

Центральный банк Республики Узбекистан

**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ  
МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2019  
ГОД И ПЕРИОД 2020–2021 ГОДОВ**



## СОДЕРЖАНИЕ

<b>ВВЕДЕНИЕ</b> .....	<b>5</b>
<b>I. ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ</b> .....	<b>8</b>
1.1. Роль денежно-кредитной политики в обеспечении экономического развития .....	8
1.2. Основные принципы денежно-кредитной политики .....	10
<b>II. АНАЛИЗ РЕАЛИЗОВАННЫХ В 2018 ГОДУ РАБОТ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ И РЕЗУЛЬТАТЫ, ОЖИДАЕМЫЕ ПО ИТОГАМ ГОДА</b> .....	<b>15</b>
2.1. Экономические условия реализации денежно-кредитной политики .....	15
2.1.1. <i>Формирование совокупного спроса в экономике</i> .....	15
2.1.2. <i>Внешнеэкономическая деятельность и состояние платежного баланса</i> .....	17
2.2. Анализ инфляции.....	19
2.2.1. <i>Влияние макроэкономических условий на уровень цен</i> .....	19
2.2.2. <i>Дефлятор ВВП</i> .....	21
2.2.3. <i>Индекс потребительских цен</i> .....	23
2.2.4. <i>Административно регулируемые цены</i> .....	27
2.2.5. <i>Базовая инфляция</i> .....	29
2.2.6. <i>Влияние монетарных факторов на уровень инфляции</i> .....	30
2.3. Анализ инфляционных ожиданий .....	32
2.4. Использование инструментов денежно-кредитной политики и анализ ее трансмиссионного механизма .....	38
2.4.1. <i>Ликвидность банковской системы и факторы, влияющие на нее</i> .....	39
2.4.2. <i>Анализ трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики</i> .....	49
2.4.3. <i>Анализ предложения денег в экономике</i> .....	60
2.5. Анализ валютного рынка и обменного курса .....	63
2.5.1. <i>Анализ изменения обменных курсов на международных валютных рынках</i> .....	63
2.5.2. <i>Динамика обменного курса национальной валюты и особенность его трансмиссии</i> .....	65
2.5.3. <i>Динамика реального обменного курса национальной валюты</i> .....	67
2.5.4. <i>Анализ внутреннего валютного рынка</i> .....	69
<b>III. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ В 2019–2021 ГОДЫ</b> .....	<b>71</b>
3.1. Внутренние условия проведения денежно-кредитной политики .....	72
3.2. Внешние условия проведения денежно-кредитной политики .....	81
3.2.1. <i>Изменение обменного курса национальной валюты в 2019 году и среднесрочной перспективе и его влияние на инфляционные процессы</i> .....	84
3.3. Сценарии макроэкономического развития .....	84

3.3.1. Базовый сценарий.....	85
3.3.2. Рисковый (альтернативный) сценарий.....	94
<b>IV. РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И УСЛОВИЯ ИХ ПРИМЕНЕНИЯ В 2019–2021 ГОДАХ.....</b>	<b>99</b>
4.1. Совершенствование инструментов денежно-кредитной политики в 2019–2021 годах	99
4.2. Повышение эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики .....	103
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ .....</b>	<b>106</b>
Приложение 1. Процентные ставки по операциям Центрального банка Узбекистана...	106
Приложение 2. График заседаний Правления по рассмотрению ставки рефинансирования Центрального банка на 2019 год.....	108
Приложение 3. Каналы коммуникации по денежно-кредитной политике Центрального банка Узбекистана .....	109
Приложение 4. Анализ таблиц затрат-выпуска .....	111

## ВВЕДЕНИЕ

В рамках структурных реформ, осуществляемых на новом этапе развития отечественной экономики, коренным образом пересмотрены цели и задачи, институциональная структура Центрального банка Республики Узбекистан (далее – Центральный банк). Денежно-кредитная политика стала проводиться на основе концептуально новых принципов. В частности, **обеспечение стабильности внутренних цен** определено как приоритетная задача деятельности Центрального банка.

Проведенные мероприятия по регулированию валютной политики и денежного обращения, условия, формируемые в макроэкономической сфере, в новой действительности, стали основой осуществления важных изменений и в денежно-кредитной политике.

Обеспечение в среднесрочной перспективе низкого и стабильного уровня инфляции, являясь важным фактором макроэкономической сбалансированности, создает необходимые условия для улучшения социальной ситуации в стране, повышения инвестиционной активности и осуществления структурных реформ.

Проведение **последовательной денежно-кредитной политики**, направленной на обеспечение стабильности внутренних цен, способствует формированию комфортной экономической среды для сохранения покупательской способности доходов населения и представителей бизнеса и принятия ими решений касательно производства, инвестирования, сбережения и потребления.

Наряду с обеспечением стабильности внутренних цен, мероприятия, проводимые Центральным банком в области развития банковской и платежной систем, в дальнейшем будут содействовать экономическому росту.

Стоит отметить, что только реформы, осуществляемые в денежно-кредитной политике, не могут служить основным источником экономического роста. Денежно-кредитные меры, являясь в основном краткосрочными, способствуют смягчению краткосрочных колебаний объемов совокупного спроса и предложения в экономике и сокращению разрывов выпуска.

Укрепление фундаментальных основ экономического роста, **повышение производительности факторов производства,**

снижение потребления энергии, диверсификация отраслей экономики, а также уменьшение их зависимости от внешних условий, в свою очередь, требуют **системных структурных реформ и эффективной налогово-бюджетной политики.**

Основные направления денежно-кредитной политики являются для Центрального банка **программным документом на среднесрочную перспективу.** Посредством данного документа Центральный банк объявляет широкой общественности о своих целях в денежно-кредитной сфере.

В Основных направлениях освещаются то, на основе каких принципов и методов осуществляется денежно-кредитная политика, внешние и внутренние условия экономического развития, а также приводятся оценка инфляционных процессов, анализ и прогнозы макроэкономических показателей.

В среднесрочной перспективе при проведении денежно-кредитной политики в центре внимания Центрального банка будет снижение уровня инфляции наряду с созданием необходимых условий для перехода к **режиму инфляционного таргетирования.** С этой точки зрения, денежно-кредитная политика Центрального банка в среднесрочной перспективе будет осуществляться в режиме денежно-кредитной политики «переходного периода».

В дальнейшем при определении промежуточной и операционной целей денежно-кредитная политика будет опираться **на принципы вперед смотрящей политики** (forward-looking approach). Совершенствуя инструменты денежно-кредитной политики только на основе рыночных механизмов, при их применении будут использованы **способы воздействия на цены финансовых активов** (price-based approach).

При этом принятие решений в денежно-кредитной сфере будет опираться на **систему макроэкономического анализа и прогнозов.** В среднесрочной перспективе будут разработаны различные сценарии изменения внешних и внутренних экономических условий и будет оцениваться их влияние на внутренние цены.

Центральным банком разработаны **основной и рисковый (альтернативный) сценарии** проведения денежно-кредитной политики в 2019–2021 годах.

В данных сценариях приведены изменения внешних и внутренних

условий под влиянием различных факторов и комплекс мер, которые Центральный банк будет осуществлять в ответ на них.

Наряду с обозначением основных направлений денежно-кредитной политики на последующие годы, Центральный банк будет обеспечивать согласованность и логическую последовательность целей и действий в этой области. Это, в свою очередь, создав предсказуемые экономические условия, повысит доверие населения и бизнес-субъектов к проводимой денежно-кредитной политике и повысит ее эффективность.

## I. ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

### 1.1. Роль денежно-кредитной политики в обеспечении экономического развития

Обеспечение стабильно низкого уровня инфляции и предотвращение резких колебаний цен в результате проведения Центральным банком эффективной денежно-кредитной политики крайне важно для повышения благосостояния населения и создания комфортной среды для ведения бизнеса.

В условиях стабильности внутренних цен население и бизнес будут иметь возможность сохранить заработную плату, пенсию и другие доходы, а также сбережения в национальной валюте от инфляционного обесценения. Это повышает уверенность при краткосрочном и долгосрочном планировании расходов.

Высокая инфляция приводит к обесцениванию доходов населения, а также усилению социального неравенства в обществе. С этой точки зрения, обеспечение низкого уровня инфляции является важным условием социальной стабильности.

Обеспечение стабильности внутренних цен создает комфортную среду и для предпринимательской деятельности. В условиях низкой инфляции расширяются возможности предприятий по использованию долговых источников финансирования. Высокая и волатильная инфляция создает также неблагоприятные условия для ведения банками эффективной деятельности.

Чрезмерное ужесточение денежно-кредитной политики может привести к ослаблению инвестиционной активности в экономике. А ее безосновательное смягчение, резкое увеличение объемов кредитования наряду со стимулированием потребительского и инвестиционного спроса, может стать причиной резкого ускорения инфляции.

Необходимо отметить, что сама по себе денежно-кредитная политика не может быть основным источником стабильного повышения экономического потенциала страны. В долгосрочной перспективе улучшение конкурентной среды в экономике, повышение производительности труда и энергоэффективности, усиление внутренней и внешней конкурентоспособности через развитие



инфраструктуры, осуществление последовательных структурных реформ, направленных на облегчение организации и ведения бизнеса, являются основными факторами, обеспечивающими экономический рост.

Центральный банк посредством использования инструментов денежно-кредитной политики не может оказывать прямое влияние на повышение эффективности факторов производства или технологическое развитие. При этом меры в денежно-кредитной сфере, будучи направленными в основном на сглаживание сезонных и периодических колебаний и предотвращение разрывов выпуска, имеют краткосрочное влияние.

Макроэкономические условия, возникшие под влиянием вышеуказанных факторов, за короткий срок увеличили объемы кредитования экономики, инвестирования и простимулировали потребительский спрос, что привело к усилению инфляционных процессов.

В частности, увеличение объемов предложения соразмерно росту совокупного спроса требует определенного времени, необходимого для ввода в строй новых производственных мощностей и повышения производительности труда. Именно в этот период наблюдается усиление инфляционного давления в экономике.

При этом в условиях недостаточного предложения товаров местного производства (в связи с ростом заработных плат и расширения кредитования) повышение внутреннего спроса станет причиной роста цен. Вместе с тем, нехватка объема местных товаров на внутреннем рынке будет повышать спрос на импортные товары и посредством этого – спрос на валютном рынке, что приведет к обесценению курса национальной валюты и, как следствие, усилению инфляции.

В свою очередь, ускорение темпов роста инфляции снизит реальные доходы населения и бизнес-субъектов, увеличит направление доходов на потребление, а также создаст непредсказуемые условия, усложняющие принятие экономических решений.

Кроме того, в условиях непрерывного роста цен вкладчики не склонны вкладывать свои средства в банковские депозиты по низким процентным ставкам и банки будут вынуждены поднимать депозитные

процентные ставки. В результате, стоимость обязательств банка будет расти быстрее доходности активов.

Для покрытия возросших расходов по привлеченным депозитам и снижения бизнес-рисков банки предпочитают выделять кредиты по высоким процентным ставкам и на короткие сроки. Это ограничивает возможности финансирования инвестиций в экономике и негативно влияет на экономический рост. Вместе с тем, неразвитость рынка долгосрочных ресурсов в Узбекистане может еще более ограничить возможности финансирования инвестиций.

Низкая и стабильная инфляция при формировании процентных ставок снижает выплаты за инфляцию, а также создает возможности по увеличению предложения долгосрочных кредитов со стороны кредиторов. При этом не только коммерческие банки, но и местные и иностранные инвесторы предпочитают вкладывать финансовые ресурсы в экономику, имеющую низкий уровень инфляции.

В целом, все вышеуказанные факторы, исходя из особенностей отечественной экономики, обуславливают создание средне- и долгосрочной модели развития, эффективную координацию макроэкономической политики и осмотрительный подход к проведению денежно-кредитной политики.

## **1.2. Основные принципы денежно-кредитной политики**

На этапе перехода к инфляционному таргетированию задача по разработке и осуществлению эффективной и вперед смотрящей денежно-кредитной политики связана с внедрением в практику ряда принципов.

### **Определение ясных целевых ориентиров денежно-кредитной политики**

Для повышения доверия к денежно-кредитной политике и ее эффективного проведения Центральный банк должен иметь ясное видение и цели. До недавнего времени целью Центрального банка Республики Узбекистан было обеспечение стабильности национальной валюты. Однако у данной цели отсутствовало точное толкование. Не было ясно, направлена ли она на удержание обменного курса национальной валюты или на обеспечение низкого и стабильного уровня инфляции.

В настоящее время закрепление обеспечения стабильности цен в

качестве основной цели Центрального банка устраняет эту неясность. Это, в свою очередь, наряду с предоставлением соответствующих полномочий Центральному банку, возлагает на него и дополнительную ответственность.

В рамках подготовительного этапа по переходу к режиму инфляционного таргетирования в последующие годы при совершенствовании денежно-кредитных инструментов будут учитываться свойства инфляционных рисков и осуществлены соответствующие мероприятия по устранению факторов, вызывающих их.

Целевой показатель инфляции выражает годовое изменение уровня цен на наиболее потребляемые товары и услуги. Темп роста потребительских цен определяется на основе индекса потребительских цен (ИПЦ), рассчитываемого Государственным комитетом по статистике Республики Узбекистан. Из-за особенностей регионов республики, а также внутренних факторов могут наблюдаться некоторые различия в динамике темпов роста цен на рынке различных товаров и услуг.

При переходе к инфляционному таргетированию промежуточной целью денежно-кредитной политики становится прогноз инфляции, а операционной целью – краткосрочные процентные ставки на денежном рынке. Промежуточная цель обеспечивает взаимосвязь между конечными и операционными целями денежно-кредитной политики, а также влияет на инфляционные ожидания в экономике.

Несмотря на то, что Центральный банк пока не обозначил точный уровень операционной цели и конкретный таргет по инфляции, он открыто объявляет о своих целях по расширению межбанковского денежного рынка, внедрению операций на открытом рынке, а также разработке аналитических инструментов и операционных механизмов.

### *Независимость при принятии решений*

Проведение эффективной и действенной денежно-кредитной политики требует от Центрального банка самостоятельного принятия решений в этой области. Потому как решения в области денежно-кредитной политики воздействуют на реальные экономические показатели с определенным лагом и могут не сразу дать результаты, а также ужесточить экономические и инвестиционные условия в краткосрочном периоде. С этой точки зрения, важно, чтобы

Центральный банк принимал решения на основе тщательного анализа и твердо отстаивал их.

В дальнейшем при повышении эффективности решений Центральный банк будет координировать свою деятельность с другими государственными учреждениями макроэкономической сферы и отраслевыми предприятиями и продолжит конструктивный диалог с ними.

Кроме того, принимая решения на основе макроэкономического анализа и прогнозов, а также постоянно и подробно объясняя их, Центральный банк будет создавать эффективную коммуникацию с участниками финансового рынка, широкой общественностью, Правительством и другими государственными органами.

### Система макроэкономического анализа и прогнозирования

Следующим важным принципом инфляционного таргетирования является укрепление базы макроэкономического анализа и прогнозирования Центрального банка. Центральный банк в среднесрочной перспективе будет принимать решения, исходя из глубокого макроэкономического анализа и прогнозов и сосредоточит свое внимание на обеспечении стабильности цен.

В свою очередь, для определения направленности денежно-кредитной политики при таргетировании инфляции Центральный банк должен опираться на собственные оценки макроэкономической ситуации и внешнеэкономических условий. Для этого необходима соответствующая внутренняя система, способствующая изучению всех факторов, оказывающих влияние на денежно-кредитную политику.

В среднесрочной перспективе в целях повышения качества решений, принимаемых Центральным банком, и обеспечения их всесторонней обоснованности, в практику будет внедрена современная система макроэкономического анализа и прогнозирования FPAS (*англ. FPAS – Forecasting and Policy Analysis System*).

На предварительном этапе Центральный банк Узбекистана, как и центральные банки других развивающихся стран, может столкнуться с низким качеством статистических данных, отсутствием достаточного опыта в моделировании, слабой координацией в производстве макроэкономических данных и прогнозов, а также с неразвитостью трансмиссионных каналов денежно-кредитной политики.

В связи с этим, **на подготовительном этапе по переходу к инфляционному таргетированию** особое внимание будет уделено ускоренному решению этих проблем.

### Набор эффективных инструментов

При переходе к инфляционному таргетированию важным является пересмотр и совершенствование действующих инструментов, а также создание необходимого фундамента для внедрения в практику новых инструментов, работающих на основе рыночных принципов. Это означает, что инфляцию надо таргетировать не административными методами, а только посредством рыночных механизмов.

Для этого применение инструментов должно быть достаточно широким и гибким к внутренним требованиям экономики. Это требует тщательного изучения свойств и влияния всех трансмиссионных каналов (процентного канала, кредитного канала, канала ожиданий, канала цен активов и валютного канала) денежно-кредитной политики.

### Коммуникационная политика

В соответствии с международным опытом, эффективность денежно-кредитной политики значительно повышается при условии ее последовательности и прозрачности. Эффективная коммуникация особенно важна при инфляционном таргетировании, потому что она помогает центральному банку завоевать доверие рынков и управлять инфляционными ожиданиями.

Коммуникационная политика включает в себя постоянное распространение полного набора денежно-кредитных и финансовых показателей, раскрытие Центральным банком своих целей и разъяснение причин принимаемых решений. Центральный банк должен доступным образом объяснять участникам рынка, каким образом он разрабатывает и осуществляет денежно-кредитную политику, а также ее цели и инструменты.

При этом наряду с публикацией пресс-релизов, подробно разъясняющих важные решения Центрального банка, регулярно будут даваться комментарии, публиковаться отчеты, а также проводиться лекции.

### Координация налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик

Координация денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик

считается еще одним важным элементом эффективного перехода к инфляционному таргетированию.

В период активного государственного финансирования программ социально-экономического развития страны значительное влияние на формирование денежно-кредитных показателей оказывают бюджетные операции. В условиях «шоков», связанных с резким изменением потоков бюджетных средств, для эффективного регулирования уровня ликвидности Центральный банк должен иметь необходимые инструменты и координировать свои действия с Министерством финансов.

В целях обеспечения долгосрочного равновесия Государственного бюджета в среднесрочной перспективе в бюджетную систему следует внедрить широко распространенные в международной практике элементы «бюджетного правила» и «бюджетной консолидации». Они будут способствовать снижению чувствительности бюджета к внутренним и внешним факторам и созданию благоприятных условий для ведения денежно-кредитной политики.

## II. АНАЛИЗ РЕАЛИЗОВАННЫХ В 2018 ГОДУ РАБОТ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ И РЕЗУЛЬТАТЫ, ОЖИДАЕМЫЕ ПО ИТОГАМ ГОДА

### 2.1. Экономические условия реализации денежно-кредитной политики

В 2018 году макроэкономическая ситуация формировалась в условиях развития регионов и создания широких возможностей для предпринимательской деятельности, либерализации регулируемых цен и условий внешней торговли, реформирования сельского хозяйства, начала структурных реформ по улучшению условий ведения бизнеса, а также значительного повышения уровня инвестиционной активности в экономике по сравнению с предыдущими годами.

В текущем году внутренняя социально-экономическая и инвестиционная политика носила в основном стимулирующий характер и поддерживала интенсивный рост совокупного спроса в экономике, т.е. потребительского и инвестиционного спроса. Именно данный фактор сыграл важную роль в формировании экономического роста, инфляционных процессов и развития макроэкономической ситуации в целом.

#### 2.1.1. Формирование совокупного спроса в экономике

В 2018 году формирование высокого потребительского и инвестиционного спроса создало благоприятные условия в реальном секторе экономики для увеличения объемов производства и оказания услуг.

В частности, в январе-сентябре 2018 года формирование повышенного совокупного спроса во многом было вызвано увеличением объема освоенных инвестиций из всех источников финансирования на 30,9% по сравнению с соответствующим периодом 2017 года.

В данном периоде общий объем инвестиций составил 71,1 трлн. сум, а его доля в ВВП увеличилась на 6,7 п.п. по сравнению с показателем за январь-сентябрь 2017 года и составила 29,1%.

При этом увеличение доли инвестиций в основной капитал относительно ВВП объясняется, в основном, увеличением объема инвестиций из централизованных источников, то есть за счет государственных средств, в 2,4 раза по сравнению с соответствующим

периодом 2017 года, а его доли относительно ВВП на 3,5 п.п. (с 5% до 8,5%), в том числе за счет средств Фонда реконструкции и развития Республики Узбекистан на 0,5 п.п. и за счет кредитов под гарантию Правительства на 2,9 п.п.

Кроме того, значительный рост расходов **Государственного бюджета и внебюджетных фондов** в 2018 году по сравнению с предыдущими годами играет важную роль в формировании повышенного совокупного спроса в экономике.

В частности, в текущем году расходы государственного бюджета относительно соответствующего периода 2017 года выросли почти на 60% или на 29,5 трлн. сум. Направление дополнительных доходов, в основном, на повышение заработных плат, финансирование строительства доступного жилья для населения, снабжения чистой питьевой водой, создания новых рабочих мест, строительства и ремонта учреждений дошкольного образования привело к росту потребительского и инвестиционного спроса.

В текущем году интенсивный рост потребительского и инвестиционного спроса связан также со значительным увеличением **банковского кредитования экономики**.

В частности, в январе-сентябре 2018 года общий объем кредитов экономике по сравнению с соответствующим периодом 2017 года вырос **в 1,8 раза** или с 34,1 трлн. сум до 69,9 трлн. сум, а их доля относительно ВВП – с 19,3% до 28,6%.

Наряду с расширением кредитования экономики, в текущем году на интенсивный рост совокупного спроса на товары и услуги влияет также **положительная динамика доходов населения**.

В январе-сентябре 2018 года темпы роста доходов населения по сравнению с показателями соответствующего периода 2017 года значительно ускорились. Так, рост доходов в форме заработной платы составил 22,2% (рост в соответствующем периоде 2017 года – 14,5%), а рост доходов по социальным трансфертам – 21,6% (16,1%).

В свою очередь, наряду с ростом доходов населения, в январе-сентябре 2018 года конечные потребительские расходы населения выросли на 22,9% по сравнению с соответствующим периодом 2017 года.



### **2.1.2. Внешнеэкономическая деятельность и состояние платежного баланса**

Если внутренние условия в 2018 году способствовали стабильному росту национальной экономики, то внешнеэкономическая обстановка, наоборот, складывалась относительно неблагоприятной.

В частности, снижение темпов экономического роста в странах – основных торговых партнерах Узбекистана в январе-сентябре 2018 года по сравнению с аналогичным периодом 2017 года стало фактором, сдерживающим увеличение экспорта товаров и услуг отечественного производства.

Согласно официальным данным, в январе-сентябре 2018 года темпы экономического роста в России снизились с 1,8% до 1,6%, в Китае – с 6,8% до 6,5%, в Казахстане – с 4,3% до 4,2%, в Турции – с 10,6% до 5,2% и в Кыргызстане – с 4,3% до 1,2%.

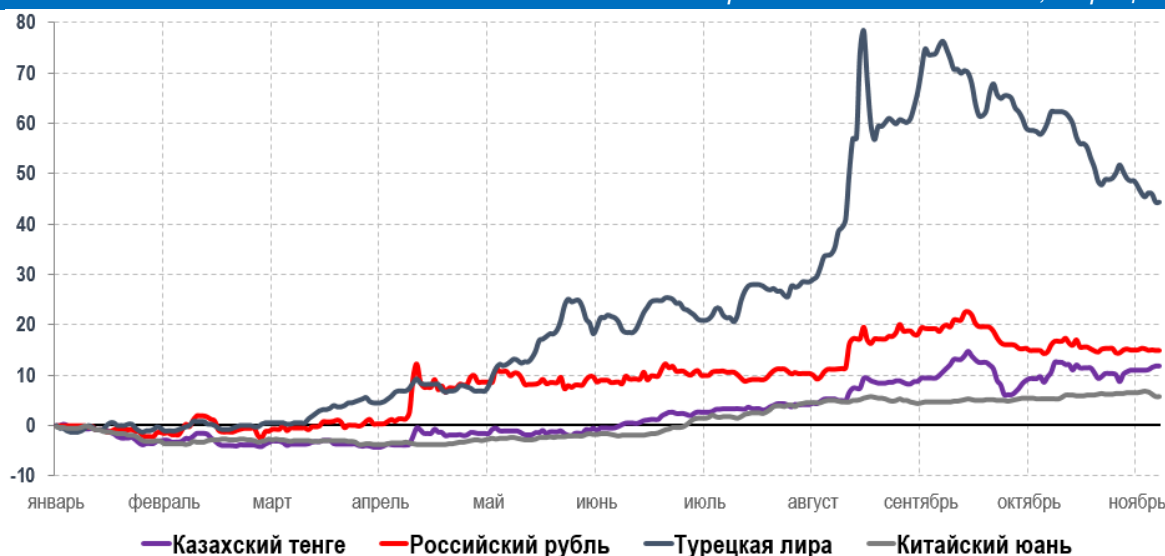
Существенное обесценение национальных валют стран – основных торговых партнеров Узбекистана в данном периоде также способствовало формированию неблагоприятных внешнеэкономических условий.

В частности, в результате роста индекса доллара и введения новых санкций в отношении России российский рубль и казахстанский тенге, который сильно зависит от российской экономики, обесценились на 15% и 9,2% соответственно по отношению к доллару США. Кроме того, в этом же периоде китайский юань обесценился на 6,5% по отношению к доллару США, а турецкая лира – почти на 60% (рис. 2.1.1.).

В результате обесценения данных валют и значительного превышения уровня инфляции в Узбекистане по сравнению с показателями этих стран наблюдалось укрепление **реального эффективного обменного курса** сума почти на **15%**.

### Динамика изменения курсов валют стран – основных торговых партнеров относительно доллара США

по сравнению с 31.12.2017 г., в процентах



Источник: на основе данных центральных банков данных стран.

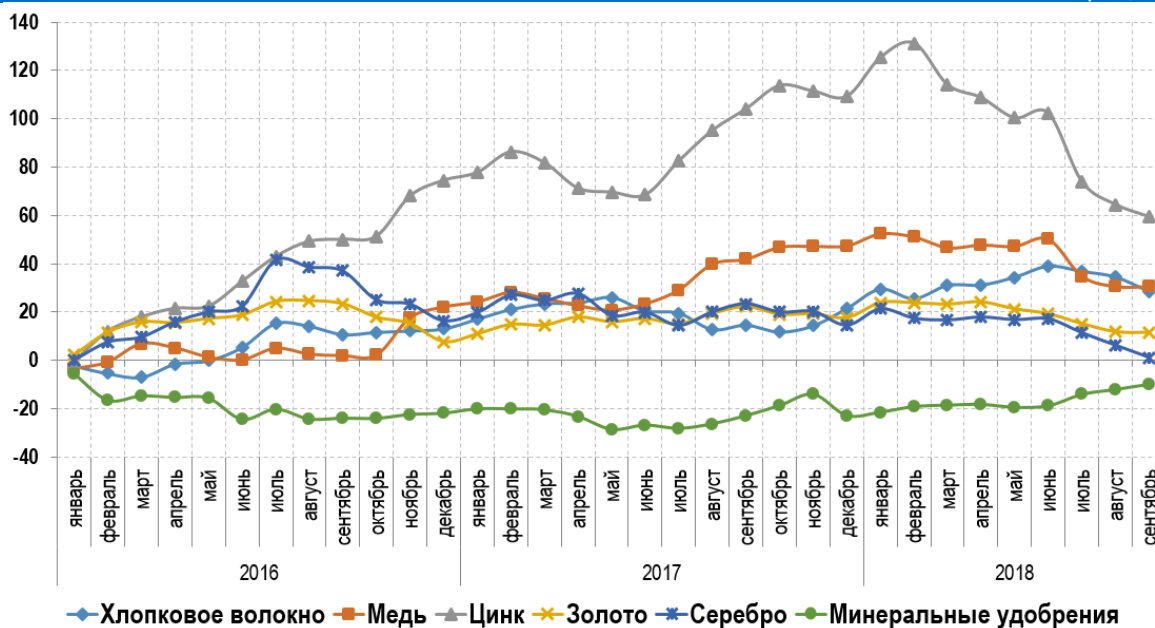
Неблагоприятная конъюнктура цен на драгоценные и цветные металлы, а также сырьевые товары, составляющие основную экспортную продукцию Узбекистана, на мировых рынках в 2018 году стала одним из факторов снижения экспортных поступлений в республику. При этом, если в течение I квартала 2018 года наблюдалось повышение цен на основные отечественные экспортные товары на мировых рынках, то в последующих периодах цены имели, в основном, понижательную динамику (рис. 2.1.2.).

Устойчивое продолжение данного тренда может оказать негативное воздействие на конкурентоспособность товаров отечественного производства на внутреннем и внешнем рынках.

В частности, за прошедший период 2018 года на мировых рынках наблюдалось снижение цены на золото на 10%, что объясняется, в основном, повышением привлекательности долларовых активов вследствие повышения процентной ставки ФРС США четыре раза подряд (в декабре 2017 года, марте, июле и сентябре 2018 года) в купе с падением спроса на золото в качестве инвестиционного актива.

Рис. 2.1.2

**Изменение цен на основные сырьевые товары на мировом рынке**  
в процентах



Источник: на основе сведений Всемирного банка.

Вместе с тем, усиление “торгового протекционизма” в мировом масштабе, в том числе взаимное установление импортных пошлин США и Китаем, привело к падению спроса на медь и цинк на мировых рынках и, как следствие, снижению цен на эти металлы, на 14,4% и 29,3% соответственно.

Под воздействием вышеперечисленных факторов, по итогам января-сентября 2018 года, совокупный экспорт Узбекистана снизился на 0,4%, а без учета поступлений от экспорта энергоресурсов – почти на 9% по сравнению с аналогичным периодом 2017 года.

Ослабление российского рубля, казахстанского тенге и турецкой лиры оказало негативное воздействие на объем поступающих международных денежных переводов. В частности, расчеты показывают, что значительное обесценение этих валют в январе-сентябре 2018 года привело к снижению объема денежных переводов из соответствующих стран в Узбекистан на 330 млн. долларов США.

## 2.2. Анализ инфляции

### 2.2.1. Влияние макроэкономических условий на уровень цен

Происходящие в последние годы экономические изменения в Узбекистане оказывают влияние на условия формирования инфляции. В предыдущие годы инфляционное давление возникало, в основном, вследствие постоянного обесценения обменного курса национальной

валюты, обусловленного искажениями на валютном рынке, плановой индексации минимального размера заработной платы и регулярного повышения административно регулируемых цен.

В 2018 году макроэкономические условия формирования инфляционных процессов резко отличались от условий предыдущих лет.

Сокращение или недостаточное финансирование объективно значимых расходных статей бюджета в предыдущие годы (исключительно с целью исполнения бюджета с профицитом) привело к накоплению социально-экономических проблем, требующих безотлагательного решения на сегодняшний день.

В 2018 году ожидается дефицит бюджета 1,2% ВВП, что означает полную реализацию всех предусмотренных расходов. В таких условиях бюджетная политика создает инфляционное давление через повышение совокупного спроса в экономике.

В текущем году наблюдалось некоторое улучшение конкурентной среды на внутреннем рынке, а именно на рынке продовольственных товаров, что позволило предотвратить рост цен, вызванный сезонной нехваткой определенных товаров, за счет импорта. Особое значение имели относительно стабильный обменный курс, отмена импортных пошлин на отдельные виды товаров высокого спроса, а также либерализация приграничной торговли. В частности, в 2018 году цены на такие виды товаров, как сахар, картофель, растительное масло, средства личной гигиены, моющие средства и бытовая техника, оставались относительно стабильными по сравнению с прошлыми годами.

В то же время, в 2018 году наблюдался резкий рост цен на строительные материалы вследствие увеличения инвестиционного спроса или объема строительных работ. Если в сентябре 2018 года цены на строительные товары выросли на 25,8% в годовом выражении, то в сентябре 2017 года данный показатель составил 8,3%.

Кроме того, начало либерализации административно регулируемых цен на товары и услуги в 2018 году оказало соответствующее влияние на текущий уровень инфляции и ожидания в среднесрочной перспективе.

На начальном этапе либерализации требуется повышение регулируемых цен выше уровня окупаемости затрат. При этом,

вследствие либерализации цен и формирования конкурентной среды инфляционное давление со временем будет снижаться. В качестве примера можно привести либерализацию цен на пшеничную муку первого сорта и изготавливаемый из нее формовой хлеб (буханку) в сентябре 2018 года.

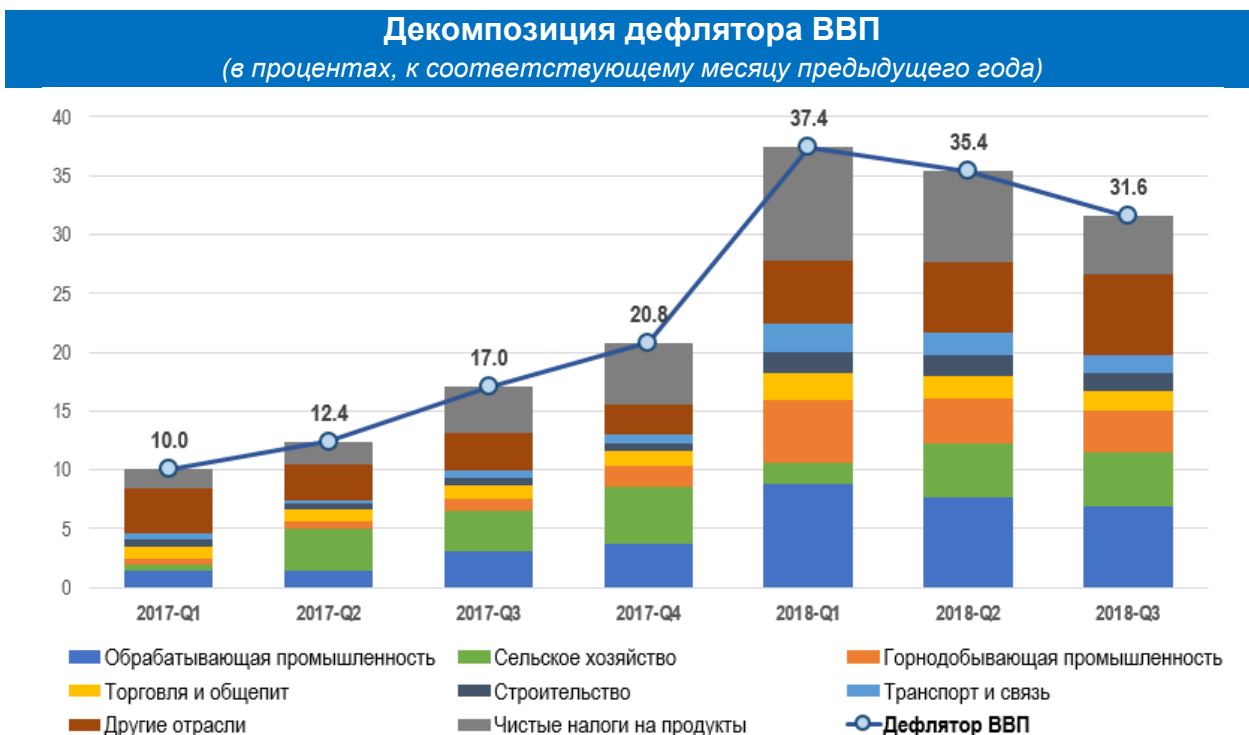
При принятии решений по денежно-кредитной политике и определении своих целей Центральный банк анализирует и прогнозирует **уровень инфляции, рассчитанный по индексу потребительских цен**. В международной практике при изучении инфляции помимо ИПЦ широко используется дефлятор ВВП.

Несмотря на то, что дефлятор ВВП отличается от ИПЦ, в том числе по охвату, Центральный банк систематически анализирует его, так как он отражает изменение общих цен в отраслях экономики и учитывает высокое влияние этих факторов на будущий уровень инфляции, рассчитываемый по ИПЦ.

### 2.2.2. Дефлятор ВВП

В 2018 году в динамике дефлятора ВВП наблюдался значительный рост. В частности, если по итогам 2017 года дефлятор ВВП был близок к уровню инфляции, то по итогам **9 месяцев 2018 года** он превысил инфляцию в **2 раза**.

Рис. 2.2.1



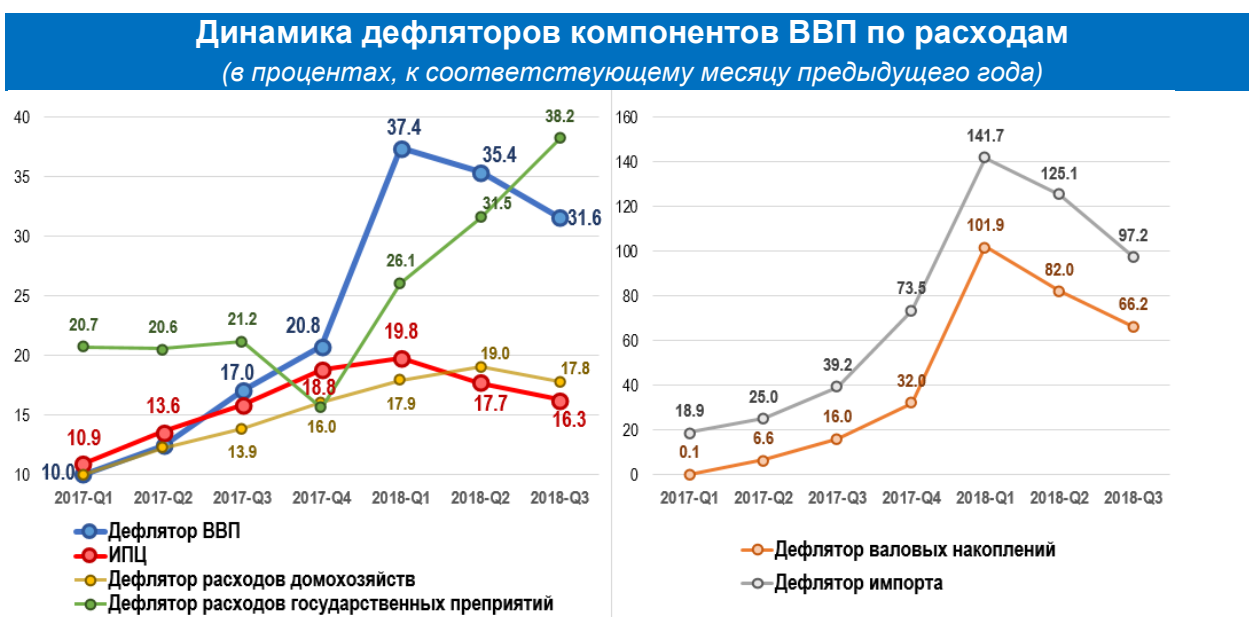
Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

В данном периоде увеличение номинального объема товаров и услуг хозяйствующих субъектов из-за ослабления обменного курса стало фактором резкого роста дефлятора ВВП. В частности, вклад горнодобывающей промышленности, строительства, транспорта и связи в дефлятор ВВП увеличился в 3 раза (рис. 2.2.1).

К началу III квартала 2018 года дефлятор ВВП был равен 31,6%. На его снижение, в основном, повлияли уменьшение эффекта девальвации и стабильность обменного курса.

Анализ дефлятора ВВП по структуре расходов показывает, что рост в 2018 году сформирован, в основном, за счет резкого повышения дефлятора валового накопления, что, в свою очередь, объясняется увеличением объема инвестиций в иностранной валюте и девальвацией национальной валюты (рис. 2.2.2). Ожидается, что девальваций национальной валюты будет влиять на дефлятор до I квартала 2019 года.

Рис. 2.2.2



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

Наблюдались значительные изменения и в дефляторах конечного потребления. В частности, с начала 2018 года дефлятор потребления органов государственного управления, увеличиваясь быстрыми темпами, достиг **38%** к концу сентября. Основным фактором роста стала индексация заработных плат бюджетных организаций, увеличение рабочих мест в государственном секторе и рост других расходов.

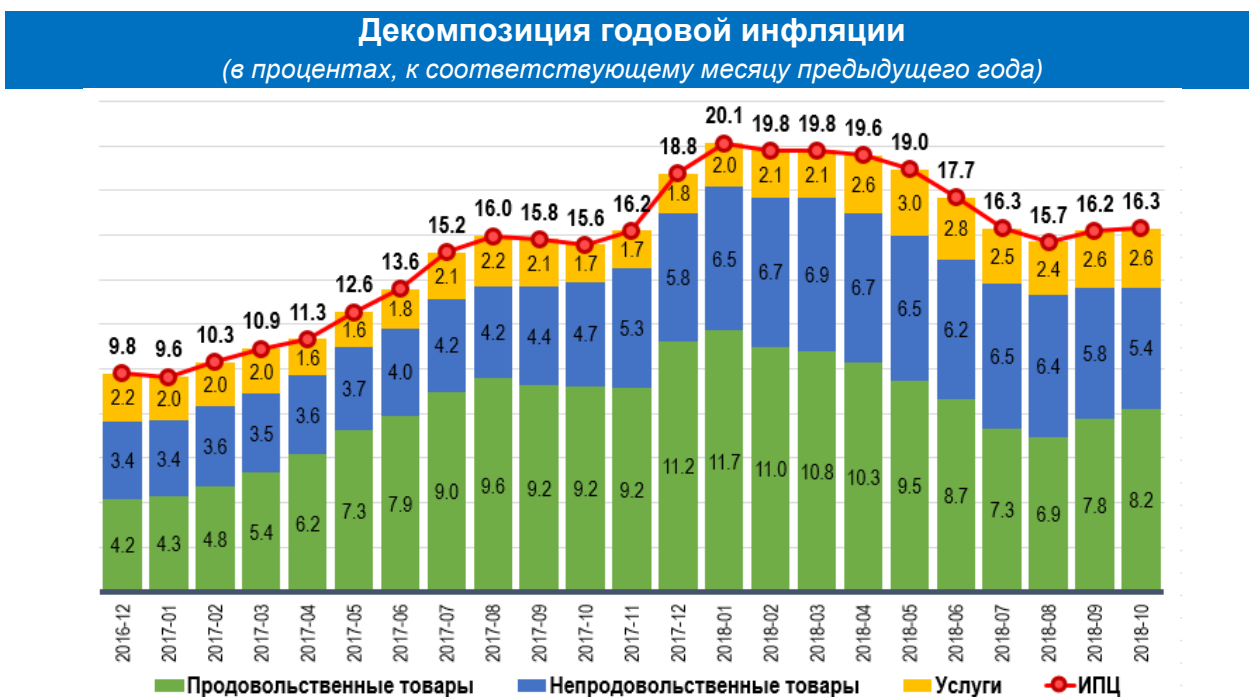
В данном периоде динамика дефлятора **расходов домохозяйств соответствовала** изменению **ИПЦ**. Ожидается, что рост дефлятора потребления органов государственного управления приведет к росту потребительских цен в будущем.

### 2.2.3. Индекс потребительских цен

**Индекс потребительских цен (ИПЦ)** является распространенным на практике показателем инфляции. С 2018 года Государственный комитет по статистике Республики Узбекистан при расчете ИПЦ использует метод фиксированных весов. Так как ИПЦ охватывает цены на повседневные товары и услуги, то он более точно показывает уровень инфляции.

В первом полугодии 2018 года в Узбекистане наблюдалось сравнительно высокое инфляционное давление, обусловленное, в основном, повышением цен на энергоносители в апреле–мае, относительно засушливой погодой по сравнению с прошлым годом и низкой базой инфляции в прежние годы (рис. 2.2.3). При этом, укрепление обменного курса сума, развитие торгово-экономических отношений со странами в регионе, а также насыщение рынков определенными социально значимыми товарами за счет импорта, сдерживали, в определенной степени, дальнейшее ускорение инфляции.

Рис. 2.2.3

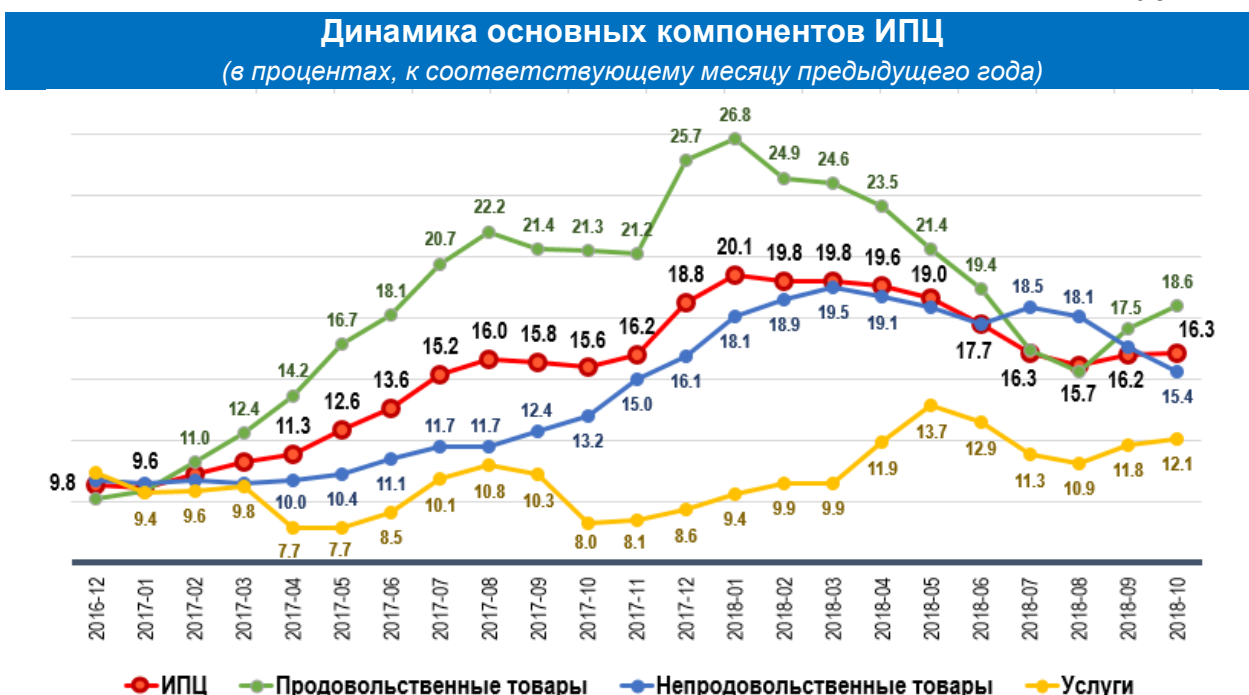


Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

Благодаря значительному удешевлению плодоовощной продукции в летние месяцы годовая инфляция в последующие месяцы снижалась. Так, если в июне–августе 2017 года овощи и фрукты были драйверами инфляции и их вклад в общую инфляцию в среднем составлял 5 п.п., то в соответствующем периоде 2018 года вклад данной продукции составлял в среднем 0,6 п.п.

С начала 2018 года вклад непродовольственных товаров и услуг непрерывно увеличивался, тогда как вклад продовольственных товаров, напротив, снижался.

Рис. 2.2.4



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

Несмотря на это, в первом полугодии 2018 года **темпы роста цен на продовольственные товары** были относительно высокими (более 20% в годовом выражении), что было связано, в основном, с уменьшением предложения этих товаров на внутреннем рынке (рис. 2.2.4). Недостаточный объем предложения мясной продукции и риса вследствие неблагоприятных погодных условий привел к росту цен на них. Увеличение затрат на содержание скота, связанное с ростом цен на корма, оказывало повышательное влияние на цены на мясо.

Рост цен на мясную продукцию оказал значительное влияние на динамику продовольственных цен в данном периоде. В частности, в



январе–сентябре 2018 года говядина и баранина в годовом выражении подорожали на 28,8% и 27,3% соответственно. Помесячный вклад мяса, птицы и рыбы в рост продовольственных цен в годовом выражении в январе–сентябре 2018 года в среднем составил 7,6 п.п. против 3,1 п.п. за аналогичный период 2017 года.

В связи с тем, что уровень цен на мясо на внутреннем рынке достиг уровня средних цен в сопредельных странах, недостаток внутреннего предложения мяса стал покрываться за счет импорта мясных продуктов и скота.

В частности, в январе-сентябре 2018 года импорт мясопродуктов и скота по сравнению с соответствующим периодом 2017 года вырос на **81,6% и 43,5% соответственно.**

Кроме того, дополнительным факторов удорожания продуктов питания стала их корректировка на внешние цены соседних государств, с которыми ведется активная торговля. В частности, из-за относительно низких цен на плодоовощную продукцию на внутреннем рынке Узбекистана, в приграничных республиках формируется высокий спрос на нее.

В условиях внешнеторговой либерализации расширяется экспорт отечественной продукции, преимущественно плодоовощной, что приводит к подстройке цен на данную продукцию на внутреннем рынке к внешним ценам. За январь–сентябрь 2018 года экспорт плодоовощной продукции вырос на **47,7%** или 205 млн. долларов США по сравнению с аналогичным периодом 2017 года. При этом на овощи и фрукты пришлось **77%** всего продовольственного экспорта за рассматриваемый период 2018 года.

В то же время, в отличие от предыдущих лет в 2018 году цены на сахар, картофель и растительное масло оставались стабильными и почти не оказывали проинфляционного воздействия. В частности, в сентябре 2018 года сахар в годовом выражении подешевел на 5,8%, тогда как в сентябре 2017 года он подорожал на 29,8%. Данная понижающая динамика стала возможной благодаря улучшению конкурентной среды на данном рынке и снижению мировых цен на сахар. При этом импорт сахара за январь–сентябрь 2018 года незначительно вырос – на 2,5% по сравнению с соответствующим периодом 2017 года.

Темпы роста продовольственных цен, замедлившиеся в летние месяцы в результате заметного удешевления плодоовощной продукции, стали постепенно нормализоваться под воздействием сезонных факторов. Вместе с тем, наблюдавшаяся нехватка поливной воды в этом году может сказаться на объемах поступления на рынок осеннего урожая овощей и отразиться на их ценах.

Динамика цен на непродовольственные товары традиционно отличалась меньшими колебаниями по сравнению с продовольственными ценами и постепенно снижалась после ускорения до 19,5% в марте 2018 года.

В январе–сентябре 2018 года заметным был вклад строительных материалов в **непродовольственную инфляцию**. В частности, почти половина объема инвестиций в основной капитал была использована на строительные-монтажные работы, что вызвало высокий спрос на строительные материалы. При этом данные инвестиции значительно выросли по сравнению с соответствующим периодом 2017 года.

Кроме того, дополнительным фактором удорожания непродовольственных товаров стало повышение цен на уголь, пропан, легковые автомобили и канцелярские товары в июле–августе 2018 года. Импортные цены, которые в первом полугодии 2018 года имели сдерживающий эффект на инфляцию, после ослабления сума и введения ограничений на беспошлинный ввоз бытовой техники из сопредельных государств во втором полугодии оказывают повышательное влияние на динамику цен непродовольственных товаров.

**Инфляция в сфере услуг** в январе–мае 2018 года имела тенденцию к усилению на фоне преимущественно роста тарифов на коммунальные услуги. В частности, наблюдался скачок сервисной инфляции в апреле, главным образом, из-за повышения тарифов на электроэнергию и сетевой природный газ. В мае вслед за удорожанием энергоносителей выросли тарифы на водоснабжение и отопление. В июне–августе 2018 года годовая сервисная инфляция стала замедляться, но после существенного повышения платы за обучение в вузе на контрактной основе в сентябре она вновь ускорилась.

По сравнению с предыдущими годами в 2018 году вклад услуг в общую инфляцию увеличился. В частности, в январе–сентябре 2018

года помесечный вклад услуг в инфляцию в среднем составил 2,5 п.п., тогда как за аналогичный период 2017 года – 1,9 п.п. Данная тенденция возникла на фоне либерализации регулируемых цен, в первую очередь, за счет либерализации цен на энергоносители и цен монопольных предприятий, а также корректировки рыночных цен и тарифов услуг.

#### ***2.2.4. Административно регулируемые цены***

В отличие от общей инфляции регулируемые цены на протяжении 9 месяцев 2018 года имели только повышательную тенденцию в связи с процессом их либерализации. При этом в силу дискреционного характера формирования регулируемых цен их рост отличался скачкообразностью с эпизодами резкого ускорения.

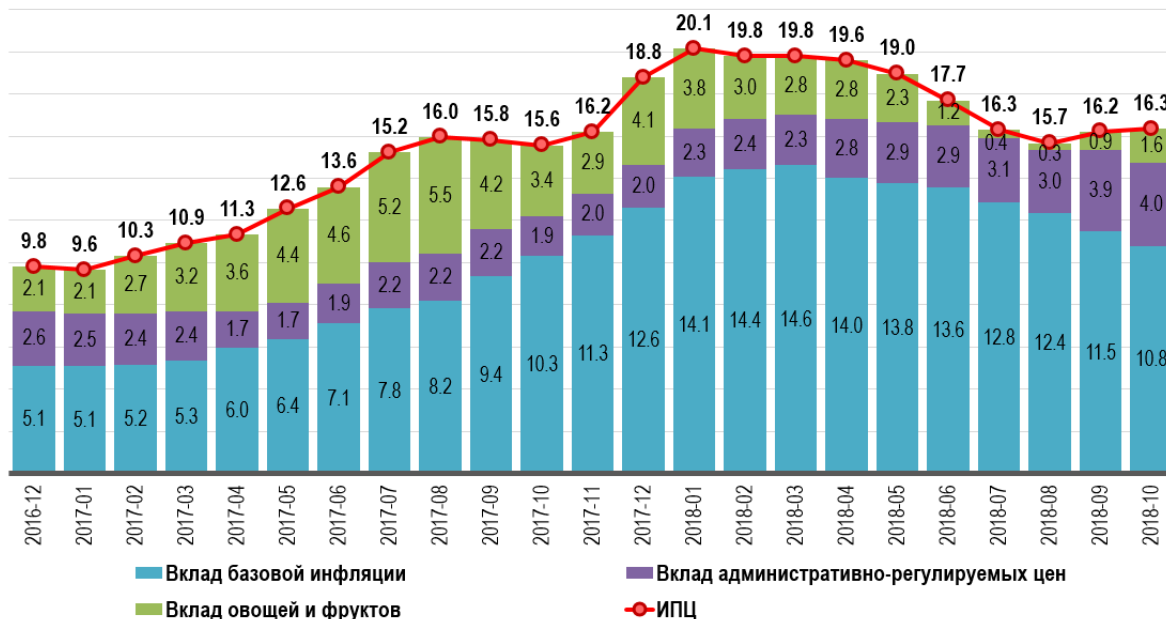
В частности, в апреле–мае повысились тарифы на коммунальные услуги, в сентябре была повышена цена на муку первого сорта, в ноябре повысились цены на электроэнергию, природный газ и бензин. В сентябре также были предприняты меры по дерегулированию цены на хлеб-буханку. В результате, вклад регулируемых цен в годовую инфляцию вырос в 2 раза по сравнению с декабрем 2017 года (рис. 2.2.5).

**Следует отметить, что либерализация регулируемых цен на протяжении ближайших 2–3 лет обуславливает сохранение повышенного инфляционного давления в экономике. В дальнейшем снижение их вклада в инфляцию будет зависеть от эффективности мер по реформированию монопольных предприятий с государственной долей.**

Либерализация регулируемых цен является необходимой мерой для уменьшения искажений в экономике.

### Изменение вкладов регулируемых цен и базовой инфляции в ИПЦ

(в процентах, вклад в ИПЦ)



Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

Во-первых, она позволит скорректироваться относительным ценам. В настоящее время действующие внутренние цены на энергоносители ниже среднего значения по региону, что приводит к неэффективному использованию данных ресурсов и ухудшает финансовое состояние их производителей. В данном случае опережающее повышение цен на энергоносители относительно других цен, то есть корректировка относительных цен, позволит выполнять им сигнальную функцию и отражать реальную ситуацию с доступностью и ограниченностью энергоресурсов.

Во-вторых, это является ключевым условием для проведения реформы государственных предприятий топливно-энергетического сектора. Без перехода на рыночное ценообразование, которое позволит сделать производство окупаемым, невозможно решить проблему высокой изношенности основных фондов данных предприятий и, как следствие, их низкой производительности.

В-третьих, либерализация цен является предварительным условием для создания конкурентного рынка, открытого для частных участников, в частности внутренних и внешних инвесторов.

Следует отметить, что если регулируемые цены имеют большое влияние на общий уровень цен, то возможности Центрального банка по осуществлению эффективной антиинфляционной денежно-кредитной политики становятся ограниченными.

Чем больше доля регулируемых цен в составе ИПЦ, тем менее эффективным становится трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, так как данные цены не реагируют на действия Центрального банка и рыночные процессы. На данный момент удельный вес регулируемых цен в ИПЦ составляет около 18%.

### **2.2.5. Базовая инфляция**

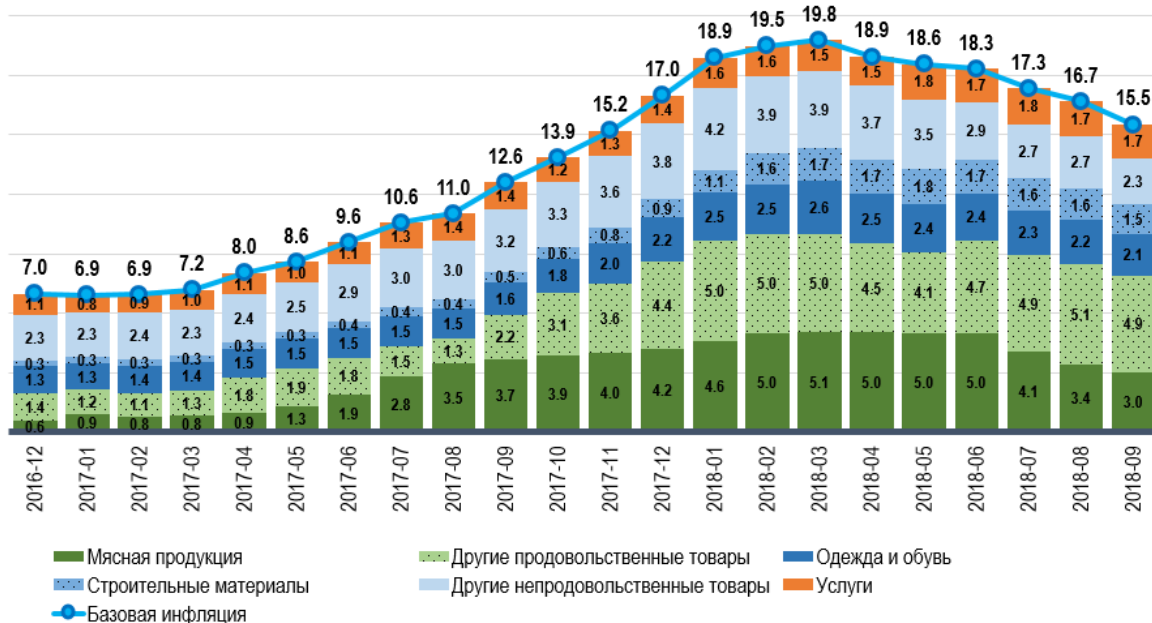
**Базовая инфляция**, являясь более точным показателем устойчивого инфляционного тренда, не учитывает шоки, связанные с разовым, сезонным или волатильным изменением цен.

Центральный банк рассчитывает базовую инфляцию путем исключения регулируемых цен и цен на плодоовощную продукцию из корзины ИПЦ. С помощью данного подхода можно проследить динамику цен, которые более чувствительны к мерам денежно-кредитной политики.

Показатель базовой инфляции достиг максимального уровня в марте 2018 года, а затем замедлился в последующих месяцах и в сентябре составил 15,5% (рис. 2.2.6). Замедление базовой инфляции произошло в результате снижения темпов роста цен на некоторые непродовольственные товары.

Тем не менее, высокий уровень годовой базовой инфляции указывает на то, что в экономике сохраняются устойчивые инфляционные процессы, которые будут снижаться постепенно на протяжении длительного периода. Одним из факторов, обуславливающих медленное снижение базовой инфляции являются **вторичные эффекты от повышения регулируемых цен.**

**Динамика изменения базовой инфляции и ее структуры**  
(в процентах, вклад в базовую инфляцию)



Источники: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

Наряду с кратным увеличением значения базовой инфляции в 2017–2018 годах, наблюдались существенные изменения и в ее структуре (рис. 2.2.6). В частности, если в начале 2017 года базовая инфляция формировалась за счет роста цен на продовольственные (28%) и непродовольственные товары (56%), то к сентябрю 2018 года доля продовольственных и непродовольственных товаров была равна 51% и 38% соответственно.

В данном периоде в структуре базовой инфляции из продовольственных товаров вклад мясопродуктов был значителен. В частности, в начале 2018 года вклад мясопродуктов увеличился в 6 раз по сравнению с началом 2017 года и составил 5 п.п., а затем снизился до 3 п.п. к сентябрю. Среди непродовольственных товаров резко возрос вклад одежды и строительных материалов. К 2018 году вклад одежды и обуви в базовую инфляцию вырос в 2 раза, тогда как вклад строительных материалов увеличился до 6 раз по сравнению с 2017 годом.

**2.2.6. Влияние монетарных факторов на уровень инфляции**

В результате структурных преобразований в экономике наблюдаются изменения в степени, временных лагах и

продолжительности влияния монетарных факторов на инфляцию. При этом, продолжительность влияния монетарных факторов на уровень цен составляет **семь кварталов**, а их наибольшее воздействие наблюдается **после двух кварталов**.

Несмотря на определенное возрастание воздействия монетарных факторов на инфляцию в конце исследуемого периода (2006 г. – первое полугодие 2017 г.), его абсолютное значение было незначительным. Кроме того, в определенные периоды наблюдалась обратная корреляция между денежными агрегатами и инфляцией.

При включении периода активной фазы денежно-кредитной политики (период со второго полугодия 2017 года) к исследуемому периоду наблюдается некоторое возрастание влияния денежной массы на динамику внутренних цен. В частности, результаты эконометрического анализа, проведенного с целью оценки эластичности между монетарными факторами и инфляцией, показывают, что увеличение денежной массы в национальной валюте на 10% приводит к росту внутренних цен на 1,1%.

В марте–июле 2018 года наблюдалось увеличение краткосрочных финансовых ресурсов в экономике (в основном, за счет резкого увеличения спроса на наличные деньги в валютообменных пунктах) (рис. 2.2.7). В условиях формирования отрицательных процентных ставок на денежном рынке повышение спроса на краткосрочные ресурсы со стороны экономических агентов представляется рациональным решением.

Результаты анализа показывают, что значительный рост объема краткосрочных ресурсов, с точки зрения увеличения потребительского спроса, создает инфляцию спроса с задержкой в 2 квартала. При этом наибольшее воздействие приходится на декабрь и январь текущего и последующих годов.



Источник: расчеты Центрального банка.

Ужесточение денежно-кредитной политики с сентября 2018 года позволило сформировать положительные реальные процентные ставки в экономике, что привело к росту объемов долгосрочных средств (сбережений) в экономике. В среднесрочной перспективе это создаст инвестиционный спрос в экономике за счет увеличения возможностей финансовых посредников по финансированию долгосрочных проектов.

### 2.3. Анализ инфляционных ожиданий

Инфляционные ожидания являются одним из основных факторов, влияющих на уровень цен в экономике.

**Инфляционные ожидания** – это ожидания населения и бизнес-субъектов об изменении цен в будущем, которые имеют важное значение при принятии ими экономических решений. Исходя из инфляционных ожиданий, производители и потребители формируют свои будущие финансовые планы и ценовую политику.

Инфляционные ожидания производителей влияют на инфляцию со стороны предложения. При повышении ожиданий производители закладывают в текущие цены своей продукции дополнительные издержки, которые они ожидают в связи с ростом цен в будущем. Инфляционные ожидания потребителей влияют на динамику спроса. Так, повышение инфляционных ожиданий населения приводит к тому,



что, опасаясь ускорения роста цен в будущем, потребители покупают товары впрок, что увеличивает спрос, оказывающий давление на цены.

Кроме того, инфляционные ожидания влияют на предпринимательскую и инвестиционную активность в экономике, кредитные и сберегательные настроения, процентные ставки и другие экономические процессы.

В связи с этим, изучение инфляционных ожиданий и влияние на них играет важную роль в эффективной реализации денежно-кредитной политики. С целью предупреждения необоснованного формирования инфляционных ожиданий населения и субъектов предпринимательства Центральный банк уделяет особое внимание прозрачности и открытости проводимой им денежно-кредитной политики и освещению анализа процессов, происходящих в экономике, через каналы коммуникации.

В частности, посредством пресс-релизов, комментариев, информационно-аналитических материалов, прогнозов, интервью и заявлений Центральный банк разъясняет принятые решения и дает свой взгляд на развитие экономической ситуации и инфляционных процессов, что в итоге способствует стабилизации инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

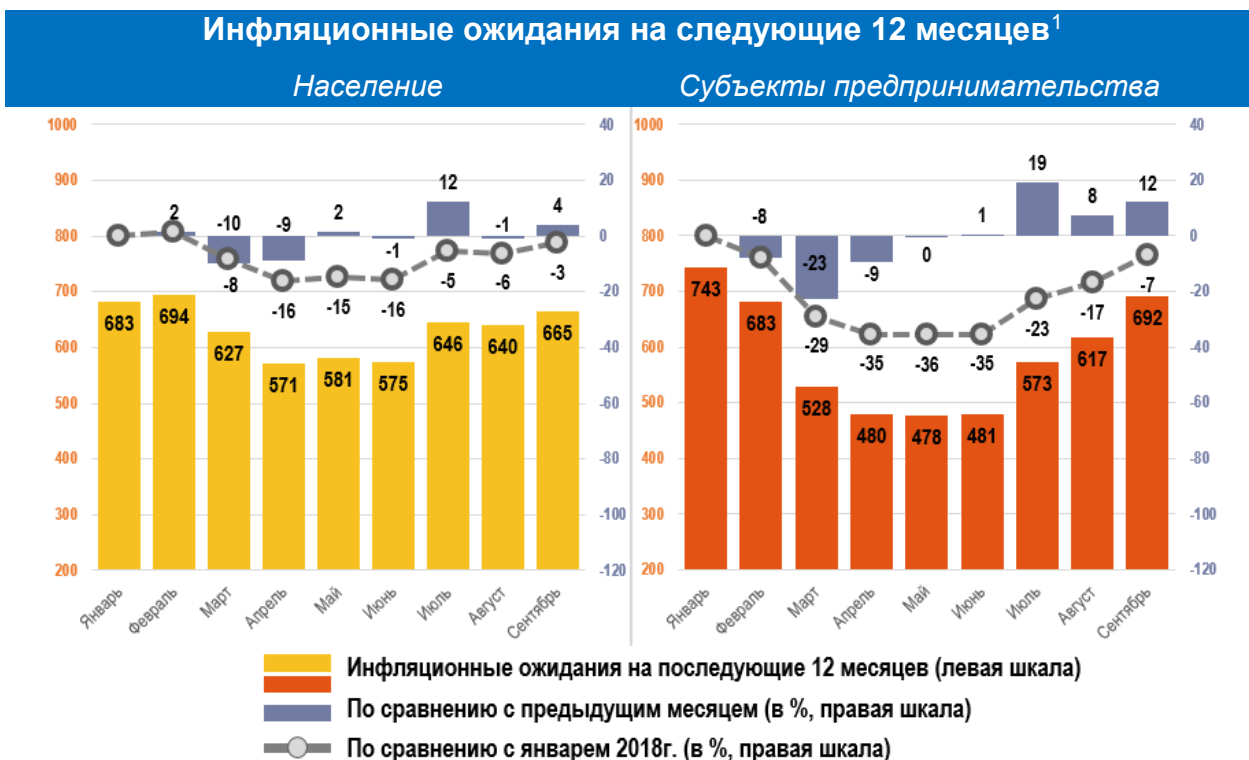
Вместе с тем, для повышения воздействия каналов коммуникации на инфляционные ожидания требуется последовательно укреплять доверие к реализуемой денежно-кредитной политике и повышать финансовую грамотность населения и субъектов предпринимательства.

В целях оценки инфляционных ожиданий и определения факторов, влияющих на них, с начала 2018 года Центральным банком Узбекистана внедрена практика проведения регулярных опросов населения и субъектов предпринимательства. В ходе данных опросов оцениваются уровень инфляции, ощущаемой населением и субъектами предпринимательства, факторы, влияющие на нее, инфляционные ожидания на будущий период и потребительские настроения.

Результаты опросов, проведенных в январе-сентябре 2018 года, показывают значительные изменения в инфляционных ожиданиях. После резкого ускорения в конце 2017 года инфляция с января 2018

года начала замедляться, что позитивно отразилось на инфляционных ожиданиях в I квартале.

Рис. 2.3.1



Источник: расчеты Центрального банка.

В течение II квартала инфляционные ожидания оставались на относительно низком уровне, несмотря на повышение некоторых регулируемых цен. Этому способствовали ожидания по сезонному снижению цен на плодоовощную продукцию и укрепление национальной валюты в этот период (рис. 2.3.1).

С июля 2018 года инфляционные ожидания населения и субъектов предпринимательства начали повышаться. Это объяснялось ожиданиями по сезонному росту цен на сельскохозяйственную продукцию, повышению тарифов коммунальных платежей и заработных плат. Кроме того, ослабление национальной валюты, начавшееся в августе 2018 года, способствовало повышению инфляционных ожиданий.

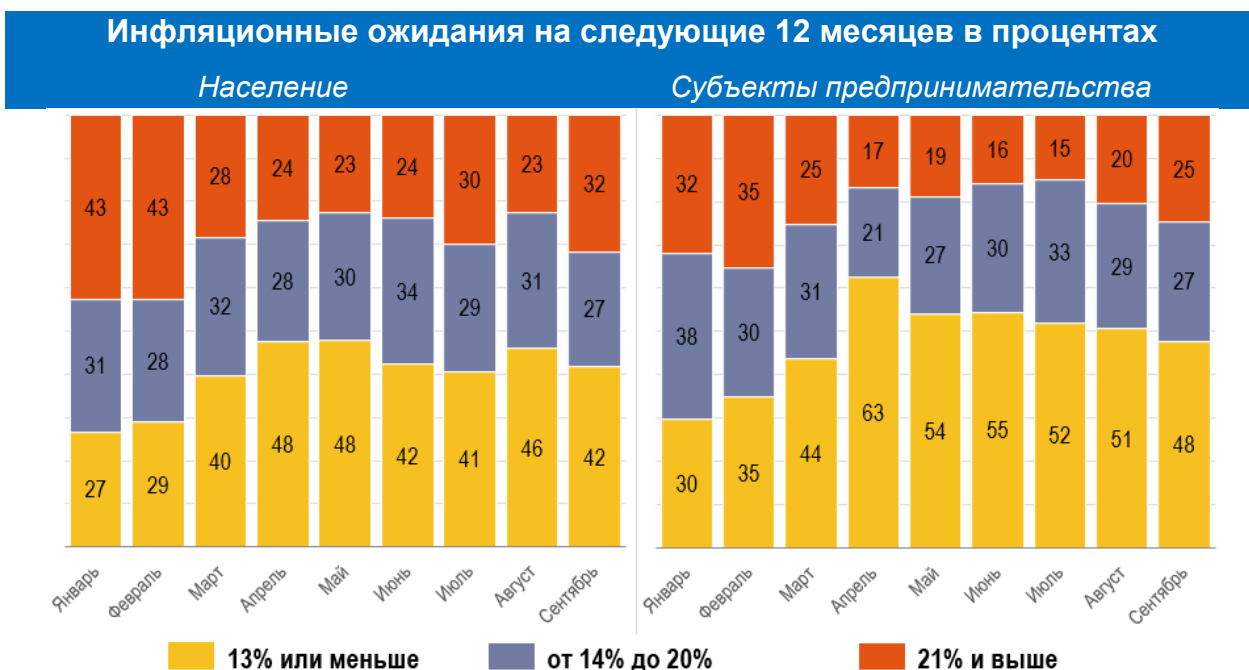
В целом, инфляционные ожидания предприятий были более позитивны, чем ожидания населения. Согласно сентябрьскому опросу,

<sup>1</sup> Индекс инфляционных ожиданий – обобщенный показатель всех ответов респондентов на вопросы по ожидаемому уровню цен в будущем рассчитанный на основе балансового метода. Значение индекса варьируется в диапазоне от 0, когда все респонденты ожидают снижения цен, до 1000, когда все респонденты ожидают значительного роста цен.

бизнес-субъекты ожидали меньшего роста цен, чем население. Так, 48% опрошенных юридических лиц указали, что рост цен в последующие 12 месяцев не превысит 13%, тогда как доля физических лиц с такими же ожиданиями составила 42% (рис. 2.3.2).

Инфляционные ожидания, отражая уверенность экономических агентов относительно уровня цен, влияют на формирование их потребительского спроса. Вместе с тем, исходя из инфляционных ожиданий, население распоряжается своими сбережениями.

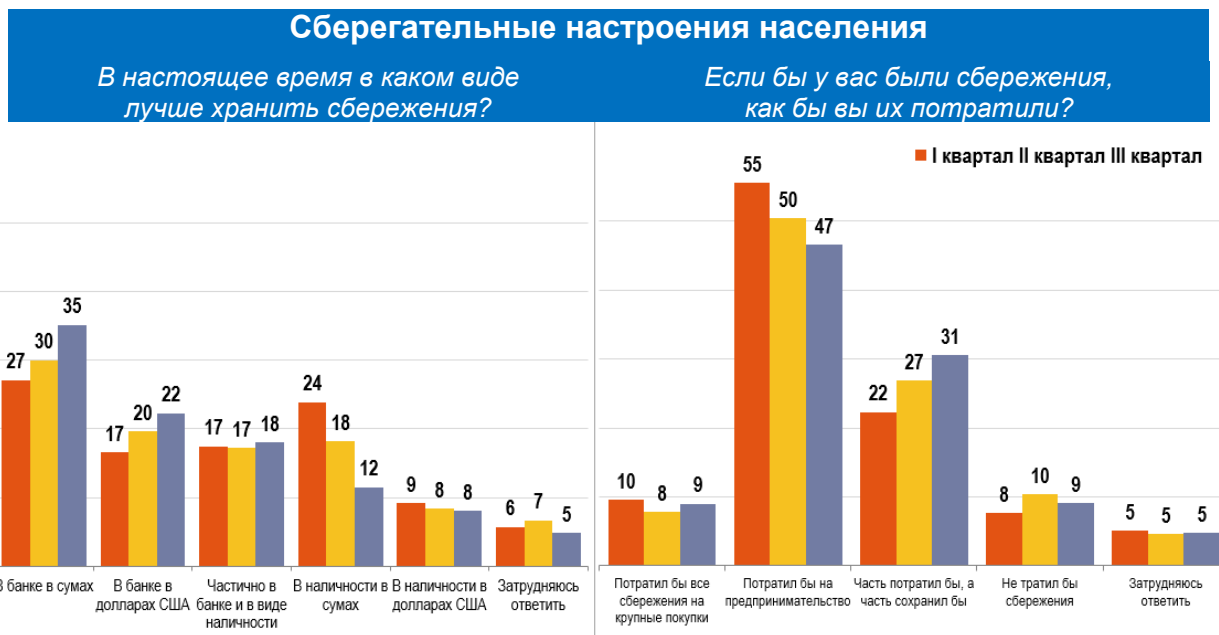
Рис. 2.3.2



Источник: расчеты Центрального банка.

Высокие инфляционные ожидания повышают склонность к использованию сбережений для текущего потребления или приобретения некоторых высоколиквидных товаров в качестве сберегательных активов, что в итоге увеличивает потребительский спрос. Также в условиях высоких ожиданий население стремится защитить сбережения от инфляционного обесценения и переводит их в иностранную валюту, что повышает долларизацию экономики.

Результаты опросов показывают, что в настоящее время половина респондентов готова потратить свои сбережения на предпринимательство, а другая часть – использовать для потребления (рис. 2.3.3). Это косвенно указывает на неуверенность респондентов в будущей динамике инфляции.



Источник: расчеты Центрального банка.

При этом использование сбережений в предпринимательских целях положительно скажется на экономической активности и будет способствовать увеличению совокупного предложения в будущем. Сопутствующее данному процессу расширение инвестиционного спроса может повысить инфляцию в краткосрочной перспективе, но в долгосрочной перспективе послужит росту производительности и увеличению объемов производства.

Необходимо отметить, что доля респондентов, предпочитающих хранить сбережения в банках, постепенно увеличивается, что отражает повышение привлекательности банковских депозитных процентных ставок и возрастающее доверие населения к банковской системе.

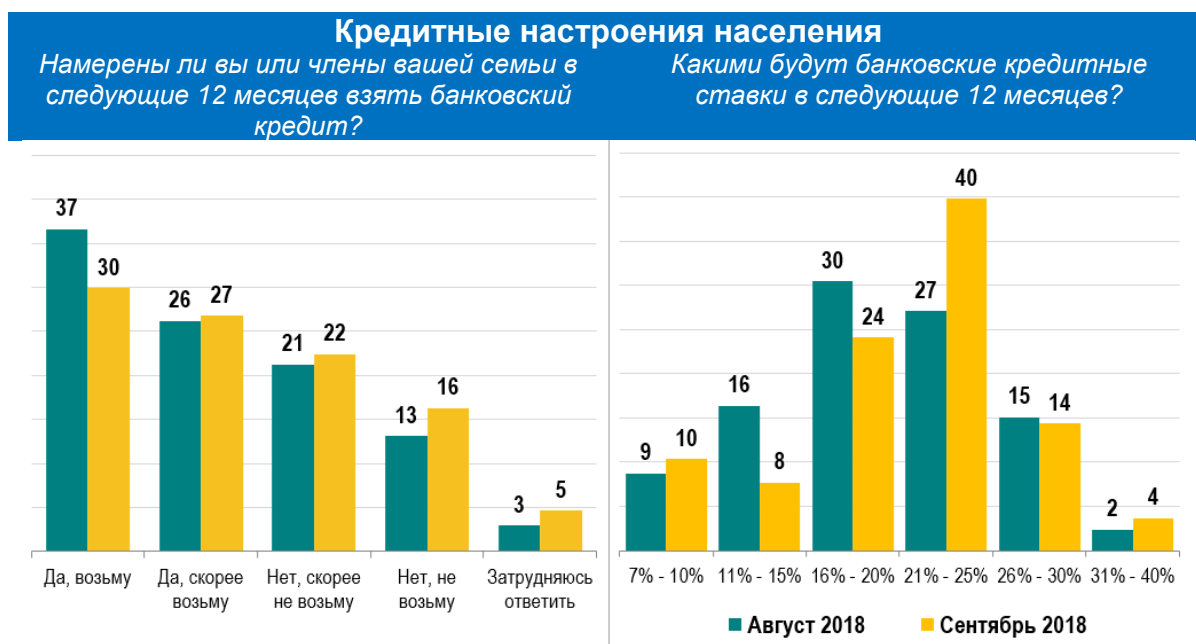
Инфляционные ожидания, воздействуя на кредитные и депозитные процентные ставки и на формирование спроса на кредитные услуги, влияют и на кредитные настроения в экономике.

В частности, при росте инфляционных ожиданий, для сохранения привлекательности депозитов, растут и процентные ставки по ним, что приводит к удорожанию кредитных ресурсов и росту ставок по кредитам. В свою очередь, рост процентных ставок по кредитам влияет на намерения населения и бизнеса брать кредиты в будущем. Если повышение кредитных ставок не приводит к снижению спроса на кредиты, то это приводит к росту инфляционного давления в будущем.

Согласно результатам сентябрьского опроса, усилились ожидания населения по росту кредитных ставок и две трети респондентов в следующие 12 месяцев ожидают ставки на уровне 16%–25% годовых (рис. 2.3.4). Более половины респондентов отметили, что в краткосрочной перспективе намерены взять банковский кредит (в основном, автокредит, потребительский и ипотечный). Это указывает на наличие у населения высокой потребности в кредитных ресурсах. При этом активное кредитование населения стимулирует потребительский спрос, что может оказать ускоряющее влияние на динамику цен.

Текущие кредитные и сберегательные настроения населения указывают на повышение экономической активности в следующем году, что, в свою очередь, окажет давление на инфляцию со стороны спроса. Следует отметить, что в условиях роста совокупного спроса и экономической активности проведение политики ограничения импорта может привести к резкому усилению инфляционного давления.

Рис. 2.3.4



Источник: Расчеты Центрального банка.

При сформировавшихся на данный момент инфляционных ожиданиях для замедления дальнейшего роста внутренних цен потребуются сохранение жестких денежно-кредитных условий. Центральный банк будет учитывать данное обстоятельство при проведении денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе.

## **2.4. Использование инструментов денежно-кредитной политики и анализ ее трансмиссионного механизма**

Реализация эффективной денежно-кредитной политики и повышение действенности ее инструментов имеют большое значение в процессе перехода к режиму инфляционного таргетирования. Центральный банк, учитывая возможность воздействия на стабильность цен в экономике посредством эффективного использования инструментов денежно-кредитной политики и повышения действенности ее трансмиссионного механизма, уделяет особое внимание данной задаче.

В январе–октябре 2018 года Центральный банк осуществил ряд работ по внедрению современных инструментов денежно-кредитной политики, совершенствованию и укреплению механизма их воздействия. Самое главное, за прошедший период были получены первоначальные навыки работы с соответствующими инструментами. Это позволило сформировать представление о развитии действующих инструментов и определить направления по внедрению новых инструментов в перспективе. В частности, при анализе ликвидности в банковской системе и ее управлении посредством косвенных инструментов денежно-кредитной политики Центральным банком использованы новые подходы и методы.

С начала 2018 года внедрена практика ежедневного мониторинга ликвидности банковской системы. Усовершенствован анализ ежедневных изменений денежно-кредитных показателей (денежная масса, резервные деньги, кредиты и т.д.) и факторов, влияющих на них.

В 2018 году в нормативы обязательных резервов дважды были внесены изменения, повышена ставка рефинансирования и применен новый принцип интервенций.

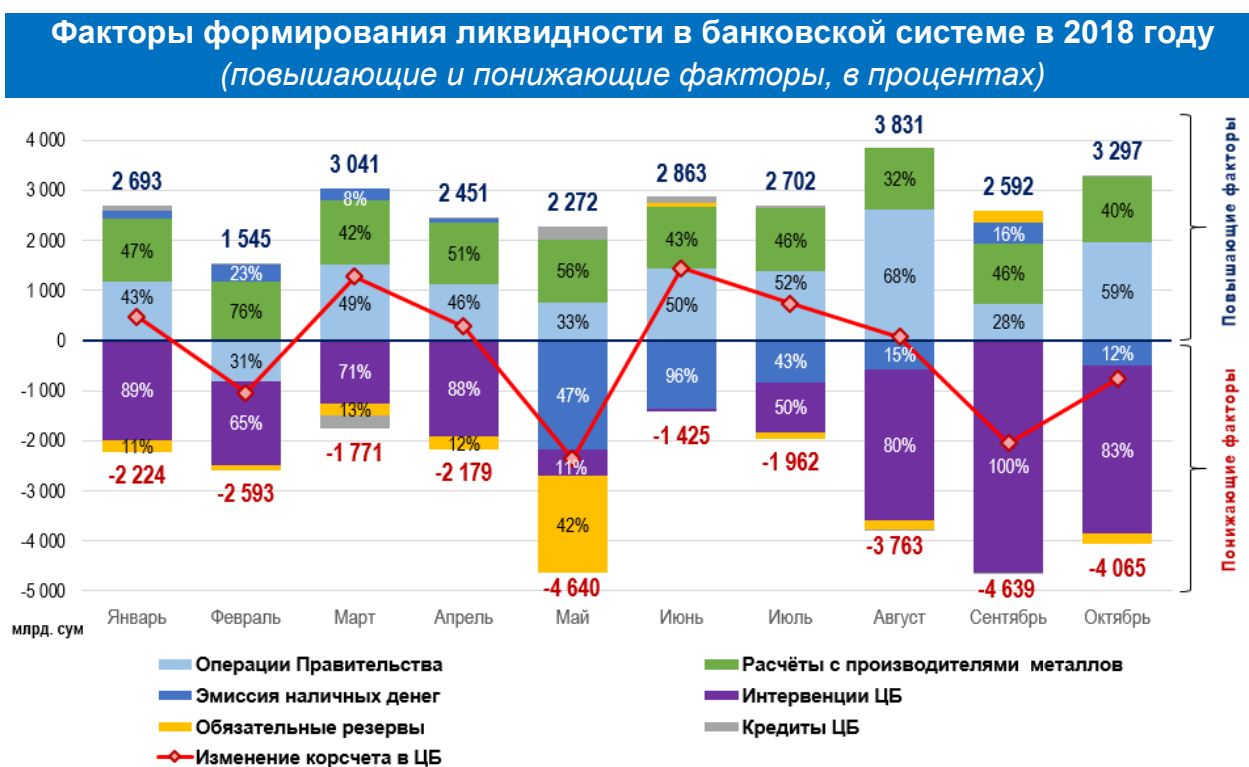
При регулировании ликвидности банковской системы активно использовались интервенции Центрального банка на внутреннем валютном рынке. Но новый опыт показал, что под действием различных сезонных факторов интервенции обладают ограниченной эффективностью при стерилизации ликвидности. Это требует пересмотра и совершенствования механизма использования данного инструмента в дальнейшем.

### 2.4.1. Ликвидность банковской системы и факторы, влияющие на нее

Состояние ликвидности банковской системы и ее изменение является одним из важнейших факторов формирования процентных ставок и денежно-кредитных условий. Поэтому при проведении денежно-кредитной политики Центральный банк, в первую очередь, осуществляет анализ, мониторинг и прогнозирование изменения ликвидности банковской системы и факторов, влияющих на ее формирование.

В январе–октябре 2018 года ликвидность банковской системы формировалась под воздействием различных факторов (сезонных, монетарных, внешнеэкономических, расходов бюджета) (рис. 2.4.1).

Рис. 2.4.1



Источник: расчеты Центрального банка.

В течение 2018 года остатки на корреспондентских счетах коммерческих банков в Центральном банке значительно менялись. По сравнению с началом года в отдельные месяцы они увеличивались на 13%, а в последние месяцы снизились на 30%.

При формировании ликвидности в начале 2018 года такие факторы, как операции Правительства, расчеты с производителями драгоценных металлов, кредиты Центрального банка и изменение объема наличных денег в обращении были определены в качестве

факторов формирования ликвидности. Факторами регулирования ликвидности были определены интервенции Центрального банка на внутреннем валютном рынке и изменение норм обязательных резервов.

За 10 месяцев 2018 года ликвидность банковской системы сформировалась в результате следующих факторов (рис. 2.4.1). Основными факторами, **формирующими** ликвидность, стали операции Правительства (**11,8** трлн. сум), расчеты с производителями драгоценных металлов (**12,4** трлн. сум) и кредиты рефинансирования Центрального банка (**358** млрд. сум).

Факторами, **понижающими** ликвидность, стали интервенции Центрального банка на внутреннем валютном рынке (**19,5** трлн. сум), изменение порядка обязательного резервирования (**2,9** трлн. сум) и эмиссия наличных денег (**4,2** трлн. сум).

Покупка Центральным банком монетарного золота у производителей оказало динамичное влияние на ликвидность банковской системы (без учета изменения цены на золото на мировом рынке). Объем интервенций Центрального банка стал меняться, исходя из сезонного изменения спроса и предложения на валюту.

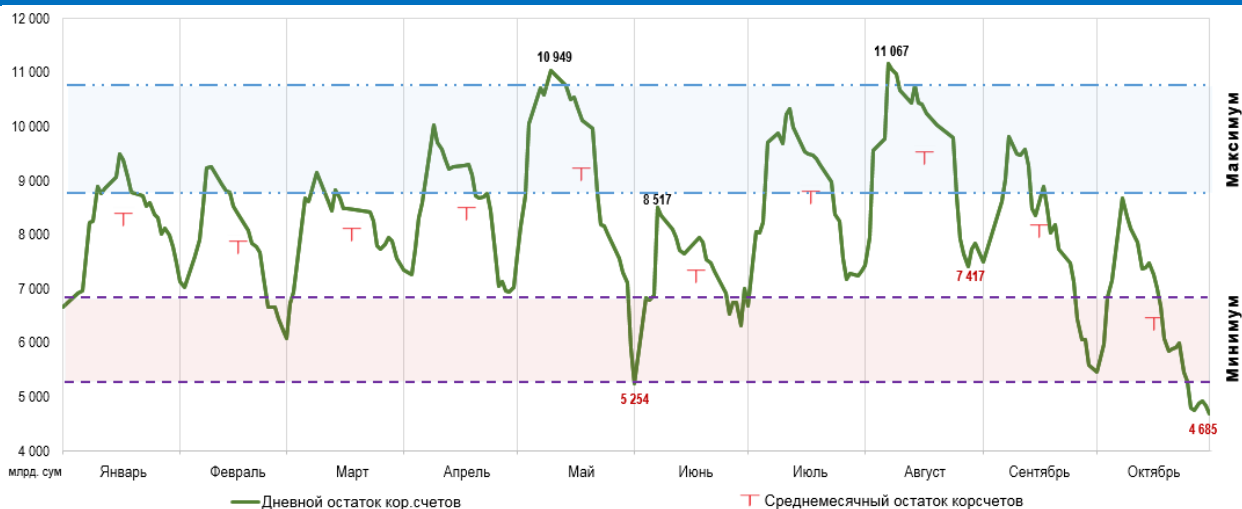
Внесение изменений в нормативы и механизм обязательного резервирования с июня 2018 года снизило риск резкого повышения ликвидности в летние месяцы – период сокращения объемов валютных интервенций.

Вместе с тем, увеличение спроса на иностранную валюту в августе–октябре в результате изменения внешнеэкономических условий повысило возможность использования интервенций Центрального банка в целях стерилизации дополнительной ликвидности и, соответственно, в данном периоде наблюдалось снижение объема ликвидности.

Вместе с тем, в течение 10 месяцев 2018 года ежедневная динамика ликвидности имела изменчивый характер. Если в отдельные дни мая и августа объем ликвидности превышал 10-месячный среднемаксимальный интервал, то в июне и октябре был даже ниже минимального интервала (рис. 2.4.2).



### Остатки средств коммерческих банков на корреспондентских счетах в Центральном банке в 2018 году



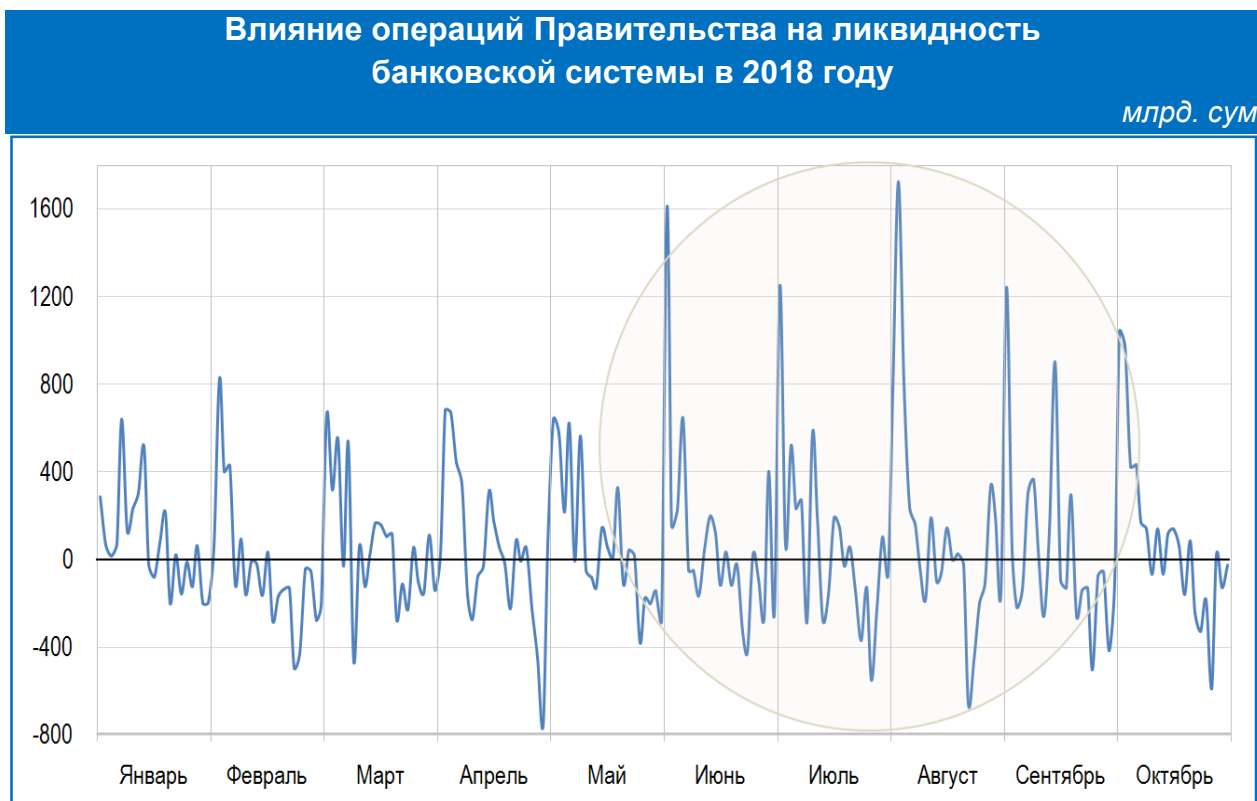
Источник: Центральный банк.

#### Влияние операций Правительства на ликвидность

Несмотря на высокое влияние операций Правительства на формирование ликвидности банковской системы (51–52%) в течение рассматриваемых 10 месяцев 2018 года, степень влияния данных операций на корреспондентские счета банков в месячном разрезе была неравномерной (рис. 2.4.3).

В частности, основные расходы по Правительственным операциям приходились на первую неделю каждого месяца. Сбалансированное осуществление Правительственных расходов и доходов во второй и третьей неделях месяца оказывало незначительное влияние на ликвидность банковской системы (рис. 2.4.4).

В свою очередь, начиная со второй половины месяца накопление налоговых и других обязательных платежей на счете Правительства в Центральном банке уменьшало ликвидность банковской системы в среднем на 10–15%. При этом налоговые выплаты предприятий и организаций базовых отраслей в конце месяца в значительной степени снижают объем средств коммерческих банков на корреспондентском счете в Центральном банке и это влияет на уровень процентных ставок на межбанковском денежном рынке.



*Источник: расчеты Центрального банка.*

Центральный банк учитывает данное обстоятельство при применении инструментов регулирования ликвидности и уделяет особое внимание неравномерному внутримесячному распределению ликвидности.

*Влияние интервенций Центрального банка на внутреннем валютном рынке и расчетов с драгоценными металлами на ликвидность*

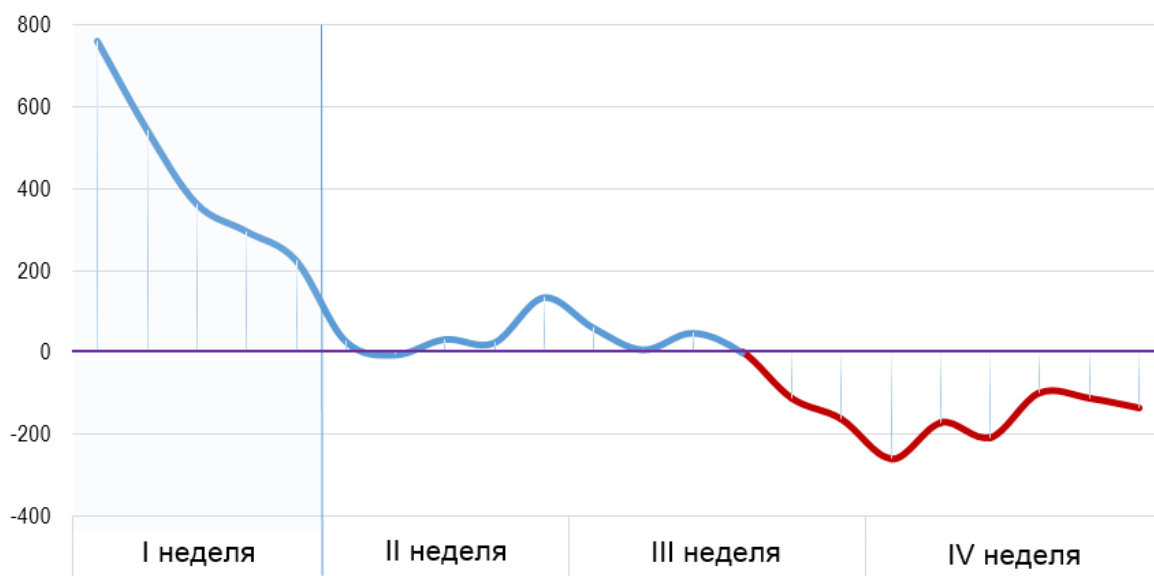
В начале 2018 года Центральный банк объявил принцип «нейтральности золотовалютных резервов» при осуществлении интервенций на внутреннем валютном рынке. Данная стратегия означает, что Центральный банк не воздействует на рыночный тренд обменного курса сума, т.е. интервенции носят нейтральный характер.

Кроме того, интервенции выполняют важную функцию по стерилизации дополнительной ликвидности, вливаемой в банковскую систему Центральным банком при приобретении им монетарного золота у производителей. Изначально предполагалось, что с помощью интервенций можно будет постоянно стерилизовать дополнительную ликвидность. Однако практика показала, что в условиях неглубокого валютного рынка из-за сезонности валютных поступлений интервенции

оказываются недостаточными для стерилизации ликвидности в определенные месяцы.

Рис. 2.4.4

**Влияние операций Правительства в среднемесечном выражении на ликвидность банковской системы в 2018 году**  
по неделям



Источник: расчеты Центрального банка.

В частности, в мае 42% ликвидности, возникшей в результате расчетов по драгоценным металлам, было стерилизовано интервенциями, тогда как в июне возможность применения данного инструмента практически отсутствовала (было стерилизовано лишь 4%).

Увеличение объема интервенций в периоды, когда усилилось давление на внутреннем валютном рынке, позволило предотвратить резкие колебания обменного курса. В частности, в августе 2018 года объем интервенций в **2,5** раза превысил объем дополнительной ликвидности, возникшей в результате покупки монетарного золота в этом месяце, в сентябре – в **3,8** раза, в октябре – в **2,6** раза. Такое несоответствие обуславливает пересмотр стратегии интервенций в будущем, исходя из периодичности валютных поступлений и необходимости дифференцированного распределения продаж иностранной валюты в течение года.

## *Влияние изменения обязательных резервных требований на ликвидность*

Несмотря на то, что данный инструмент обладает широкими возможностями по регулированию ликвидности банковской системы, в течение долгого времени он не применялся активно. В 2018 году обязательные резервные требования были изменены с целью создания условий для внедрения рыночных процентных инструментов денежно-кредитной политики, работающих на основе принципа воздействия на стоимость финансовых ресурсов. Исходя из передового международного опыта, данные изменения основывались на принципах расширения долгосрочной ресурсной базы банков, повышения привлекательности депозитов в национальной валюте и снижения уровня долларизации в экономике.

Внесение изменений в нормативы обязательных резервов и совершенствование порядка депонирования осуществлялось в два этапа. С **1 июня 2018 года** в нормативы обязательных резервов внесены следующие изменения:

- обязательные резервы коммерческих банков формируются, соответственно, в национальной и иностранной валютах, исходя из валюты привлеченных обязательств и депозитов;

- депозиты физических лиц включены в базу формирования обязательных резервов;

- установлен коэффициент усреднения 0,1 к размеру обязательных резервов.

Кроме того, нормативы обязательных резервов были пересмотрены по срокам депозитов и дифференцированы для депозитов со сроком от 1 года до 2 лет, более 2 лет и других обязательств в зависимости от вида их валюты. В результате, доля иностранной валюты в общих обязательных резервах в начале года снизилась с 96% до 47%, а дополнительная ликвидность в сумме 2 трлн. сум была абсорбирована обязательными резервами (рис. 2.4.5).



Источник: расчеты Центрального банка.

На втором этапе совершенствования инструмента обязательного резервирования с **1 октября 2018 года**:

- внедрено формирование обязательных резервов исключительно в национальной валюте;
- установлен нулевой коэффициент усреднения к размеру обязательных резервов;
- унифицированы нормы по депозитам юридических и физических лиц;
- снижена норма обязательного резервирования для депозитов юридических лиц в национальной валюте;
- повышены нормы обязательного резервирования для депозитов физических лиц в иностранной валюте.

Несмотря на то, что данные изменения не оказали значительного влияния на размер обязательных резервов в национальной валюте коммерческих банков в Центральном банке, они способствовали повышению привлекательности депозитов в национальной валюте. Формирование обязательных резервов только в национальной валюте позволяет также эффективно управлять ликвидностью банковской системы.

Кроме того, при возникновении девальвационного давления в результате установления повышенной нормы обязательных резервов для обязательств в иностранной валюте банки будут вынуждены перечислять в обязательные резервы больше средств из-за ослабления обменного курса, что, в свою очередь, снизит риски цепной реакции девальвационного тренда.

### *Влияние ставки рефинансирования на показатели денежно-кредитной политики*

В течение 2017 года и 10 месяцев 2018 года факторы, влиявшие на макроэкономическую ситуацию, а также инфляцию и инфляционные ожидания обуславливали постоянное ужесточение денежно-кредитной политики с задействованием всех ее инструментов и средств. В целях снижения влияния монетарных факторов на рост внутренних цен Центральный банк широко и активно использовал все косвенные инструменты денежно-кредитной политики (обязательное резервирование, ставку рефинансирования, интервенции) и два раза повысил ставку рефинансирования.

В Основных направлениях монетарной политики на 2018 год Центральный банк прогнозировал инфляцию в пределах **11,5–13,5%**. В данный прогноз закладывалось сохранение благоприятных внешнеэкономических условий, улучшение макроэкономической ситуации в странах основных – торговых партнерах, умеренное повышение регулируемых цен и тарифов, сбалансированное исполнение консолидированного государственного бюджета, умеренный рост кредитования экономики. В Основных направлениях монетарной политики на 2018 год и обзорах денежно-кредитной политики за I и II кварталы 2018 года отмечались риски превышения прогноза инфляции и ужесточения денежно-кредитных условий.

Состояние экономики во втором полугодии 2018 года свидетельствовало о реализации отмеченных ранее проинфляционных рисков. В частности, под воздействием внешних факторов, а именно резкого обесценения национальных валют стран – основных торговых партнеров, усилилось девальвационное давление в экономике. Для поддержания снижающейся конкурентоспособности отечественных производителей экономика начала подстраиваться через ослабление обменного курса.

По оценкам Центрального банка, совокупное влияние изменения обменного курса на инфляцию продолжается до семи кварталов с пиком между вторым и четвертым кварталами.

Высокие темпы кредитования экономики из государственных ресурсов также привели к росту потребительского и инвестиционного спроса в экономике.

В рамках либерализации цен стала проясняться позиция Правительства по повышению регулируемых цен сверх ожидаемого уровня. С учетом этого, были сделаны прогнозные оценки корректировки тарифов на электроэнергию и природный газ к рыночным ценам.

Усилились риски по превышению бюджетных расходов сверх запланированных показателей и обеспечению сбалансированного исполнения консолидированного государственного бюджета.

По итогам первого полугодия 2018 года наблюдалось снижение краткосрочных инфляционных ожиданий населения и субъектов предпринимательства, а также стабилизация долгосрочных ожиданий. Тем не менее, во втором полугодии из-за изменения ситуации во внешнем секторе, повлекших изменения на внутреннем рынке, наблюдался рост краткосрочных и долгосрочных ожиданий.

В условиях избытка ликвидности в банковской системе, снижения процентных ставок и появления «дешевых денег» в экономике потребовалась своевременная реакция Центрального банка, то есть ужесточение денежно-кредитной политики. Исходя из анализа ситуации в экономике и прогнозов, Центральный банк принял решение ужесточить денежно-кредитную политику и **с 25 сентября 2018 года** повысил ставку рефинансирования с 14% до 16% годовых. Это было самым верным решением, которое ожидали экономические агенты.

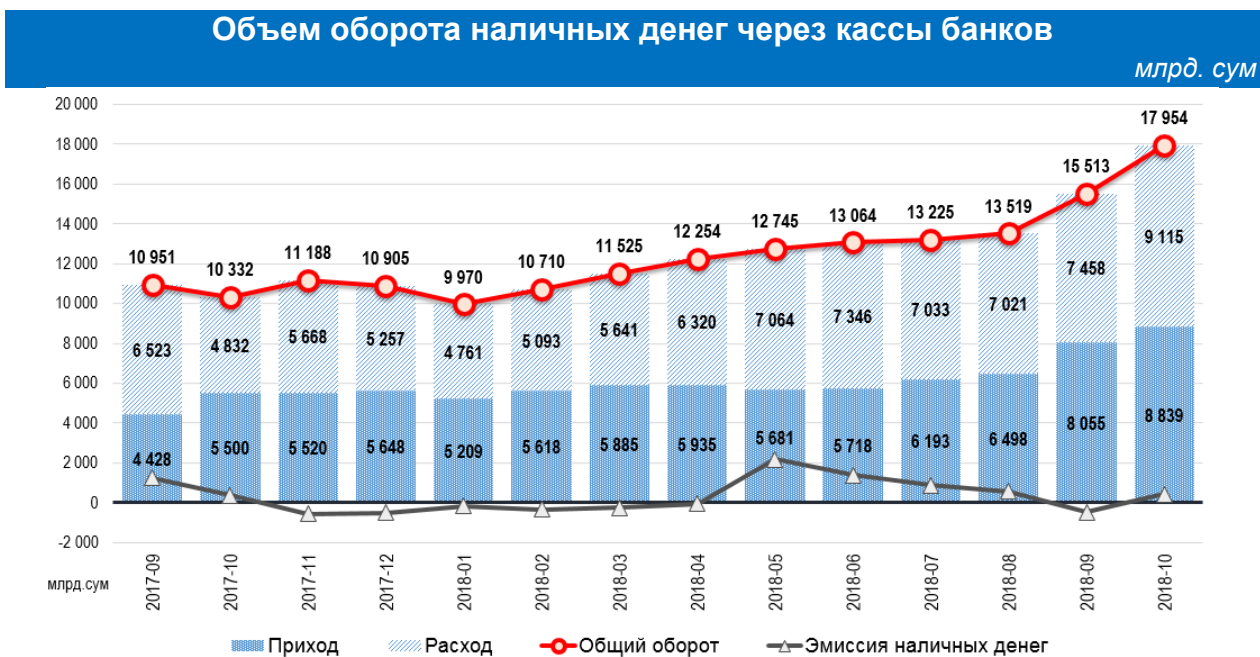
Повышение ставки рефинансирования, в первую очередь, было направлено на минимизацию рисков, связанных с инфляционными ожиданиями и усилением внешних проинфляционных факторов. Ужесточение денежно-кредитных условий способствовало повышению привлекательности сумовых сбережений и сбалансированному росту потребления посредством сохранения положительных реальных процентных ставок по депозитам. Таким образом снизился риск оттока денежных средств из банковской системы.

Рост объемов привлеченных депозитов в банках создает почву для расширения долгосрочной ресурсной базы и, соответственно, служит обеспечению экономики стабильными инвестиционными ресурсами.

*Влияние изменения наличных денег в обращении на ликвидность*

Изменение спроса на наличные деньги в обращении в 2018 году объясняется сезонными факторами. Относительно высокие объемы поступающих международных денежных переводов во II и III кварталах по сравнению с началом года, и, как следствие, увеличение продажи иностранной валюты населением коммерческим банкам привело к расширению спроса на наличные деньги. Увеличение продажи иностранной валюты населением можно объяснить также укреплением сума с начала текущего года до августа. В частности, в мае–июне 2018 года в обращение было выпущено почти **3,6** трлн. сум наличных денег (рис. 2.4.6).

Рис. 2.4.6



Источник: Центральный банк.

В мае 2018 года в период резкого повышения спроса на наличные деньги в экономике под влиянием сезонных факторов эмиссия денег Центральным банком в достаточном объеме позволила сбалансировать наличное денежное обращение в последующие месяцы. В январе–октябре 2018 года объем среднемесячного оборота наличных денег через банковские кассы составил **13** трлн. сум, то есть



увеличился в **2 раза** по сравнению с соответствующим периодом 2017 года (на 6,6 трлн. сум).

Кроме того, увеличился объем снятия наличных денег с пластиковых карт за счет расширения сети банкоматов и терминалов в целях полного удовлетворения спроса населения на наличные деньги.

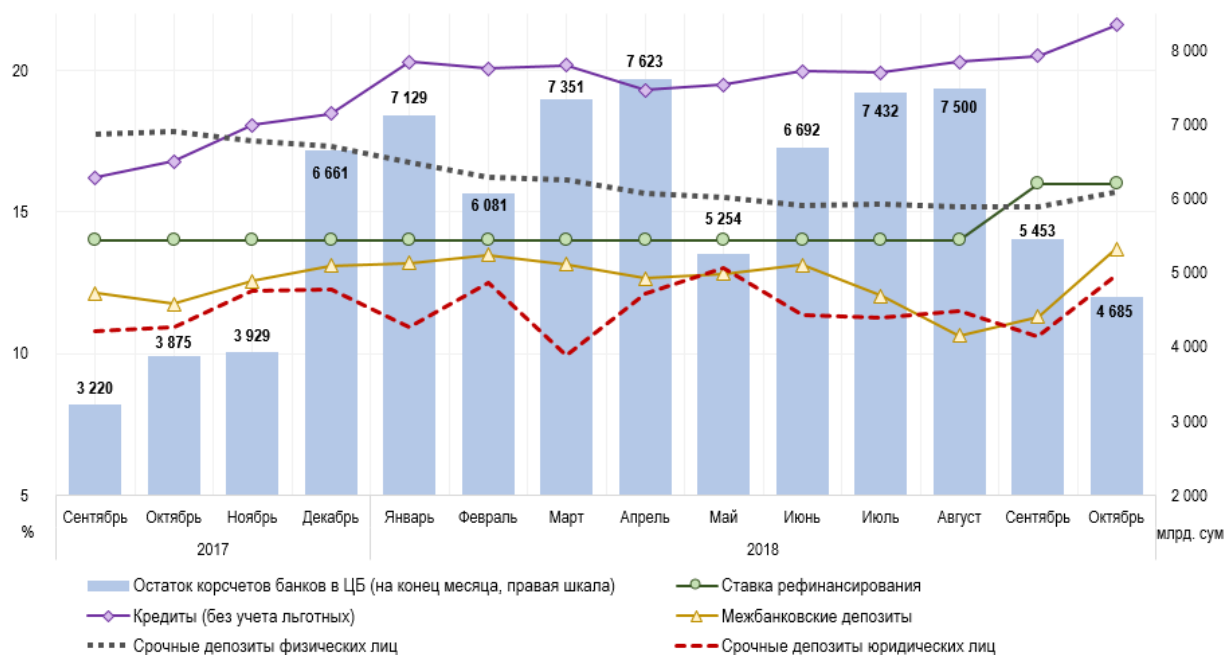
#### ***2.4.2. Анализ трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики***

**Процентный канал.** Либерализация экономики и повышение действенности рыночных механизмов наряду с проведением активной денежно-кредитной политики в значительной степени способствовали укреплению процентного канала трансмиссионного механизма. При таргетировании инфляции процентный канал является основным каналом воздействия денежно-кредитной политики на экономику. Изменение ставки рефинансирования Центрального банка оказывает влияние на все процентные ставки в экономике, но, в первую очередь, – на процентные ставки на межбанковском денежном рынке.

Анализ процентных ставок на денежном рынке показывает, что изменение ставки рефинансирования быстро влияет на процентные ставки краткосрочных ресурсов на межбанковском денежном рынке, а на процентные ставки по депозитам и кредитам влияет с определенным лагом, которые изменяются в течение долгого времени.

В 2018 году в целях усиления процентного канала, повышения прозрачности и эффективного регулирования межбанковского денежного рынка Центральным банком создана единая электронная платформа межбанковского денежного рынка по привлечению и размещению краткосрочных денежных ресурсов.

### Динамика средневзвешенных процентных ставок



Источник: расчеты Центрального банка.

В январе–июне 2018 года процентные ставки на межбанковском денежном рынке формировались на уровне, близком к ставке рефинансирования, то есть 14%. Однако увеличение ликвидности к концу первого полугодия 2018 года начало оказывать влияние на процентные ставки на рынке межбанковских депозитов и с июля они начали быстро снижаться (рис. 2.4.7).

Учитывая резкое возрастание инфляционных рисков и кредитования, а также общее снижение процентных ставок в экономике, Центральный банк ужесточил денежно-кредитную политику и повысил ставку рефинансирования до 16%.

#### Формирование кривой доходности по депозитам

В условиях умеренного роста экономики между сроками депозитов и их процентными ставками имеется прямая зависимость. Как правило, чем дольше срок депозитов, тем более рискованными они считаются и тем выше процентные ставки по ним. В этом случае в экономике формируется нормальная кривая доходности.

Переход к активной фазе использования инструментов денежно-кредитной политики и повышение их действенности в 2018 году начали влиять на динамику процентных ставок в экономике. В частности, изучение взаимосвязи между сроками депозитов и их доходностью показало следующее:

- в 2016–2017 годах линия взаимосвязи между сроками депозитов физических лиц и их доходностью (рис. А и Б) была почти плоской, тогда как в 2018 году (рис В) стала отчетливо проявляться **кривая**;

- в 2018 году кривая доходности депозитов юридических лиц имеет **более явную возрастающую динамику** по сравнению с 2016–2017 годами;

- в течение 2016–2018 годов наблюдается сокращение разрыва между процентными ставками депозитов физических и юридических лиц.

В целом, появление **возрастающей тенденции** у кривых доходностей депозитов в 2018 году по сравнению с 2016–2017 годами означает **начало формирования положительной зависимости между сроками депозитов и их доходностью**.

Изменение зависимости между сроками депозитов и их доходностью в 2016–2018 годах

Рис А

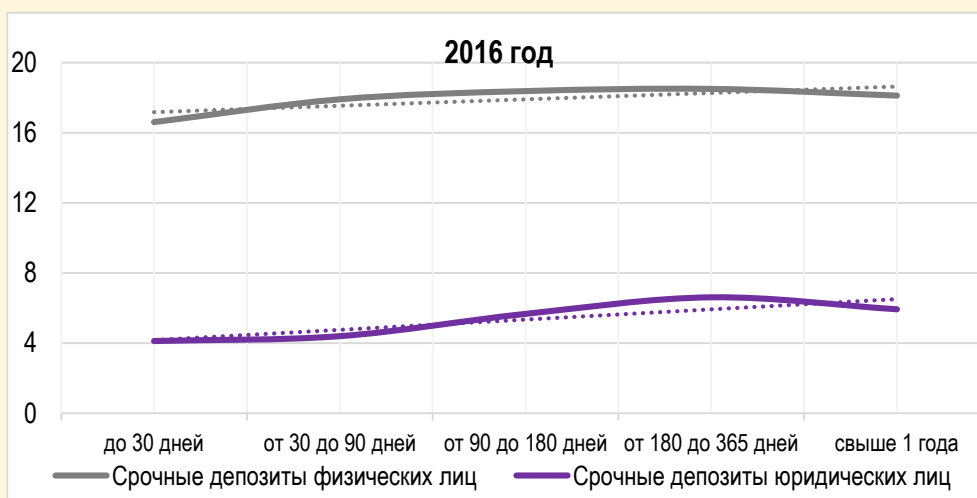


Рис Б

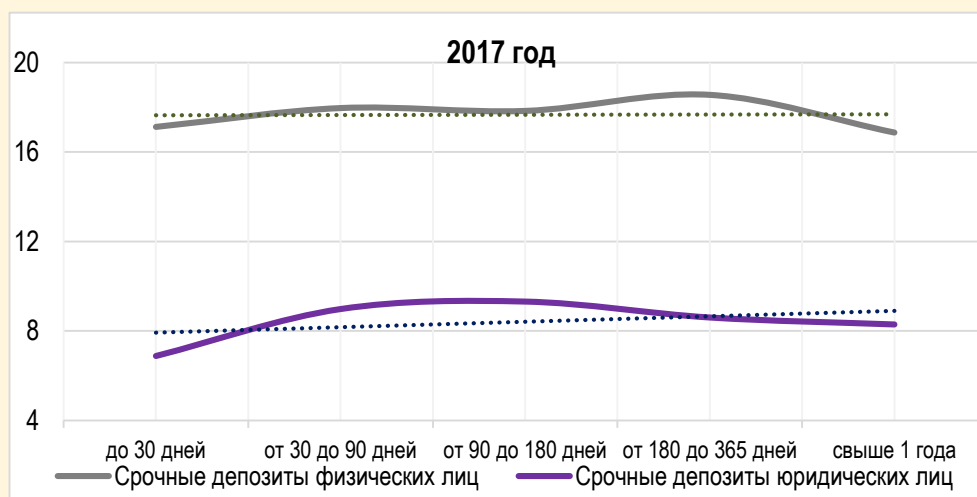
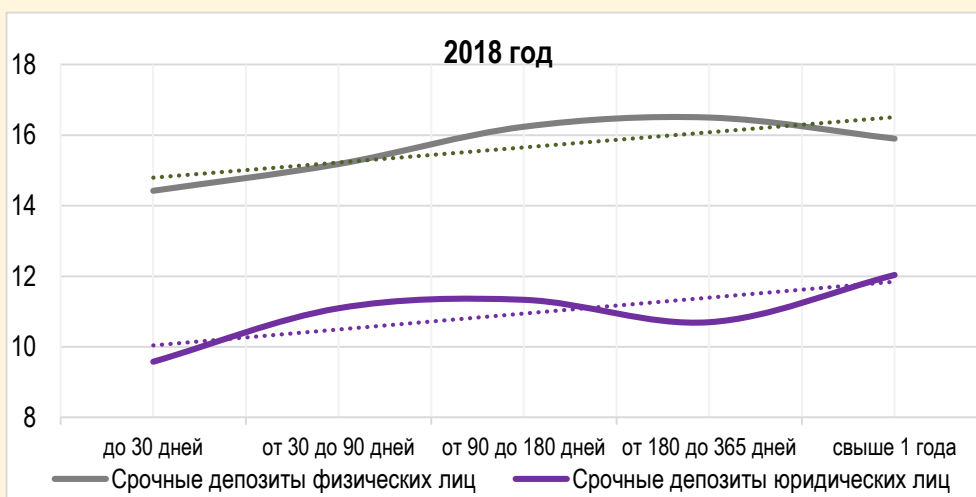


Рис В



Проявление возрастающей кривой доходности депозитов в условиях имеющихся инфляционных рисков свидетельствует о формировании рыночных условий, развитии инвестиционной активности в экономике и правильной оценке населением и бизнесом реформ в денежно-кредитной сфере. Вместе с тем, возрастающая кривая доходности отражает ожидания высокой инфляции и более высоких процентных ставок в будущем.

В результате повышения ставки рефинансирования Центрального банка и снижения ликвидности в банковской системе в сентябре по сравнению с предыдущими месяцами наблюдалось «оживление» депозитных процентных ставок на межбанковском денежном рынке (рис. 2.4.8).

Рис. 2.4.8

**Ставка рефинансирования и межбанковские процентные ставки**



Источник: Центральный банк.

Это указывает на усиление влияния ставки рефинансирования на динамику процентных ставок на межбанковском денежном рынке,

которое с конца сентября 2018 года наглядно проявляется в ежедневных изменениях процентных ставок.

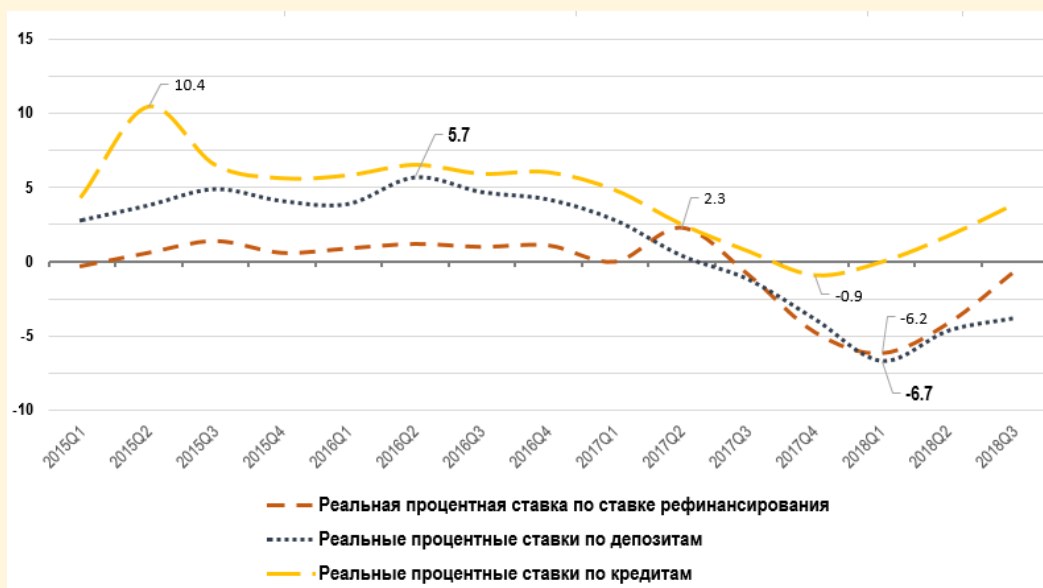
Процентные ставки на межбанковском денежном рынке колебались в течение года, но формировались на уровне, близком к ставке рефинансирования Центрального банка, что свидетельствует об определенном повышении действенности процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

### Динамика реальных процентных ставок

Между реальным значением ставки рефинансирования и реальными процентными ставками в экономике существует существенная взаимозависимость. С начала III квартала 2017 года наблюдалось снижение данных ставок до отрицательного значения. Отрицательные реальные процентные ставки вызвали снижение сберегательной активности населения и бизнеса и стимулировали потребление.

С 2018 года наблюдался рост реальных процентных ставок, сократилась отрицательная разница между номинальной процентной ставкой и инфляцией. Повышательная тенденция процентных ставок указывает на развитие процентного канала.

### Динамика реальных процентных ставок



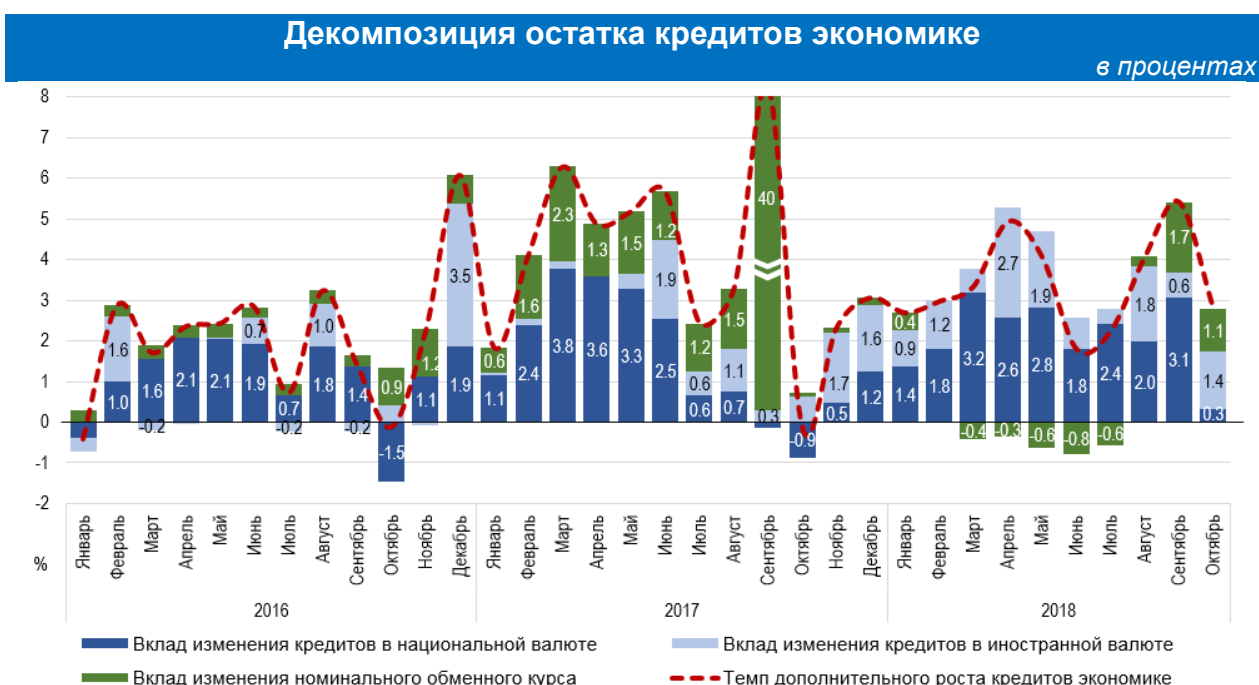
Повышение ставки рефинансирования Центрального банка, прежде всего, повлияло на процентные ставки на межбанковском денежном рынке. С ростом процентных ставок на межбанковском денежном рынке повысились депозитные и кредитные процентные ставки банков. В конце III квартала 2018 года реальные процентные ставки переместились в положительную область.

**Кредитный канал.** Центральный банк в целях обеспечения стабильности внутренних цен, финансовой устойчивости банковской системы и поддержания экономического роста в долгосрочной

перспективе изучает объемы и эффективность кредитов, выделяемых коммерческими банками экономике. Посредством инструментов денежно-кредитной политики и пруденциального надзора Центральный банк воздействует на кредитную активность банков. Объемы кредитования экономики влияют на уровень инфляции через совокупный спрос и предложение.

В 2018 году вследствие роста деловой и инвестиционной активности наблюдалось ускорение темпов кредитования. Расширение кредитования в национальной валюте объясняется увеличением льготного кредитования в рамках государственных целевых программ и потребительского кредитования населения.

Рис. 2.4.9



Источник: расчеты Центрального банка.

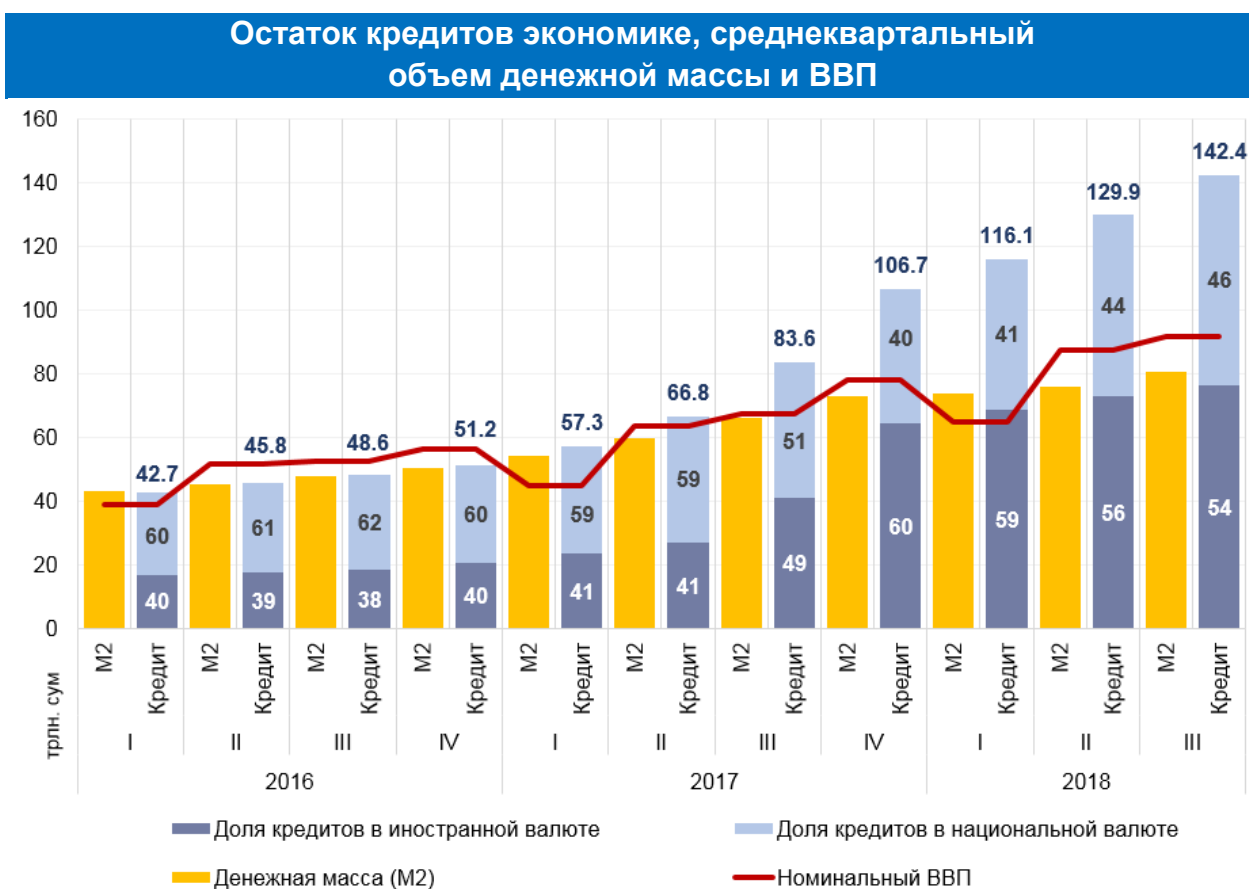
В период со второй половины февраля до августа 2018 года вырос спрос на валютные кредиты вследствие непрерывного укрепления сума и процентной политики Центрального банка, направленной на повышение доходности сумовых активов. Соответственно, изменился объем валютных кредитов. При этом в этом периоде номинальный обменный курс стал одним из факторов снижения общего объема кредитов (рис. 2.4.9).

В III квартале 2018 года средний остаток кредитов в иностранной валюте по сравнению с соответствующим периодом 2017 года (с

учетом роста валютного курса) увеличился на 85%, остаток кредитов в национальной валюте – на 56% и общая денежная масса – на 22%.

В данном периоде доля остатка совокупных кредитных вложений в ВВП по сравнению с соответствующим периодом 2017 года увеличилась на 2 п.п. и составила 61%. Однако появление большого разрыва между ростом кредитов и ростом денежной массы, а также высокий темп роста доли выделенных кредитов в объеме ВВП свидетельствует о покрытии за счет импорта определенной части внутреннего спроса, формирующегося за счет данных кредитов (рис. 2.4.10).

Рис. 2.4.10



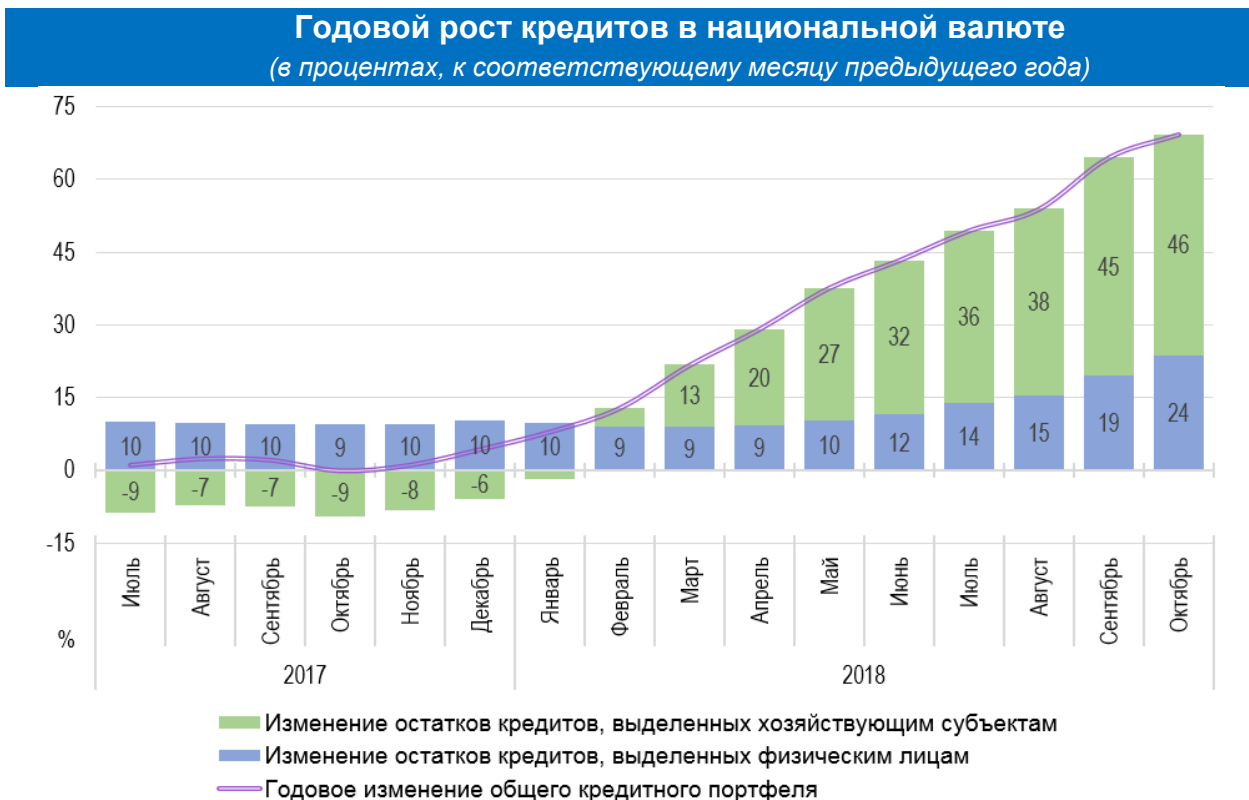
Источник: расчеты Центрального банка.

В январе-сентябре 2018 года объем импорта вырос на 33% по сравнению с соответствующим периодом 2017 года. Доля машин и технологий в импорте выросла с 39 до 41%.

В 2018 году льготные кредиты Правительства и ФРРУ обусловили снижение эффективности кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В частности, 55-60% всех кредитов экономике было выделено из централизованных источников

на льготных условиях по процентным ставкам значительно ниже рыночных.

Рис. 2.4.11



Источник: расчеты Центрального банка.

Наибольшими темпами росли кредиты юридическим лицам, рост которых в 2–2,5 раза превышал темпы кредитования физических лиц. Среди кредитов населению большая доля пришлась на ипотечные кредиты, подавляющая часть которых была профинансирована Правительством (рис. 2.4.11). Высокий темп кредитования юридических лиц в 2018 году связан с кредитованием государственных предприятий из централизованных источников.

Кроме того, наблюдается усиление дисбалансов в перераспределении имеющихся финансовых ресурсов в экономике через банковскую систему. Это создает угрозу финансовой устойчивости банковской системы и может негативно повлиять на эффективность экономических реформ в долгосрочной перспективе.

**Сберегательный канал.** Проведение денежно-кредитной политики, направленной на повышение привлекательности национальной валюты, и снижение долларизации экономики усиливало действенность сберегательного канала трансмиссионного механизма.



В частности, в течение января-октября 2018 года в структуре денежной массы общий остаток срочных и сберегательных депозитов в национальной валюте вырос на 4,5 трлн. сум или 55%, а остаток срочных и сберегательных депозитов в иностранной валюте – на 613 млрд. сум или 11% (рис. 2.4.12).

Рис. 2.4.12



Источник: расчеты Центрального банка.

Остаток срочных и сберегательных депозитов физических лиц в национальной валюте увеличился на 31%, а юридических лиц – на 81%.

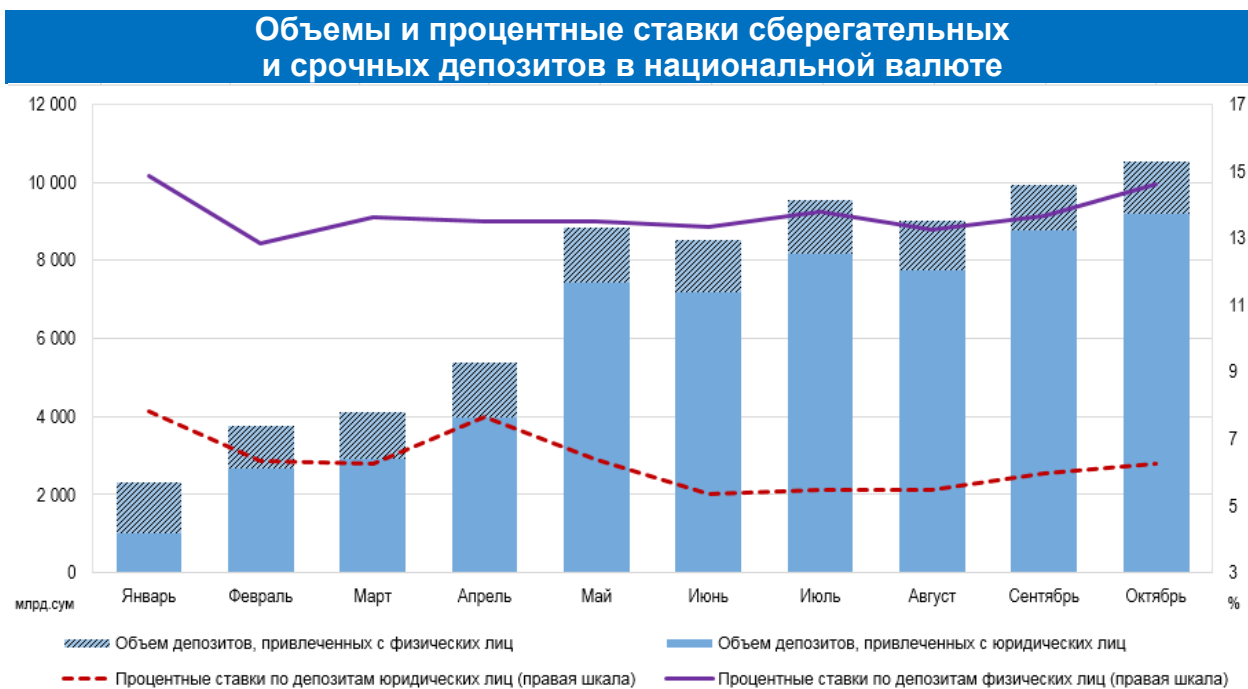
Следует отметить, что снижение остатка депозитов физических лиц в иностранной валюте можно объяснить, в основном, сокращением остатка их сберегательных депозитов на 448 млрд. сум или 63%. Кроме того, по итогам 10 месяцев 2018 года доля срочных и сберегательных депозитов в национальной валюте в общей денежной массе выросла по сравнению с началом года на 4 п.п.

Повышение привлекательности срочных и сберегательных депозитов в национальной валюте для физических лиц в определенной степени стимулировало переток средств с валютных вкладов населения в сумовые вклады.

Изменения в структуре депозитов произошли из-за совершенствования порядка и нормативов обязательного

резервирования и влияния повышения ставки рефинансирования на депозитные процентные ставки в 2018 году. Определенное влияние на темпы роста срочных и сберегательных депозитов, привлеченных банками во II квартале 2018 года, оказало укрепление обменного курса сума.

Рис. 2.4.13



Источник: расчеты Центрального банка.

В начале второго полугодия 2018 года по мере увеличения ликвидности в банковской системе процентные ставки на денежном рынке стали отдаляться от ставки рефинансирования, а в результате ослабления сума темпы роста сумовых срочных и сберегательных депозитов прекратились и даже наблюдалось небольшое их снижение в августе по отношению к июлю (рис. 2.4.13).

Тем не менее, повышение Центральным банком ставки рефинансирования в сентябре 2018 года и введение новых нормативов обязательного резервирования вызвали рост процентных ставок по депозитам и повысили склонность населения к сбережению.

Следует отметить, что за январь-октябрь 2018 года в структуре срочных и сберегательных депозитов в национальной валюте росла доля юридических лиц. При этом наблюдается положительная взаимозависимость между процентными ставками и объемом срочных депозитов юридических лиц (коэффициент корреляции – 0,7). Согласно эконометрическому анализу, рост процентной ставки по депозитам на

1 п.п. (при неизменности других факторов) приводит к увеличению объема срочных депозитов юридических лиц на 100 млрд. сум.

**Коммуникационный канал.** С 2018 года Центральный банк при проведении денежно-кредитной политики уделяет особое внимание развитию коммуникационного канала. В начале 2018 года в структуре Центрального банка был создан Департамент международных отношений и коммуникаций.

При проведении коммуникационной политики основное внимание уделяется формированию у населения, субъектов предпринимательства и органов государственного управления понимания предстоящих денежно-кредитных условий через своевременное доведение до них решений, принимаемых в сфере денежно-кредитной политики, на простом и понятном языке.

В январе-октябре 2018 года Центральный банк повышал качество и регулярность изданий посредством использования эффективных средств коммуникации.

Тесная взаимосвязь целей денежно-кредитной политики с другими экономическими политиками имеет большое значение для развития коммуникации с другими ведомствами макроэкономического блока, с помощью которой Центральный банк раскрывает суть принимаемых решений и ожидаемые результаты по ним.

#### **Значение коммуникационной политики при переходе к инфляционному таргетированию**

В связи с тем, что деятельность Центрального банка находится под пристальным вниманием широкой общественности, включая бизнес, решения в области денежно-кредитной политики являются одним из основных факторов, влияющих на деятельность и ожидания участников финансового рынка.

В основе транспарентности деятельности лежат принципы **«теории рациональных ожиданий»**. Согласно данной теории, население и бизнес при формировании своих ожиданий, в первую очередь, **учитывают будущие изменения**.

С этой точки зрения, прозрачность деятельности Центрального банка позитивно влияет на ожидания населения и бизнеса, снижая для них неопределенность при принятии экономических решений. Это также повышает доверие экономических агентов к денежно-кредитной политике и способствует повышению эффективности решений, принимаемых в данной сфере.

В то же время, правильное понимание экономическими агентами целей и мер денежно-кредитной политики и их постоянная осведомленность об изменениях в сфере, предотвращая информационную асимметрию и неопределенность, повышает эффективность трансмиссионного канала денежно-кредитной политики.

Транспарентность деятельности центральных банков, таргетирующих инфляцию, основывается на следующих принципах:

- **прозрачность целей** (political transparency) – публичное объявление конечных, операционных и промежуточных целей денежно-кредитной политики;
- **прозрачность экономических показателей** (economic transparency) – публикация денежно-кредитных показателей и статистики;
- **прозрачность процессов** принятия решений (procedural transparency) – публикация информации об этапах и датах принятия решений, а также органах, принимающих решения;
- **прозрачность проведения политики** (policy transparency) – прозрачность мер и инструментов, применяемых для достижения целевых показателей денежно-кредитной политики;
- **операционная прозрачность** (operational transparency) – публикация сведений и информирование широкой общественности об изменениях в денежно-кредитной сфере, состоянии и эффективности трансмиссионного канала, ошибках и упущениях и др.

Широкое распространение инфляционного таргетирования в международной практике, во многом, стало возможным благодаря прозрачности целей и операционных механизмов данного режима, а также пониманию со стороны общественности.

В целях перехода к инфляционному таргетированию в среднесрочной и долгосрочной перспективе Центральный банк Узбекистана также уделяет особое внимание организации и развитию коммуникационной политики, а также обеспечению прозрачности своей деятельности.

Для доведения и разъяснения населению, бизнесу и государственным учреждениям изменений в денежно-кредитной сфере и ожидаемых результатов по ним используются различные коммуникационные каналы (приложение 3).

### **2.4.3. Анализ предложения денег в экономике**

В январе-октябре 2018 года общая денежная масса увеличилась на **10,6** трлн. сум или **14,5%**. При этом денежная масса в национальной валюте увеличилась на **9,8** трлн. сум или **20,6%**, а объем депозитов в иностранной валюте – на **811** млрд. сум или **3,2%**. Темп роста денежной массы по сравнению с показателем 2017 года снизился почти на 25 п.п.

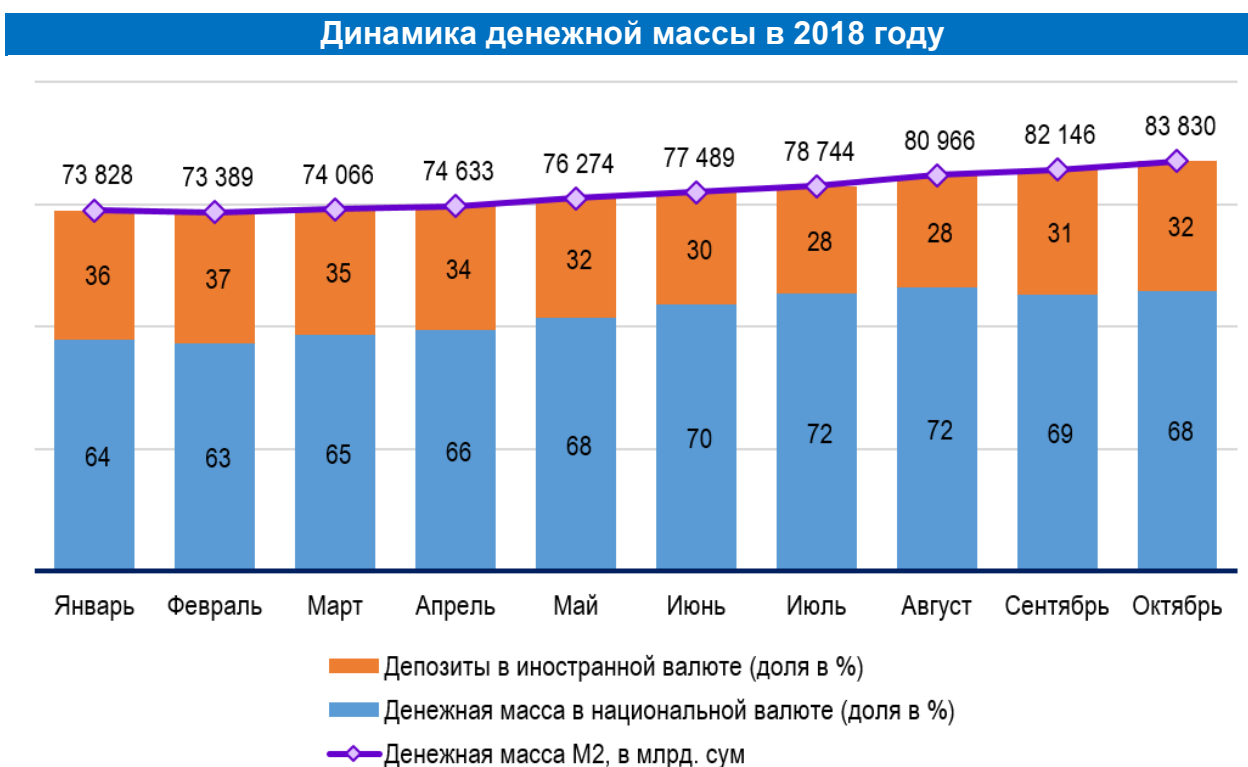
В течении долгих лет из-за искажений в экономике инвестиции в обновление основных фондов откладывались. Это в сочетании с недостаточной развитостью инфраструктуры в условиях либерализации экономики привело к увеличению спроса на импорт. Поэтому большая часть кредитов экономике обменивалась на валютные средства для импорта технологий, машин и оборудования.

В начале 2018 года доля денежной массы в национальной валюте в совокупном предложении денег составляла 64%, тогда как к октябрю данный показатель вырос на 4 п.п. и достиг 68% (рис. 2.4.14). Хотя доля

срочных и сберегательных депозитов в национальной и иностранной валютах в общей денежной массе выросла на 4 п.п. или 23% по сравнению с началом года, по итогам 10 месяцев 2018 года доля краткосрочных ресурсов в экономике оставалась высокой.

Начало формирования длинных денег в экономике в переходном периоде денежно-кредитной политики является положительным явлением. Для поддержания данной тенденции необходимы меры по дальнейшему повышению эффективности процентной политики.

Рис. 2.4.14



Источник: расчеты Центрального банка.

Формирование длинных денег является продолжительным процессом, требующим развития на финансовом рынке не только коммерческих банков, но и финансово-посреднических институтов. Длинные деньги повышают уровень монетизации экономики, снижают взаимосвязь между денежной массой и инфляцией и повышают взаимосвязь между стоимостью денег и инфляцией.

Денежно-кредитные меры по снижению долларизации экономики и повышению привлекательности национальной валюты начали давать определенные результаты (рис. 2.4.15). Уменьшение депозитов в иностранной валюте оказывает положительное воздействие на предложение на внутреннем валютном рынке.

Кроме того, в результате мер Центрального банка по повышению стоимости ресурсов в национальной валюте и укреплению финансовой устойчивости банков, в IV квартале 2018 года ожидается повышение процентных ставок по срочным сумовым депозитам и, как следствие, их объема.

Рис. 2.4.15

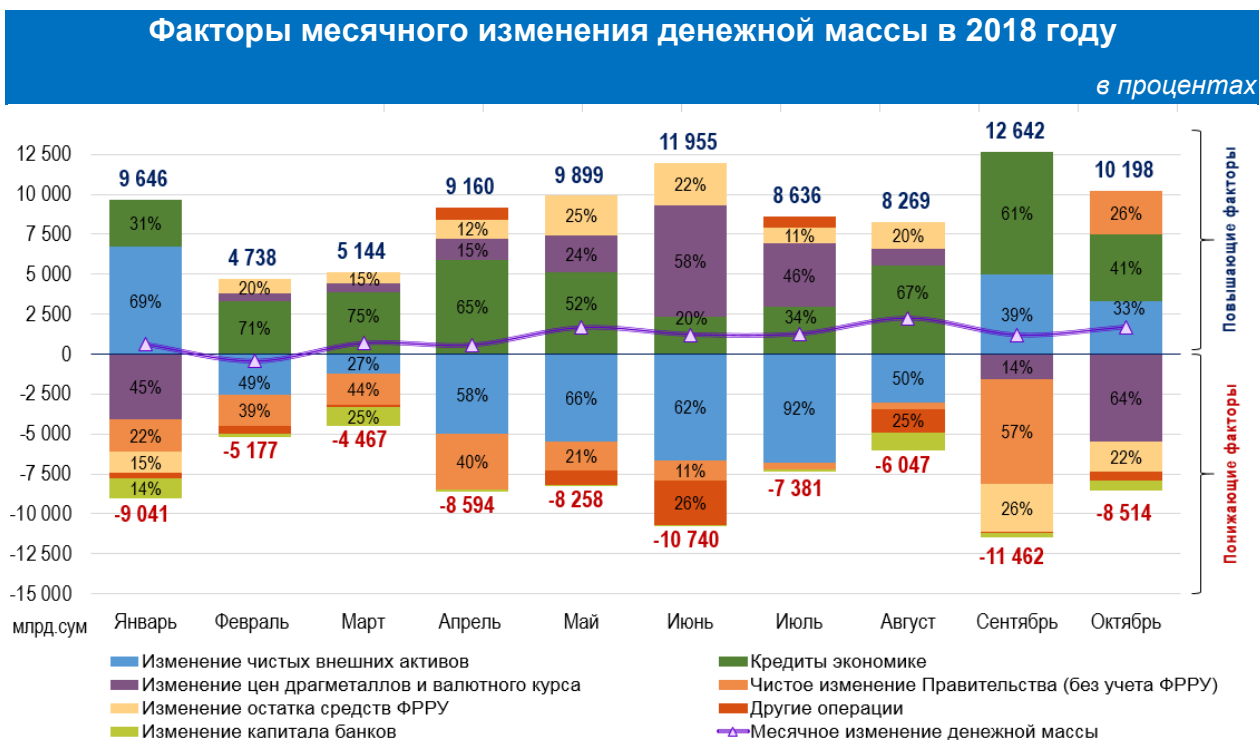


Источник: расчеты Центрального банка.

В январе-октябре 2018 года ускоренный рост кредитования экономики стал основным фактором увеличения общей денежной массы (рис 2.4.16). На изменение остатка счета ФРРУ в Центральном банке в феврале-августе 2018 года пришлось в среднем 20% влияния факторов, увеличивающих денежную массу.

Изменение суммы чистых внешних активов в феврале-августе стало фактором, снижающим денежную массу. Повышение мировой цены на золото и укрепление сума оказали наибольшее влияние на стоимость чистых внешних активов в национальной валюте.

Рис. 2.4.16



Источник: расчеты Центрального банка.

Несмотря на высокие темпы кредитования в январе-октябре 2018 года, общая денежная масса не выросла такими же темпами благодаря тому, что абсолютный объем чистых внешних активов не увеличился.

## 2.5. Анализ валютного рынка и обменного курса

### 2.5.1. Анализ изменения обменных курсов на международных валютных рынках

Состояние мировой экономики, ситуация на международных финансовых рынках и неопределенность относительно денежно-кредитной политики ведущих центральных банков осложняют проведение эффективных налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик в развивающихся странах.

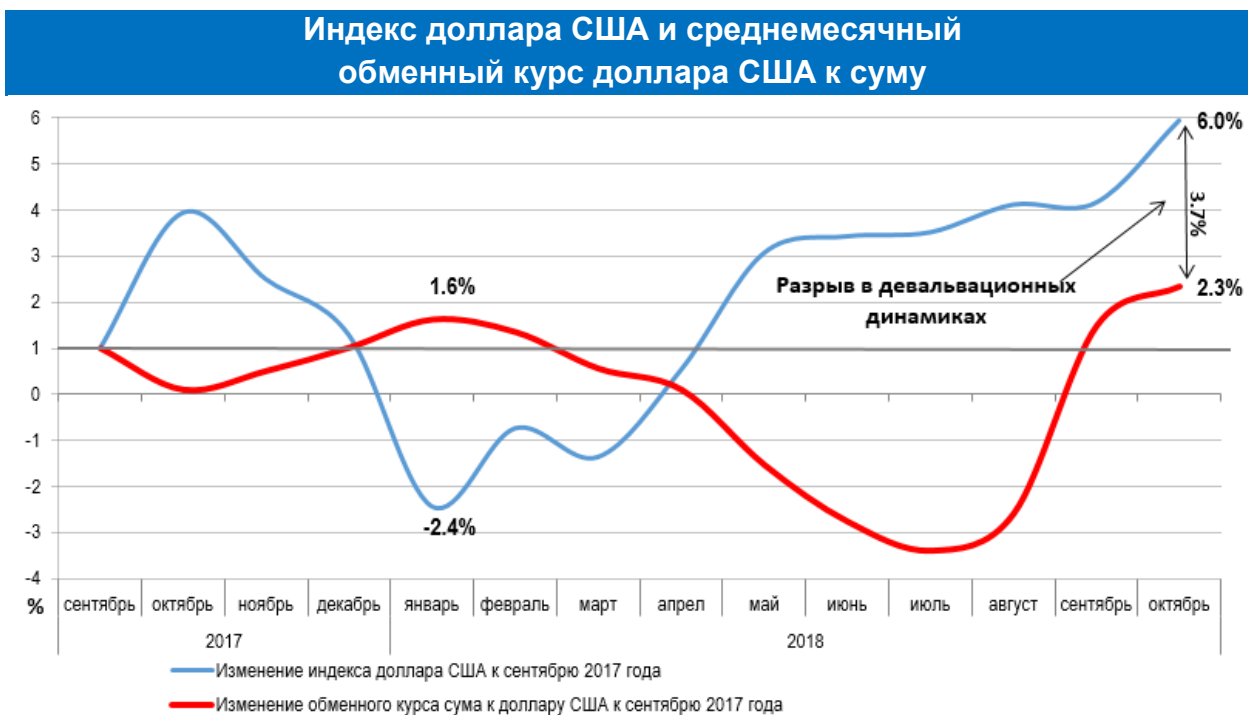
Напряженность в торговых отношениях ведущих экономик мира и экономические санкции правительства США в отношении России и некоторых стран – экспортеров нефти приводят к откладыванию поступления международных инвестиций в развивающиеся страны и в конечном итоге к обесценению их национальных валют.

В частности, продолжающееся с начала 2018 года обострение торговых отношений США и Китая и повышение процентной ставки ФРС

США три раза подряд в текущем году<sup>2</sup> вынуждает центральные банки других стран пересмотреть направленность своей политики, что осложняет проведение ими нейтральной денежно-кредитной политики.

По итогам 10 месяцев 2018 года индекс доллара США поднялся на 5,4 п.п. и укрепился относительно большинства валют (рис. 2.5.1).

Рис. 2.5.1



Источник: Центральный банк.

В частности, стоимость доллара по отношению к британскому фунту выросла на 5,9%, китайскому юаню – на 7,5%, российскому рублю – на 16,2%, южноафриканскому рэнду – на 19,1% и аргентинскому песо – на 96%. Это можно объяснить восстановлением инвестиционной активности в США и ожиданиями самого высокого показателя роста по итогам текущего года за последние 10 лет в силу нормализации денежно-кредитной политики ФРС.

Как показывает анализ, несмотря на то, что финансовый рынок Узбекистана слабо интегрирован в международные финансовые рынки, изменение индекса доллара через курсы валют стран – торговых партнеров влияет на курс сума с определенным лагом.

<sup>2</sup> ФРС поднял ставку по федеральным фондам (Federal Funds Rate) с 1,5% до 2,25% в три этапа 22 марта, 14 июня и 27 сентября 2018 года, Банк Англии 2 августа 2018 года повысил ставку до 0,75% (на 0,25 п.п.).



### **2.5.2. Динамика обменного курса национальной валюты и особенность его трансмиссии**

За 10 месяцев 2018 года динамика обменного курса национальной валюты складывалась исходя из фундаментальных и внешних факторов, в частности инфляционных и девальвационных ожиданий экономических агентов, состояния текущего счета платежного баланса и соотношения спроса и предложения, сложившегося под влиянием роста спроса на кредиты в иностранной валюте, и почти не отклонялась от своего среднего значения.

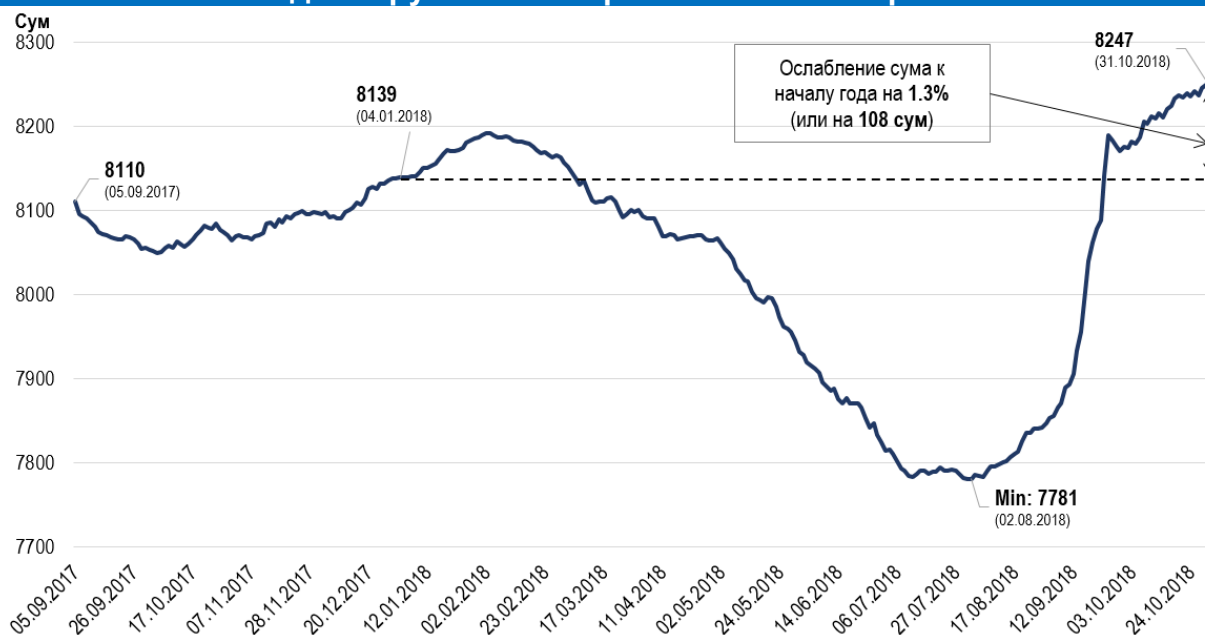
Несмотря на ослабление большинства резервных валют и валют стран – основных торговых партнеров по отношению к доллару США в данном периоде, обменный курс сума, в отличие от постоянной девальвационной тенденции в последние годы, имел разнонаправленную динамику (рис. 2.5.2).

В январе–июле 2018 года динамика валютного курса складывалась, в основном, под воздействием сезонных факторов. При этом в январе в условиях сравнительно низкого объема экспортных поступлений и международных денежных переводов, сум ослабел до 8247 сум/долл. (с 8139 сум/долл.).

В марте–июле 2018 года в результате увеличения валютных поступлений от экспорта и международных денежных переводов курсовая динамика изменилась и сум укрепился до 7781 сум/долл. (на 1 августа 2018 года).

Кроме того, быстрый рост кредитования в иностранной валюте и снижение уровня долларизации способствовали частичному удовлетворению спроса на иностранную валюту на внутреннем валютном рынке. Рост объема срочных и сберегательных депозитов в национальной валюте также оказал воздействие на формирование обменного курса сума.

### Динамика изменения обменного курса сума к доллару США на торгах валютной биржи



Источник: расчеты Центрального банка.

С августа 2018 года усилилось воздействие внешних факторов на динамику обменного курса. Согласно расчетам, резкое изменение валютных курсов стран – основных торговых партнеров воздействует на курс сума с лагом **от 1 до 3 месяцев**.

Под воздействием вышеуказанных факторов с августа 2018 года наблюдалось изменение обменного курса сума в ответ на условия на внутреннем валютном рынке и по состоянию на 1 октября и 1 ноября курс составил 8184 и 8247 сум/долл.<sup>3</sup> соответственно (в начале года – 8139 сум/долл.).

Ослабление национальной валюты влияет на динамику внутренних цен. По оценкам Центрального банка, обесценение курса сума на 1% приводит к ускорению годовой инфляции в среднем на 0,2 п.п.

Учитывая стабилизацию финансовых рынков стран – основных торговых партнерах Узбекистана с сентября 2018 года, резкое изменение обменного курса сума под воздействием внутренних факторов по сравнению с началом года не ожидается.

Переоцененный обменный курс национальной валюты, сложившийся под воздействием сезонных факторов, создает

<sup>3</sup> По итогам межбанковской торговой сессии валютной биржи на 1 октября и 1 ноября 2018 года.

макроэкономический дисбаланс. В условиях открытого счета по текущим операциям нарушение непокрытого паритета процентных ставок (uncovered interest rate parity, UIP) и увеличение разниц процентных ставок может оказать давление на внутренний валютный рынок через определенное время.

### **2.5.3. Динамика реального обменного курса национальной валюты**

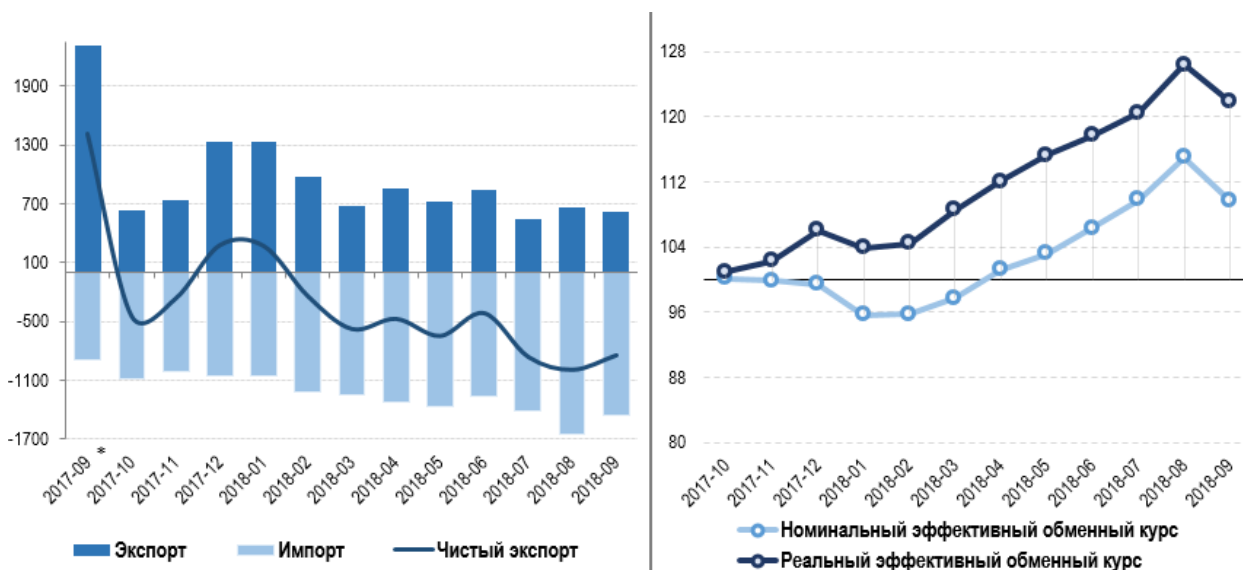
С 2018 года реальный эффективный обменный курс сума показывал тенденцию роста по отношению к мультивалютной корзине, составленной из валют более 20 стран, являющихся крупнейшими торговыми партнерами Узбекистана. В частности, реальный эффективный обменный курс начал расти с марта 2018 года и к августу вырос на 19,2% по сравнению с началом года, а в сентябре – на 14,9%.

При этом, реальный обменный курс сума с начала года укрепился по отношению к китайскому юаню на 12,6%, казахстанскому тенге – на 14,9%, российскому рублю – на 20,7% и турецкой лире – на 45,8%.

В условиях высокой инвестиционной активности в Узбекистане повышение реального эффективного обменного курса снижает конкурентоспособность отечественных товаров на внутреннем и внешнем рынках и в определенной степени способствует увеличению импорта и сохранению отрицательного внешнеторгового баланса (рис. 2.5.3).

В частности, если в январе 2018 года положительное сальдо внешнеторгового баланса составило 270 млн. долларов США, то по итогам августа чистый экспорт сократился до –996 млн. долларов США. Драйверами импорта выступили инвестиционные товары (машины, оборудование и транспортные средства) и ввоз отдельных видов продовольственных и текстильных товаров, а также бытовых товаров длительного пользования благодаря либерализации внешней торговле с приграничными регионами.

### Реальный эффективный обменный курс и чистый экспорт



\* в начале сентября 2017 года обменный курс сума был девальвирован с 4210 сум 35 тийинов до 8100 сум.

Источник: расчеты Центрального банка на основе данных Государственного комитета по статистике.

Обесценение номинальной стоимости валют стран, на которые приходится основная часть международных денежных переводов физических лиц, по отношению к доллару США и реальной стоимости по отношению к суму привело к уменьшению объема денежных переводов из этих стран в Узбекистан.

Динамика номинальных и реальных обменных курсов, наблюдавшаяся в январе–сентябре стимулировала импорт из-за рубежа и создавала дополнительный спрос на иностранную валюту.

Обменные курсы основных торговых партнеров Узбекистана влияют на динамику курса сума спустя 2–4 месяца. Так, на фоне укрепления доллара США с начала года и сильного ослабления российского рубля с апреля вследствие экономических санкций, ослабление сума в сентябре можно оценить как процесс естественного уравнивания.

Девальвационная динамика обменного курса сума, смягчая воздействие внешних факторов, способствует подстройке отечественной экономики к меняющимся внешним условиям. В частности, потери, связанные с сокращением международных денежных переводов и экспортных поступлений, в определенной мере,

покрываются за счет увеличения их сумового эквивалента вследствие ослабления сума.

Исходя из состояния реального обменного курса сума по итогам 9 месяцев 2018 года и его ожидаемого уровня до конца года, обесценение номинального обменного курса сума текущими темпами может быть недостаточным для поддержания конкурентоспособности отечественной экономики.

#### **2.5.4. Анализ внутреннего валютного рынка**

За прошедший период 2018 года соотношение спроса и предложения на внутреннем валютном рынке страны складывалось под влиянием сезонных факторов, состояния платежного баланса, курсовых ожиданий, разницы между процентными ставками, стоимости доллара США на внутреннем и международном финансовых рынках и других разовых факторов.

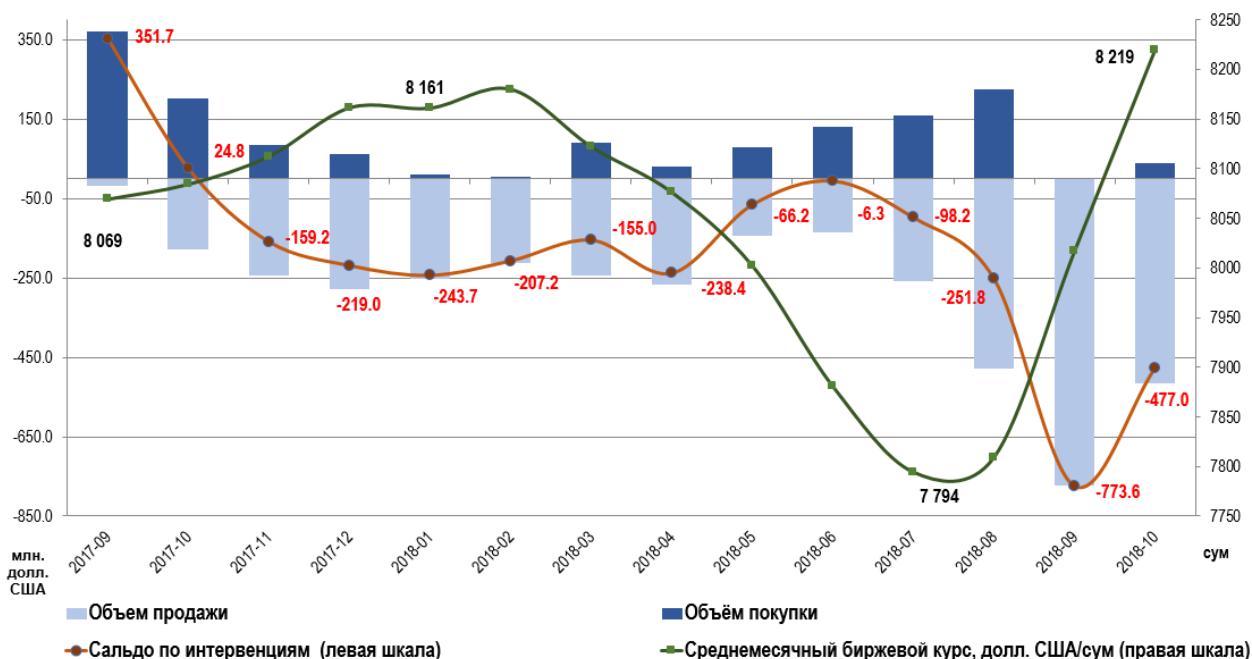
За 9 месяцев 2018 года объем иностранной валюты, приобретенной хозяйствующими субъектами на внутреннем валютном рынке, составил 7,1 млрд. долларов США (52% всего импорта и 75% всего экспорта). Интервенции Центрального банка на внутреннем валютном рынке покрыли 28% данного спроса (2 млрд. долларов США).

Интервенции осуществлялись Центральным банком без воздействия на фундаментальный тренд обменного курса, а только в целях стерилизации избыточной ликвидности и предотвращения резких колебаний курса. При этом не преследовались цели увеличения объема золотовалютных резервов или их использования для поддержания обменного курса на определенном уровне.

В I квартале 2018 года Центральный банк продал на внутреннем валютном рынке 600 млн. долларов США (показатель, близкий к объему целевых продаж), а во II квартале – ровно половину этой суммы.

Рис. 2.5.4

### Объем интервенций Центрального банка и среднемесячный биржевой обменный курс доллара США к суму



Источник: расчеты Центрального банка.

В сентябре и октябре 2018 года, когда спрос значительно превышал предложение, увеличение объема интервенций Центрального банка на 615 и 318 млн. долларов США соответственно по сравнению со среднемесячным объемом чистых интервенций за последние 8 месяцев (158 млн. долларов США) смягчило резкие колебания курса. В результате, к концу октября 2018 года ослабление сума составило 1,3% по сравнению с началом года (рис. 2.5.4).

### III. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ В 2019–2021 ГОДЫ

В среднесрочной перспективе при принятии решений в денежно-кредитной сфере Центральный банк будет опираться на анализ текущих экономических условий и макроэкономические прогнозы. При макроэкономическом анализе и разработке прогнозов будут использоваться широкий набор данных, эконометрические модели и заключения отраслевых экспертов. В 2019 году в деятельность Центрального банка будет начато внедрение системы прогнозирования и анализа политики (FPAS).

При формировании прогнозов учитываются внешние и внутренние факторы макроэкономического развития, а также меры, намеченные к реализации. На текущем этапе **несимметричная реализация рисков по динамике цен** и их потенциал усиливать инфляцию обуславливают сохранение осмотрительного подхода при формулировании денежно-кредитной политики.

При проведении денежно-кредитной политики Центральный банк исходит из цели по снижению инфляции в среднесрочной перспективе. Это связано с тем, что денежно-кредитная политика оказывает воздействие на внутренние цены с лагом в 1,5–2 года. Поэтому управление инфляцией денежно-кредитными инструментами в краткосрочном периоде представляется сложным.

В связи с этим, при разработке основных направлений и прогнозов денежно-кредитной политики в дополнение к основному варианту развития разработан также **альтернативный (рисковый) вариант**, в котором заложена реализация рисков. Эти сценарии различаются в части внутренних и внешних условий экономического развития.

Внутренние условия включают происходящие и намеченные к реализации изменения в республике. Внешние условия подразумевают факторы, связанные с конъюнктурой на экспортных товарных рынках, изменением экономики и валютных курсов стран – основных торговых партнеров.

Сценарный подход при разработке основных направлений денежно-кредитной политики позволяет принимать обоснованные решения по обеспечению ценовой стабильности даже в условиях высокой неопределенности. При этом основное внимание при принятии

решений будет уделяться не краткосрочным изменениям в экономике, а долгосрочным тенденциям и результатам.

### 3.1. Внутренние условия проведения денежно-кредитной политики

**Во-первых, внутренние условия проведения денежно-кредитной политики и ее эффективность в 2019–2021 годы во многом будут зависеть от налогово-бюджетной политики.**

Предстоящие реформы в налогово-бюджетной сфере охватывают такие задачи, как совершенствование бюджетной системы, индексация заработных плат и приравненных к ней платежей на уровне инфляции, оптимизация налоговой нагрузки путем совершенствования налогового администрирования, сокращения различий в налоговой нагрузке на малые и крупные предприятия, более широкого использования НДС, сокращения количества налогов, унификации обязательных платежей и отмены отдельных видов платежей.

По оценкам Министерства финансов, на первом этапе предлагаемых реформ ожидаются следующие результаты:

- в результате полной отмены обязательных отчислений от выручки от продажи, в распоряжении предприятий останутся дополнительные доходы в сумме **5,2 трлн. сум**;

- в 2019 году **доходы населения** увеличатся дополнительно на **6,5%** за счет снижения налога на доходы физических лиц и единого социального платежа, а также отмены страхового взноса;

- в результате снижения налога на имущество, налога на прибыль для юридических лиц и единого налога для субъектов малого бизнеса в распоряжении хозяйствующих субъектов останутся дополнительные средства в размере **2 трлн. сум**.

В налоговой концепции предусмотрено покрытие определенной части этих средств за счет увеличения поступлений в бюджет в результате расширения количества и базы налогоплательщиков (вследствие совершенствования налогового администрирования и облегчения налоговой нагрузки на население и предпринимателей). Реализация этих изменений в среднесрочной перспективе (в первые годы налоговой реформы) повлияет на совокупный спрос и денежно-кредитные показатели через изменение потоков денежных средств в



экономике. В свою очередь, изменение данных потоков будет обусловлено диспропорцией между доходами и расходами бюджета.

Увеличение доходов хозяйствующих субъектов и населения будет стимулировать их потребление и создаст дополнительный спрос в экономике. Эти изменения окажут краткосрочное влияние на инфляцию.

Изменения по НДС, то есть введение упрощенного механизма НДС для малых предприятий приведет к увеличению налоговой нагрузки на эти предприятия на начальном этапе. Это, в свою очередь, повлияет на себестоимость выпускаемой ими продукции. Увеличение себестоимости товаров и услуг в качестве факторов предложения окажет разовое влияние на уровень инфляции в последующем. При этом, расширение базы плательщиков НДС в рамках среднесрочной налоговой реформы позволит создать более длинные цепочки создания добавленной стоимости в производстве и приведет к позитивным изменениям в экономике.

В условиях вышеупомянутых изменений и расширения объемов финансирования программ социально-экономического развития ожидается, что в течение следующих двух лет расходы консолидированного бюджета будут превышать его доходы. В частности, Министерство финансов прогнозирует дефицит государственного бюджета в 2019 и 2020 годах на уровне 1,8% и 0,7% ВВП, а в 2021 году профицит 0,1% ВВП.

Ввиду того, что размер дефицита бюджета и источники его финансирования являются одним из основных факторов, формирующих денежно-кредитные показатели, **координация налогово-бюджетной политики с денежно-кредитной политикой** является важным элементом обеспечения устойчивости внутренних цен в среднесрочной перспективе.

Дефицит бюджета может создать **дополнительную ликвидность в экономике** и сформировать структурный профицит ликвидности в банковской системе. В этом контексте, Центральный банк будет принимать меры по регулированию дополнительно возникшей ликвидности и сглаживанию ее влияния.

Несмотря на то, что привлечение средств из неинфляционных источников, в частности выпуск в обращение государственных

долговых обязательств или привлечение средств на международных рынках капитала для покрытия дефицита бюджета, имеют относительно небольшие инфляционные последствия, рост централизованных расходов создает определенное давление на инфляцию через рост совокупного спроса. С этой точки зрения, рост расходов государственного бюджета должен способствовать повышению потенциала экономического роста страны в будущем.

В Узбекистане задача обеспечения макроэкономической стабильности, в частности стабильности внутренних цен, требует эффективного управления государственным долгом и снижения зависимости бюджета от поступлений от сырьевого экспорта. С 2019 года в целях обеспечения устойчивости государственного бюджета предполагается определить **«бюджетные правила<sup>4</sup>»** и **«консолидированный бюджет»**, а также фискальные ограничения.

В частности, начиная с 2019 года предусматривается введение бюджетных правил по определению предельного уровня государственного долга к ВВП и предельного размера дефицита государственного бюджета **до 2%** ВВП, что уменьшит неопределенность при прогнозировании и координации макроэкономической политики.

При этом, важно учитывать сезонные и временные факторы при формировании государственного бюджета. В период благоприятной конъюнктуры по основным экспортным товарам дополнительные доходы от экспорта позволят предотвратить рост бюджетных расходов. Это позволит реализовать контр-циклическую бюджетную политику, снизить зависимость бюджета от внутренних и внешних шоков и сохранить устойчивость бюджета в долгосрочной перспективе.

В целом, реформирование налогово-бюджетной политики, ее эффективная координация с денежно-кредитной политикой и внедрение «бюджетного правила» создадут благоприятные условия для проведения Центральным банком денежно-кредитной политики. Введение «бюджетных правил» с учетом особенностей экономики

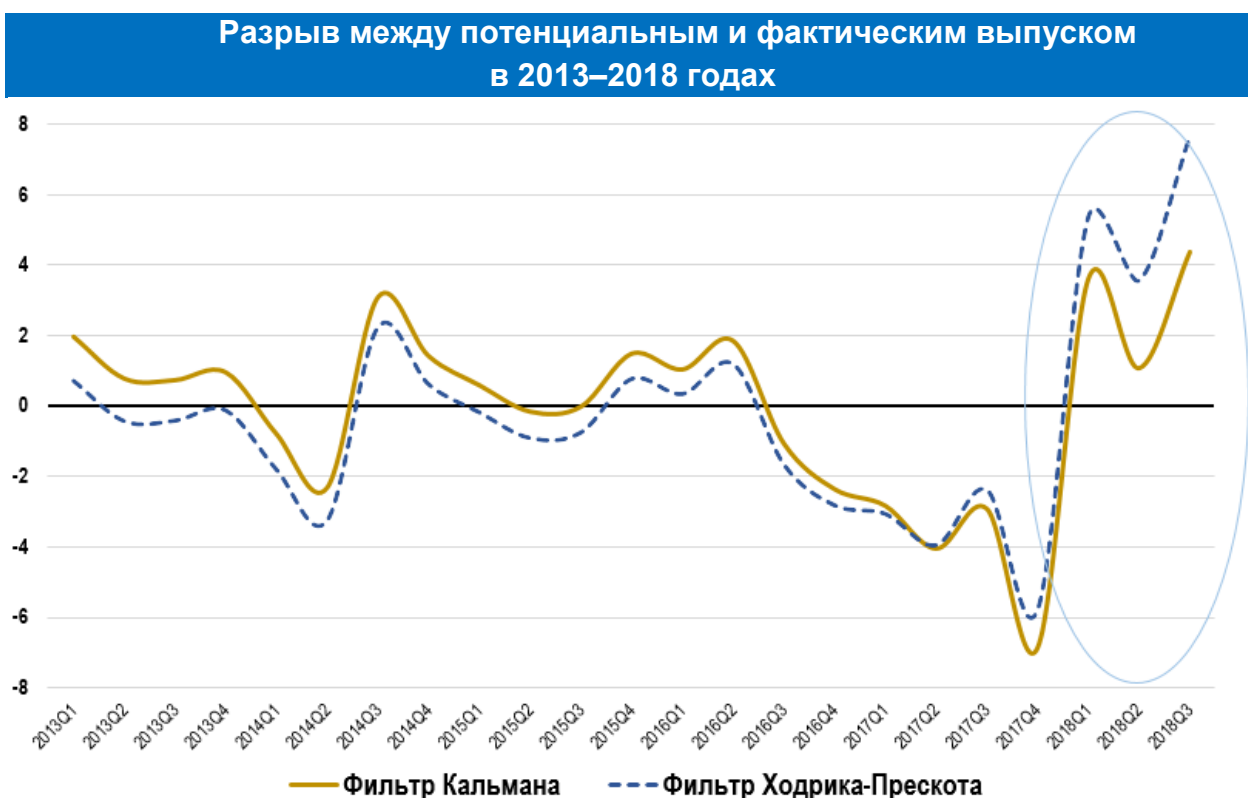
<sup>4</sup> **Бюджетные правила** предусматривают установление количественных ограничений на отдельные параметры бюджета. Так, устанавливаются конкретные количественные пределы государственного долга, дефицита государственного бюджета, расходов (в процентах от ВВП, темпы роста) и доходов. В дополнение к количественным показателям могут быть установлены отдельные процессуальные нормы, направленные на внедрение надлежащей практики бюджетного планирования, повышение предсказуемости и прозрачности бюджетного процесса, снижение зависимости доходов и расходов бюджета от внешних факторов и т.д.

Узбекистана требует определенного времени, а также зависит от качества статистических данных по консолидированному бюджету и другим макроэкономическим показателям.

Увеличение расходов государственного бюджета, рост доходов населения и повышенные темпы кредитования в экономике, увеличив разрыв между фактическим и потенциальным выпуском, в ближайшие годы (в основном в 2019 году) создадут условия для роста совокупного спроса, который будет опережать расширение предложения.

В частности, рост кредитования в 2017–2018 годы должен был дополнительно ускорить темпы экономического роста при сбалансированных макроэкономических условиях. Однако более чем **двукратное** превышение темпов кредитования над темпами совокупного выпуска приводит к появлению дополнительного спроса в экономике, превышению спроса над предложением и, в конечном итоге, возникновению положительного разрыва выпуска (рис. 3.1.1).

Рис. 3.1.1



Источник: расчеты Центрального банка.

По оценкам Центрального банка, с начала 2018 года в экономике наблюдается увеличивающийся положительный разрыв выпуска. Такой разрыв выпуска усложняет условия проведения денежно-

кредитной политики в следующем году, так как оказывает давление на внутренние цены и увеличивает объем необеспеченного спроса.

Удовлетворение импортом значительной части инвестиционного и потребительского спроса, формируемого за счет бюджетных расходов и кредитов, резко увеличивает объем импорта. Это приводит к отрицательному внешнеторговому балансу и появлению девальвационного давления на курс национальной валюты.

Ускоренные темпы кредитования приводят к быстрому росту долгового бремени в реальном секторе. Высокая **долговая нагрузка** увеличивает риски финансовой состоятельности населения и хозяйствующих субъектов в ближайшие годы.

### **Формирование совокупного спроса в экономике и факторы, влияющие на него**

Формирование цен в экономике происходит, в основном, в результате изменения факторов совокупного спроса и предложения. Если изменение совокупного спроса влияет на уровень цен в краткосрочном периоде, то факторы совокупного предложения, в частности структурные изменения в экономике, имеют долгосрочное влияние. Считается, что денежно-кредитная политика способна быстро и эффективно воздействовать на совокупный спрос в краткосрочной перспективе.

С этой точки зрения, для денежно-кредитной политики важно анализировать совокупный спрос, изучать факторы, влияющие на него и прогнозировать его изменение.

На формирование совокупного спроса в экономике, в основном, влияют:

- государственные расходы;
- доходы домохозяйств;
- кредиты экономике;
- разница между импортом и экспортом.

В Узбекистане совокупный потребительский спрос составляет в среднем 70% номинального ВВП. Принимая во внимание, что в 2019–2021 годы среднегодовой рост номинального ВВП составит около 25%, инфляционное давление сохранится из-за увеличения совокупного спроса.

Результаты эконометрического анализа факторов, влияющих на инфляцию в последнее десятилетие (увеличение государственных расходов, кредиты экономике и трансграничные денежные переводы), показывают, что увеличение расходов Правительства на 1 п.п. приводит к росту инфляции через два и три квартала на 0,07 и 0,09 п.п. соответственно. Кредиты, выделяемые реальному сектору экономики, вызывают рост внутренних цен в среднем на 0,08 п.п. через два квартала. Также, трансграничные денежные переводы способствуют усилению инфляционного давления в течение трех кварталов после квартала, в котором они поступили.

При появлении первых признаков чрезмерного повышения активности на товарных и кредитных рынках своевременная реакция денежно-кредитной

политики предупредит усиление инфляционных рисков, резкое увеличение долгового бремени и нестабильность банковской системы.

В условиях сравнительно высокой инфляции и дефицита долгосрочных финансовых ресурсов сохранение высокой долговой нагрузки негативно скажется на сбалансированном экономическом росте через ухудшение финансового состояния предприятий. Кроме того, коммерческие банки также будут создавать риски по возврату кредитов.

В целом, вышеуказанные факторы означают, что в последние годы сформировались достаточные условия для стимулирования совокупного спроса и на следующем этапе экономического развития необходимо осуществить структурные реформы, связанные с увеличением совокупного предложения.

**Во-вторых, в среднесрочной перспективе денежно-кредитная политика будет проводиться в условиях осуществления структурных реформ, и их масштаб и эффективность будут влиять на достижение поставленных целей.**

В долгосрочной перспективе сбалансированный рост экономики будет зависеть не от факторов спроса, а от **факторов совокупного предложения**. Поэтому структурные реформы по **повышению эффективности факторов производства**, развитию конкуренции, улучшению деловой среды и реформированию базовых отраслей экономики будут основой долгосрочного экономического роста.

Проведение эффективной денежно-кредитной политики в будущем тесно связано со структурными реформами, в частности качеством и эффективностью структурных изменений в экономике.

Обеспечение экономического роста за счет факторов внутреннего предложения будет иметь минимальные инфляционные последствия. В таких условиях рост совокупного спроса не требует резкой или жесткой реакции денежно-кредитной политики, потому что производительность труда и повышение эффективности факторов производства будут обеспечивать экономический рост.

В настоящее время одной из особенностей отечественной экономики является неравномерное распределение доходов населения, что ограничивает возможности по снижению инфляции с помощью инструментов денежно-кредитной политики. При этом в связи

с тем, что большая часть населения относится к категории лиц со средним доходом или ниже среднего, в структуре их потребления высока доля продовольственных товаров первой необходимости.

В отличие от других товаров, цены на эти товары менее чувствительны к изменению спроса на них и больше зависят от факторов предложения (конкуренция между производителями, сезонность, урожайность в сельском хозяйстве и др.).

Денежно-кредитная политика, являясь по своей природе политикой управления спросом, не может оказывать непосредственного воздействия на производительность факторов производства. Медленный рост производительности увеличивает затраты предприятий, поскольку они сталкиваются с более быстрым ростом удельных затрат на рабочую силу и основные средства. Для возмещения сократившегося размера прибыли фирмы вынуждены быстрее повышать цены на свою продукцию, что оказывает повышательное давление на инфляцию.

Для повышения производительности, прежде всего, необходимо создавать и развивать конкурентную среду в экономике. Этого можно достичь путем сокращения участия государства в экономике, развития частного сектора, искоренения монополий и привилегированного положения отдельных предприятий на рынке, а также устранения барьеров для предпринимательской деятельности.

В условиях высокой конкуренции предприятия стремятся сократить расходы и повышают производительность путем внедрения новых технологий. Монополизация рынков, напротив, вызывает технологический застой и не создает никаких стимулов для снижения себестоимости продукции. В результате, во-первых, потребителям приходится больше тратить и поддерживать неэффективных производителей-монополистов, а во-вторых, снижается конкурентоспособность отечественных товаров по сравнению с иностранными товарами.

В этом свете, решающее значение для повышения производительности труда имеет **реформа государственных предприятий**, которые составляют основу многих отраслей экономики Узбекистана. Несмотря на то, что большинство данных предприятий являются крупными работодателями и налогоплательщиками,

некоторые из них являются убыточными и неэффективными предприятиями. Постоянная поддержка данных предприятий со стороны государства, наделение их регуляторными и надзорными полномочиями, а также монопольное положение на отдельных рынках лишает их стимулов к повышению эффективности производства и управления.

Более того, вследствие своего доминирующего положения на рынках, а также льготного доступа к кредитным ресурсам и сырью государственные предприятия ухудшают конкурентную среду, сужают доступ частного сектора к кредиту и сдерживают его развитие.

На среднесрочном горизонте реформа государственных предприятий намечается в таких базовых отраслях, как энергетика, нефтегазовая промышленность, химическая промышленность, авиалинии, железные дороги, переработка зерна и хлопка. В ходе реализации данной реформы ожидается внедрение современной системы корпоративного управления, передача надзорных функций профильным государственным ведомствам и отмена регуляторных положений, которые ограничивают конкуренцию.

Реформы в **энергетической сфере** оказывают значительное влияние на инфляционные процессы в экономике, поскольку они будут влиять как на товары и услуги для потребителей (коммунальные услуги, энергоресурсы), так и на затраты производителей.

В Узбекистане текущие внутренние цены на энергоресурсы ниже уровня окупаемости затрат, что не позволяет удовлетворять в полном объеме потребности экономики, лишает потребителей стимулов к повышению энергоэффективности и не дает экономическим агентам сигналов об ограниченности запасов данных ресурсов. Правительством планируется поэтапное повышение внутренних цен на энергоресурсы в течение нескольких лет.

Если после завершения либерализации регулируемых цен не последует рост эффективности предприятий, оказывающих коммунальные услуги и производящих энергоносители, то существует риск того, что для компенсации неэффективности производства тарифы и цены на их продукцию и услуги продолжат повышаться. Поэтому реструктуризация предприятий данной отрасли и либерализация цен должны сопровождаться отказом от

государственного управления в энергетической сфере экономики и созданием конкурентного рынка производства и распределения энергии и энергоносителей.

Структурные ограничения и искажения особенно заметны в **сельскохозяйственной отрасли**, которая в определенной мере находится в настоящее время под государственным контролем. Исходя из практики административного управления в данной отрасли, установление требований к фермерам и производителям по возделыванию определенных культур, приводит к тому, что «обязательные» культуры выращиваются взамен других, более прибыльных культур, которые создавали бы большую добавленную стоимость. Это приводит к неэффективному распределению существующих земельных и трудовых ресурсов, медленному внедрению рыночных отношений в данной сфере и низкой производительности сельского хозяйства в ближайшие годы. В результате, это может вызвать повышение цен на сельскохозяйственные товары, которые имеют большую долю в потребительской корзине населения.

В целях снижения риска резкого роста цен на мясную продукцию в предстоящие годы, требуется укрепить потенциал мясного животноводства, которое в настоящее время почти полностью зависит от домашних хозяйств. Развитие фермерских хозяйств и агропромышленных кластеров на основе разведения высокопродуктивных племенных пород скота поможет стабилизировать предложение мясной продукции на внутреннем рынке.

Отсутствие последовательности действий в рамках повышения открытости экономики, прозрачных и понятных правил установления ограничений на экспорт и импорт может негативно сказаться на настроениях инвесторов, ухудшить ожидания участников рынка и усилить риски отката реформ.

Как показала практика прошлых лет, «политика протекционизма» приводит к ухудшению конкурентной среды и необоснованному росту внутренних цен. Большая удаленность Узбекистана от морских торговых путей обуславливает более высокие затраты на транспортировку товаров, что отражается на потребительских ценах на внутреннем рынке. Поэтому должны быть приняты меры по снижению торговых барьеров за счет снижения таможенных пошлин, устранения



бюрократии во внешнеторговых операциях, асимметрии прав предпринимателей по экспорту и импорту, в том числе прекращение практики предоставления отдельным компаниям особых прав на экспорт и импорт.

Другим важным внутренним условием эффективного проведения денежно-кредитной политики является наличие полноценно функционирующего **финансового рынка**, в частности рынка ценных бумаг. Развитие и эффективное функционирование финансового рынка создает базу для использования Центральным банком денежно-кредитных инструментов на основе рыночных механизмов. Выпуск в обращение государственных ценных бумаг Министерством финансов является первым толчком в развитии финансового рынка.

Решение структурных проблем также зависит от эффективного использования существующих ресурсов в стране, оптимизации энергопотребления производственных процессов, практического внедрения энергосберегающих технологий в условиях ограниченности и сокращения ресурсов. Для этого надо разработать **модель развития экономики**, основанную на ресурсосбережении в средне- и долгосрочной перспективе. Данная модель требует охвата структурных изменений, связанных с перераспределением ресурсов из малоэффективных отраслей в конкурентоспособные отрасли.

### **3.2. Внешние условия проведения денежно-кредитной политики**

Внешние условия проведения денежно-кредитной политики включают темпы экономического роста, показатели инфляции, курсы валют, условия торговли и тарифную политику стран – основных торговых партнеров, а также развитие мировой экономики и направленность денежно-кредитной политики ведущих центральных банков.

Снижение цен на основные виды сырьевых товаров, экспортируемых Узбекистаном (золото, газ, хлопок), негативно влияет на валютные поступления в экономику, доходы государственного бюджета, динамику обменного курса сума, девальвационные ожидания и приводит к отрицательному сальдо внешнеторгового баланса.

Отрицательное сальдо торгового баланса покрывается за счет увеличения привлекаемых внешних займов и международных

денежных переводов. Присвоение Узбекистану суверенного рейтинга авторитетными международными организациями способствует повышению инвестиционной привлекательности экономики через оптимизацию страновых рисков, расширение каналов средне- и долгосрочных инвестиций и кредитов, поступающих в страну.

Увеличение поступающих потоков иностранного капитала и снижение их стоимости может привести к усилению инфляции спроса и росту внешнего долга. Однако **целевое и эффективное освоение этих ресурсов будет способствовать повышению экономического роста в дальнейшем.**

В то же время, будет сложно оценить влияние данных потоков на уровень спроса и предложения на внутреннем валютном рынке и обменный курс, так как несоответствие сроков кредитов международных финансовых организаций, иностранных инвестиций, внешних займов и сроков их использования на внутреннем валютном рынке, а также формирования спроса на иностранную валюту могут привести к волатильности обменного курса.

В 2019 году, как и в текущем году, ожидается сохранение неблагоприятных внешнеэкономических условий для отечественной экономики. В условиях высокой неопределенности внешних условий в сценариях среднесрочного развития экономической ситуации Центральный банк в их отношении применяет **нейтральный** или **консервативный** подход.

Согласно прогнозам МВФ, в октябре 2018 года, темпы роста мировой экономики в 2019 году останутся на уровне 2018 года (3,7%). При этом в странах – основных торговых партнерах Узбекистана ожидается снижение экономического роста: в Китае с 6,6% до 6,2%, в Казахстане – с 3,7% до 3,1% и в Турции – с 3,5% до 0,4%, тогда как в России ожидаются такие же темпы роста, как в 2018 году (1,7–1,8%).

В 2019 году на фоне воздействия этих факторов и ослабления внешнего спроса сохранение неблагоприятной ценовой конъюнктуры на мировых рынках может также негативно повлиять на рост отечественного экспорта. В частности, согласно отчету Всемирного банка, опубликованному в октябре 2018 года, в 2019 году прогнозируется снижение цен на золото, медь и хлопковое волокно,

входящих в состав основной экспортной продукции Узбекистана, а цены на другие виды сырья останутся на уровне 2018 года.

Вместе с тем, риски, связанные с геополитическими противоречиями и резким изменением ситуации на финансовых рынках, могут привести к дальнейшему ухудшению внешнеэкономических условий для Узбекистана в предстоящем году. В частности, ухудшение внешних условий для России может привести к замедлению роста российской экономики и значительному ослаблению рубля, а усиление «торговых войн» – к снижению цен на основные виды сырья (в основном, цветные металлы).

Кроме того, повышение процентной ставки до 3,5% в 2019 году ФРС США может оказать негативное влияние на экономическую ситуацию в Турции, России и других основных торговых партнерах Узбекистана. Снижение экономического роста в этих странах может привести к снижению внешнего спроса на отечественный экспорт и сокращению объемов денежных переводов.

Следует отметить, что свободное формирование обменного курса является важным фактором **подстройки экономики к воздействию внешних факторов**. Быстрая ответная реакция обменного курса, то есть его ослабление или укрепление в условиях изменения внешней конъюнктуры, обеспечивает корректировку платежного баланса страны и повышает устойчивость производственных процессов к внешним воздействиям. Ослабление национальной валюты при ухудшении внешних условий автоматически дестимулирует импорт и повышает конкурентоспособность внутреннего производства.

Существенная зависимость экспорта готовой отечественной продукции от импорта технологий, комплектующих и сырья (по оценкам, **около 30-35%**), повышает чувствительность экспорта к изменениям внешних факторов и курсу. Рост цен на сырье на внешних рынках, динамика валютных курсов и изменение уровня инфляции оказывают существенное влияние на цены товаров отечественных производителей-экспортеров, и их прибыльность. Стимулирующий эффект ослабления национальной валюты также уменьшается из-за удорожания импорта в структуре экспорта.

### **3.2.1. Изменение обменного курса национальной валюты в 2019 году и среднесрочной перспективе и его влияние на инфляционные процессы**

Результаты опросов Центрального банка по оценке курсовых ожиданий показывают, что в III квартале по сравнению с первым полугодием 2018 года усилились девальвационные ожидания населения и бизнеса. Респонденты ожидают ослабление национальной валюты до конца 2018 года по сравнению с началом года. Учитывая изменения, произошедшие в динамике валют стран – основных торговых партнеров Узбекистана, это означает, что в отличие от предыдущих лет, когда экономические агенты имели только девальвационные ожидания, теперь ожидания адаптируются к экономическим изменениям.

Ожидается, что, исходя из **реального эффективного обменного курса** и текущего состояния платежного баланса, а также при неизменности существующих условий в странах – торговых партнерах, в 2019 году обменный курс сума будет колебаться на уровне 2018 года.

В среднесрочной перспективе спрос и предложение иностранной валюты на внутреннем валютном рынке сохранят сезонные особенности в течение года. В таких условиях интервенции Центрального банка будут осуществляться с учетом сезонности.

Вместе с тем, сохранение в среднесрочной перспективе девальвационного давления на курс сума под воздействием внешних и внутренних факторов, а также усиление долларизации экономики могут ограничить эффективность денежно-кредитной политики Центрального банка и иметь другие нежелательные последствия.

Для того чтобы уменьшить влияние различных внутренних спекулятивных факторов на курсовую динамику, Центральный банк будет уделять особое внимание сохранению привлекательности активов в национальной валюте наряду с мерами по снижению долларизации и обеспечению свободного курсообразования. Кроме того, в Правительство будут вноситься предложения по снижению зависимости между внутренними ценами и обменным курсом в среднесрочной перспективе.

### **3.3. Сценарии макроэкономического развития**

Учитывая, что изменение факторов экономического развития и их влияние на отечественную экономику находятся за пределами

воздействия Центрального банка, совокупность этих факторов определяется как условия проведения денежно-кредитной политики. С учетом этих условий, а также исходя из задач по обеспечению стабильности внутренних цен и перехода к инфляционному таргетированию, были разработаны два сценария макроэкономического развития – **базовый** и **рисковый (альтернативный)**.

### ***3.3.1. Базовый сценарий***

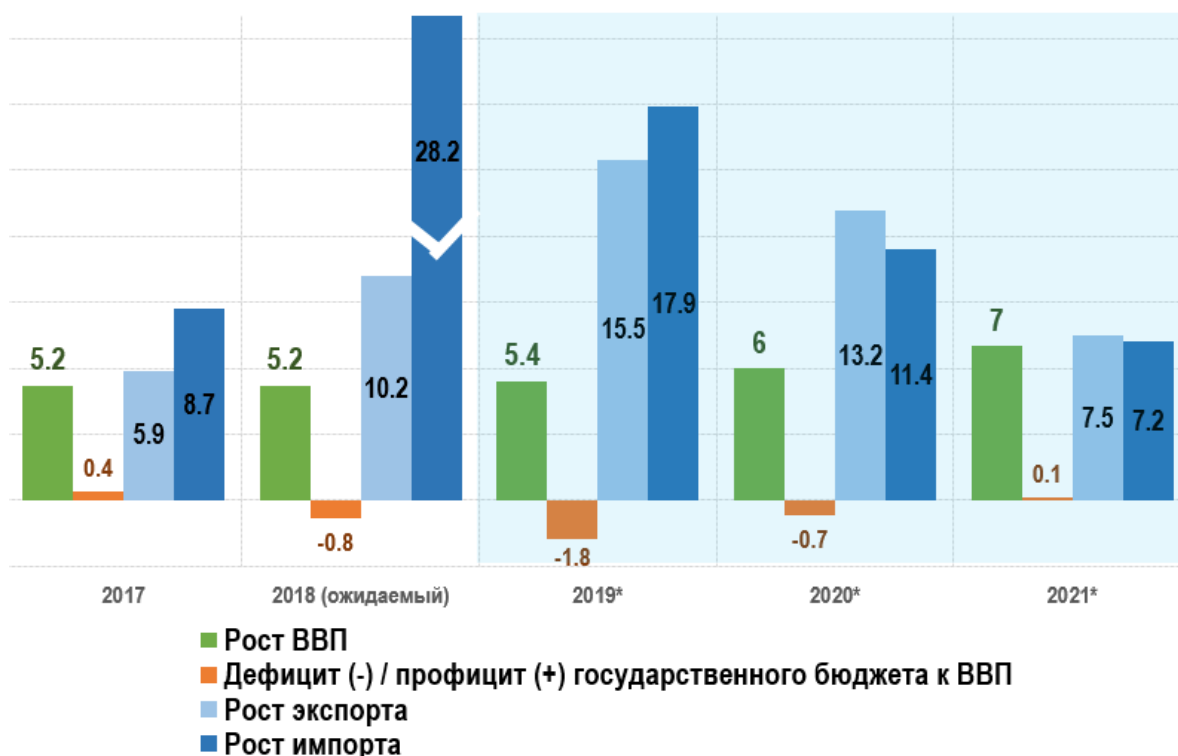
В базовом сценарии закладывается проведение денежно-кредитной политики в условиях развития экономической ситуации и внешнего сектора по текущей траектории или ее незначительного изменения.

Сохранение стабильности в банковской системе, эффективная координация денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик, предсказуемость будущих условий, адаптация экономики к внешним условиям за счет валютного курса и либерализации внешней торговли создадут основу для улучшения экономической среды, оптимизации потребительского и инвестиционного спроса, а также экономического развития.

Согласно базовому сценарию, по итогам 2018 и 2019 годов ВВП в реальном выражении вырастет на **5,2%** и **5,4%** соответственно, а в 2020–2021 годах прогнозируется ускорение этих темпов (рис. 3.3.1).

Прогноз макроэкономических показателей по базовому сценарию

в процентах



Источник: Министерство финансов и Министерство экономики.

В 2019 году ожидается сокращение сальдо внешнеторгового баланса до 1,5% ВВП по сравнению с показателем 2018 года.

В 2019 году, как и в 2018 году, ожидается высокий инвестиционный и потребительский спрос из-за дальнейшего увеличения инвестиций в основной капитал, роста валютных поступлений от международных денежных переводов, а также повышения минимальной заработной платы, заработных плат работников бюджетной сферы, пособий и других социальных выплат не ниже уровня инфляции. В таких условиях динамика **потребительского спроса** оказывает проинфляционное давление. Для ограничения инфляции спроса необходимо повысить сберегательную активность населения, в особенности, стимулировать инвестиции в долгосрочные сбережения.

Рост инвестиционного спроса в первом полугодии 2019 года будет также следствием **кредитования** в больших объемах в 2018 году. В условиях активного потребительского и инвестиционного спроса в экономике важно **не ограничивать импорт**, поскольку он помогает восполнить нехватку внутреннего предложения и сдерживает рост цен.

Изменение обменного курса в зависимости от состояния платежного баланса позволяет ему выполнять функцию «автоматического стабилизатора».

В 2019 году другим важным фактором инфляции станет **налоговая реформа**. С одной стороны, введение НДС для субъектов малого бизнеса вызовет удорожание их продукции (при полном охвате всех субъектов малого бизнеса), что в итоге приведет к росту инфляционного давления. С другой стороны, снижение налоговой нагрузки на крупных производителей может иметь инфляционный характер, так как будет стимулировать совокупный спрос через высвобождение дополнительных средств у налогоплательщиков.

Тем не менее, Центральный банк не видит существенных инфляционных рисков от расширения базы плательщиков НДС и введения новых акцизных налогов при условии эффективного налогового администрирования и широкого охвата НДС. Налоговая реформа будет иметь меньшие проинфляционные эффекты, если большая часть высвобожденных средств у бизнес-субъектов пойдет на расширение бизнеса и, соответственно, будет способствовать расширению предложения.

Как отмечено выше, прогноз дефицита государственного бюджета на уровне 1,8% ВВП в 2019 году означает, что денежно-кредитные условия будут формироваться под воздействием дополнительной ликвидности, возникающей в экономике. Для того чтобы ограничить влияние дополнительной ликвидности на уровень цен Центральный банк будет применять **комплекс денежно-кредитных операций стерилизационного назначения**.

В первые месяцы 2019 года высокое инфляционное давление будет вызвано повышением цен на энергоресурсы в ноябре 2018 года в рамках **либерализации регулируемых цен**. Индексация регулируемых цен будет иметь вторичные эффекты в виде повышения затрат производителей на единицу выпускаемого товара. Часть этих затрат будет переноситься в розничные цены. Анализ вторичных эффектов от повышения цен на электроэнергию, природный газ и бензин, а также индексации заработных плат подробно представлен в Приложении 4.

Индексация регулируемых цен может привести к сохранению высоких инфляционных ожиданий в экономике в течение продолжительного периода. Для стабилизации инфляционных ожиданий важно наладить открытый и регулярный диалог с общественностью. Подробное разъяснение целей, методов, сроков и результатов проводимой либерализации цен, а также заблаговременное объявление графика повышений регулируемых цен на среднесрочный период будут способствовать снижению инфляционных ожиданий населения.

В целом, с начала 2019 года **инфляционные процессы** будут формироваться как под воздействием факторов спроса, так и предложения. Активное кредитование в течение 2018 года окажет давление на инфляцию со стороны спроса, тогда как индексация цен на энергоресурсы в ноябре 2018 года – со стороны предложения. В результате, в I квартале 2019 года годовая инфляция может достичь **максимального значения** за 2019 год. После данного эпизода ускорения инфляция будет постепенно снижаться до конца года.

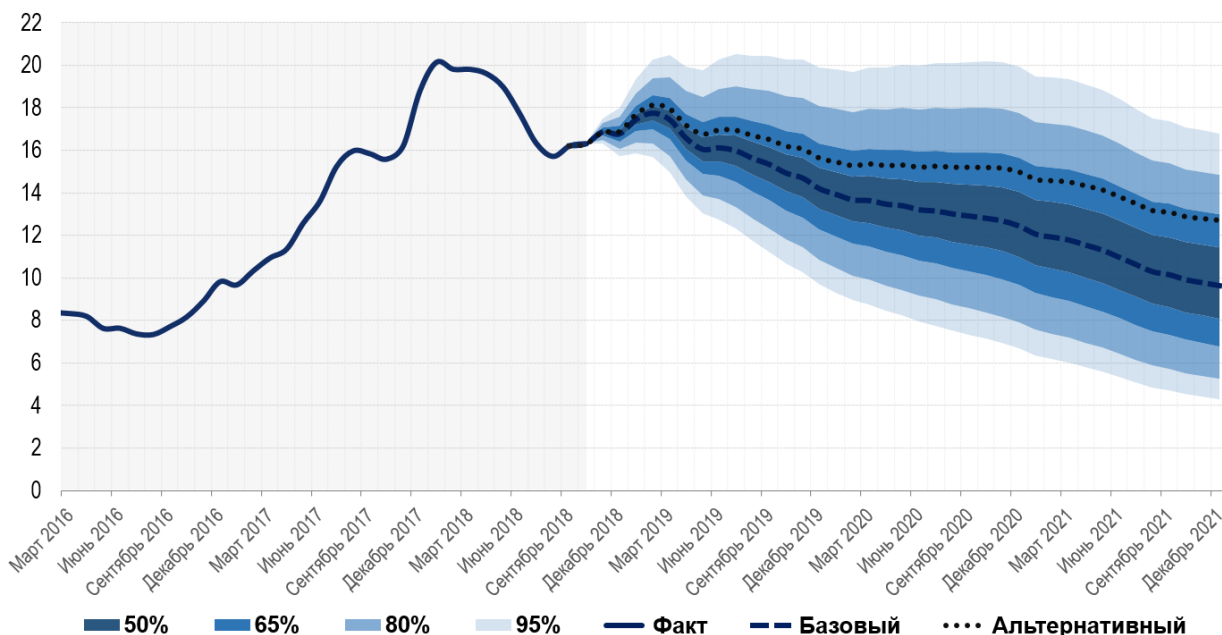
Однако очередная индексация тарифов на электроэнергию и природный газ в июне 2019 года будет сдерживать сезонное снижение общего уровня цен в период созревания нового урожая плодоовощной продукции, что также отразится на темпах годовой инфляции.

**В базовом сценарии предполагается, что регулируемые цены на энергоресурсы не будут повышены во втором полугодии 2019 года, темпы роста кредитования будут соразмерны росту экономики и во внешней торговле будут исполнены установленные нормы. С учетом указанных условий в 2019 году инфляция будет в диапазоне 13,5–15,5% (рис. 3.3.2).**

По мере достижения результатов структурных реформ в 2020–2021 годах в экономике будут уменьшаться ограничения, что позволит снизить давление на цены со стороны предложения. В первую очередь, это относится к реформе государственных предприятий и улучшению конкурентной среды во всех секторах экономики. **В этих условиях и при стабильной внешней среде к концу 2020 года годовая инфляции снизится до 10–12%.**



**Прогноз инфляции<sup>5</sup>**  
(в процентах, к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: расчеты Центрального банка.

Приверженность качественному институциональному развитию отечественной экономики с созданием благоприятной деловой среды, совершенствованием производственной инфраструктуры и развитием конкуренции на внутренних рынках будет способствовать устойчивому экономическому росту и **снижению инфляции до однозначного уровня в 2021 году.**

Согласно базовому сценарию, денежно-кредитная политика в 2019 году и среднесрочной перспективе будет **умеренно жесткой**, денежно-кредитные условия будут изменяться поэтапно на основе возникающих ситуаций. Инструменты привлечения и предоставления ликвидности будут использоваться в целях поддержания оптимального уровня ликвидности банковской системы.

Для того чтобы снизить вторичные эффекты от повышения регулируемых цен и расширения охвата НДС, а также для снижения давления на инфляцию со стороны спроса необходимо **ограничить**

<sup>5</sup> Доверительные интервалы (англ. *confidence bands*) вокруг прогноза инфляции иллюстрируют неопределенность, связанную с прогнозными показателями. Чем светлее область вокруг центральной линии, тем выше вероятность того, что инфляция окажется в указанном диапазоне. Например, вероятность того, что инфляция окажется в диапазоне самой темной области составляет 50%. Тогда как самая светлая область означает, что вероятность реализации инфляции в этой области составляет 95%.

**политику льготного кредитования** и предоставлять льготы по кредитам в виде процентных компенсаций, а также эффективно применять денежно-кредитные меры и макропруденциальные инструменты. Замедляющее воздействие ужесточения кредитной политики на экономическую активность будет минимизировано за счет снижения налоговой нагрузки на экономику и улучшения конкурентной среды.

В предстоящие годы при регулировании роста кредитования Центральный банк будет оказывать воздействие на стоимость денег с помощью денежно-кредитных инструментов и использовать механизмы регулирования неценовых условий кредитования. При этом Центральный банк будет ужесточать **процентную политику и меры пруденциального надзора**, являющимися его основными инструментами регулирования кредитования.

Введение ключевой ставки и процентного коридора Центрального банка в 2019 году повысит действенность процентной политики. В базовом сценарии изменение процентной ставки осуществляется исходя из прогнозных показателей инфляции. Этот сценарий не предусматривает возникновение острого дефицита ликвидности в банковской системе.

При проведении денежно-кредитных операций основное внимание будет уделяться поддержанию ликвидности банковской системы на уровне, обеспечивающим **положительные** реальные процентные ставки на межбанковском денежном рынке. В развивающихся странах равновесный уровень реальных процентных ставок составляет **2–2,5 п.п.** При переходе к инфляционному таргетированию в Узбекистане для снижения инфляционных ожиданий и инфляции важно обеспечить сравнительно высокие реальные процентные ставки. Это повысит привлекательность депозитов в национальной валюте, склонность населения и бизнес-субъектов к сбережению и сделает более умеренной склонность к заимствованию. Положительные реальные процентные ставки способствуют формированию умеренного внутреннего потребительского спроса и снижению его влияния на инфляцию.

#### **Оптимальный уровень ликвидности банковской системы**

С учетом того, что ликвидность банковской системы формируется исключительно за счет автономных факторов, в ближайшие годы с большой

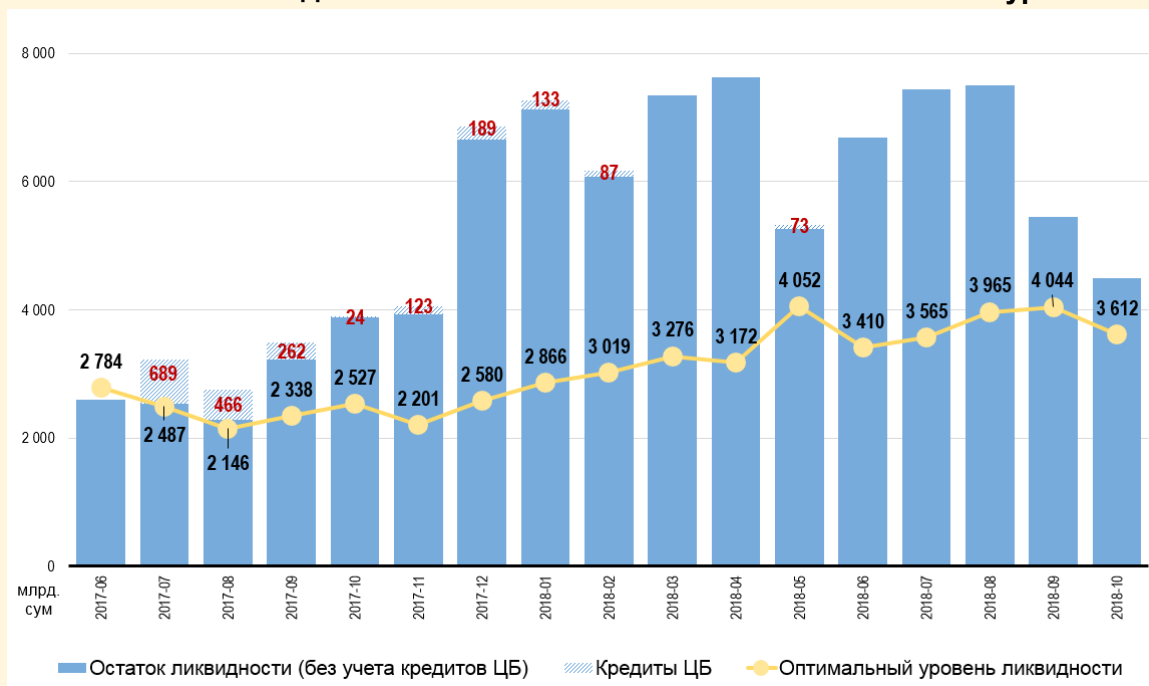
вероятностью ожидается ее структурный профицит.

Практика прошлых лет показывает, что при уровне ликвидности ниже 4–4,5 трлн. сум у многих банков появляется спрос на кредиты Центрального банка. Меньшие объемы ликвидности указывают на ее потенциальный дефицит.

Оценка оптимального уровня ликвидности путем моделирования суммы остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков в Центральном банке, ставки рефинансирования Центрального банка и объема затрат на привлеченные на межбанковском денежном рынке ресурсы показывает, что в 2019 году оптимальный объем ликвидности банковской системы может быть около 3,5–4,5 трлн. сум. Однако по мере развития денежного рынка этот показатель может меняться.

Согласно результатам анализа, в июне–июле 2017 года в банковской системе наблюдался структурный дефицит ликвидности и у банков появился спрос на кредиты Центрального банка. В последующие периоды в банковской системе формировался структурный профицит ликвидности, что смягчило денежно-кредитные условия.

### Объем ликвидности банковской системы и ее оптимальный уровень



Источник: расчеты Центрального банка.

В предстоящие годы посредством изменения ставки рефинансирования Центральный банк может существенно повлиять на уровень ликвидности. Превышение оптимального уровня ликвидности указывает на необходимость проведения Центральным банком стерилизационных операций. Наоборот, если объем ликвидности ниже оптимального значения, то в банковской системе возникает ее дефицит.

Центральный банк ограничит влияние монетарных факторов на инфляцию посредством поддержания ликвидности на **уровне, соответствующим процентным ставкам**. Центральный банк будет изменять ставку рефинансирования, исходя из состояния ликвидности банковской системы, уровня инфляции и денежно-кредитных условий.

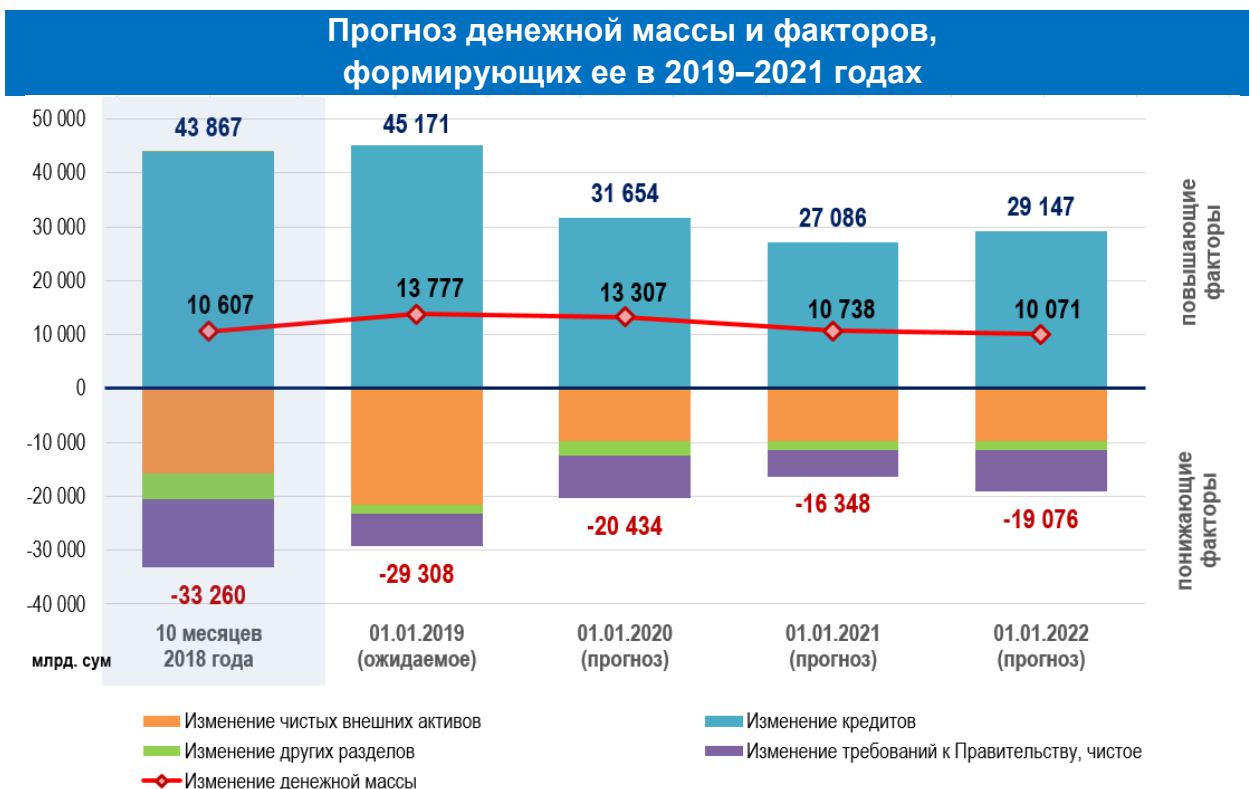
В период перехода к инфляционному таргетированию Центральный банк использует **процентные ставки на денежном рынке** в качестве своего операционного целевого показателя. Операционный показатель необходим для формирования процентных ставок на денежном рынке на уровне основного процентного инструмента Центрального банка.

Учитывая то, что продолжительность влияния денежно-кредитных показателей на инфляцию составляет **от 1 до 7 кварталов**, при изменении процентной ставки Центральный банк опирается на прогнозные показатели. В базовом сценарии промежуточной целью денежно-кредитной политики в 2019 году является прогноз инфляции **13,5–15,5%**. Прогноз инфляции выполняет роль индикатора, влияющего на формирование инфляционных ожиданий.

На переходном этапе внедрения инфляционного таргетирования Центральный банк не устанавливает конкретные целевые параметры **денежно-кредитных агрегатов**, а прогнозирует их будущую динамику. Поэтому данные показатели являются программными прогнозными показателями и их достижение не является целью денежно-кредитной политики (рис. 3.3.3).

В 2019–2021 годах ожидается снижение темпа роста денежной массы. При этом рост денежной массы в ближайшие годы зависит от развития посреднической роли на финансовом рынке. В частности, развитие вторичного рынка государственных ценных бумаг и проведение структурных реформ в экономике дадут дополнительный импульс росту денежной массы. Это приведет к увеличению доли денежной массы в структуре ВВП и усилению инфляционного давления в экономике.

В ближайшие годы кредиты, выделяемые экономике, станут основным фактором увеличения денежной массы. В частности, в январе–октябре 2018 года объем выданных банками кредитов вырос на **40%**, в 2019 году прогнозируется рост кредитования на **25%**, в 2020 году – на **15%** и в 2021 году – на **14%**. При этом предполагается, что кредиты будут выделяться на наиболее эффективные направления, исходя из возможностей банков.



Источник: расчеты Центрального банка.

Снижение чистых внешних активов банковской системы станет одним из важных факторов уменьшения денежной массы. В 2019–2021 годах вследствие дефицита счета текущих операций платежного баланса ожидается сокращение объема чистых внешних активов банковской системы.

Снижение суммы чистых требований к Правительству также станет фактором снижения денежной массы. В частности, ожидается, что увеличение обязательств коммерческих банков перед Правительством дополнительно увеличит денежную массу в среднем на 7 трлн. сум в последующие годы. Достижение прогноза инфляции и снижение инфляции требуют коренного пересмотра практики льготного кредитования в рамках государственных программ.

Активное кредитование в 2017–2018 годах привело к определенному увеличению долгового бремени в экономике (в **2 раза** по сравнению с 2010–2016 годами). В 2019–2021 годах обслуживание задолженности, образованной за последние годы, когда рост экономики был относительно высоким, повышает риски ухудшения финансового состояния заемщиков. С проблемами по обслуживанию

задолженности, особенно, могут столкнуться государственные предприятия в период их реформирования.

Сроки обслуживания предприятиями базовых отраслей кредитов ФРРУ, реструктурированных после валютной либерализации в 2017 году, приходится именно на 2019–2021 годы.

**Сложившаяся ситуация с кредитованием и сохранение финансовой стабильности требуют пересмотра методов кредитования предприятий реального сектора экономики и изучения эффективности выделенных кредитов.** Важно проанализировать эффективность проектов, которым выделялись кредиты в рамках программ развития, целевое использование данных средств, а также налаженность производственных процессов по этим проектам.

При условии эффективной реализации структурных реформ, указанных во внутренних условиях экономического развития и формирования всех остальных условий по базовому сценарию, к 2021 году Центральным банком будет объявлен основной целевой показатель денежно-кредитной политики – среднесрочная цель по инфляции.

При реализации рисков, связанных с внешними, структурными и налогово-бюджетными факторами, и выходе прогнозных показателей за пределы параметров, заложенных в базовом сценарии, Центральный банк будет применять меры, предусмотренные в рисковом сценарии.

### ***3.3.2. Рисковый (альтернативный) сценарий***

В рисковом сценарии закладывается усиление инфляционных процессов и быстрый рост инфляции вследствие реализации рисков, связанных с внешней, структурной и налогово-бюджетной политикой, в условиях непредвиденного развития макроэкономической ситуации. В частности, в среднесрочной перспективе предусматривается значительное ухудшение экономической ситуации в странах – основных торговых партнерах, снижение цен на основные экспортные товары на мировых рынках, замедление реформ по либерализации экономики или недостижение ожидаемых результатов, расширение льготного кредитования экономики из централизованных источников,

превышение дефицита государственного бюджета сверх установленных норм.

Риски	Первичный эффект	Вторичный эффект	Меры
Экономическая ситуация в России и странах – основных торговых партнерах ухудшится сильнее, чем ожидалось	- уменьшатся международные денежные переводы; - сократится экспортная выручка.	- сократится предложение на валютном рынке; - возникнет девальвационное давление на курс сума; - уменьшатся депозиты в национальной валюте; - усилится инфляционное давление.	- совместно с Правительством будут приняты меры по смягчению волатильности на внутреннем валютном рынке; - денежно-кредитные условия будут еще более ужесточены; - посредством увеличения частоты и масштаба использования инструментов денежно-кредитной политики будет снижен уровень ликвидности банковской системы и повышена привлекательность депозитов в национальной валюте.
Снижение цен на основные экспортные товары	- сократятся валютные поступления от экспорта; - появится девальвационное давление.	- предприятия-экспортеры столкнутся с финансовыми трудностями; - повысятся риски по возврату кредитов; - уменьшатся внутренние инвестиции.	- обменному курсу будет позволено выполнять функцию автоматического стабилизатора; - при принятии решений основное внимание будет уделяться динамике реального эффективного курса; - будут усилены пруденциальные требования для недопущения распространения проблем в некоторых отраслях экономики на банковскую систему.
Рост индекса доллара США	- ослабеют валюты стран – основных торговых партнеров.	- уменьшатся международные денежные переводы; - усилятся девальвационные ожидания.	- посредством коммуникационного канала населению и бизнесу будут разъясняться фундаментальные факторы изменения обменного курса национальной валюты; - будет предотвращена волатильность на внутреннем валютном рынке; - будет проводится политика по повышению привлекательности активов в национальной валюте.
Ужесточение денежно-кредитной политики ведущими центральным и банками.	- произойдет отток инвестиций из развивающихся стран в развитые страны; - замедлится экономический рост и ускорится инфляция в странах – основных торговых партнерах.	- со стороны стран – основных торговых партнеров снизится спрос на отечественные экспортные товары; - уменьшатся прямые инвестиции из стран – основных торговых партнеров; - усилится давление на счет текущих операций платежного баланса из-	- в Правительство будут внесены предложения по привлечению долгосрочных инвестиций международных финансовых институтов, улучшению инвестиционного климата и использованию внутренних возможностей экономического роста; - будет изучаться влияние инвестиций и изменений на внутреннем валютном рынке на ценовую стабильность, и в случае необходимости, будут

		за увеличения импорта из этих стран.	активно использованы денежно-кредитные инструменты.
--	--	--------------------------------------	---

Из-за резкого снижения цен на драгоценные и цветные металлы и другие основные экспортные товары вследствие различных непредвиденных факторов (более сильное снижение цен на нефть по сравнению с ожидаемым уровнем, ужесточение санкций и др.) может произойти существенное сокращение объемов экспорта.

Ухудшение внешнеэкономических условий, прежде всего, отразится на торговом балансе страны и вызовет сокращение денежных переводов из-за рубежа. В этих условиях обменный курс сума ослабеет, что приведет к росту внутренних цен через цены на импортные товары и сырье.

Кроме того, учитывая, что значительная часть прямых иностранных инвестиций в Узбекистан поступает из стран – основных торговых партнеров, дестабилизация их экономик окажет дополнительное давление на обменный курс через инвестиционный канал. В этих условиях инфляционные ожидания населения и бизнес-субъектов будут высокими, и инфляция сохранится на высоком уровне.

Из-за ухудшения внешних условий замедлятся проводимые структурные реформы, снизится их эффективность и удлинятся горизонты их отдачи. В частности, не будут своевременно достигнуты ожидаемые результаты реформы государственных предприятий и либерализации регулируемых цен. Приватизация государственных предприятий-монополистов в основных отраслях экономики будет отложена, на внутреннем рынке не будет создана конкурентная среда и продолжится рост внутренних цен. Увеличение налоговой нагрузки на малые предприятия в результате сохранения недостатков в налоговом администрировании и усиление административных ограничений на импорт товаров могут привести к увеличению размера «теневого экономики».

Рисковый сценарий предполагает сокращение объемов производства сельскохозяйственной продукции и его предложения на внутреннем рынке в среднесрочной перспективе, обусловленных неблагоприятными погодными условиями.



В случае частичной или полной реализации указанных рисков, инфляция будет значительно выше, чем в базовом сценарии – в пределах **17–18%** в 2019 году.

При таком развитии ситуации Центральный банк будет проводить **более жесткую денежно-кредитную политику**, чем в базовом сценарии, и поддерживать жесткие условия дольше. Будет разработан комплекс радикальных мер по сдерживанию инфляционных процессов. При этом Центральный банк будет использовать, в основном, **процентные инструменты по привлечению ликвидности** для поддержания ликвидности банковской системы на минимальном уровне.

Операционной целью Центрального банка будет поддержание реальных процентных ставок межбанковского денежного рынка в положительной области, то есть сохранение положительной разницы между уровнем инфляции и номинальными процентными ставками.

В рисковом сценарии Центральный банк может более резко изменять ключевую ставку, в особенности, **в сторону повышения** с целью повышения привлекательности активов в национальной валюте, сдерживания инфляции и снижения девальвационного давления. В то же время, для постепенного повышения доверия населения и предпринимателей к национальной валюте и склонности к сбережению в ней, а также создания предсказуемых условий будут внедрены новые инструменты денежно-кредитной политики.

Согласно этому сценарию, продолжение кредитования такими же **высокими темпами**, как в 2018 году (среднегодовой рост кредитного портфеля банков составил **30–40%**) вызовет диспропорцию в денежных потоках в экономике и может ускорить инфляцию и усилить девальвационное давление на обменный курс. В результате увеличения долгового бремени в экономике, финансовые проблемы, связанные с их погашением, могут обостриться в будущем. В этих условиях Центральный банк **ужесточит требования для банков по кредитованию и усилит пруденциальные требования**. В противном случае, чрезмерное кредитование может вызвать дополнительный рост потребительского спроса в экономике или отток иностранной валюты из страны.

В рисковом сценарии сальдо внешней торговли будет больше, чем в базовом сценарии. При этом импорт в 2019–2021 годах может превысить показатели базового сценария на **20–25%**.

Если обменный курс станет чрезмерно волатильным, то в целях его стабилизации, а также сглаживания спроса и предложения на внутреннем валютном рынке Центральный банк будет проводить **валютные интервенции**. Политика интервенций будет корректироваться, исходя из соотношения рыночного спроса, и не будет влиять на фундаментальный тренд обменного курса.

В обоих сценариях предусмотрен осмотрительный подход при определении условий финансирования. Денежно-кредитные условия могут быть пересмотрены с учетом инфляционных ожиданий и прогнозного уровня инфляции.

Центральный банк не исключает возможности возникновения **других рисков**, которые не предусмотрены в вышеупомянутых сценариях, но могут оказать влияние на динамику инфляции. В связи с этим, комплекс ответных мер со стороны денежно-кредитной политики разрабатывается, исходя из масштаба и продолжительности воздействия этих рисков на инфляционные процессы и ожидания.

Центральный банк будет обновлять и совершенствовать свои прогнозы по мере изменения макроэкономической ситуации и условий, а также информировать широкую общественность обо всех изменениях в денежно-кредитной сфере посредством пресс-релизов и денежно-кредитных обзоров.

## IV. РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И УСЛОВИЯ ИХ ПРИМЕНЕНИЯ В 2019–2021 ГОДАХ

При использовании и развитии инструментов денежно-кредитной политики в 2019–2021 годах основное внимание будет уделяться достижению операционной и промежуточной целей денежно-кредитной политики и эффективному регулированию ликвидности в банковской системе. При этом Центральный банк, используя процентные инструменты денежно-кредитной политики (с целью воздействия на стоимость финансовых активов), создаст необходимые условия для формирования положительных реальных процентных ставок в экономике.

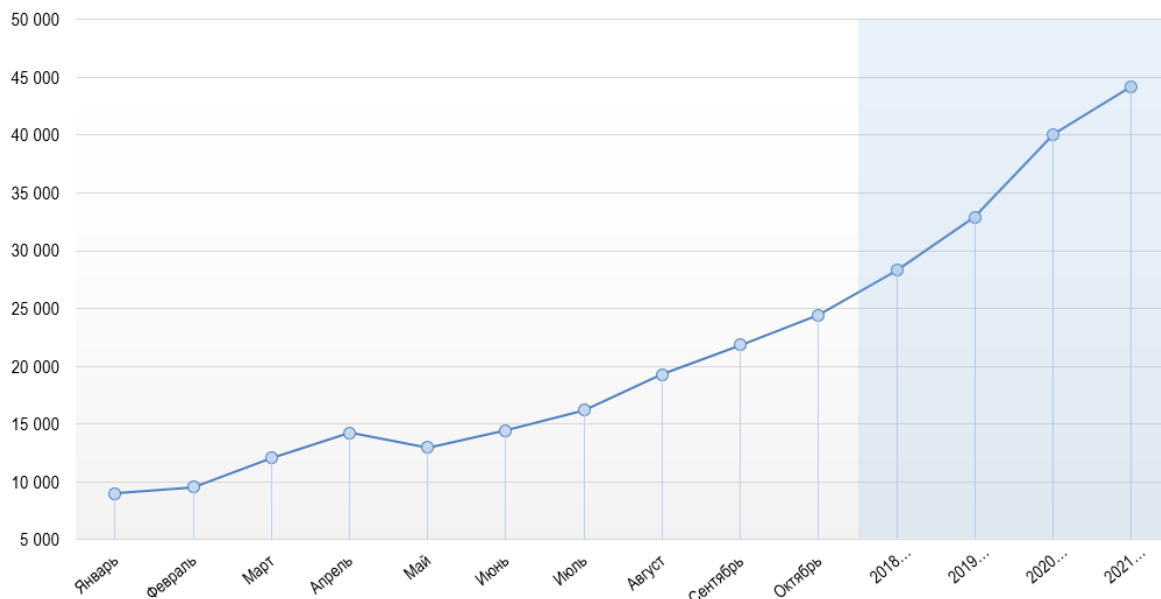
### 4.1. Совершенствование инструментов денежно-кредитной политики в 2019–2021 годах

В 2019–2021 годы Центральный банк сохранит позицию, направленную на поддержание оптимального уровня ликвидности в банковской системе, недопущение структурного профицита или дефицита ликвидности. В частности, динамика ликвидности, сформировавшаяся в предыдущие периоды за счет автономных факторов<sup>6</sup> в банковской системе, показывает резкие темпы роста (рис. 4.1.1).

Исполнение государственного бюджета с дефицитом и сохранение операций, связанных с приобретением монетарного золота, в предстоящие годы будут факторами, увеличивающими ликвидность в банковской системе. Это требует регулярного проведения стерилизационных операций Центрального банка при регулировании ликвидности банковской системы. При этом стерилизационные операции будут проводиться посредством краткосрочных депозитных аукционов.

<sup>6</sup> Автономные факторы – факторы, формирующие ликвидность без учета операций Центрального банка, связанных с управлением ликвидностью (операции Правительства, изменение объема наличных денег в обращении и другие факторы).

**Прогноз формирования ликвидности в банковской системе за счет автономных факторов в 2019–2021 годы (в млрд. сум)**



Источник: расчеты Центрального банка.

Также, при необходимости периодически могут быть организованы аукционы для привлечения долгосрочных депозитов коммерческих банков или размещения облигаций Центрального банка.

В 2019–2021 годы при дальнейшем совершенствовании инструментов денежно-кредитной политики Центральным банком будут учитываться изменения, происходящие в макроэкономических условиях.

В то же время, при решении поставленной задачи у каждого инструмента денежно-кредитной политики есть свои преимущества и недостатки. Несмотря на то, что конечная цель всех инструментов денежно-кредитной политики одна и та же, механизм их работы и сила воздействия различны. В связи с этим, в определенный период для выполнения конкретной задачи используется один или набор из нескольких инструментов.

Недостаточность действующих инструментов денежно-кредитной политики (интервенции, ставка рефинансирования, обязательные резервы, кредиты Центрального банка), их низкая эффективность и ограниченность своевременного воздействия на ликвидность в банковской системе требуют пересмотра стратегии и способов их применения.

В ближайшие годы также будет совершенствоваться стратегия

интервенций при осуществлении Центральным банком стерилизационных операций.

Ряд изменений, внесенных в 2018 году в порядок и нормы обязательного резервирования, приблизили данный инструмент к международным стандартам. При необходимости, исходя из денежно-кредитных условий, в нормативы обязательных резервов могут быть внесены новые изменения.

Кроме того, для предоставления ликвидности коммерческим банкам Центральный банк будет проводить с ними **аукционные торги** по кредитам под залог иностранной валюты и валютным свопам.

Центральный банк будет уделять особое внимание как развитию действующих инструментов денежно-кредитной политики, так и внедрению новых.

Принимая во внимание важность процентного канала при переходе к инфляционному таргетированию, неэффективное функционирование и недостаточное развитие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в Узбекистане, для эффективного воздействия на ликвидность в банковской системе Центральным банком будут введены новые процентные инструменты.

### Процентные инструменты по управлению ликвидностью

Вид операции	Цель	Форма	Срок	Частота
Основные операции	Управление объемом ликвидности	Депозитные аукционы, своп, аукционы репо	2 недели/ 1 месяц	Еженедельно/ по мере необходимост и
Постоянные операции	Установление нижней и верхней границ процентного коридора	Кредиты овернайт, валютные свопы, депозиты (через аукционы)	От 1 до 6 дней (или 1 неделя)	Ежедневно/ по мере необходимост и
Долгосрочные операции	Управление ликвидностью в среднесрочном периоде	Облигации, кредиты	1-, 3-, 6- месячные, годовые	По мере необходимост и

Следует отметить, что нынешняя ставка рефинансирования Центрального банка с точки зрения управления ликвидностью банковской системы применяется исключительно для предоставления

ликвидности. Соответственно, действующая ставка рефинансирования не может выполнять функции инструмента ключевой ставки, широко используемой центральными банками развитых стран.

Выпуск в обращение государственных ценных бумаг Министерством финансов станет основой для проведения Центральным банком операций репо с коммерческими банками при регулировании ликвидности, а также запуска операций на открытом рынке.

На начальном этапе в целях привлечения избыточной ликвидности в банковской системе Центральный банк начнет проведение **двухнедельных и месячных депозитных аукционов**.

На основании «Концепции развития и реализации денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе» Центральным банком в конце 2019 года наряду с ключевой ставкой предусматривается введение процентного коридора. Практическое применение этих индикаторов послужит основой для совершенствования процентных инструментов денежно-кредитной политики.

### Перспективы формирования кривой доходности

Отсутствие в обращении государственных ценных бумаг на протяжении долгих лет может создать некоторые трудности для Центрального банка Узбекистана при определении уровня ключевой ставки на начальном этапе. Выпуск в обращение государственных ценных бумаг служит основой для формирования кривой доходности по ним. В свою очередь, кривая доходности государственных ценных бумаг может служить ориентиром при определении параметров операций Центрального банка на денежном рынке. Она также позволяет прогнозировать уровень краткосрочных процентных ставок.

Теоретически, полное формирование кривой доходности государственных ценных бумаг поможет оценить будущее состояние экономики. Возрастающая кривая доходности свидетельствует о наличии инфляционных рисков и ожидании повышения процентных ставок. Снижающаяся кривая доходности означает приближение экономики к рецессии.

Формирование кривой доходности происходит не сразу и считается длительным процессом. Учитывая то, что в ближайшее время планируется выпуск в обращение только краткосрочных облигаций, появление кривой доходности государственных ценных бумаг в условиях Узбекистана может занять несколько лет.

Для этого, прежде всего, налогово-бюджетная политика и бюджетные операции должны осуществляться полностью на основе рыночных механизмов. При этом перво- и второочередные расходы Правительства (расходы на социальную сферу, заработная плата, пособия, пенсии и т.д.) должны осуществляться за счет налогов и обязательных платежей, а расходы на экономику – за счет долгосрочных средств, привлеченных непосредственно на финансовых рынках. Вместе с тем, введение бюджетного правила, в целях обеспечения соответствия доходов и расходов государственного бюджета, позволит привлекать ресурсы в экономике по

рыночным процентным ставкам путем выпуска в обращение государственных ценных бумаг.

Поэтому важное значение имеет появление длинных денег в экономике и готовность инвесторов вкладывать инвестиции в экономику Узбекистана, в частности в долгосрочные государственные ценные бумаги.

#### **4.2. Повышение эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики**

В 2019–2021 годы одной из главных целей Центрального банка будет повышение эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Учитывая важность процентного канала при переходе к режиму инфляционного таргетирования, Центральный банк будет уделять особое внимание развитию данного канала трансмиссионного механизма.

Учитывая, что в последующие годы в банковской системе ожидается возникновение структурного профицита ликвидности, Центральный банк будет активно использовать процентные инструменты денежно-кредитной политики при стерилизации избыточной ликвидности.

Анализ денежных потоков на отечественном межбанковском денежном рынке показывает, что подавляющая часть операций на этом рынке совершается со сроком от 1 до 2 недель (до 1 месяца). Поэтому Центральным банком вводится практика двухнедельных/месячных депозитных аукционов.

Реализация Центральным банком депозитных аукционов с коммерческими банками станет первым шагом в активизации процентного канала трансмиссионного механизма.

Максимальная процентная ставка для еженедельных депозитных аукционов устанавливается в размере ключевой ставки Центрального банка и торги начинаются с этой ставки. Действующая ставка рефинансирования Центрального банка станет максимальной процентной ставкой для депозитных аукционов до введения в практику инструмента ключевой ставки.

На депозитных аукционах минимальная процентная ставка, определенная по принципу «сверху вниз», определяет фактическую стоимость свободных ресурсов на рынке. Внедрение депозитных аукционов способствует приближению ставок по депозитам на межбанковском денежном рынке, являющихся промежуточной целью

Центрального банка, к ставке рефинансирования. Данные депозитные аукционы являются, прежде всего, основным инструментом эффективного управления ликвидностью в банковской системе.

В процессе постоянного проведения депозитных аукционов Центральным банком будут привлекаться низкопроцентные депозиты. В свою очередь, привлечение ресурсов от банков, размещающих депозиты по низким ставкам, поэтапно повышает процентные ставки на межбанковском денежном рынке. В результате, процентные ставки на межбанковском денежном рынке приблизятся к ставке рефинансирования Центрального банка.

Однако в случае структурного дефицита ликвидности в банковской системе Центральным банком будут проводиться одно- и двухнедельные аукционы обратного репо, свопов и кредитов (под залог иностранной валюты). Процентные ставки по этим аукционным операциям начинаются со ставки рефинансирования Центрального банка и определяются по принципу «снизу вверх». Операции по предоставлению ликвидности банковской системе влияют на процентные ставки на межбанковском денежном рынке и позволяют приблизить их к ключевой ставке.

Центральный банк будет постоянно проводить операции от 1 до 6 дней (депозитные операции, операции репо и своп) в целях установления процентного коридора. При предоставлении однодневной ликвидности Центральным банком будут использованы операции овернайт и однодневные валютные свопы, а при абсорбировании ликвидности – однодневные депозитные операции.

Процентная ставка по однодневным депозитным операциям Центрального банка определяет нижнюю границу процентного коридора, а процентная ставка по кредитам овернайт или валютным свопам – верхнюю границу.

Нижняя и верхняя границы процентного коридора устанавливаются с одинаковой разницей относительно промежуточной ставки<sup>7</sup> Центрального банка, то есть симметрично. Величина

---

<sup>7</sup> Промежуточная ставка – операционная ставка, отличная от ставки рефинансирования, которая находится между нижней и верхней границами процентного коридора и используется до введения ключевой ставки.



симметричного отступа нижней и верхней границ от ключевой ставки определяется исходя из процентных ставок на аукционах.

Начиная со второй половины 2019 года действенность процентного канала денежно-кредитной политики будет повышаться. С учетом наличия необходимых условий для внедрения ключевой ставки Центральный банк внедрит данный инструмент в практику в IV квартале 2019 года.

При внедрении ключевой ставки Центральный банк будет определять ее уровень исходя из денежно-кредитных условий, уровня инфляции и промежуточной процентной ставки, определенной на еженедельных аукционах, на тот момент времени.

В ближайшие годы ужесточение кредитной политики начнет оказывать влияние на экономику через кредитный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Особое внимание будет уделено прекращению практики кредитования низкорентабельных проектов.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Приложение 1

#### Процентные ставки по операциям Центрального банка Узбекистана

Цель операции	Вид инструмента	Виды операций	Срок	Процентная ставка
Операции предоставлены ликвидности	Операции постоянного доступа	Кредиты без обеспечения	До 90 дней	Ставка рефинансирования ЦБ + 3 процентных пункта
		Операции своп (сумовая процентная ставка для расчета форвард-курса)	До 90 дней	Ставка рефинансирования ЦБ + процентная ставка иностранной валюты + 2,5 процентных пункта
		Кредиты рефинансирования под залог (по фиксированной процентной ставке)	От 8 до 90 дней	Ставка рефинансирования ЦБ + 2,5 процентных пункта
	До 7 дней		Ставка рефинансирования ЦБ + 2 процентных пункта	
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по кредитам рефинансирования под залог	1 месяц	Ставка рефинансирования ЦБ + 1 процентный пункт
			2 недели	Ставка рефинансирования ЦБ
Операции абсорбирования ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы по депозитным операциям	2 недели	Ставка рефинансирования ЦБ
			1 месяц	Ставка рефинансирования ЦБ + 1 процентный пункт

	Операции постоянного доступа	Депозитные операции	До 7 дней	Ставка рефинансирования ЦБ - 2 процентных пункта
	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы по облигациям Центрального банка	До 1 года	Ставка рефинансирования ЦБ

## **График заседаний Правления по рассмотрению ставки рефинансирования Центрального банка на 2019 год**

Заседания Правления Центрального банка по ставке рефинансирования в 2019 году будут проводиться согласно следующему графику:

26 января;

20 апреля;

20 июля;

19 октября.

Решения Правления Центрального банка по ставке будут объявляться в виде пресс-релиза в 15:30 того же дня на официальном сайте Центрального банка.

## Каналы коммуникации по денежно-кредитной политике Центрального банка Узбекистана

<i>Канал коммуникации</i>	<i>Периодичность</i>	<i>Предоставляемая информация</i>
<b>Постоянные каналы коммуникации</b>		
Пресс-релизы по решениям заседания Правления	После заседания Правления	Основания и объяснения принятых решений
Анализ динамики цен в экономике	Ежемесячно/Ежеквартально	Анализ особенностей и факторов изменения внутренних цен
Открытые заседания Правления Центрального банка	По плану-графику	Предоставление сведений об изменениях в денежно-кредитной политике и банковской системе СМИ и широкой общественности
Отчет об инфляционных ожиданиях	Ежеквартально	Результаты опроса по изучению ожиданий населения и субъектов предпринимательства
Обзор денежно-кредитной политики	Ежеквартально	Анализ проделанных работ и наблюдаемых изменений в денежно-кредитной сфере
Анализ предприятий реального сектора	Ежеквартально	Результаты опроса по экономическому состоянию и будущим изменениям предприятий реального сектора экономики
Статистический бюллетень	Ежеквартально	Статистика денежно-кредитных показателей и показателей банковской системы
Основные направления денежно-кредитной политики	Ежегодно	Цели и задачи денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе
Годовой отчет	Ежегодно	Результаты мер, осуществленных в денежно-кредитной сфере и банковской системе
<b>Другие каналы коммуникации</b>		
Интервью, брифинги и передачи в СМИ	По мере необходимости	Объяснения по принятым решениям, сведения и официальные мнения об изменениях в сфере
Встречи и семинары	По мере необходимости	
Статьи в научных журналах	По мере необходимости	Результаты научных исследований в денежно-кредитной сфере

Пресс-релизы и официальные разъяснения	По мере необходимости	Официальные мнения и объяснения по изменениям, происходящим в макроэкономической сфере
--	-----------------------	--

## Анализ таблиц затрат-выпуска

Согласно расчетам, прямое влияние повышения тарифов на энергоносители на ИПЦ по итогам 2018 года составит 1,1%. Однако на втором этапе изменение тарифов приведет к изменению цен на другие потребительские товары и услуги через увеличение себестоимости производства.

Центральным банком проведен анализ с использованием таблиц затрат-выпуска<sup>8</sup> в целях оценки влияния изменения тарифов на электроэнергию, газ и бензин на рыночные цены и себестоимость продукции отраслевых предприятий-производителей.

При этом были использованы следующие предположения: вид и качество произведенной продукции не изменятся, сырье и материалы не взаимозаменяемы и производители в целях сохранения рентабельности будут повышать рыночную стоимость конечного продукта в соответствии с увеличением себестоимости. С учетом этих условий был использован метод итераций<sup>9</sup>.

В анализе использовались номинальные значения межотраслевых промежуточных затрат, заработных плат и других факторов дохода, рассчитанных по 46 основным отраслям экономики<sup>10</sup>.

При этом сумма валовой продукции каждой отрасли была приравнена 100% и в ее себестоимости найдены доли продукции других отраслей. В частности, 33,6% затрат отрасли переработки нефтепродуктов приходится на продукцию горнодобывающей промышленности и отрасли добычи полезных ископаемых.

### Влияние повышения цен на энергоносители

На первом этапе метода итераций изучено влияние повышения в ноябре 2018 года и первом полугодии 2019 года тарифов на электроэнергию, газ и бензин на 62,4%, 124,3% и 15,8%, соответственно, на себестоимость производства по отраслям. При этом доля затрат на электроэнергию, газ и бензин в различных отраслях

<sup>8</sup> Подготовлено на основе данных Государственного комитета по статистике за 2015 год.

<sup>9</sup> В отличие от методики инверсии Леонтьева, данный метод определяет влияние передачи повышения тарифов на отрасли через итерации.

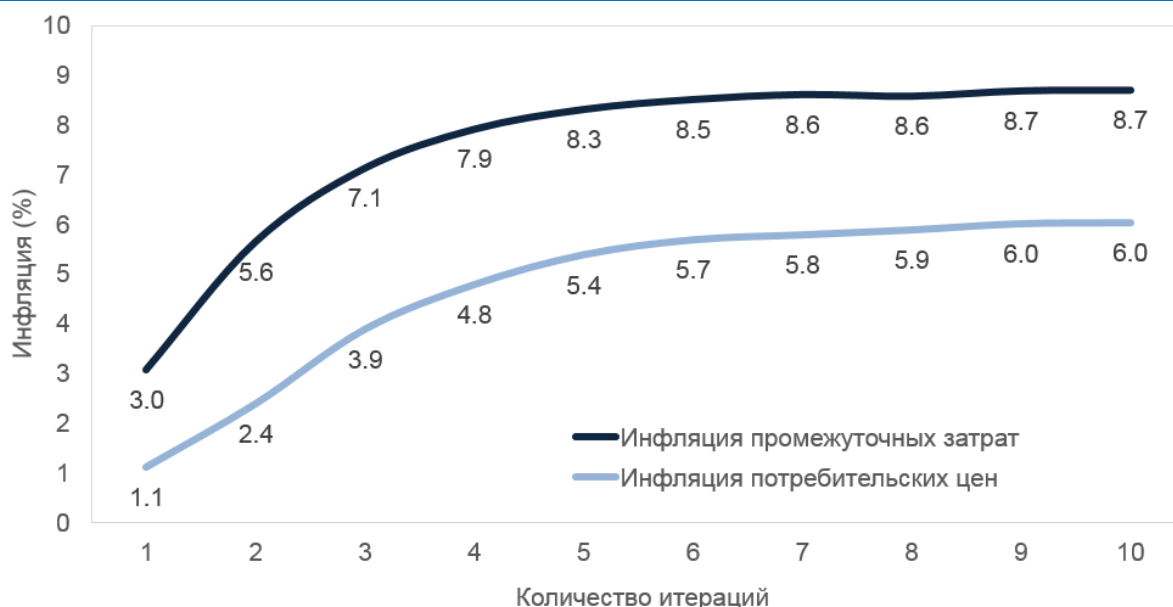
<sup>10</sup> Полные расчеты по результатам данного анализа могут быть предоставлены по запросу.

была умножена на коэффициенты 1,374, 1,793 и 1,158<sup>11</sup> (затраты подразделений, использующих продукцию соответствующих отраслей<sup>12</sup>, увеличатся на 37,4%, 79,3% и 15,8%).

При первой итерации повышение данных тарифов повысило общую себестоимость производства на 3,0%, что привело к росту потребительских цен на 1,1%. В частности, затраты на производство в таких отраслях, как производство бумажной продукции, химической продукции, а также горнодобывающая промышленность и добыча полезных ископаемых увеличились на 4,9%, 8,5% и 9,1% соответственно.

Рис. 1

**Влияние повышения цен на электроэнергию, газ и бензин на производственные и потребительские цены**



На втором этапе итерации учитывалось, что каждое предприятие в целях поддержания рентабельности скорректирует свои затраты из-за изменения тарифов, и столбцы вышеупомянутых отраслей были умножены на 1,049, 1,085 и 1,091 соответственно. В результате, общие производственные и потребительские цены выросли на 5,6% и 2,4% соответственно.

На третьем этапе наблюдалась передача влияния изменения тарифов на энергоносители на все отрасли и рост общего уровня цен в

<sup>11</sup> В расчетах было использовано предположение, что доля природного газа в затратах горнодобывающей промышленности составляет 64%, а доля электроэнергии в производстве электроэнергии, газа и кондиционирования воздуха – 60%.

<sup>12</sup> Электроэнергия, газ и кондиционирование воздуха, горнорудные работы, водоснабжение, канализация и услуги по вывозу бытовых отходов, др.

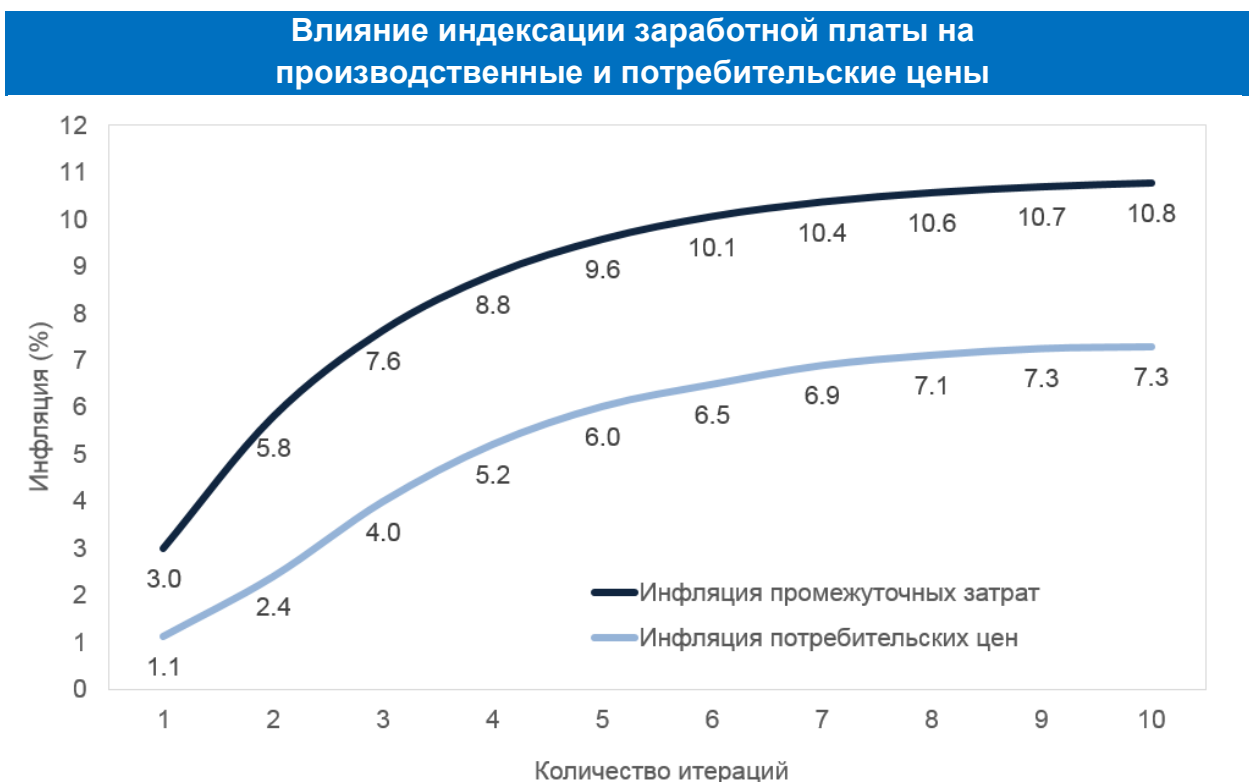


производстве составил 7,1%. Данные итерации продолжались до 10-го этапа, тогда как после 7-го этапа влияние изменения тарифов минимизировалось (рис. 1).

### Влияние индексации заработной платы на будущую инфляцию

Наряду с повышением цен на энергоносители было изучено влияние индексации заработной платы на инфляцию. Уровень индексации был установлен на уровне 15% годовых. Согласно результатам анализа, индексация приводит к дополнительному росту себестоимости продукции на 2,1% и потребительских цен на 1,3% (рис. 2).

Рис. 2



С учетом того, что данные расчеты основаны на таблицах затрат-выпуска 2015 года, то степень их точности зависит от нескольких факторов.

Во-первых, доля импортных товаров в общем объеме производства определенной отрасли в 2015 году может отличаться от доли в текущем году.

Если доля импорта недооценена, то влияние удорожания энергоносителей на себестоимость производства переоценено.

Во-вторых, продолжительность передачи изменения цен производителей на потребительские цены по различным отраслям может составить несколько месяцев. Это связано, в основном, с тем, что государственные предприятия и организации, являющиеся монопольными в ряде отраслей, имеют ограниченные возможности по своевременному повышению доходной надбавки.

В-третьих, повышение номинальной заработной платы выше 15% годовых в условиях дополнительного инфляционного давления, возникающего в результате повышения тарифов на энергоносители, может недооценивать инфляцию.