

УЗБЕКИСТАН: СЕЗОН ОТПУСКОВ – НЕ ВРЕМЯ СНИЖАТЬ СТАВКУ

Мы ожидаем, что Центральный банк Республики Узбекистан (ЦБ РУ) на предстоящем завтра, 15 июня, заседании продлит паузу в снижении ставки и сохранит ее неизменной на уровне в 14%. Осторожному подходу к коррекции монетарных условий будут способствовать 1) замедление инфляции при сохранении инфляционного давления в сфере услуг в условиях сезона отпусков; 2) незаякоренные инфляционные ожидания; 3) сохранение неопределенности внешнего проинфляционного давления, несмотря на его ослабление, а также 4) ключевая роль фискальных стимулов в поддержке экономики. Учитывая замедление инфляции в мае в соответствии с прогнозами, мы не исключаем смягчения тона пресс-релиза и появления сигнала о возможном снижении ставки на одном из ближайших заседаний.

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

Ключевые аргументы в пользу сохранения основной ставки

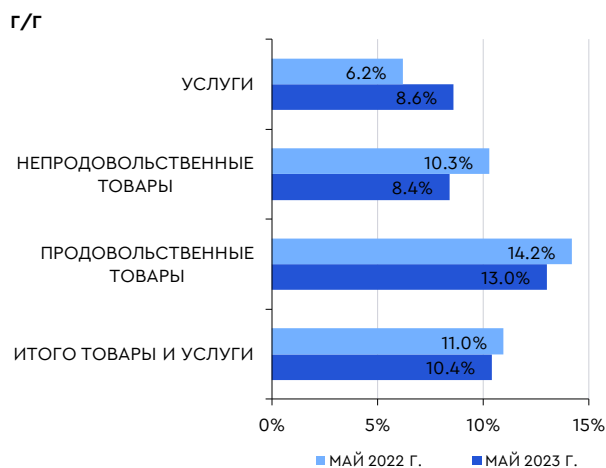
По итогам майского заседания ЦБ РУ ожидаемо для нас и рынка принял решение взять паузу в снижении ставки и сохранить ее на уровне в 14%. ЦБ РУ сообщил, что сохранение ставки неизменной позволит обеспечить устойчивый тренд на замедление инфляции. При этом эффект на экономическую активность от мартовского снижения ставки сохраняется. Узбекский центробанк также отметил, что уделяет больше внимания мерам макропруденциальной политики, направленной на нормализацию долговой нагрузки населения.

Отметим также, что по итогам предыдущего заседания ЦБ РУ воздержался от сигналов относительно дальнейшей траектории ставки, а тон пресс-релиза остался нейтральным. Узбекский центробанк отметил, что дальнейшие решения по ставке будут направлены на обеспечение замедления инфляции до уровней, лежащих в прогнозном коридоре 8,5-9,5% г/г на конец года. ЦБ РУ также сообщил, что ослабление инфляционных ожиданий, умеренно жесткие денежно-кредитные условия и стабилизация ситуации с предложением на внутреннем рынке повышают уверенность в замедлении инфляции до середины прогнозного коридора. По нашим оценкам, при сохранении сложившихся умеренно жестких денежно-кредитных условий инфляция к концу года может замедлиться до уровней, близких к нижней границе прогнозного диапазона ЦБ РУ.

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

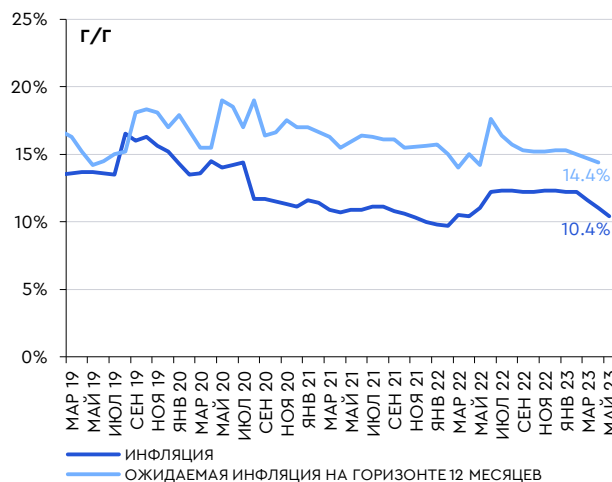
- **Инфляция в мае продолжила замедление, но проинфляционное давление в сфере услуг сохраняется в условиях сезона отпусков.** В мае инфляция в Узбекистане продолжила замедление и потеряла 0,6 п.п. по сравнению с апрелем. Отметим, что инфляция в мае была ниже наших ожиданий благодаря более быстрому замедлению роста продовольственных цен. Тем не менее сохраняется проинфляционное давление в сфере услуг в условиях начала отпускного сезона.

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

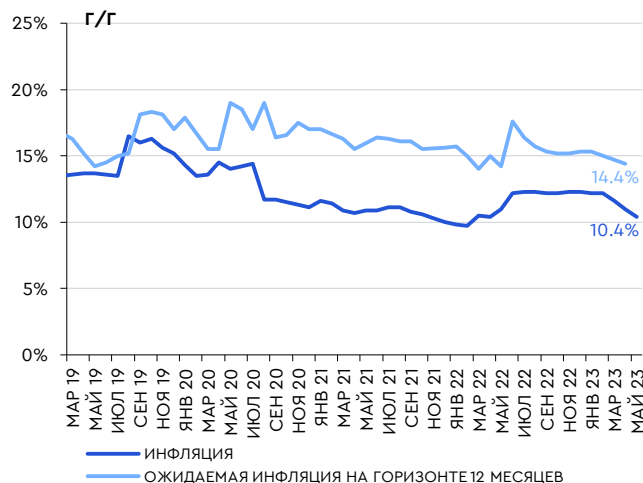
Рост цен на продовольствие замедлился до 13% г/г, потеряв 0,7 п.п. по сравнению с апрелем. Этому способствовало замедление роста цен на зерновые культуры до 23,5% г/г (-5,1 п.п.), молочную продукцию до 18,0% г/г (-0,4 п.п.), а также дефляция в сегменте масложировой продукции, которая составила -1,2% г/г. При этом ускорился рост цен на овощи до 11,3% г/г (+3,2 п.п.).

Рост цен в непродовольственном сегменте замедлился до 8,4% г/г (-0,9 п.п. по сравнению с апрелем). Этому способствовало замедление роста цен на одежду и обувь до 7,2% г/г (-0,8 п.п.) и 6,5% г/г (-1 п.п.) соответственно, а также в сегментах домашних товаров и бытовой техники до 9,8% г/г (-1 п.п.).

Рост тарифов на услуги стабилизировался у отметки в 8,6% г/г после ускорения на 0,2 п.п. в апреле. Это связано с замедлением роста тарифов на услуги здравоохранения до 16% г/г (-0,9 п.п.) и ЖКХ до 5% г/г (-0,3 п.п.). Тем не менее в условиях начала отпускного сезона вновь развернулись в сторону роста цены на услуги ресторанов и гостиничное обслуживание и составили 23,3% г/г (+1,3 п.п.), а также на услуги в сфере отдыха, спорта и культуры – до 11,6% г/г (+0,4 п.п.). Кроме того, остается неопределенность дальнейшей траектории роста цен в сфере услуг в условиях планов по либерализации тарифов естественных монополий.

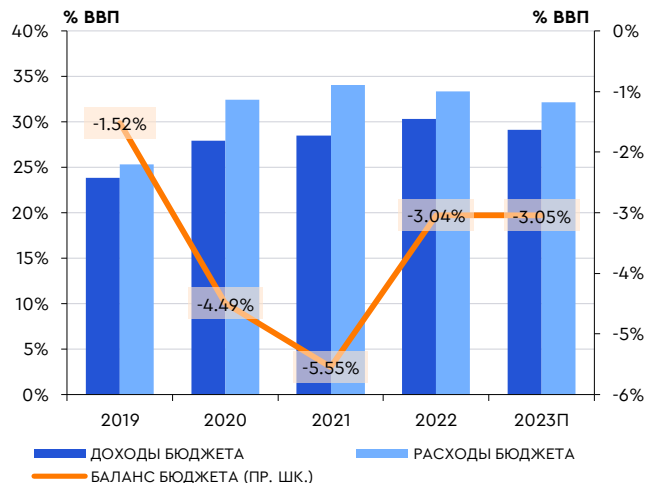
- Инфляционные ожидания ослабевают, но остаются повышенными.** По итогам майского заседания ЦБ РУ сообщил, что инфляционные ожидания населения и предприятий в апреле продолжили снижаться и составили 14,4% г/г и 14,1% г/г соответственно. Напомним, что в декабре прошлого года инфляционные ожидания составляли 15,3% г/г у населения и 14,3% г/г – среди предприятий. Узбекский центрбанк подчеркивал, что в комплексе с замедлением базовой инфляции снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса создает предпосылки для ослабления проинфляционного давления в экономике в ближайшие месяцы. Тем не менее эти показатели на 400 б.п. и 370 б.п. соответственно превышают фактическую инфляцию. Полагаем, что факторами незаякоренных инфляционных ожиданий остаются повышенные темпы роста продовольственных цен и планируемая либерализация тарифов естественных монополий.
- 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 8 июня) серьезно возросли объемы депозитных аукционов, на которых было привлечено US\$ 63,4 трлн (в 1,7 раза больше, чем за аналогичный период 2022 г.).

Диаграмма 3. Инфляционные ожидания снижаются, но остаются повышенными



Источник: Статкомитет Узбекистана, ЦБ РУ

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

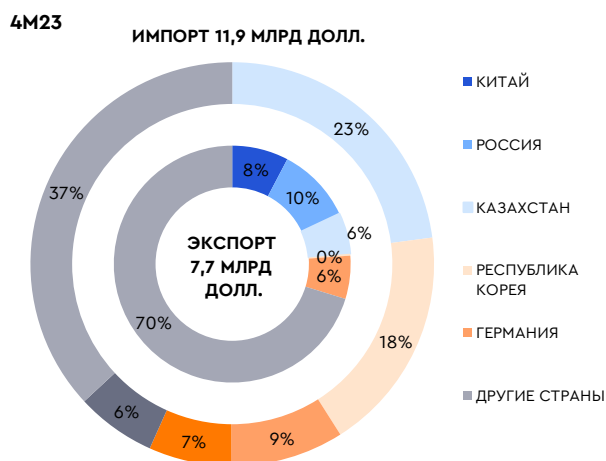


Источник: Минфин, оценки Газпромбанка

- Внешнее проинфляционное давление продолжает ослабевать, но неопределенность сохраняется.** Ведущие экспортеры в Узбекистан – Россия, Китай и Казахстан – обеспечили в совокупности 50% импорта по итогам 4М23. Инфляция в России в мае оставалась низкой на уровне в 2,5% г/г, но развернулась в сторону ускорения, прибавив 0,2 п.п. по сравнению с апрелем. Рост потребительских цен в Казахстане в мае продолжил замедление и составил 15,9% г/г, потеряв 0,9 п.п. по сравнению с апрелем. Тем не менее инфляция остается двузначной и превышает 15% г/г. Это ослабляет дезинфляционный эффект от низкой инфляции в Китае, которая в мае составила 0,2% г/г и при этом прибавила 0,1 п.п. по сравнению с апрелем. Отметим также, что инфляционное давление сохраняется в Турции, где инфляция в мае замедлилась до 39,6% г/г (-4,1 п.п. по сравнению с апрелем) на фоне исчерпания эффекта низкой базы, но остается высокой.

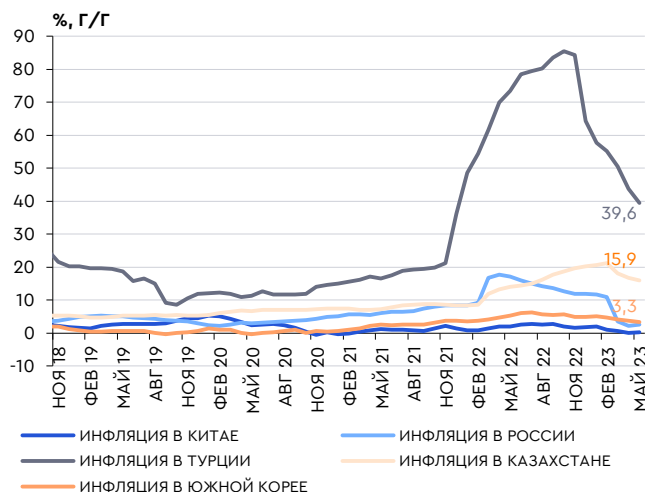
Кроме того, ситуация в банковской системе США и рецессия в еврозоне могут потребовать паузы в повышении ставок ведущими мировыми центробанками. Это ослабит эффект от ужесточения монетарных условий на инфляцию в развитых странах и как минимум отсрочит ее замедление до целевых уровней. Таким образом, риски удорожания импорта для Узбекистана в краткосрочной перспективе сохраняются.

Диаграмма 5. Ключевые торговые партнеры Узбекистана – Китай, Россия и Казахстан



Источник: Статкомитет Узбекистана

Диаграмма 6. Инфляция в странах – ключевых экспортерах в Узбекистан замедляется, но риски удорожания импорта остаются



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

Учитывая наличие явных признаков ослабления инфляционного давления в экономике, с одной стороны, и неопределенность дальнейшего развития инфляционных процессов (в том числе в связи с либерализацией регулируемых цен) – с другой, мы не ожидаем повторного снижения ставки ЦБ РУ на предстоящем завтра 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. Мы все также не исключаем снижения ставки на 200 б.п. до 12% в 2П23.