличились на 31,5% (эквивалентно 10,9 трлн сумов).

Наблюдалась динамика значительного роста совокупных депозитов **физических лиц**, что в основном было связано с увеличением депозитов в национальной валюте. В частности, в четвертом квартале совокупные депозиты населения в банках увеличились на **13,4%** до **36,6 трлн сумов**, при этом депозиты в национальной валюте увеличились на **17,4%** (**3,7 трлн сумов**), а депозиты в иностранной валюте выросли на **5,7%** (**0,6 трлн сумов в эквиваленте**) (рис. 4.10).

Рис. 4.9. Изменение денежной массы и ее компонентов (трлн сумов)

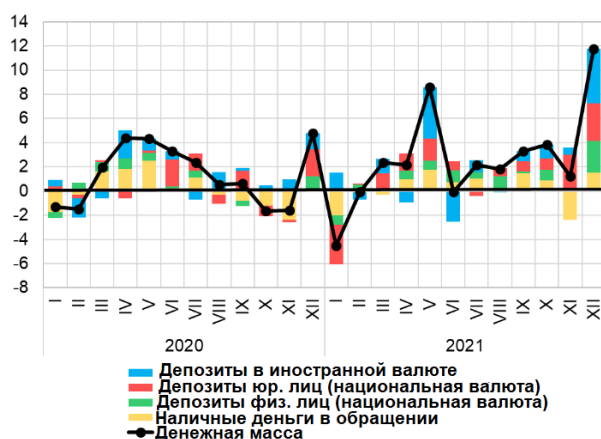
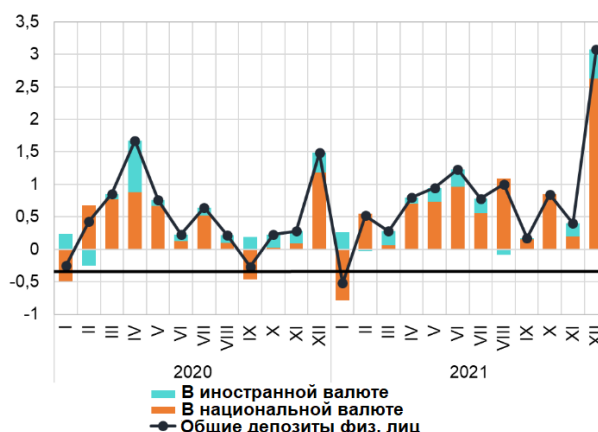


Рис. 4.10. Изменение депозитов населения (трлн сумов)



В целом в 2021 году общий объем депозитов физических лиц увеличится на **35,2%** (9,5 трлн сумов) и будет изменяться в соответствии с тенденциями **роста реальных доходов населения**.

Учитывая текущие реальные процентные ставки по депозитам в национальной валюте и текущую стабильную динамику обменного курса, ожидается, что в ближайшие кварталы сохранятся высокие темпы роста депозитов населения в национальной валюте.

В IV квартале 2021 года **остаток кредитных вложений в экономику** увеличился на **4,6%** (14,7 трлн сумов) до **331,9 трлн сумов**.

При этом годовой темп роста кредитных вложений составил **18,4%**, что почти в 2 раза ниже, чем в 2020 году.

Рис. 4.11. Изменение кредитных вложений в экономику и их компонентов (трлн сумов)

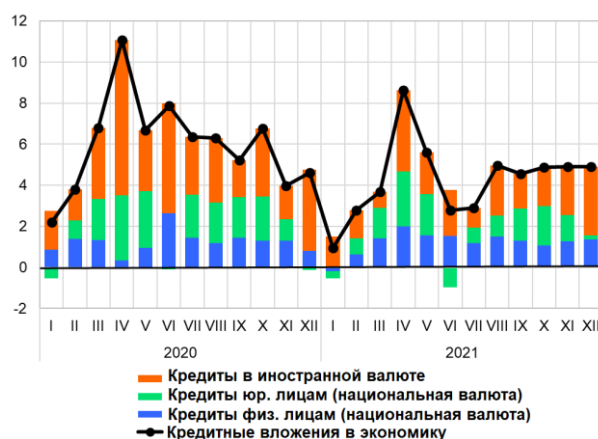
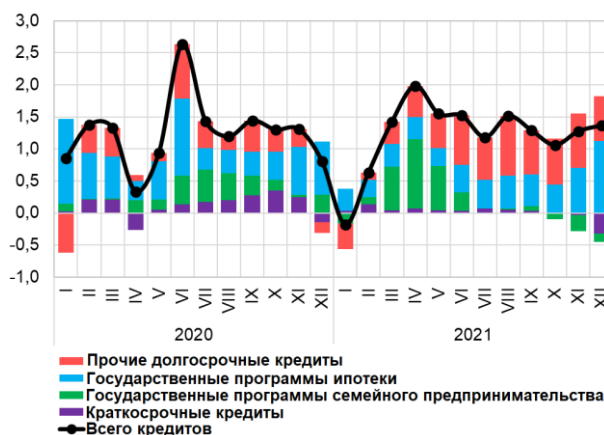


Рис. 4.12. Изменение остатка кредитов выделенных физическим лицам (трлн сумов)



Объем кредитов в национальной валюте за квартал увеличился на **4,3%** (7,1 трлн сумов) и на **18,5%** за год (27,1 трлн сумов), а его доля в общем объеме кредитов составила **52,3%** (рис. 4.11). Таким образом, уровень долларизации кредитов на конец года составил **47,7%**, что является одним из основных факторов, снижающих эффективность денежно-кредитной политики.

Остаток кредитов физическим лицам увеличился за квартал на **5,6%** (3,7 трлн сумов) и **26,6%** (14,6 трлн сумов) за год, причем более высокими темпами роста, чем общий объем кредитов, что объясняется активным выделением кредитов по программа развития предпринимательства и ипотеки, а также удовлетворением накопленного в предыдущие периоды спроса населения на розничные кредиты. При этом доля остатка кредитов населению в общем объеме кредитов на конец года составила **20,9%**.

Вставка 4

Рост кредита в экономике, долговая нагрузка, кредитный разрыв и его влияние на макроэкономическую стабильность

В результате накопления с годами инвестиционного голода в экономике в последние годы отмечаются высокие темпы роста объема кредитных вложений в экономику. В частности, в 2018-2019 годах рост кредитных вложений составил более **50%**, в 2020 году этот показатель был равен **34,3%** (рис. 1).

Хотя рост остатка кредитных вложений в прошлом году снизился до **18,4%**, наблюдается высокий рост объема выделяемых кредитов в экономику. В частности, в 2021 году в экономику выделено кредитов на общую сумму **167 трлн сумов**, что на **31%** больше, чем годом ранее (рис. 2).

Рис. 1. Изменение остатка кредитов в экономику (годовое, %)



Рис. 2. Объем кредитов выделенных в экономику (трлн сумов)



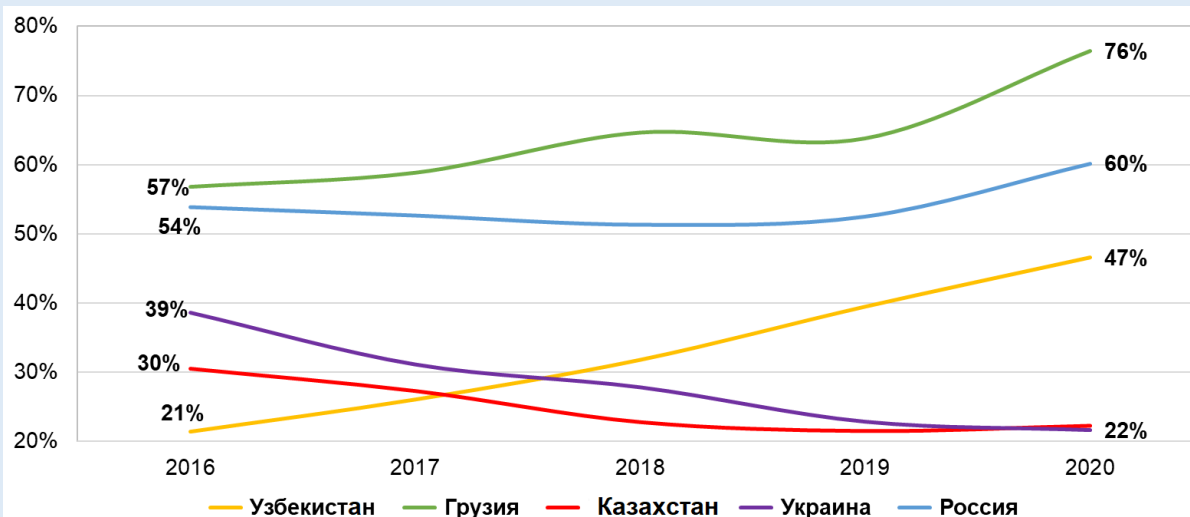
Замедление темпов роста остатка кредитных вложений и их соответствие темпам роста номинального ВВП, создало условия для снижения давления монетарных факторов на уровень инфляции. Снижение роста объясняется, с одной стороны, увеличением **коэффициента погашаемости** кредитов (с 59% в 2020 году до 71% в 2021 году), а с другой стороны, **эффектом «высокой базы»** (с увеличением остатка кредитов растет база расчета темпов роста).

При оценке значения кредитных вложений в экономику широко используется показатель «Отношение кредитов к ВВП». Этот показатель также используется международными экспертами в качестве альтернативного индикатора **долговой нагрузки** экономики. Данный показатель позволяет не только оценить изменение объема кредитования национальной экономики, но и сравнить его с другими странами.

В частности, на фоне резкого увеличения объема кредитов за последние 5 лет отношение кредитов к ВВП в нашей стране увеличилось на **26 процентных пунктов** и по итогам 2020 года достигло **47%**.

Для сравнения, в России и Грузии этот показатель выше, чем в нашей стране, а в Украине и Казахстане отношение остатка кредитов к ВВП за последние 5 лет упало до **22%** (рис. 3).

Рис. 3. Динамика показателя кредитов к ВВП в Узбекистане и некоторых странах СНГ (%)



Источник: ЦБ соответствующих стран

Отношение кредитов к ВВП во многом зависит от степени насыщения экономики кредитами и финансовыми средствами, развития финансовых рынков и других альтернативных долговых инструментов, динамики долговой нагрузки и ряда других макроэкономических показателей.

Согласно расчетам, отношение кредитов к ВВП в стране в 2021 году составило **45,2%**, незначительное снижение по сравнению с предыдущим годом было обусловлено высоким ростом номинального ВВП (22%) и относительно пропорциональным ростом кредитования (18,4%). Согласно среднесрочным макроэкономическим прогнозам Центрального банка, темп роста кредитных вложений в ближайшие годы ожидается на уровне роста номинального ВВП и показатель кредитов к ВВП сформируется в пределах **45-50%**.

Также была выделена динамика тренда роста остатка кредитных вложений в экономику, и рассчитан показатель отклонения реального роста от этого тренда – **кредитный разрыв**. Этот индикатор позволяет нам изучать кредитный цикл в экономике, показывая, является ли рост кредита высоким или низким по сравнению с долгосрочным трендом.

Для определения кредитного разрыва были использованы ежемесячные данные об остатке кредитов за 2012-2021 годы в логарифмических единицах и рассчитана динамика тренда и кредитный с использованием «**фильтра НР**»¹ (рис. 4).

¹ **Фильтр НР (Hodrick-Prescott)** – математический инструмент, используемый в макроэкономике, особенно в теории реальных экономических циклов, для отделения циклической составляющей временного ряда от тренда. Этот фильтр позволяет изучать долгосрочные тренды и краткосрочные колебания статистических показателей.

Рис. 4. Тренд роста остатка кредитных вложений в экономике (логарифмическое значение)

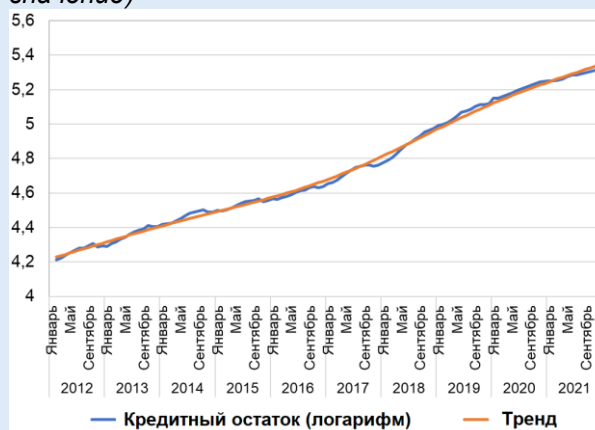
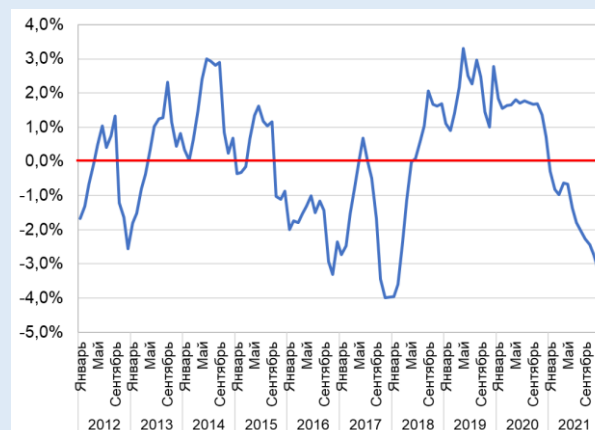


Рис. 5. Кредитный разрыв (по отношению к тренду, %)



Кредитный разрыв имеет **отрицательное значение** в 2015–2017 годах, при этом резкий рост кредитования создает **положительный разрыв** по сравнению с трендом в 2018–2020 годах. Переход к отрицательному кредитному разрыву в 2021 году объясняется сбалансированием темпов роста кредитных вложений в экономику. Тем не менее, эта цифра не показывает **уменьшения выделения кредитов экономике**, с учетом улучшением кредитной дисциплины (рис. 5).

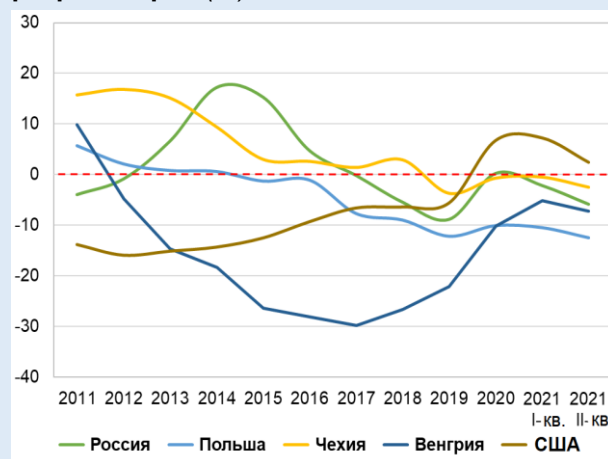
Общепринятым показателем при определении уровня кредитования экономики в зарубежной практике является **разрыв отношения кредита к ВВП** (Борио и Лоу, 2002). Данный показатель позволяет определить отклонение отношения кредита к ВВП от долгосрочной траектории, тем позволяет нормализовать объем кредита и обеспечивая рост кредитного предложения в соответствии с объемом экономического роста (рис. 6).

Рис. 6. Разрыв отношения кредитов к ВВП (%)



Источник: ЦБ

Рис. 7. Разрыв отношения кредитов к ВВП в разрезе стран (%)



Источник: Банк международных расчетов

Разрыв отношения кредитов к ВВП был рассчитан с использованием «фильтра HP» на основе доступной статистики об остатке кредитных вложений за последние 11 лет и данных о номинальном ВВП.

При этом из-за высокого роста кредитов в последние **годы отрицательный разрыв** наблюдавшийся в 2014-2018 годах, в 2019-2020 годах перешел в значительный **положительный разрыв**, а в условиях пандемии разрыв был **закрыт** к 2021 году.

В то время как положительный разрыв способствует формированию инфляционного давления в экономике, данный отрицательный показатель свидетельствует о том, что в экономику направляется недостаточно средств. В дальнейшем с расширением отчетного периода также ожидается улучшение качества расчета отношения кредитов к ВВП.

В зарубежных странах разрыв в отношении кредитов к ВВП сокращается, а в большинстве стран формируется даже отрицательный разрыв. При этом рост в 2020 году обусловлен смягчением денежно-кредитных условий для поддержки экономики и соответствующим ростом кредитования, а тенденция снижения в 2021 году – ужесточением денежно-кредитных условий на фоне мировой инфляции (*рис. 7*).

Центральный банк регулярно отслеживает динамику кредитных вложений в экономику, спрос и предложение на кредитном рынке и формирующиеся по ним процентные ставки, принимает систематические меры для обеспечения соответствия роста кредитов росту номинального ВВП.

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2022 год

Подготовлено департаментом денежно-кредитной политики.

Предложения и замечания можно направить по адресу:

E-mail: achilov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22