

УЗБЕКИСТАН: ВЕРОЯТНА ПАУЗА В СНИЖЕНИИ СТАВКИ

Мы ожидаем, что Центральный банк Республики Узбекистан (ЦБ РУ) на предстоящем в четверг, 27 апреля, заседании возьмет наблюдательную паузу в снижении ставки и сохранит ее неизменной на уровне 14%. Осторожному подходу к коррекции ЦБ РУ монетарных условий будут способствовать 1) разворот инфляции в марте в сторону замедления при сохранении инфляционного давления в отдельных социально значимых категориях товаров; 2) незаякоренные инфляционные ожидания; 3) сохранение неопределенности внешнего проинфляционного давления, несмотря на его ослабление, а также 4) ключевая роль фискальных стимулов в поддержке экономической активности. Учитывая замедление инфляции в марте в соответствии с прогнозами ЦБ РУ, мы не исключаем смягчения тона пресс-релиза.

Гульнара Хайдаршина, к.э.н.
 +7 (495) 983 17 25
 Gulnara.Khaidarshina@gazprombank.ru

Ключевые аргументы в пользу сохранения основной ставки

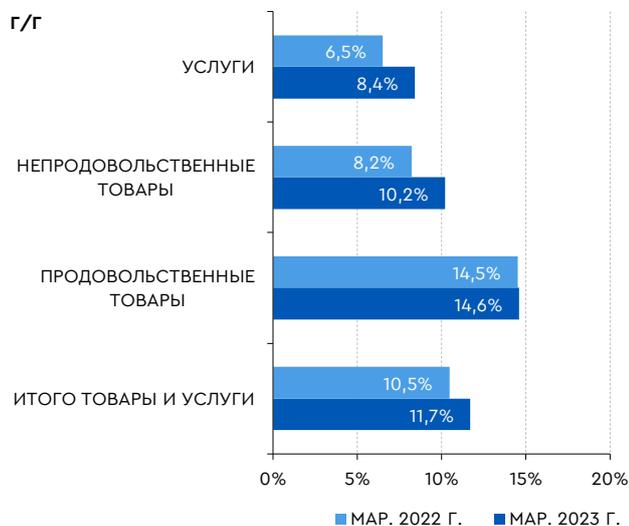
По итогам мартовского заседания ЦБ РУ неожиданно для нас и рынка принял решение понизить основную ставку на 100 б.п. до 14%. ЦБ РУ сообщал, что начали проявляться признаки негативного влияния от ужесточения внешних финансовых условий на внутреннюю экономическую активность. С целью ослабления этого давления узбекский центрбанк скорректировал основную ставку вниз на 100 б.п. ЦБ РУ отметил, что такая мера позволит обеспечить замедление инфляции к концу года до обновленного в январе прогнозного диапазона 8,5–9,5% г/г. При этом ЦБ РУ воздержался от сигналов относительно дальнейшей траектории ставки, тон пресс-релиза был нейтральным.

Мартовское решение узбекского центрбанка говорит о том, что комфортный для него уровень положительной реальной ставки сместился с 3% до 2%. Таким образом, мы ожидаем, что ЦБ РУ возьмет выжидательную паузу на апрельском заседании, чтобы оценить фактическую траекторию инфляции. Если она будет соответствовать прогнозам, узбекский центрбанк может возобновить цикл снижения ставки в конце 1П23.

Мы считаем, что решению взять тактическую паузу в снижении ставки и сохранить ее на уровне 14% будет также способствовать совокупность следующих факторов:

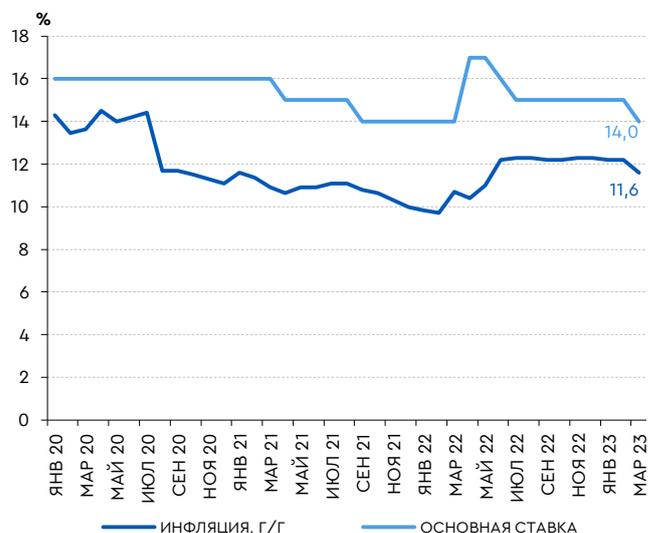
- **Инфляция в марте развернулась в сторону замедления, но проинфляционное давление в отдельных категориях товаров остается повышенным.** В марте инфляция в Узбекистане вновь развернулась к замедлению (до 11,7% г/г) и потеряла 0,5 п.п. по сравнению с февралем. Отметим, что инфляция в марте была ниже нашего прогноза благодаря более быстрому, чем мы ожидали, замедлению роста цен на продовольственные товары при содействии немонетарных антиинфляционных мер. Кроме того, ослабло проинфляционное давление в сегментах непродовольственных товаров и услуг.

Диаграмма 1. Сохраняется повышенное проинфляционное давление в продовольственном сегменте и услугах



Источник: Статкомитет Узбекистана

Диаграмма 2. Реальная ставка в Узбекистане остается высокой



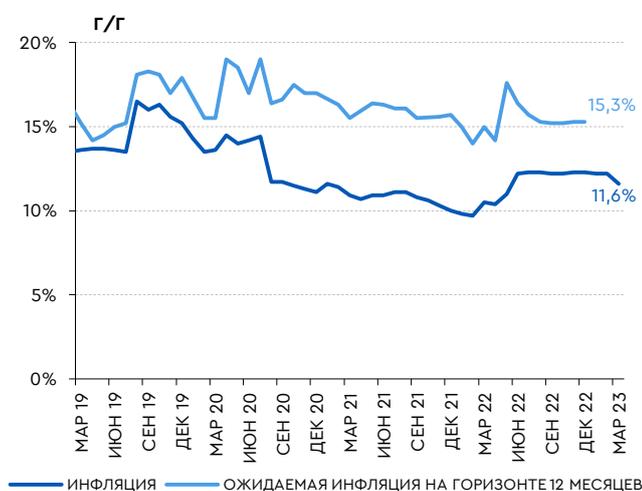
Источник: ЦБ РУ, Статкомитет Узбекистана

Рост цен на продовольствие развернулся замедлился до 16,4% г/г, потеряв 0,9 п.п. по сравнению с февралем. Этому способствовало снижение темпов роста цен на сахар и кондитерские изделия до 20,6% г/г (-2,9 п.п.), рыбу и морепродукты – до 11,5% г/г (-0,4 п.п.), масложировую продукцию – до 6,6% г/г (-2,9 п.п.). Тем не менее ускорился рост цен на молочную продукцию до 20,2% г/г, прибавив 0,4 п.п. по сравнению с февралем.

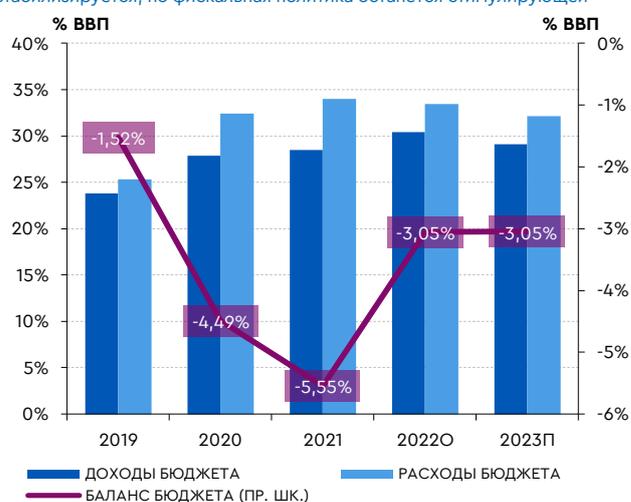
Рост цен в непродовольственном сегменте замедлился до 10,2% г/г (-0,5 п.п. по сравнению с февралем). Этому способствовала стабилизация роста цен на одежду и обувь на уровне 8,5% г/г, а также в сегментах домашних товаров и бытовой техники до 11,6% г/г (-0,5 п.п.).

Рост тарифов на услуги сохранился на февральском уровне и составил 8,4% г/г. Это связано с замедлением роста тарифов на услуги здравоохранения до 16,2% г/г (-0,1 п.п.), информации и связи – до 1,2% г/г (-0,4 п.п.), образования – до 35% г/г (-0,4 п.п.). Тем не менее продолжает усиливаться рост цен на рестораны и гостиничное обслуживание – до 23,4% г/г (+1,7 п.п.) и услуги в сфере отдыха, спорта и культуры – до 14,2% г/г (+0,5 п.п.). Это мы связываем с притоком туристов.

- Инфляционные ожидания ослабевают, но остаются повышенными.** По итогам мартовского заседания ЦБ РУ сообщил, что инфляционные ожидания в феврале снизились по сравнению с январем. В совокупности с замедлением базовой инфляции это создает предпосылки для ослабления проинфляционного давления в экономике в ближайшие месяцы. Отметим, что по итогам мартовского заседания уровни инфляционных ожиданий населения и предприятий ЦБ РУ озвучены не были. А в декабре узбекский центрбанк сообщал, что инфляционные ожидания составляют 15,3% г/г у населения и 14,3% г/г – среди предприятий. Это на 300 б.п. и 200 б.п. соответственно превышало фактическую инфляцию. Полагаем, что факторами высоких инфляционных ожиданий остаются повышенные темпы роста продовольственных цен.
- Поддержку экономике продолжают оказывать фискальные стимулы.** Несмотря на сохранение планового дефицита консолидированного бюджета в наступившем году на сопоставимом с 2022 годом уровне в 3,1% ВВП, фискальная политика остается стимулирующей. На предыдущих заседаниях ЦБ РУ подчеркивал, что фискальные стимулы будут одним из основных факторов, поддерживающих потребительский спрос и инвестиционную активность при умеренно жестких монетарных условиях. По итогам предыдущих заседаний ЦБ РУ отмечал, что текущие объемы фискальных стимулов являются умеренными, но еще до конца не реализовался накопленный эффект от высокого дефицита бюджета в предыдущие три года. Отметим, что ЦБ РУ продолжает активно стерилизовать избыточную ликвидность в условиях стимулирующей бюджетной политики: с начала года (последний аукцион был проведен 20 апреля) серьезно возросли объемы депозитных аукционов, на которых было привлечено UZS 50,7 трлн (в 2,1 раза больше, чем за аналогичный период 2022 г.).

Диаграмма 3. Инфляционные ожидания остаются повышенными


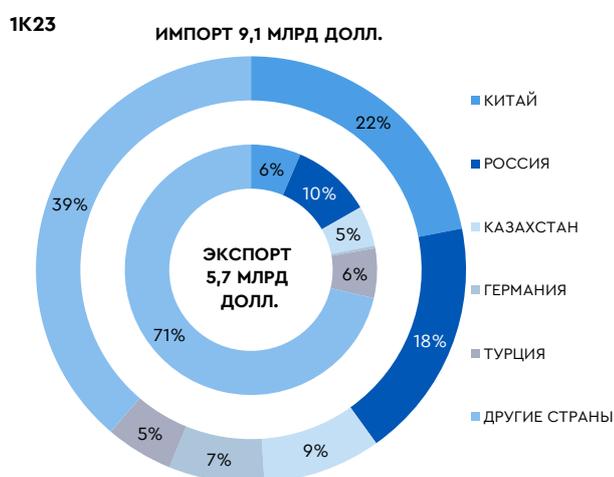
Источник: Статкомитет Узбекистана, ЦБ РУ

Диаграмма 4. Дефицит консолидированного бюджета в 2023 г. стабилизируется, но фискальная политика останется стимулирующей


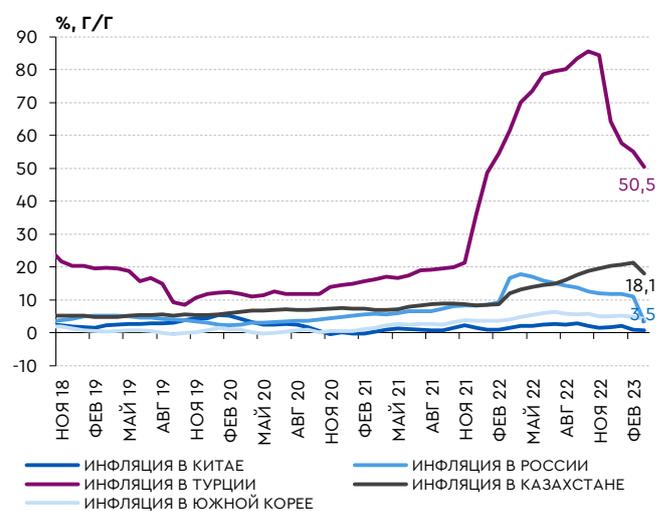
Источник: Минфин, оценки Газпромбанка

- Внешнее проинфляционное давление продолжает ослабевать, но неопределенность сохраняется.** Ведущие экспортеры в Узбекистан – Россия, Китай и Казахстан – обеспечили в совокупности 49% импорта в 1К23. Инфляция в России в марте резко замедлилась до 3,5% г/г с 11,0% г/г в феврале, но в мае, вероятно, вновь начнет ускоряться. Рост потребительских цен в Казахстане в марте также развернулся в сторону замедления до 18,1% г/г и потерял 3,2 п.п. по сравнению с февралем. Тем не менее инфляция остается двузначной и близкой к 20% г/г. Это ослабляет дезинфляционный эффект от замедления инфляции в Китае в марте до 0,7% г/г с 1% г/г в феврале. Отметим также, что инфляционное давление сохраняется в Турции, где ИПЦ в феврале замедлился с исторических максимумов до 50,5% г/г на фоне исчерпания эффекта низкой базы, но остается высоким.

Кроме того, ситуация в банковских системах США и еврозоны может потребовать более медленного повышения ставок ведущими мировыми центробанками. Это ослабит эффект от ужесточения монетарных условий на инфляцию в развитых странах и как минимум отсрочит ее замедление до целевых уровней. Таким образом, риски удорожания импорта для Узбекистана в краткосрочной перспективе сохраняются.

Диаграмма 5. Ключевые страны – торговые партнеры Узбекистана


Источник: Статкомитет Узбекистана

Диаграмма 6. Инфляция в странах – ключевых экспортерах в Узбекистан


Источник: статкомитеты Китая, России, Турции, Казахстана, Южной Кореи

Учитывая наличие явных признаков ослабления внешнего и внутреннего инфляционного давления в экономике с одной стороны и неопределенность дальнейшего развития инфляционных процессов – с другой, мы не ожидаем повторного снижения ставки ЦБ РУ на предстоящем в четверг заседании. Тем не менее, принимая во внимание замедление инфляции в соответствии с прогнозами и отсутствие новых инфляционных шоков, мы не исключаем смягчения тона пресс-релиза. Напомним, что по итогам мартовского заседания мы не исключали снижения ставки на 200 б.п. до 12% в 2П23, учитывая новый комфортный для ЦБ РУ уровень реальной ставки в 2%.

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65****Copyright © 2003 – 2023. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены****Ограничение ответственности**

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, но была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стенок»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимальной возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальными, случайными, сопутствующими, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной инвестиционной рекомендации/конкретного инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Шон Ансел (+852 2867 1833) или г-н Джозеф Чу (+852 2867 1812)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.