



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

ОБЗОР ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

за II квартал 2020 года

Ташкент 2020 г.

СОДЕРЖАНИЕ

I. РЕЗЮМЕ	3
II. ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ	6
2.1. Ожидаемые тенденции развития экономики.....	6
2.2. Прогноз инфляции и основные факторы снижения цен.....	7
2.3. Риски и неопределенности	9
Бокс. Краткосрочные модели прогнозирования.....	10
III. ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ	12
3.1. Динамика показателей инфляции и достижение траектории таргета.....	12
3.2. Анализ уровня цен	13
3.3. Инфляционные ожидания.....	16
IV. ВНЕШНИЕ И ВНУТРЕННИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	17
Внешние экономические условия	17
4.1. Платежный баланс	17
4.2. Инфляция в странах-основных торговых партнерах.....	19
Внутренние экономические условия.....	20
4.3. Оценка текущей позиции фискальной политики.....	20
4.4. Показатели экономической активности и рынка труда.....	21
4.5. Обменный курс и валютный рынок	23
Бокс. Роль сбережений населения в экономике	24
V. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	26
5.1. Денежно-кредитные условия	26
5.2. Денежная масса и кредиты.....	27
5.3. Кривая доходности.....	29
5.4. Перспективы денежно-кредитной политики	30
Бокс. Новые меры по регулированию ликвидности банковской системы в условиях пандемии	32
ГЛОССАРИЙ	34

I. РЕЗЮМЕ

По итогам заседания 23 июля т.г., Правление Центрального банка оставило основную ставку без изменения на уровне **15% годовых**. Данное решение направлено на сохранение **текущего курса денежно-кредитной политики** в условиях одновременного наличия проинфляционных и дезинфляционных рисков в экономике, а также создание условий для сохранения положительных реальных процентных ставок в экономике.

Вместе с тем, апрельский **прогноз инфляции** на конец года также оставлен без изменения **на уровне 11-12,5%** в силу нижеследующих факторов.

Инфляция и инфляционные ожидания. Годовой уровень инфляции на протяжении **I квартала** т.г. находился ниже заданной целевой траектории. Этому, в основном, способствовали относительно сдержанная фискальная политика, умеренные темпы кредитования экономики и сохранение регулируемых цен на неизменном уровне.

С начала **II квартала** инфляция немного ускорилась по сравнению с предыдущем кварталом, и по итогам июня составила **14,2%**. Повышательное давление на цены во II квартале т.г. оказывали такие факторы как **высокий спрос** на продовольственные товары, строительные материалы и товары первой необходимости, а также более слабое, чем ожидалось ранее, **сезонное понижение** цен на фрукты и овощи в июне.

Базовая инфляция на протяжении II квартала имела более ускоренные темпы роста и в июне составила **13,8%**. При этом, основными факторами базовой инфляции были **рост кредитования экономики** в январе-июне т.г. на **18,2%** (38 трлн. сум), **увеличение денежной массы** на **12,3%** (11,2 трлн. сум), и заметное превышение бюджетных расходов над доходами.

Инфляционные ожидания населения и субъектов предпринимательства на следующие 12 месяцев **заметно снизились** после существенного роста в апреле т.г. Вместе с тем инфляционные ожидания **остаются незаякоренными**. Их уровень в значительной мере превышает **траекторию цели** (таргета) по инфляции.

Результаты проведенного опроса показывают, что респонденты связывают рост цен в ближайшие месяцы, в первую очередь, с последствиями пандемии и подорожанием товаров и услуг монополий.

Экономическая активность. По данным Государственного комитета по статистике, **объем реального ВВП** республики по итогам I полугодия т.г. вырос на **0,2%**. Основными **факторами роста** стали производство потребительских товаров, сельское хозяйство, строительные работы, в то время, как **факторами замедления** являлись инвестиции и внешняя торговля, оборот которой за 6 месяцев уменьшился на **18,2%** относительно соответствующего периода прошлого года.

После снижения в марте-апреле т.г. экономической активности, в мае - июне наблюдалось **постепенное восстановление тренда** по ряду показателей.

Так, в июне суммарный объем **транзакций через банковскую платежную систему** вырос на **39%** и **30%** относительно марта и апреля, соответственно. Наблюдалось улучшение в динамике роста объемов **поступлений денежной выручки** в сфере торговли и платных услуг.

После резкого снижения в апреле на **34,8%** по сравнению с предыдущим месяцем (с 11,4 трлн. сумов до 7,5 трлн. сумов), объемы денежных поступлений в виде выручки или других доходов в мае выросли на **33,8%**, в июне – на **25,3%** и достигнув, **12,6 трлн. сумов**.

Денежно-кредитные условия. Во II квартале 2020 года сохранялись умеренно **жесткие денежно-кредитные условия**. На межбанковском денежном рынке формировался **положительный спрэд** (разница) по процентным ставкам депозитов до 2-х недель к основной ставке.

Процентные ставки по депозитам в национальной валюте были относительно стабильными и характеризовались положительной динамикой. По итогам июня, средневзвешенные процентные ставки по депозитам физических лиц составили **20%**, а по депозитам юридических лиц – **17%**.

Снижение **процентных ставок по кредитам** в национальной валюте с **25,8%** в начале года до **23,7%** в июне объясняется использованием коммерческими банками дополнительной ликвидности

на кредитование приобретения жилья и предпринимательской деятельности в рамках государственных программ.

Динамика **обменного курса сума** формировалась на фоне ухудшения общей экономической ситуации в мировой экономике, сокращения валютных поступлений и ослабления валют основных торговых партнеров. В результате, в апреле т.г. произошла корректировка обменного курса на **5,8%**. В мае-июне обменный курс оставался относительно стабильным и уровень девальвации за этот период составил **0,4%**.

Прогноз инфляции. Центральный банк, учитывая складывающуюся ситуацию в экономике и степень неопределенности на фоне продолжающейся пандемии, сохраняет прогноз инфляции на конец 2020 года без изменений – на уровне **11-12,5%**.

При этом к концу года ожидается минимизация влияния цен энергоресурсов на инфляцию после исчерпания в III квартале эффектов прошлогоднего повышения цен. В результате, регулируемые цены будут способствовать снижению давления на уровень цен.

В условиях более длительного карантина и ограничительных мер спрос на базовые продовольственные товары и лекарственные средства будет оставаться **на высоком уровне**, в то время как на товары, не входящие в категорию первой необходимости, сократится из-за перераспределения и оптимизации расходов населения.

Риски и неопределенности. Одним из ключевых рисков является быстрое изменение экономических условий на фоне влияния пандемии и мер по ее сдерживанию.

Это может повысить степень неопределенности в экономике и сделать дальнейшие экономические процессы менее предсказуемыми.

При этом, Центральный банк продолжит тщательное изучение факторов и характера рисков инфляции под влиянием внешних и внутренних условий и будет принимать соответствующие решения по основной ставке исходя из динамики прогноза по инфляции.

II. ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

2.1. Ожидаемые тенденции развития экономики

С момента публикации последнего обзора, глобальная экономическая ситуация резко ухудшилась. В результате, МВФ пересмотрел прогноз роста мирового выпуска на 2020 год с **-3%** до **-4,9%**. Наиболее глубокий спад пришелся на апрель-июнь месяцы, в то время, как переход к росту намечается во второй половине года.

Однако предсказуемость внешних условий существенно снижается на фоне расширения распространения пандемии в развивающихся странах. Экономический рост в странах-основных торговых партнерах пересмотрен в сторону более серьезного снижения.

Согласно предварительным расчетам, в результате предпринимаемых мер по восстановлению экономической активности и поддержанию основных секторов экономики республики, ожидается достижение **положительных темпов роста ВВП** во II полугодии и, по итогам года, его реальный рост составит около **1,5-2,0%**.

Оказываемые **фискальные стимулы** будут основными факторами поддержания и восстановления экономической активности в условиях пандемии.

Намечается что такие сферы экономики как **строительство, сельское хозяйства и обрабатывающая промышленность** покажут положительные темпы роста и станут **основными драйверами** роста ВВП.

№	Показатель	январь-июнь 2020 года	январь-дек 2020 года
1	Реальный рост ВВП	0,2%	1,5-2,0%
2	Дефлятор ВВП	13,7%	11-13%
3	Кредитование экономики	18,2%	28-29%
4	Индекс потребительских цен	14,2%	11-12,5%
5	Базовая инфляция	13,8%	12%

По итогам года, ожидается увеличение остатка **кредитов** в экономике на **28-29%**, что также послужит одним из факторов поддержания положительных темпов экономического роста.

В предыдущем прогнозе Центрального банка рост кредитования экономики оценивался на уровне **18-22%**. Однако изменение экономических условий потребовало более существенных кредитных вливаний в экономику. В результате, по итогам I полугодия рост кредитных остатков составил **18,2%**. В связи с этим, учитывая новые экономические реалии, прогноз роста кредитования был повышен.

Необходимо отметить, что кредитные вложения оказывают влияние на экономику **с некоторым временным лагом**. Поэтому, ожидается, что ускоренные темпы кредитования во II квартале 2020 года проявят свой положительный эффект на экономический рост в III-IV кварталах 2020 года и в I квартале 2021 года, что также послужит фактором поддержания экономической активности.

В результате принятых мер по противодействию распространения пандемии и увеличения расходов на здравоохранение, во II полугодии будет сохраняться давление на бюджет и централизованные фонды, что приведет к определенному расширению **общего фискального дефицита** по сравнению с прогнозными показателями.

2.2. Прогноз инфляции и основные факторы снижения цен

До конца т.г. инфляция будет находиться вблизи **траектории целевого показателя**. При этом, Центральный банк совместно с Правительством продолжит предпринимать все необходимые меры для достижения постоянного таргета по инфляции **на уровне 5 % к 2023 году**.

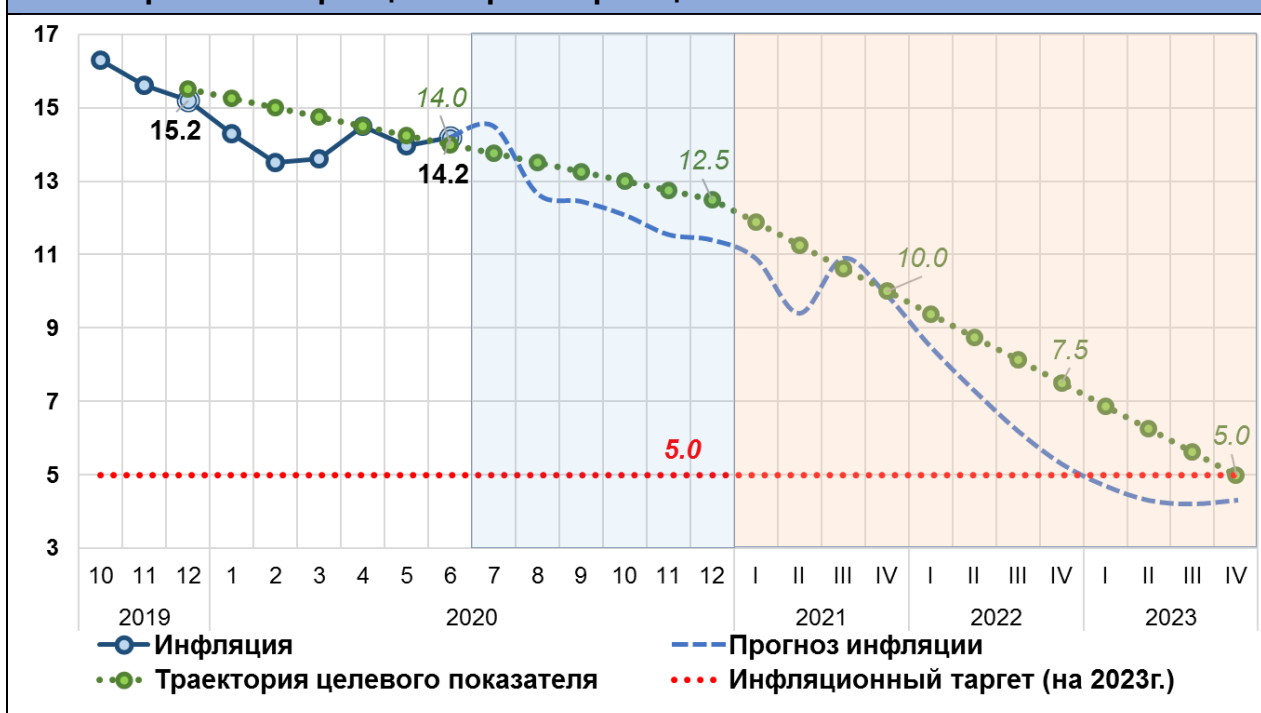
Центральный банк, учитывая складывающуюся ситуацию в экономике и степень неопределенности на фоне продолжающейся пандемии, сохраняет прогноз инфляции на конец 2020 года без изменений – на уровне **11-12,5%**.

Повышательный тренд базовой инфляции (увеличение с 12,7% в марте до 13,8% в июне) на протяжении II квартала демонстрирует сохранение проинфляционных факторов в экономике.

Стоит отметить, что более быстрый рост показателя базовой инфляции в отличие от общей инфляции сигнализирует **об усилении монетарных факторов инфляции.**

Сохранение высоких темпов роста **кредитования** экономики (в январе-июне т.г. на 18,2%), динамики увеличения **денежной массы** (на 12,3%) и расширение **дефицита** консолидированного бюджета к концу года будут способствовать сдерживанию темпов снижения уровня инфляции.

Рис.1. Уровень инфляции и траектория целевого показателя



Источник: расчеты Центрального банка

При этом, к концу года ожидается снижение влияния цен энергоресурсов на инфляцию после исчерпания в III квартале эффектов прошлогоднего повышения цен. В результате, **регулируемые цены** будут способствовать замедлению общего роста цен.

В условиях продолжительного сохранения карантинных мер спрос на непродовольственные товары не входящими в категорию первой необходимости, **сократится**, из-за перераспределения и **оптимизации структуры потребительских расходов** населения. К тому же, умеренный рост **доходов населения** и появление **более осторожного подхода** к покупкам также окажет понижающее влияние на цены.

Вместе с тем, при умеренной волатильности обменного курса национальной валюты в пределах его **фундаментального тренда** и при

сохранении положительных реальных процентных ставок в экономике, **объем депозитов** в национальной валюте должен остаться неизменным.

Согласно расчетам, сохранение **отрицательного разрыва ВВП** в течение этого года и последующие годы в определенной степени поспособствует формированию дезинфляционной среды в экономике.

2.3. Риски и неопределенности

Одним из ключевых рисков является быстрое изменение экономической ситуации в результате влияния пандемии и принимаемых мер по ее сдерживанию. Это может привести к возникновению высокого уровня неопределённости в экономической среде и непредсказуемости дальнейшего развития экономических процессов.

Сохранение ограничений на передвижение **трудовых ресурсов**, ухудшение **логистики**, сокращение предложения транспортных услуг, **удлинение сроков и стоимости** транспортировки товаров в случае дальнейшего продления карантинных требований, что может вызвать повышение цен на основные потребительские товары.

Кроме того, фискальное стимулирование, ускоренные темпы роста кредитования и денежной массы в I полугодии, могут создать определенный **инфляционный фон** во II полугодии. Это, в свою очередь, потребует принятия мер по сбалансированию темпов роста кредитования и возвратности ранее выданных кредитов.

Продолжение ситуации с пандемией будет способствовать сохранению **повышенного спроса** у населения на **базовые продовольственные товары и медикаменты**, что при ограниченном объеме предложения будет создавать некоторое давление на их цены. С учетом этого, в целях предотвращения всплеска цен важно пересмотреть и, в случае необходимости, увеличить резервы данных видов товаров на зимний-весенний период путем либерализации и упрощения импорта.

Бокс. Краткосрочные модели прогнозирования

При проведении краткосрочного прогноза Центральным банком Республики Узбекистан применяются следующие эконометрические модели:

ARIMA (Autoregressive Integrated Moving Average Model), также известная как модель Бокса-Дженкинса. Данная модель применяется с использованием месячных данных для прогноза базовой инфляции на краткосрочном горизонте, и имеет следующий вид:

$$\Delta^d X_t = c + \sum_{i=1}^p a_i \Delta^d X_{t-i} + \sum_{j=1}^q b_j \varepsilon_t + \varepsilon_t$$

BVAR (Bayesian Vector Autoregression Model, эконометрическая векторная авторегрессионная модель с применением Баесовской методик. BVAR модель является еще одним инструментом краткосрочного прогноза и оценки импульсных откликов переменных. Модель является достаточно гибким статистическим инструментом благодаря возможности включения достаточно большого количества свободных параметров. Данная особенность связана в основном с тем что модельные параметры приняты в форме случайных переменных, с априорным распределением (Minnesota prior, Inverse Wishart Prior, Sims-Zha и др.). Стандартный форма BVAR модели схожа с другими моделями векторной авторегрессии и имеет следующий вид:

$$y_t = c + \sum_{l=1}^p A_l y_{t-l} + \varepsilon_t$$

FAVAR (Factor Augmented Vector Autoregression Model) – данная модель позволяет оценить влияние макроэкономических факторов, используя данные множества макроэкономических индикаторов, также, как и данные по отдельным секторам экономики. Это дает возможность получить импульсные отклики всех рядов на отдельные экономические шоки. Подобный подход позволяет более полно использовать информацию, имеющуюся в панельных данных временных рядов цен различных отраслей и секторов, и макроэкономических индикаторов. Особенностью данной модели является возможность оценки с использованием одновременно всей структуры данных, а также различать влияние на динамику цен отраслей и секторов, макроэкономических и внутриотраслевых шоков. FAVAR модель имеет следующую форму:

$$x_{it} = \lambda_i'(\mathcal{L})f_t + \gamma_i r_t + \varepsilon_{it}$$

VECM (Vector Error Correction Model) – модель векторной коррекции ошибок является моделью временных рядов, в которой краткосрочная динамика корректируется в зависимости от отклонения от долгосрочной зависимости между переменными.

DFM (Dynamic Factor Model) – динамическая факторная модель применяется для краткосрочного и текущего прогноза выпуска. В данной модели используются месячные данные реальной денежной массы, роста выпуска, экспорта и импорта, а также индекс промышленного производства. Данная модель позволяет получить краткосрочный прогноз выпуска от 1 до 3 месяцев.

ARDL (Autoregressive Distributed Lag Model) – данная модель позволяет оценить краткосрочную и долгосрочную связь макропеременных. При помощи ARDL модели можно оценить долгосрочную связь исходя из краткосрочной динамики переменных.

DOLS (Dynamic Ordinary Least Squares Model) – анализ с помощью этой модели позволяет увидеть влияние факторов спроса и предложения на инфляцию. Модель использует квартальные временные ряды с 1 кв. 2010 года по 1 кв. 2020 года. Согласно модели DOLS, уравнение инфляции применяет следующий вид:

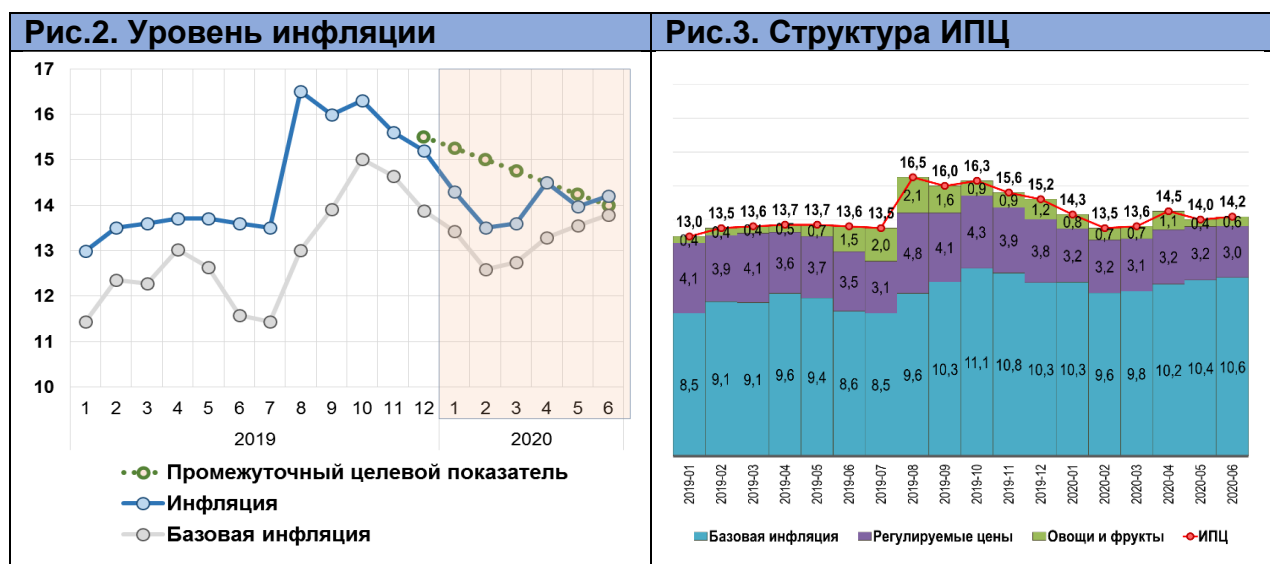
$$\Delta p_t = \gamma_0 + \gamma_1(L)\Delta p_{t-1} + \gamma_2(L)\widehat{O}_{t-4} + \gamma_3\widehat{m}_{t-1} + \gamma_4\Delta(L)Z_{t-1} + \gamma_5\Delta(L)p_t^{ppi} + \gamma_6\Delta(L)Index_{t-3}^{FAO} + \varepsilon_t^p$$

III. ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

3.1. Динамика показателей инфляции и достижение траектории таргета

Годовой уровень инфляции по индексу потребительских цен в течение I квартала т.г. находился ниже заданной траектории целевого показателя инфляции. В основном, этому способствовали относительно сдержанная фискальная политика, сбалансирование темпов кредитования экономики, сохранения неизменного уровня регулируемых цен и относительно замедление экономической и инвестиционной активности.

С началом II квартала уровень инфляции приблизился к траектории промежуточного целевого показателя, а в июле составил 14,2% в годовом измерении и незначительно (0,2 п.п.) превысил её.



Источник: расчеты Центрального банка

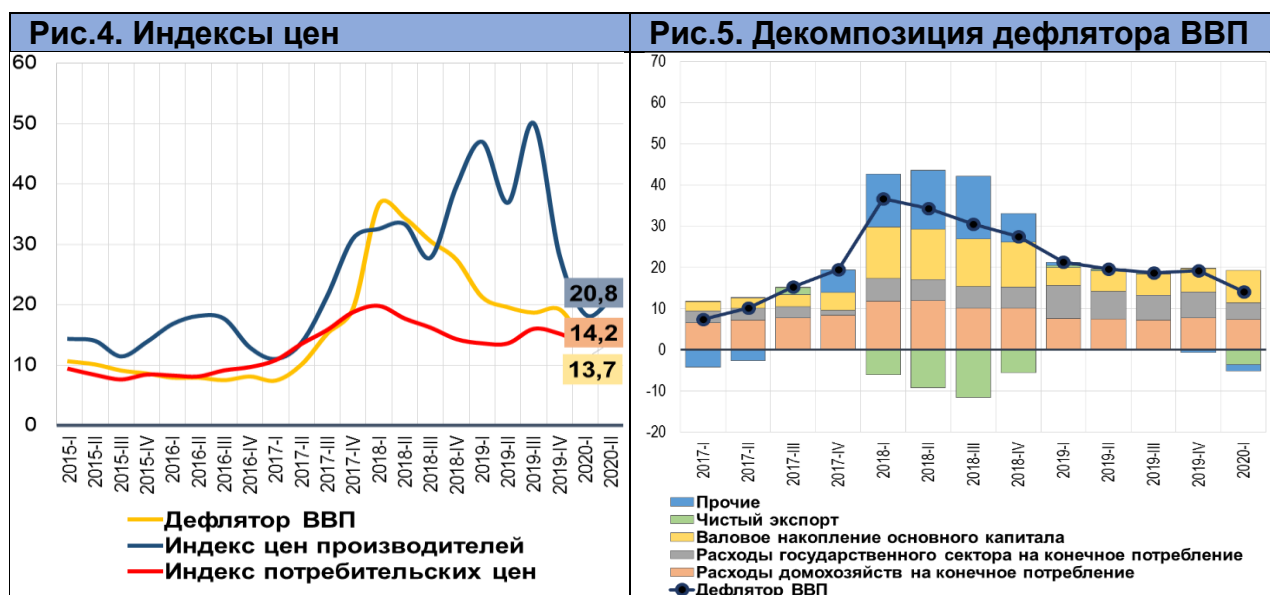
Повышательное давление цены во втором квартале оказывали такие факторы как высокий спрос на продовольственные и товары первой необходимости, сохранение эффекта прошлого года повышения регулируемых цен, девальвация сума в апреле месяце, более умеренное, чем ожидалось, сезонное снижение цен на фрукты и овощи в июне. Замедление роста цен на непродовольственные товары и услуги напротив, носило сдерживающий характер на общий рост цен.

Вклад базовой инфляции в структуре индекса потребительских цен в течение II незначительно увеличивался, а вклад роста цен фруктов и овощей сократился в результате сезонного снижения цен.

Базовая инфляция на протяжении II квартала имела тенденцию к определенному ускорению и постепенно приблизилась к траектории промежуточного целевого показателя инфляции. Основным драйвером стал более высокий рост цен в группе продовольственных товаров.

Дефлятор ВВП в первом полугодии т.г. составил 13,7% и приблизился к уровню индекса потребительских цен. Относительному снижению данного индекса способствовал отрицательный вклад чистого экспорта.

Индекс цен производителей в течение I полугодия имел тенденцию к значительному снижению и к концу II квартала составил 20,8%. Следует отметить, что относительно высокий рост цен производителей оказывает определенное повышательное давление на общую инфляцию.

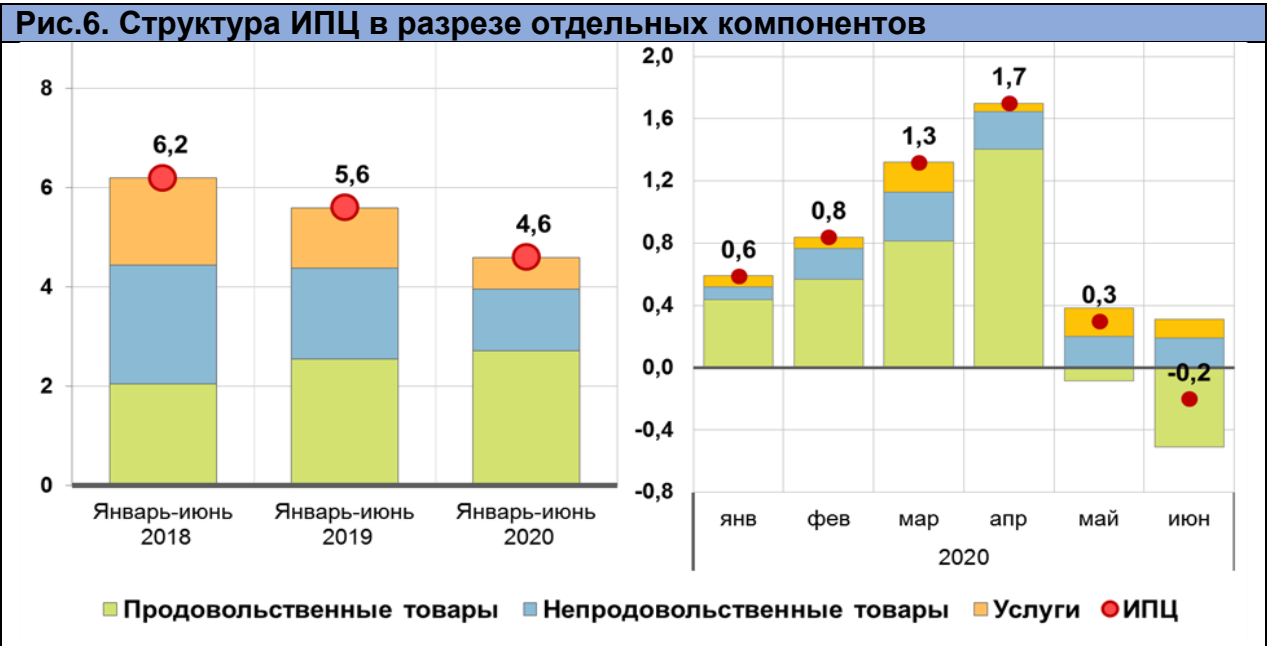


Источник: расчеты Центрального банка

3.2. Анализ уровня цен

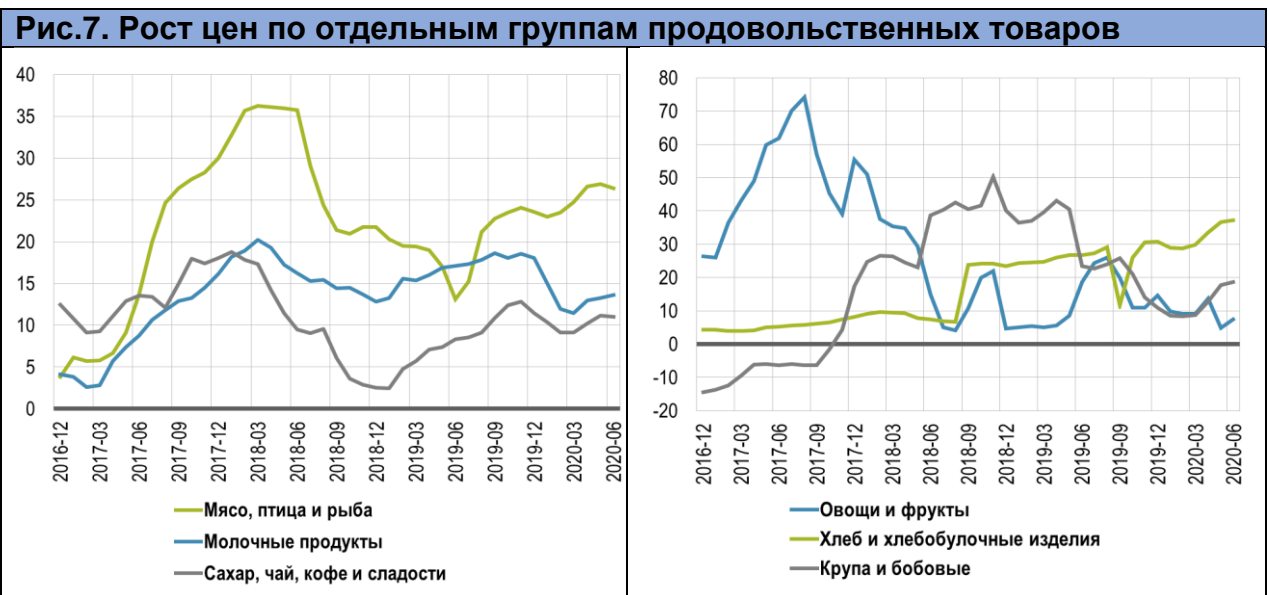
Рост индекса потребительских цен за период января-июня был более умеренным, чем в прошлые годы и составил 4,6%. При этом наблюдалось ощутимое снижение вклада групп непродовольственных товаров и услуг в общий прирост потребительских цен, в то же время значительно возрос вклад продовольственных товаров, в частности, в течение января-апреля, что объясняется влиянием пандемии и сезонными факторами.

С созреванием нового урожая сельскохозяйственных культур, вклад данной группы товаров в месячную инфляцию стал отрицательным и оказывал ощутимое понижательное влияние на общий рост цен.



Источник: расчеты Центрального банка

Годовой рост цен продовольственных товаров в июне т.г. был выше общего роста цен и составил 18,8%. Наиболее высокие темпы роста наблюдались по мясным продуктам (26,4%) и хлебобулочным изделиям (37,2%).



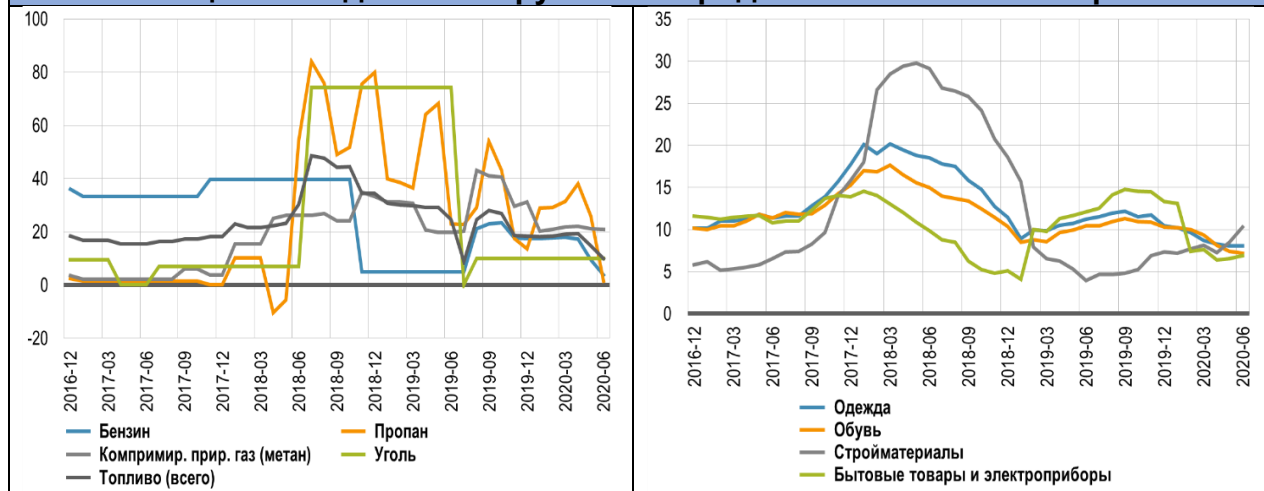
Источник: расчеты Центрального банка

Цены непродовольственных товаров в течение II квартала характеризовались относительно умеренными темпами роста, которые в июле замедлились и составили 9,4%.

В результате, снижения цен на мировых рынках, а также значительного сокращения импорта из сопредельных государств, в мае-июне произошло снижение цен на автомобильное топливо, в том числе снизились цены на бензин.

Вместе с тем по ряду непродовольственных товарных позиций наметилась тенденция к ускорению роста. В том числе, в июне т.г. годовой рост цен на медикаменты достиг 12,8% (4,7% в июне 2019 г.), строительных материалов 10,3% (4,0% в июне 2019 г.).

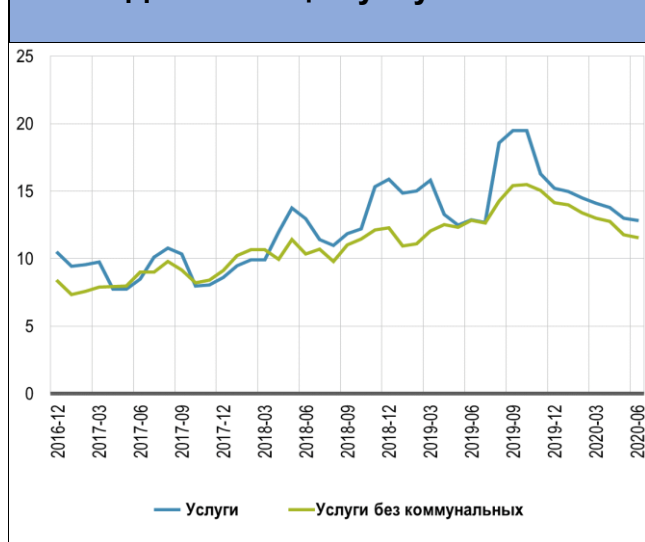
Рис.8. Рост цен по отдельным группам непродовольственных товаров



Источник: расчеты Центрального банка

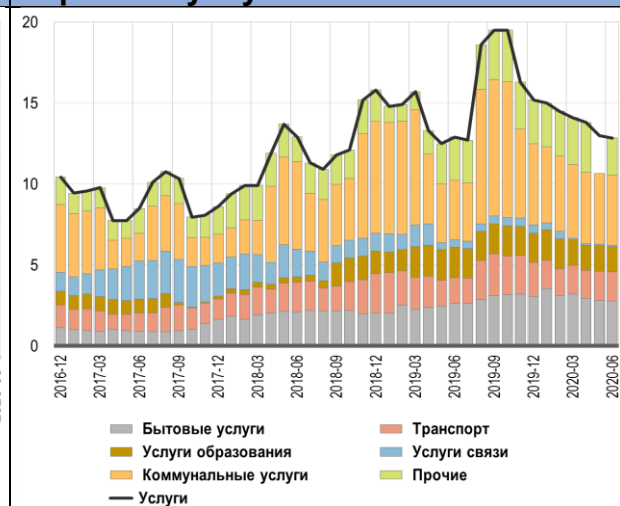
Годовой рост цен на услуги во II квартале устойчиво снижался в результате замедления экономической активности, снижения доходов населения, а также сохранения регулируемых цен и тарифов неизменными.

Рис.9. Динамика цен услуг



Источник: расчеты Центрального банка

Рис.10. Декомпозиция роста цен по отраслям услуг

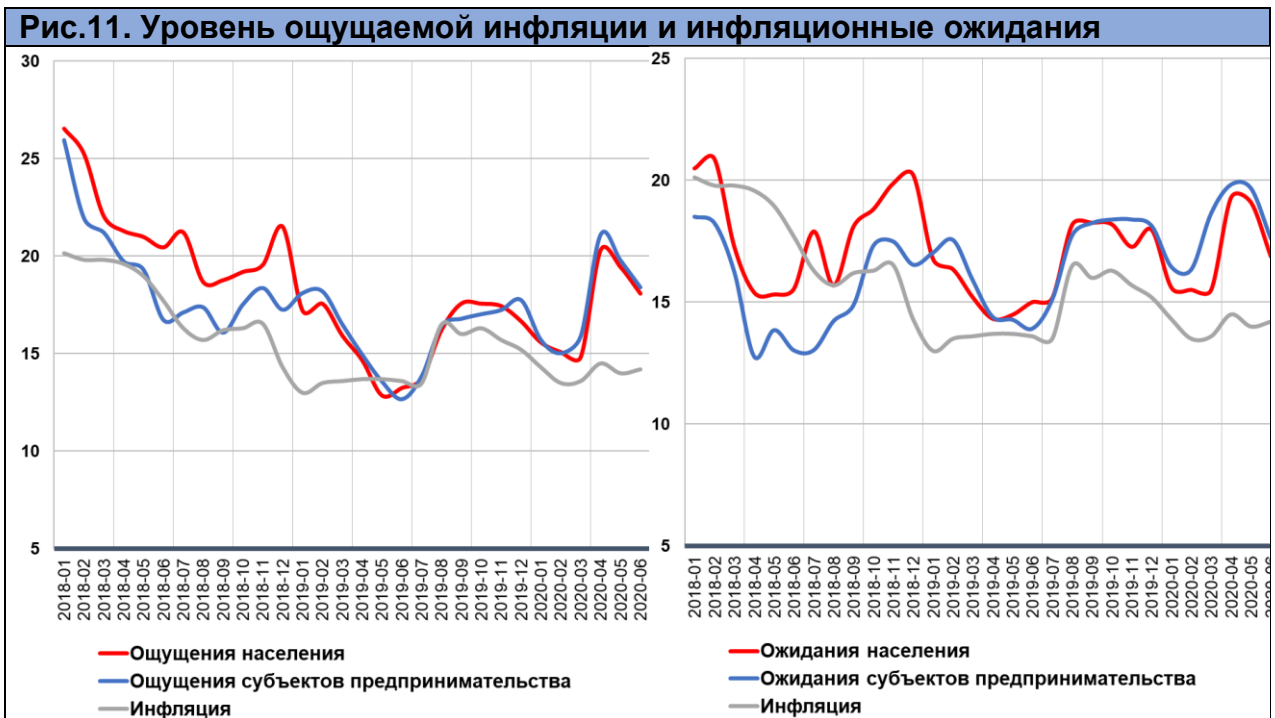


В июне общий рост цен услуг замедлился до 12,8% в годовом измерении. При этом основной вклад пришелся на коммунальные, бытовые услуги и транспорт.

3.3. Инфляционные ожидания

Уровень **ощуцаемой** населением и субъектами предпринимательства инфляции после значительного всплеска в апреле т.г., стал постепенно снижаться в последующие месяцы. В первую очередь, это связано со степенью неопределенности в экономике, изменениями в структуре потребления и повышенным спросом на товары первой необходимости, которые наиболее остро проявился в начале II квартала.

По мере постепенной стабилизации ситуации, в том числе смягчения карантинных мер, а также адаптации населения и бизнес субъектов к новым условиям, в уровне ощущаемой инфляции наметился снижающийся тренд, хотя все еще она значительно превышает фактическую.



Источник: расчеты Центрального банка

Инфляционные ожидания населения и субъектов предпринимательства на следующие 12 месяцев заметно снизились после существенного роста в апреле месяце т.г. Вместе с тем инфляционные ожидания пока остаются незаякоренными и их уровень в значительной мере превышает траекторию цели (таргета) по инфляции.

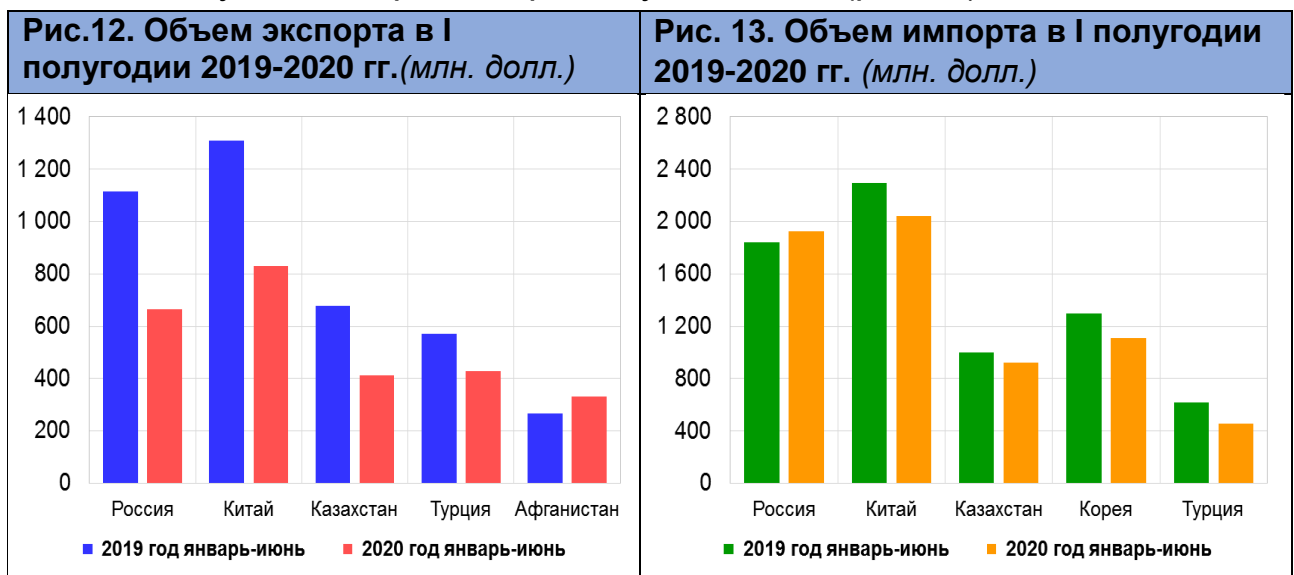
Результаты проведенного опроса показывают, что респонденты связывают рост цен в ближайшие месяцы в первую очередь с последствиями пандемии, девальвацией обменного курса и ростом цен монополий.

IV. ВНЕШНИЕ И ВНУТРЕННИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Внешние экономические условия

4.1. Платежный баланс

Во время пандемии коронавируса произошло некоторое сокращение внешней торговли из-за применения карантинных мер, введенных ограничений в отраслях производства и услуг, а также сбоев в цепочках поставок (“supply chain”). В частности, объем экспорта товаров и услуг из страны в I полугодии 2020 года составил **6,3 млрд. долларов**, что на **22,6%** (**1,8 млрд. долларов**) меньше, чем в соответствующем периоде предыдущего года (рис.12).



Источник: данные Госкомстата

Объем импорта в Узбекистан в январе-июне текущего года составил **9,6 млрд. долларов**, и снизился на **15%** (**1,7 млрд. долларов**) по сравнению с соответствующим периодом 2019 года. Значительное сокращение импорта можно объяснить, главным образом, перебоями в импорте машин и оборудования из Китая и Кореи (рис. 13).

Пандемия коронавируса также повлияла на объем трансграничных денежных переводов в Узбекистан. При этом, из-за приостановления международных перевозок, некоторые трудовые мигранты не смогли выехать за границу, национальные валюты России и Казахстана значительно обесценились в марте из-за резкого падения цен на нефть, а производство и строительство в некоторых странах частично приостановились во время карантина.

Рис. 14. Объем трансграничных денежных переводов в январе-мае 2019-2020 гг. (млн. долл.)

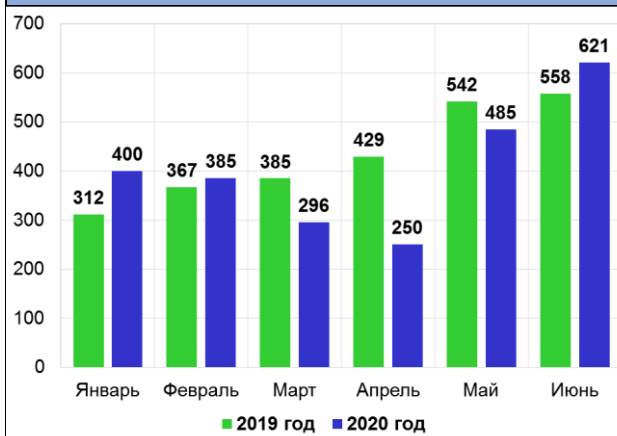
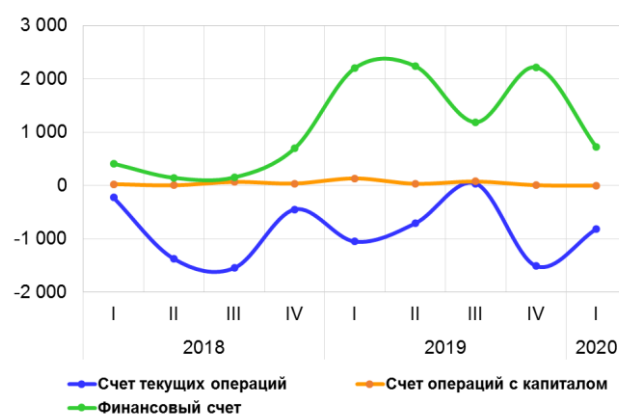


Рис. 15. Структура платежного баланса (млн. долл.)



Источник: Расчеты Центрального банка

В частности, в I полугодии 2020 года объем трансграничных денежных переводов в страну составил **2,4 млрд. долларов**, что на **156 млн. долларов** или **6%** меньше чем в соответствующем периоде 2019 года (рис. 14). При этом, снижение денежных переводов происходило, в основном, в марте (-23%) и апреле (-42%). В мае началось восстановление переводов, а в июне их объем был на **11,2%** выше, чем в прошлом году.

Ожидается, что в связи с ослаблением карантинных мер в России и возобновлением экономической активности объем денежных переводов из этой страны в нашу страну в ближайшие месяцы будет близок к прошлогоднему уровню. Прогнозируется, что по итогам 2020 года общий объем денежных переводов достигнет **5,4-5,5 млрд. долларов** и будет на **8-10%** меньше, чем в прошлом году.

В I полугодии 2020 года отрицательное сальдо счета текущих операций составило **2 млрд. долларов** (**1,8 млрд. долларов** в соответствующем периоде 2019 года) (рис. 15).

При этом, основным источником финансирования дефицита счета текущих операций в 2020 году станет привлечение внешнего долга от международных финансовых институтов. В I квартале 2020 года внешний долг Узбекистана составил **24,8 млрд. долларов**, из которых **16,1 млрд. долларов** (65% от общего внешнего долга) государственный внешний долг и **8,7 млрд. долларов** (35%) приходится на долю частного сектора.

В течение 2017–2019 годов расходы на обслуживание внешнего долга страны возросли в **1,4 раза** (с 1,9 млрд. долларов до 2,7 млрд. долларов), в том числе объем выплат по государственному внешнему долгу увеличился в **1,6 раза** (с 465 млн долларов до 760 млн. долларов).

С учетом растущего спроса на иностранную валюту на внутреннем валютном рынке для обслуживания внешнего долга и возможного дополнительного давления на валютный рынок в будущем, в ближайшие кварталы возрастает необходимость применения более **осторожного подхода** при привлечении внешнего долга. При этом, целесообразно определить объем новых кредитов под государственную гарантию в пределах суммы погашения ранее полученных кредитов и направлять их исключительно на **финансирование инфраструктурных проектов**.

4.2. Инфляция в странах-основных торговых партнерах

Общий внешний инфляционный фон для экономики Узбекистана стал немного снижаться.

Годовая инфляция в **Казахстане** сложилась на уровне 7%, что ниже прогнозных 8-8,5%, ввиду замедления потребительской и инвестиционной активности. При этом одним из рисков для уровня инфляции в казахстанской экономике продолжает оставаться ослабление тенге.

В **российской** экономике в условиях сдержанного спроса, в целом, преобладают дефляционные процессы. Годовая инфляция в июне сложилась на уровне ниже таргета и составила **3,2%**.

Годовой уровень инфляции в июне в **Китае** вырос до 2,5% и соответствует ожиданиям рынка. Более того, усилия по стимулированию конкурентоспособности китайской продукции подают сигнал об отсутствии в течение следующего года изменений в отпускных ценах.

Ослабление **турецкой лиры** способствовало резкому росту затрат на сырье среди турецких производителей. Оставаясь почти неизменной в I квартале 2020 года, **потребительская инфляция** во II квартале составила **11,8%** при таргете 5%.

В общем, ситуация с ценами у торговых партнеров благоприятна для импорта Узбекистана, однако неблагоприятна для экспорта, так как

на фоне более высокой инфляции, чем в соседних экономиках, это приводит к укреплению реального эффективного обменного курса сума.

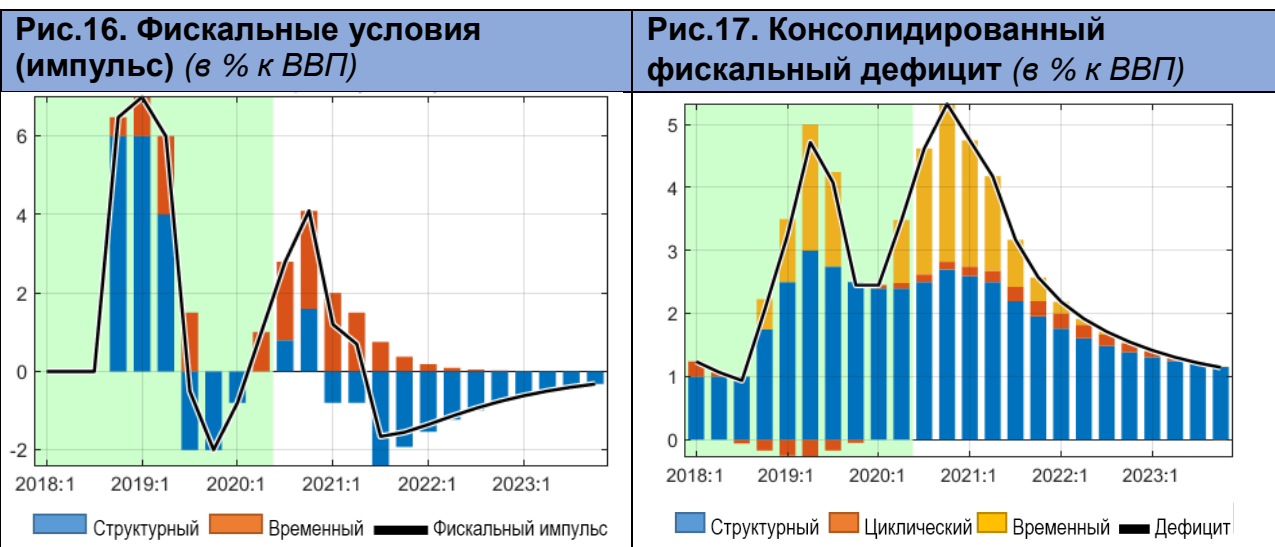
Внутренние экономические условия

4.3. Оценка текущей позиции фискальной политики

В условиях пандемии коронавируса и глобального экономического кризиса почти во всех странах наблюдается активизация фискальной политики. В частности, в нашей стране в течение II квартала произошло значительное увеличение бюджетных расходов на **здравоохранение и на меры по снижению негативного воздействия пандемии на экономику**.

В то время как **фискальные условия** были относительно жесткими во половине 2019 года и I квартале 2020 года, во II квартале т.г. на фоне частичной остановки деятельности некоторых секторов производства и услуг **произошло также резкое снижение доходов бюджета**, и фискальная политика носила **стимулирующий экономическую активность характер** (рис. 16).

При оценке **фискальных условий** было анализировано влияние бюджетных операций на ликвидность банковской системы. Во II квартале, замедление экономической активности и задержка налоговых поступлений привели к снижению доходов бюджета при одновременном сохранении расходов на относительно высоком уровне, что послужило увеличению ликвидности банковской системы на **7,4 трлн. сумов**.



Источник: Прогнозы и расчеты Центрального банка

Согласно предварительным оценкам, объемы использования привлеченных средств из внешних и внутренних источников в рамках финансирования антикризисных мер показывают, что по итогам I полугодия дефицит консолидированного бюджета составит **8,4 трлн. сум.**

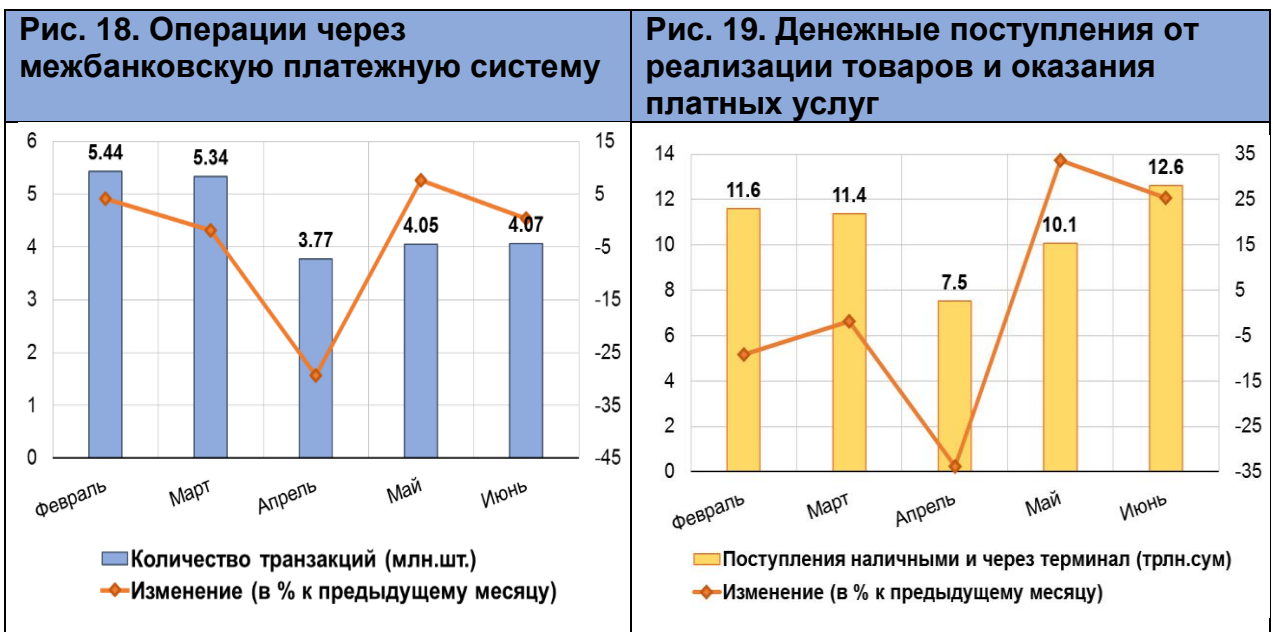
При этом к концу 2020 года ожидается расширение **общего фискального дефицита**, больше чем ранее прогнозировалось.

Как отмечалось ранее, формирование благоприятной конъюнктуры **на рынке золота**, в частности, роста его цены **примерно в 1,5 раза** во II полугодии 2020 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, послужит соответствующему увеличению денежных средств, направляемых в бюджет от реализации драгоценного металла, и будет **поддерживать доходную часть бюджета** в условиях пандемии.

С окончанием пандемии и восстановлением макроэкономической стабильности, с 2021 года прогнозируется уменьшение фискального дефицита по отношению к ВВП (рис.17).

4.4. Показатели экономической активности и рынка труда

Начиная с середины II квартала, по мере снятия ограничительных мер и с началом возобновления предпринимательской деятельности, в ряде индикаторов стали наблюдаться положительные изменения, указывающие на восстановление экономической активности.



Источник: Центральный Банк

Количество **платежей, осуществляемых через межбанковскую платежную платформу**, после резкого спада на 30% в апреле (до 3,8 млн. шт.) возросло на 7,6% в мае, и на 0,4% в июне (Рис.18), свидетельствуя о постепенном восстановлении деловой активности. Однако, ввиду повторного введения частичного карантина, вероятно, динамика дальнейшего роста окажется более сдержанной.

Поступление выручки в кассы банков от реализации товаров и оказания платных услуг населению (Рис. 19) после сильного сокращения в апреле на 34% (до 7,5 трлн. сум) отыграло падение в мае (рост на 34%), и уже в июне вернулось на январский уровень (12,6 трлн. сум).

Торги на Узбекской республиканской товарно-сырьевой бирже в апреле существенно снизились (на 9,2%), однако в мае биржевая активность восстановилась до февральских значений (4,5 трлн. сум), продолжив рост в июне (13,5%).

Значительное падение в апреле **также отмечено в промышленном и строительном секторах**, что связано со снижением внешнего спроса на продукцию горнодобывающей отрасли (природный газ, конденсат), а также с приостановлением строительных работ на время карантина. К концу II квартала наблюдается постепенный возврат к докарантинным темпам роста.

Пандемия коронавируса оказала серьезное влияние на **рынок труда** Узбекистана. Наиболее сильному воздействию подверглась сфера услуг, в частности, туризма, гостиничного и ресторанного бизнеса, авиа-, железно- и автомобильных перевозок, торговли и др.

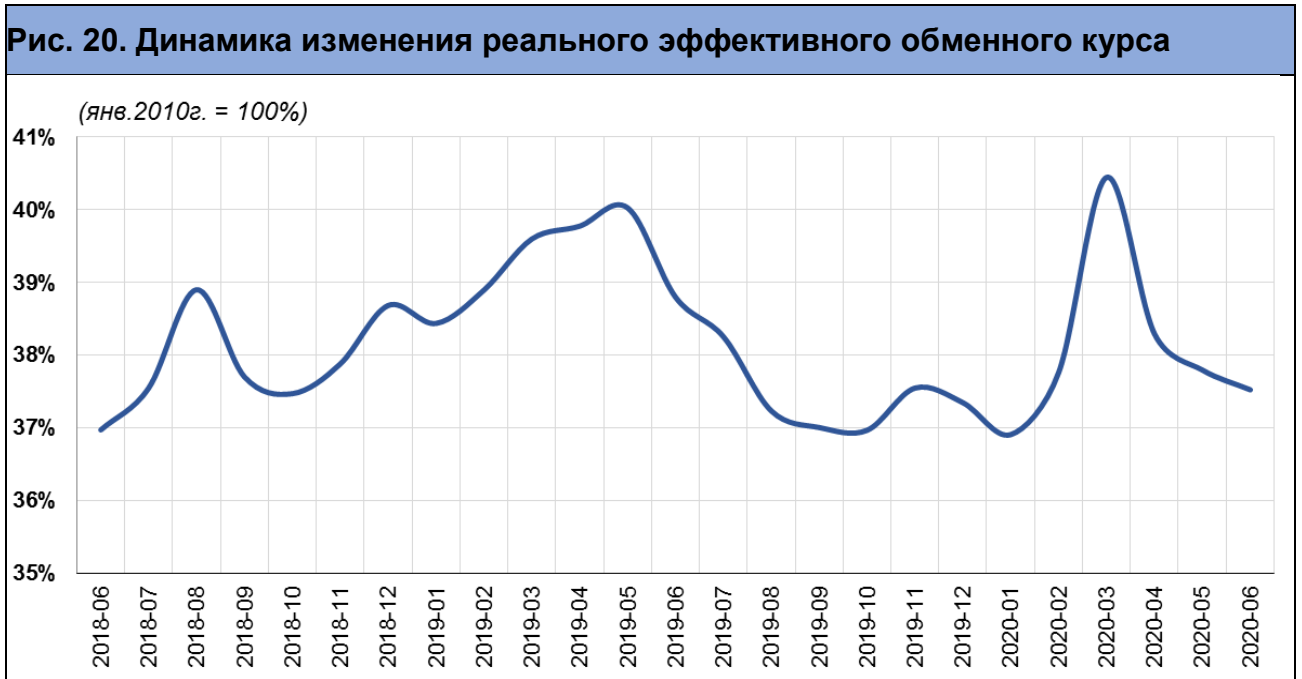
Ряд предприятий частного сектора с момента введения карантина в марте были вынуждены остановить работу, сократить оклады персоналу, а часть отправить в неоплачиваемые отпуска. Сильнее всего потерю работы ощутили на себе работники ресторанов, кафе и общественного питания.

В результате, реальные темпы роста **совокупных доходов** населения, за **январь-июнь 2020** года выросли всего на **1,5%**, в то время, как за аналогичный период прошлого года рост составил 6,3%. На фоне временного замедления роста доходов населения и сокращения занятости в ближайшие кварталы ожидается более **медленный рост потребительских расходов**.

4.5. Обменный курс и валютный рынок

Динамика обменного курса национальной валюты по отношению к доллару США формировалась на фоне нестабильности на мировых рынках, ухудшения экономической ситуации, сокращения валютных поступлений и ослабления валют основных торговых партнеров.

В результате, в апреле т.г. произошла корректировка обменного курса на **5,8%**. В мае-июне обменный курс оставался относительно стабильным и уровень девальвации за этот период составил около **0,4%**.



Источник: расчеты Центрального банка

К концу II квартала т.г. наметилось **сближение реального эффективного обменного курса сума к своему тренду** после мартовского укрепления, которое сформировалось из-за ослабления валют основных торговых партнеров Узбекистана (рис. 20).

При этом следует отметить, что ослабление реального обменного курса в мае и июне произошло в результате сезонного снижения инфляции, при сохранении относительной стабильности номинального курса обмена национальной валюты.

С учетом ярко выраженной сезонности месячной инфляции в республике в последующие месяцы ожидается дальнейшее небольшое ослабление реального обменного курса сума с формированием отрицательного разрыва.

Бокс. Роль сбережений населения в экономике

Последние события, произошедшие в мире и в стране, ещё раз подтвердили **необходимость наличия определенных сбережений** у населения. Так, в результате принятия карантинных мер на фоне распространения пандемии деятельность большинства предприятий и организаций была приостановлена, вследствие чего большая часть населения осталась без какого-либо дохода и была вынуждена обратиться за государственной помощью.

Кроме того, расширение статей расходов бюджета без надлежащего роста его доходной части может привести к ещё большим негативным последствиям. Поэтому в данных условиях возникает естественная потребность в **увеличении сберегательной склонности населения посредством оптимизации расходов на текущее потребление**.

Традиционно, с ростом совокупных доходов населения наблюдается оживление **сберегательной активности**. Однако многие годы с увеличением совокупных доходов населения также наблюдалось соответствующий рост расходов на конечное потребление, и доля расходов на конечное потребление в совокупных доходах имела **относительную стабильную динамику** в районе **79-81%**.

Совокупные доходы и расходы на конечное потребление населения в 2015-2019 годы



Сохранение высокой доли конечного потребления в совокупных доходах населения несмотря на **сохранение в экономике положительных реальных ставок** свидетельствует о том, что население ещё недостаточно склонно сберегать по ряду причин, а именно:

- недостаточная развитость финансового рынка и рынка капитала, отсутствие альтернативных инструментов вложения или узкий набор финансовых инструментов;
- низкая степень доверия к финансовым институтам, в том числе коммерческим банкам и т.д.;

- низкий уровень финансовой грамотности.

Низкую степень доверия к финансовым институтам можно увидеть и по данным опроса Центрального банка. Согласно результатам, большинство респондентов **предпочитают хранить свои сбережения в наличности** в долларах США или в виде других активов, в том числе золота и недвижимости.

Помимо этого, сбережения, не направленные в последующую цепочку денежного обращения **не защищены от инфляции**, а также представляют определенную опасность для нормального денежного оборота, и в любой момент могут перетечь на текущий рынок потребления, особенно в периоды повышенных инфляционных ожиданий, ухудшения макроэкономической среды, являясь **потенциальным источником инфляции, плохо поддающимся регулированию**.

В противовес этому, имеются сбережения, которые приносят дополнительный доход и хранятся в финансовых организациях **в виде вкладов**, либо существуют в виде финансовых инструментов, в том числе ценных бумаг, страховых взносов, сберегательных сертификатов, а также в виде вложений в недвижимость, в драгоценные металлы и т.д. Положительные стороны **доходприносящих сбережений** населения заключаются в следующем:

- защищают денежные средства населения от инфляции, сохраняя покупательскую способность;

- постоянно растут, в условиях сохранения положительных реальных ставок;

- дисциплинируют текущие потребности и создают психологическую уверенность в будущем;

- позволяют населению в будущем поднимать свой жизненный уровень, особенно в части дорогостоящих и высококачественных товаров и услуг, приобретение которых в рамках текущих доходов несколько затруднительно.

Стимулирование роста сбережений населения и их последующая трансформация в реальный сектор экономики приобретают стратегический характер, в силу существенного влияния данного процесса на темпы экономического роста. В целом, проводимая макроэкономическая политика должна быть направлена отчасти на **стимулирование сберегательного процесса** как одного из источников экономического роста, социального развития страны, **повышения благосостояния населения**.

V. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

5.1. Денежно-кредитные условия

Во II квартале 2020 года Центральный банк сохранял **относительно жесткие денежно-кредитные условия**. В частности, согласно решению Правления Центрального банка от 14 апреля 2020 года, основная ставка была снижена на **1 процентный пункт**, но на межбанковском денежном рынке формировалась положительная разница (спрэд) по процентным ставкам срочных депозитов до 2-х недель (рис. 21).

При принятии решений по основной ставке Центральный банк в первую очередь исходит из целей обеспечения стабильности цен в экономике. Вместе с тем, в условиях нынешней пандемии коронавируса будет обеспечиваться баланс между обеспечением стабильности цен и поддержкой экономической активности.

Рис. 21. Объем срочных депозитов до 14 дней на межбанковском денежном рынке и отклонение процентных ставок по ним от основной ставки ЦБ (млрд. сум и п.п.)

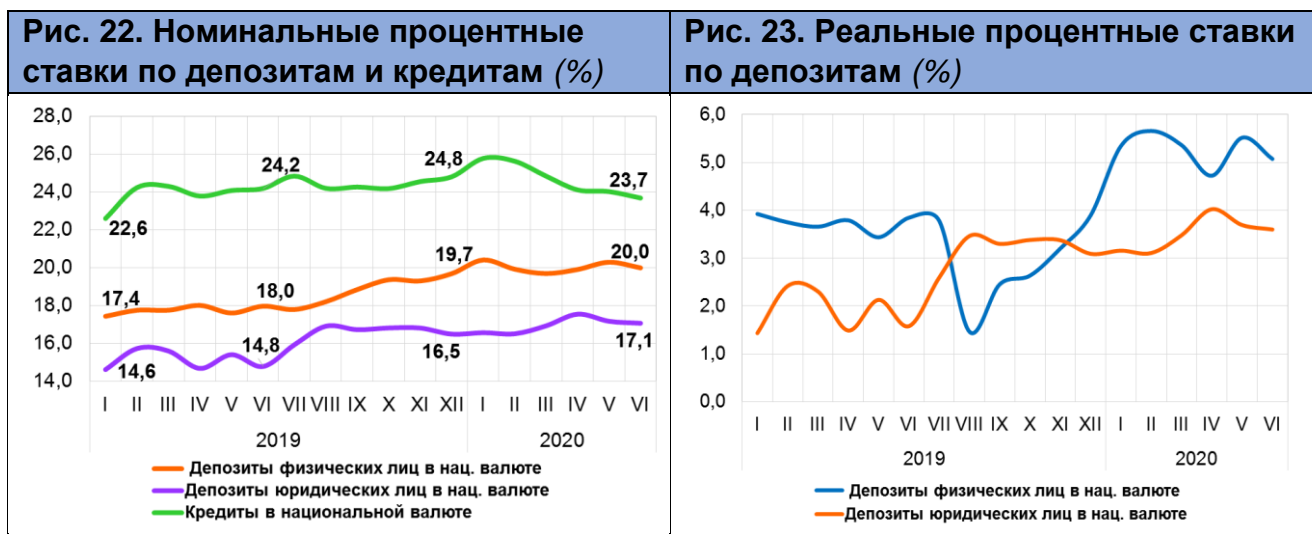


Источник: Расчеты Центрального банка

В рамках режима таргетирования инфляции Центральный банк снижает основную ставку на основе траектории прогноза инфляции, обеспечивая тем самым благоприятные денежно-кредитные условия для населения и предприятий.

В I полугодии процентные ставки по депозитам в национальной валюте формировались относительно стабильными и имели растущую динамику.

По итогам июня, средневзвешенные процентные ставки по депозитам физических и юридических лиц составляли **20%** и **17%**, соответственно (рис. 22).



Источник: Расчеты Центрального банка

В I половине т.г. сохранялись **положительные реальные процентные ставки** по срочным депозитам (рис. 23). Это, в свою очередь, повысило привлекательность срочных депозитов в национальной валюте и послужило снижению уровня долларизации депозитов.

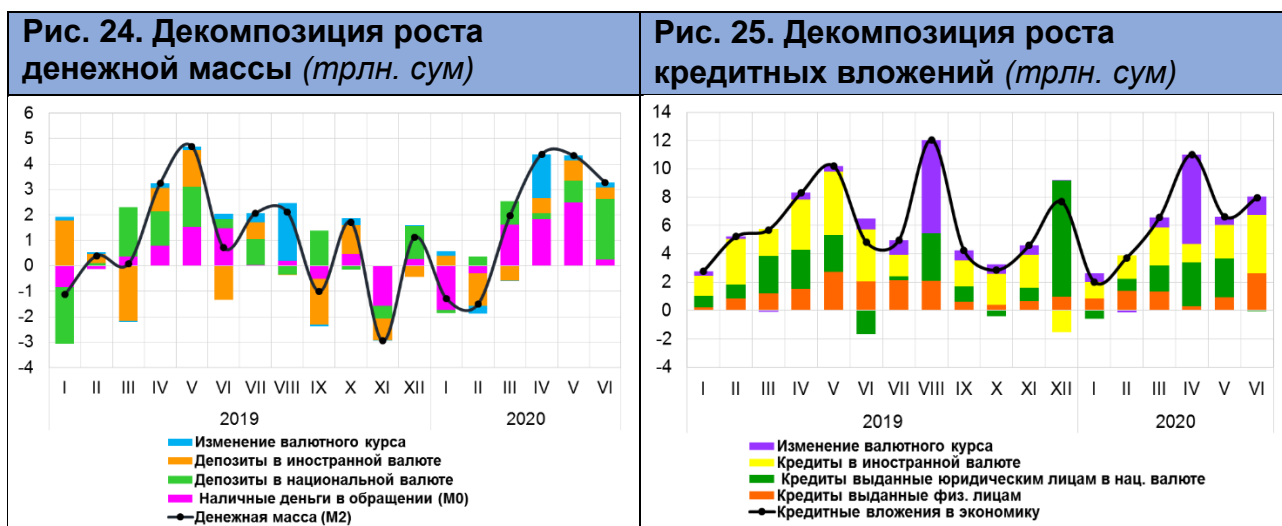
При этом, в будущем также будут обеспечиваться положительные реальные процентные ставки по срочным депозитам, то есть снижение процентных ставок будет пропорционально снижению инфляции, и будет сохраняться относительная привлекательность депозитов в национальной валюте.

Снижение процентных ставок по кредитам в национальной валюте с **25,8%** в начале года до **23,7%** в июне объясняется направлением дополнительных финансовых средств коммерческим банкам в период карантина, выделением кредитов на покупку жилья и предпринимательскую деятельность в рамках государственных программ.

5.2. Денежная масса и кредиты

В I полугодии 2020 года общая денежная масса увеличилась на **12,3%** или **11,2 трлн. сумов**, при этом произошло значительное увеличение объема наличных денег в обращении (**17,3%** или **4,2 трлн. сумов**) и депозитов в национальной валюте (**12,1%** или **4,7 трлн. сумов**) (рис. 24).

Увеличение наличных денег в обращении во время пандемии коронавируса объясняется **обналичиванием** средств с пластиковых карт для ежедневных расходов населения на покупку продовольствия с рынков, **выплатой пенсий** наличными, а также **сокращением инкассации наличных денег** в банки со стороны субъектов предпринимательства в связи с задержкой налоговых и кредитных платежей.



Источник: Расчеты Центрального банка

В мае-июне в условиях относительной стабилизации экономической ситуации и ослабления карантинных ограничений намечается восстановление экономической активности и наблюдалось значительное увеличение объема депозитов в национальной валюте.

В то же время рост совокупной денежной массы также был вызван девальвацией обменного курса, в частности, влияние в I полугодии влияние данного фактора **2,0 трлн. сумов**. Следует отметить, что только в апреле (в этом месяце наблюдалось значительное снижение курса национальной валюты) размер эффекта составил **1,7 трлн. сумов**.

Несмотря на снижение экономической активности под влиянием карантинных мер в экономике, кредитные вложения в I полугодии т.г. увеличились на **18,2%** или на **38 трлн. сумов**.

При этом, остаток кредитов физическим лицам увеличился на **18,7%** или на **7,5 трлн. сумов**. Увеличение остатка кредитов юридическим лицам в национальной валюте составило **10,6%** или **7,9 трлн. сумов** (рис. 25).

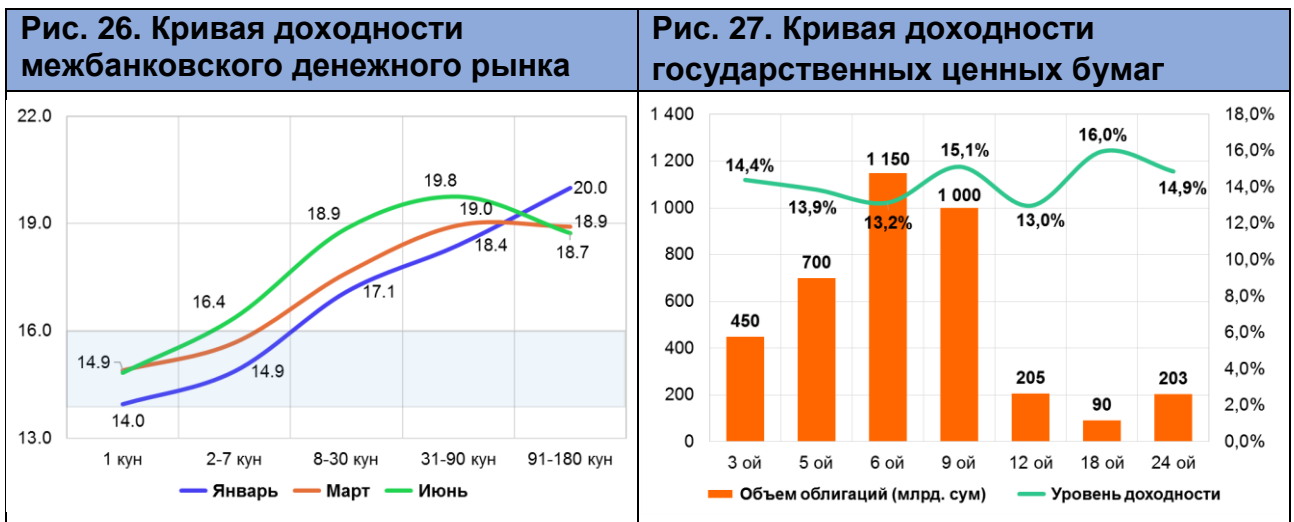
В течение карантинного периода населению и предприятиям до 1 октября был продлен срок выплат платежей по кредитам на сумму

25,4 трлн. сумов, из этих средств **7,4 трлн. сумов** должны были быть выплачены в I половине текущего года.

Платежная дисциплина по этим кредитам будет в значительной степени зависеть от продолжительности пандемии коронавируса, восстановления экономической активности и уровня улучшения финансового состояния хозяйствующих субъектов.

5.3. Кривая доходности

В январе-июне текущего года кривая доходности на межбанковском денежном рынке формировалась исходя из высокого спроса на долгосрочные ликвидные активы и необходимости исполнения пруденциальных требований.



Источник: Расчеты Центрального банка

В частности, средневзвешенная процентная ставка по 30-дневным депозитам увеличилась до 18,9%, а по 90-дневным депозитам до **19,8%**. Аналогичная ситуация наблюдалась в предыдущие месяцы, когда такое **«вертикальное»** формирование кривой доходности больше свидетельствует о высоком спросе на ликвидные активы с более длинным сроком, чем о рисках, ожидаемых в предстоящий период (рис. 26).

При этом, с ростом активности коммерческих банков на межбанковском рынке и необходимыми мерами, обеспечивающими эффективное перераспределение ликвидности между банками, во II полугодие ожидается снижение процентных ставок на денежном рынке и их приближение к основной ставке.

В результате ожидается, что кривая доходности будет формироваться на более **«пологом уровне»**.

Кривая доходности государственных ценных бумаг зависела главным образом от ликвидности банковской системы и последовательности выпусков облигаций (рис. 27). В частности, **6-месячные** и **1-годовые** облигации были выпущены в основном в начале года, когда имел место структурный профицит ликвидности банковской системы, а процентные ставки были низкими из-за высокого спроса (**13,2%** и **13,0%** соответственно).

Напротив, в связи с тем, что выпуск **9-месячных** и **18-месячных** облигаций совпал со снижением ликвидности банковской системы, по ним были сформированы высокие процентные ставки (**15,1%** и **16,0%** соответственно).

Кривая доходности на денежном рынке и рынке капитала формируется исходя из прогноза ожидаемых рисков и процентных ставок на предстоящий период. Однако в текущих условиях недостаточного развития рынка капитала в нашей стране влияние факторов спроса и предложения на цены облигаций усиливается. За период до 20 июля т.г. всего было выпущено государственных ценных бумаг на сумму **6,1 трлн. сумов**.

В будущем Центральный банк совместно с Министерством финансов примет необходимые меры для увеличения эмиссии государственных ценных бумаг, активизации первичных и вторичных торгов облигациями с различными сроками погашения. Это, в свою очередь, поспособствует формированию кривой доходности, которая послужит **“бэнчмарком”** для инвестиционных решений.

5.4. Перспективы денежно-кредитной политики

Сдвигение основной ставки в область более стимулирующей денежно-кредитной политики будет зависеть от поступающих макроэкономических данных, прогнозов по инфляции, а также внешних условий. В случае дальнейшего снижения темпов инфляции в экономике и усиления негативного влияния пандемии и карантинных ограничений на потенциальный выпуск, Центральный банк будет рассматривать возможность снижения основной ставки и смягчения денежно-кредитных условий.

Центральный банк продолжит приводить денежно-кредитную политику в соответствие со стандартами режима таргетирования инфляции во второй половине 2020 года и в последующий период. При этом, основное внимание будет сосредоточено на поддержание

инфляции в пределах целевых показателей за **счет активного использования операционного механизма и реализации прозрачной коммуникационной политики.**

В условиях пандемии коронавируса и глобального экономического кризиса обеспечение баланса между целями **снижения инфляции и стимулирования экономической активности**, в предстоящие кварталы будет оставаться в центре внимания Центрального банка.

В нынешних условиях неразвитости финансовых рынков и рынков капитала процентная ставка на межбанковском денежном рынке служит **альтернативным “бэнчмарком”** для определения стоимости денег в экономике.

Как было указано выше, в условиях пандемии коронавируса, прогнозируется сохранение **отрицательного разрыва выпуска** до конца года, динамика снижения процентных ставок в экономике при снижении темпов и прогноза инфляции будет способствовать закрытию разрыва выпуска за счет повышения инвестиционной активности населения и субъектов предпринимательства.

Согласно прогнозам, денежно-кредитные условия останутся относительно жесткими до III квартала 2021 года, а затем ожидается формирование стимулирующих денежно-кредитных условий в экономике за счет более низких процентных ставок.

Бокс. Новые меры по регулированию ликвидности банковской системы в условиях пандемии

В начале II квартала 2020 года усиление карантинных мер в стране оказало негативное влияние на деятельность большинства хозяйствующих субъектов. Это можно объяснить существенным сокращением платежей, осуществленных через торговые терминалы и поступлений наличных денежных средств в коммерческие банки.

Кроме того, пролонгация в апреле-мае текущего года кредитов населения и субъектов предпринимательства на сумму **24,5 трлн. сум.** вызывает большие трудности в обеспечении достаточности ликвидности в коммерческих банках.

В связи с этим, Центральным банком были введены новые инструменты в целях расширения сферы применения денежно-кредитных операций в эффективном регулировании ликвидности коммерческих банков в условиях пандемии, поддержания ликвидности банковской системы в условиях постепенного восстановления экономической активности и обеспечения стабильности платежной системы.

Классификация новых инструментов

Специальный инструмент по предоставлению ликвидности

Установлены следующие критерии **предоставления Центральным банком кредитов коммерческим банкам на срок 3-6 месяцев посредством специальных инструментов.**

В частности,

- общая сумма лимита – 2,6 трлн. сум;
- процентная ставка – верхняя граница процентного коридора Центрального банка;
- срок кредита – 3-6 месяцев;
- вид обеспечения – право требования по ипотечным кредитам, классифицированных как стандартные;
- корректировочный коэффициент по отношению к обеспечению – 0,7;
- период кредитования – до 31 декабря 2020 года.

При этом, кредиты посредством специальных инструментов Центрального банка будут выдаваться с целью поддержания ликвидности банков под залог ипотечных кредитов, предоставленных коммерческими банками начиная с 1 января 2018 года.

Кредитование через открытие безотзывных кредитных линий

Для поддержания ликвидности финансово нездоровых коммерческих банков был введен новый инструмент – **механизм кредитования через открытие безотзывных кредитных линий** и установлены нижеследующие критерии.

В частности,

- срок кредитной линии – 12 месяцев;
- максимальный размер лимита кредитной линии – до 2% банковских активов;

- минимальное требование к совокупному капиталу банка – 200,0 млрд. сум;
- процентная ставка – основная ставка Центрального банка + 4 п.п.;
- срок кредита – до 3 месяцев;
- вид обеспечения – право требования по банковским кредитам, классифицированных как стандартные;
- корректировочный коэффициент по отношению к обеспечению – 0,6;
- единовременный комиссионный платеж для открытия кредитной линии – 0,2% от суммы кредитной линии.

Следует отметить, что средства по кредитным линиям выделяются в тех случаях, когда доля высоколиквидных активов в национальной валюте в общем объеме активов составляет менее 3%, а также при признании банков утратившими платежеспособность.

При выделении кредитов путем открытия безотзывных кредитных линий кредитная практика банка приостанавливается до тех пор, пока показатели деятельности банка не будут доведены до уровня требований Центрального банка.

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 «эффективный 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 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.
Разрыв выпуска (англ. Output gap)	– 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.
Режим инфляционного таргетирования	– 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.
Системный риск	– 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.
Средневзвешенная процентная ставка	– средняя ставка, рассчитанная с учётом веса изучаемого показателя в общем объёме. В качестве весов берётся доля каждой ставки в совокупном объёме.
Стерилизация ликвидности	– изъятие излишней ликвидности из банковской системы, возникшей в результате различных факторов.
Стресс-тестирование (англ. stress testing)	– метод анализа рисков финансовых организаций, отдельных секторов, рынков или финансовой системы в целом и оценки их устойчивости к реализации исключительных, но вероятных шоков.
Счёт текущих операций	– 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.
Трансграничные денежные переводы	– перевод денежных средств в страну или из страны посредством международных систем денежных переводов.
Трансмиссионные (передаточные) каналы денежно-кредитной политики	– 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.
Тренд	– 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

	<p>модели статистическими методами либо сглаживанием исходного временного ряда.</p>
Финансовая система	<p>– совокупность финансовых организаций и финансовых рынков, обеспечивающих с помощью различных финансовых инструментов 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.</p>
Финансовая стабильность	<p>– 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.</p>
Финансовый рынок (от лат. <i>financia</i> — наличность, доход)	<p>– система экономических отношений, возникающая в процессе обмена экономических благ.</p>
Экономический цикл	<p>– естественная форма развития экономики, при которой подъем производства, уровня занятости, роста ВВП сменяется периодами спада.</p>
Эмпирический анализ	<p>– 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.</p>
Эффект низкой базы	<p>– 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.</p>
Реальный эффективный обменный курс (англ. <i>Real effective exchange rate</i>)	<p>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.</p>

© Центральный банк Республики Узбекистан, 2020

Подготовлено Департаментом денежно-кредитной политики

Вы можете направить Ваши предложения и замечания по адресу:

E-mail: achilov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22