

**Национальный банк Кыргызской Республики**

---

**Обзор инфляции  
в Кыргызской Республике  
IV квартал 2002 года**

**4 (6)**

**Февраль 2003**

---

**Бишкек**

## ***Обзор инфляции в Кыргызской Республике***

Редакционный совет:

Председатель: Абдуманапов Э.  
Члены совета: Цыплакова Л.  
Абдыбалы тегин С.  
Исакова Г.  
Чокоев З.

Ответственный секретарь: Бушман Ю.

По вопросам, связанным с содержанием публикации, обращайтесь по адресу:  
г. Бишкек, ул. Уметалиева, 101.

Национальный банк Кыргызской Республики  
телефон: (996 312) 669 059  
факс: (996 312) 610 730  
электронная почта: [ybushman@nbkr.kg](mailto:ybushman@nbkr.kg)

По вопросам, связанным с распространением публикации, обращайтесь по адресу:  
г. Бишкек, ул. Уметалиева, 101.

Национальный банк Кыргызской Республики  
Отдел внешних и общественных связей  
телефон: (996 312) 669 009  
факс: (996 312) 610 730  
электронная почта: [aaibalaeva@nbkr.kg](mailto:aaibalaeva@nbkr.kg)  
<http://www.nbkr.kg>

Целью издания "Обзор инфляции в Кыргызской Республике" является информирование широкой общественности о целях и результатах денежно-кредитной политики. Издание содержит описание динамики инфляции в разрезе ее составляющих, в региональном разрезе и в целом, анализ факторов инфляции и прогноз инфляции на предстоящий квартал. Публикуется ежеквартально на кыргызском, русском и английском языках.

Последний день обновления данных настоящей публикации: 31 января 2003 года.

Учредитель: Национальный банк Кыргызской Республики.

Издание зарегистрировано Министерством юстиции Кыргызской Республики, свидетельство о регистрации СМИ № 628 от 02.11.2001 года

Подготовлено к печати и отпечатано издательским центром журнала "Банковский вестник"

720040, Бишкек, ул. Боконбаева, 182, ком. 16, 17

Тел.: (996 312) 218 373

(996 312) 218 367

Факс: (996 312) 218 374

Тираж 350 экз.

© Национальный банк Кыргызской Республики, 2002.

Настоящее издание не подлежит воспроизведению и распространению в любой форме и любыми средствами без разрешения Национального банка Кыргызской Республики. При перепечатке и переводе выдержек ссылка на "Обзор инфляции в Кыргызской Республике" обязательна.

## **Издания Национального банка Кыргызской Республики**

### ***Годовой отчет Национального банка Кыргызской Республики***

Годовой отчет НБКР является полным отчетом о проделанной работе Национального банка за отчетный год. Содержит краткую характеристику результатов изменений функционирования реального сектора экономики, а также описание решений и действий Национального банка в денежно-кредитной сфере. Включает в себя: информацию об экономическом развитии и денежно-кредитной политике, финансовую отчетность, общие сведения о Национальном банке, статистические приложения. Публикуется на кыргызском, русском и английском языках.

### ***Бюллетень Национального банка Кыргызской Республики***

“Бюллетень НБКР” содержит макроэкономические показатели Кыргызской Республики по реальному сектору, по финансовому сектору, по внешнему сектору, информацию по ценам и социальные показатели. Подготавливается отделом экономических исследований и анализа экономического управления Национального банка Кыргызской Республики. При его подготовке используются материалы структурных подразделений Национального банка, а также коммерческих банков, Министерства финансов Кыргызской Республики, Национального статистического комитета Кыргызской Республики, Национальной комиссии Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг. Публикуется ежемесячно на кыргызском, русском и английском языках.

### ***Платежный баланс Кыргызской Республики***

“Платежный баланс Кыргызской Республики” отражает последние тенденции в развитии внешнего сектора и содержит таблицы с данными по аналитической и нейтральной формам платежного баланса, структуре внешней торговли, международным резервам, внешнему долгу, методику и информационную базу составления платежного баланса, а также международную инвестиционную позицию Кыргызской Республики. Публикуется ежеквартально - в январе, мае, июле, октябре - на кыргызском, русском и английском языках.

### ***Тенденции развития банковской системы***

“Тенденции развития банковской системы” содержат анализ и оценку развития банковской системы Кыргызстана в качестве финансового посредника с точки зрения выявления препятствий для достижения и поддержания стабильности банковской системы и оценки ее составных элементов. Публикуется по состоянию на 1 января и 1 июля на кыргызском, русском и английском языках.

### ***Пресс-релиз Национального банка Кыргызской Республики***

“Пресс-релиз НБКР” содержит хронику недели о событиях, происходящих в Национальном банке и основные данные финансового рынка. Публикуется еженедельно на кыргызском и русском языках.

По вопросам, связанным с распространением публикаций Национального банка Кыргызской Республики, обращайтесь по адресу:

г. Бишкек, ул. Уметалиева, 101.

Национальный банк Кыргызской Республики

Отдел внешних и общественных связей

телефон: (996 312) 669 009

факс: (996 312) 610 730

<http://www.nbkr.kg>

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>1. ТЕКУЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ ИНФЛЯЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ .....</b>	<b>5</b>
<b>2. ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН И ЕГО СОСТАВЛЯЮЩИЕ .....</b>	<b>8</b>
2.1. СОСТАВЛЯЮЩИЕ ИНДЕКСА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН .....	8
2.1.1. ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ .....	8
2.1.2. НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ .....	9
2.1.3. УСЛУГИ .....	9
2.2. ДИНАМИКА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН В РЕГИОНАХ .....	10
<b>3. ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ .....</b>	<b>11</b>
3.1. ДЕНЕЖНЫЕ АГРЕГАТЫ .....	11
3.1.1. ДЕНЕЖНАЯ БАЗА .....	11
3.1.2. АГРЕГАТ М2 .....	11
3.1.3. АГРЕГАТ М2Х .....	11
3.2. ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ .....	12
3.2.1. ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА .....	12
3.2.2. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ КАЗНАЧЕЙСКИЕ ВЕКСЕЛЯ .....	13
3.3. ОБМЕННЫЙ КУРС .....	13
3.4. СПРОС И ПРЕДЛОЖЕНИЕ .....	14
3.4.1. ЧИСТЫЙ ЭКСПОРТ .....	15
3.4.2. ВНУТРЕННИЙ СПРОС .....	17
3.4.2.1. ЧАСТНОЕ ПОТРЕБЛЕНИЕ .....	18
3.4.2.2. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ РАСХОДЫ .....	18
3.4.2.3. ИНВЕСТИЦИИ .....	19
3.4.3. ПРОИЗВЕДЕННЫЙ ВАЛОВОЙ ВНУТРЕННИЙ ПРОДУКТ .....	19
<b>4. ОСНОВНЫЕ РЕШЕНИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ ПО ВОПРОСАМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ .....</b>	<b>20</b>
4.1. ОСНОВНЫЕ РЕШЕНИЯ ПРАВЛЕНИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ .....	20
4.2. ОСНОВНЫЕ РЕШЕНИЯ КОМИТЕТА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ .....	21
4.3. АНАЛИЗ ИНФЛЯЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ ЗА ЧЕТВЕРТЫЙ КВАРТАЛ 2002 ГОДА И ПРОГНОЗ ИНФЛЯЦИИ НА 2003 ГОД .....	21

## 1. ТЕКУЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ ИНФЛЯЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ

Сокращение валового внутреннего продукта, которое началось в первом квартале 2002 года, сохранилось, хотя его темпы к концу года по предварительным данным Национального статистического комитета снизились до 0,5 процента. Спад в основном обусловлен снижением производства промышленности, происшедшим в цветной металлургии и электроэнергетики. Следует отметить, что без учета производства золота валовой внутренний продукт увеличился на 3,1 процента. Сельское хозяйство восстановило положительный рост после некоторого снижения, отмеченного в начале года. В целом за год добавленная стоимость сельского хозяйства увеличилась на 3,3 процента.

В четвертом квартале и в целом за 2002 год сложился отрицательный торговый баланс. Хотя экспорт товаров увеличился по сравнению с 2001 годом, импорт вырос в абсолютном выражении больше. Значительные потери экспорта произошли по причине аварии на золоторудном комбинате и сокращения вывоза электроэнергии. Увеличение импорта частично объясняется увеличением финансирования по программе государственных инвестиций.

Курс доллара США относительно сома снизился с начала текущего года на 3,4 процента. На протяжении всего 2002 года сохранялась тенденция укрепления номинального эффективного курса национальной валюты. Реальный эффективный курс сома колебался в узком диапазоне, практически покупательная способность национальной валюты оставалась стабильной. Постепенно происходит расширение операций с европейской валютой – евро, хотя их объемы относительно малы по сравнению с операциями с долларом США. Увеличение спроса на евро возможно в случае расширения республикой экономических связей со странами Европейского Союза и выбора его населением в качестве альтернативного средства сбережения.

На протяжении всего 2002 года сохранялся активный рост денежных агрегатов, причем темпы роста нарастают от квартала к кварталу. Расширение предложения денег обусловлено операциями Министерства финансов и интервенциями Национального банка на валютном рынке. Чистая покупка иностранной в четвертом квартале составила 11,6 млн. долларов США и увеличилась по сравнению с четвертым кварталом 2001 года, когда ее объем составлял 4,2 млн. долларов США. В целом за год чистая покупка иностранной валюты Национальным банком достигла 24,5 млн. долларов США, тогда как в 2001 году объемы покупки составили 9,3 млн. долларов США. Произошло некоторое увеличение коэффициента монетизации экономики, хотя, если посмотреть на динамику за несколько лет, его величина практически неизменна. Однако тот факт, что динамика инфляции и

денежных агрегатов, начиная с конца 2001 года, стала расходиться, свидетельствует о существенном ослаблении монетарного фактора инфляции.

Процентные ставки денежного рынка и доходность на рынке государственных казначейских векселей на протяжении четвертого квартала и всего года снижались. На их динамику оказали влияние увеличение ликвидности и благоприятная макроэкономическая ситуация. Вместе с тем, глубина рынка остается незначительной. Ряд аукционов по нотам Национального банка не состоялись по причине недостаточного количества участников.

Инфляция за четвертый квартал 2002 года составила один процент. За год потребительские цены выросли на 2,3 процента, что является самым низким показателем с момента введения национальной валюты. Низкий уровень инфляции в четвертом квартале объясняется тем, что не было повышения тарифов на коммунальные услуги, которое имели место в предыдущие годы. Сезонный фактор имел менее выраженный характер по сравнению с другими годами, хотя в настоящее время преждевременно делать какие-либо выводы. Возможно, поведение сезонности связано со спецификой конкретно данного года либо меняется сам профиль сезонности. Выравнивание сезонности в определенной мере делает инфляционные процессы более предсказуемыми. Оно может быть связано со снижением инфляционных ожиданий, что в какой-то мере ограничивает рост цен в зимне-весенний период, когда потребляется продукция прошлого года.

Прогноз инфляции на 2003 год составляет 4-5 процентов. Факторами риска прогноза выступают неопределенность, связанная с развитием ситуации в мировой экономике; конъюнктура цен на золото и нефтепродукты; скорость расширения сектора рыночной экономики и спроса на деньги; темпы роста валового внутреннего продукта; изменения в области налогообложения.

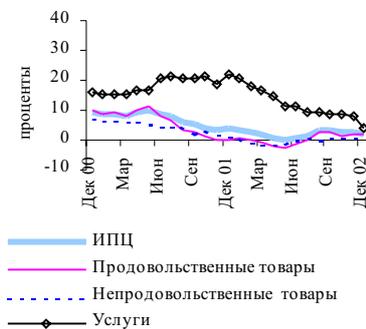
Динамика инфляции за 2000-2002 годы демонстрирует устойчивую тенденцию снижения темпов роста потребительских цен, в этой связи возникает вопрос о возможности возникновения в экономике дефляции. Анализ инфляционных процессов в республике показывает, что основным источником инфляции в настоящее время является административное повышение цен. В 2003 году возможны изменения в области налогообложения, что, в случае принятия этих изменений, скажется на потребительских ценах. Инфляционные ожидания продолжают играть существенную роль, однако их вклад несколько снизился. Тенденция укрепления спроса на национальную валюту способствует сохранению внутреннего спроса. Все это в совокупности позволяет сделать вывод об отсутствии сжатия совокупного спроса со стороны Национального банка. Несмотря на то, что фактическая инфляция в 2001-2002 годы сложилась ниже, чем ожида-

## ТЕКУЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ ИНФЛЯЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ

лось, преобладают риски более высокой инфляции по сравнению с 2002 годом. Поэтому прогноз инфляции на 2003 год выше, чем фактическая инфляция 2002 года. Темп прироста потребительских цен за первый квартал прогнозируется на уровне 2,5-2,8 процента.

## 2. ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН И ЕГО СОСТАВЛЯЮЩИЕ

График 1: Годовая динамика ИПЦ

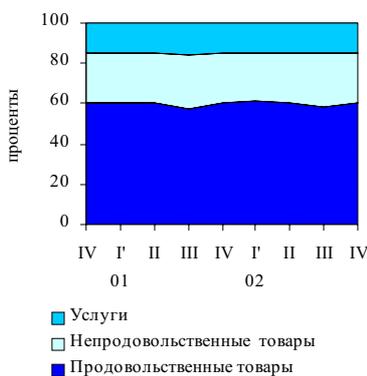


В четвертом квартале 2002 года наблюдался необычно малый для этого периода года рост индекса потребительских цен. В предыдущие годы основной причиной роста цен в четвертом квартале, помимо сезонного фактора, было повышение тарифов на услуги жилищно-коммунального хозяйства. Однако в 2002 году повышения тарифов не производилось, что и явилось причиной незначительного роста цен. Согласно данным Национального статистического комитета потребительские цены выросли на один процент. При этом изменение цен на продовольственные товары составило 1,2 процента. Цены на непродовольственные товары увеличились на 0,9 процента. Услуги стали дороже на 0,3 процента. Для сравнения можно отметить, что инфляция за соответствующий период 2001 года составила 2,2 процента.

### 2.1. СОСТАВЛЯЮЩИЕ ИНДЕКСА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН

#### 2.1.1. ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

График 2: Структура ИПЦ

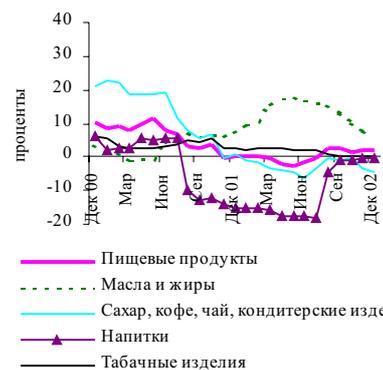


Цены на продукты питания выросли под воздействием сезонного роста цен на продукты плодовоовощной группы и молочные продукты. Фрукты и овощи за рассматриваемый период стали дороже на 24,4 процента. Молочные продукты и яйца, мясные продукты выросли в цене на 13,3 и 5,2 процента, соответственно. Существенным фактором, который замедлил рост цен на продукты питания и в целом общего уровня цен, является снижение цен на хлеб, хлебобулочные изделия и крупы на 2,7 процента. Эта категория продуктов занимает основную долю среди продуктов питания. Снижение цен произошло в связи с ростом урожая зерновых культур на 9,6 процента. Также снизились цены в подгруппе “Сахар, кофе, чай, кондитерские изделия и пряности” на 7 процентов в результате увеличения выпуска сахара в республике на 66,8 процента.

График 3а: Годовая динамика цен на продовольственные товары



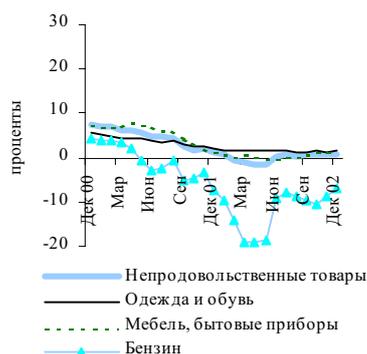
График 3б: Годовая динамика цен на продовольственные товары



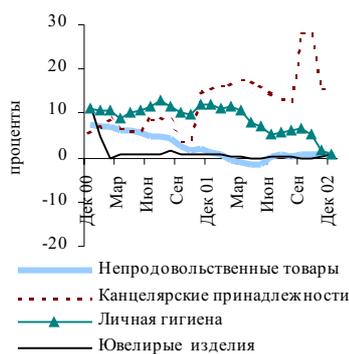
### 2.1.2. НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

Динамика цен на непродовольственные товары характеризовались относительной стабильностью, так как отсутствовали резкие и значительные колебания обменного курса национальной валюты. Некоторые виды топлива, используемые домашними хозяйствами, в результате сезонного увеличения спроса на них в этот период года подорожали на 2,1 процента.

**График 4а: Годовая динамика цен на непродовольственные товары**



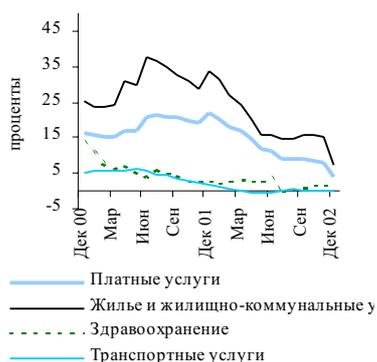
**График 4б: Годовая динамика цен на непродовольственные товары**



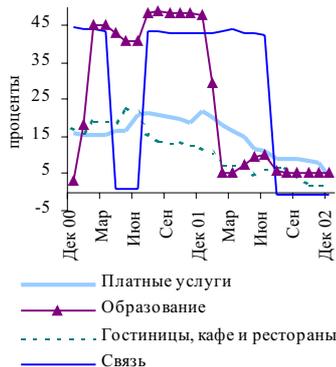
### 2.1.3. УСЛУГИ

Индекс цен на платные услуги населению во многом определяется ценовой политикой естественных монополистов. В четвертом квартале 2002 года никаких изменений тарифов не производилось. Основным фактором роста цен на бытовые услуги в четвертом квартале выступили ритуальные услуги и услуги бань.

**График 5а: Годовая динамика цен на платные услуги**



**График 5б: Годовая динамика цен на платные услуги**



## 2.2. ДИНАМИКА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН В РЕГИОНАХ

В большинстве регионов рост цен превысил средний по республике уровень. Наибольший рост цен - на 4 и 3,5 процента - произошел в Нарынской области и Джалал-Абадской областях, соответственно. В Ошской области цены выросли на 2,9 процента, в Таласской и Иссык-Кульской областях – на 1,9 и 1,2 процента, соответственно. Основной вклад в инфляцию в этих регионах республики внесли продукты питания, цены на которые увеличились на 2,6-5,6 процента. Кроме того, в Нарынской и Ошской областях помимо роста цен на продовольственные товары зарегистрирован рост цен и на непродовольственные товары на 3,9-4,9 процента.

График 6а: Годовая динамика ИПЦ по областям

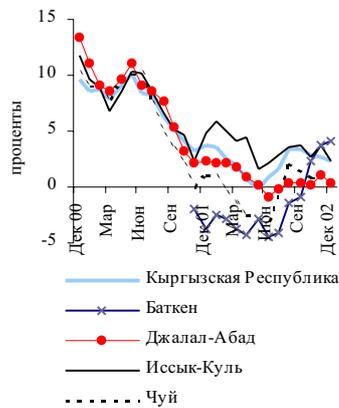
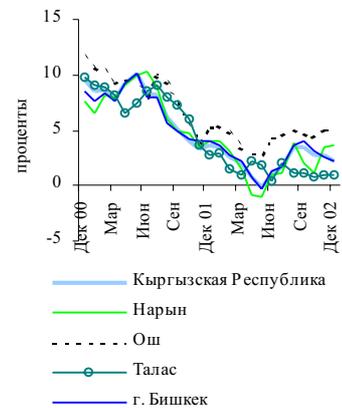


График 6б: Годовая динамика ИПЦ по областям



### 3. ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ

#### 3.1. ДЕНЕЖНЫЕ АГРЕГАТЫ

В четвертом квартале 2002 года сохранилась тенденция ускорения темпов роста денежного предложения. Расширение предложения денег обеспечивалось спросом на денежные активы. Основным источником роста денежной массы явилось увеличение чистых международных резервов вследствие покупки иностранной валюты Национальным банком на внутреннем рынке и операций Министерства финансов.

##### 3.1.1. ДЕНЕЖНАЯ БАЗА<sup>1</sup>

Денежная база за четвертый квартал увеличилась на 12,9 процента. Прирост денежной базы за 2002 год составил 42,9 процента. Чистая покупка инвалюты Национальным банком составила 11,6 млн. долларов США. По состоянию на 1 января 2003 года валовые резервы НБКР составляют 316,7 млн. долларов США и покрывают 194,4 процента денежной базы.

В структуре денежной базы произошло сокращение доли наличных денег в обращении с 94,4 процента на конец сентября 2002 года до 92,2 процента на конец декабря 2002 года. Объем денег в обращении вырос на 10,2 процента.

##### 3.1.2. АГРЕГАТ M2

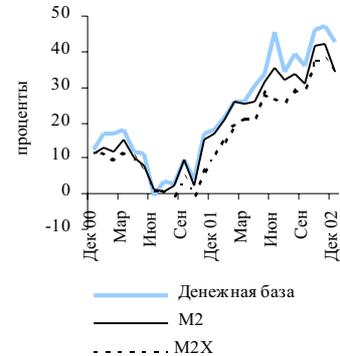
Объем денежного агрегата M2 увеличился на 10,3 процента. Денежный агрегат M2 увеличился за 2002 год на 34,2 процента. Тенденция роста депозитной базы сохранилась и в четвертом квартале. В целом депозиты в национальной валюте увеличились на 4,7 процента. При этом остатки средств на расчетных счетах юридических лиц выросли на 15,3 процента, а срочные депозиты увеличились на 4,8 процента.

##### 3.1.3. АГРЕГАТ M2X

Объем денежного агрегата M2X по текущему обменному курсу увеличился на 11,4 процента. Рост широких денег происходил как за счет наличных денег вне банков, объем которых за четвертый квартал 2002 года увеличился на 10,2 процента, так и за счет притока депозитов в коммерческие банки, объем которых вырос на 13,4 процента. Темпы прироста наличных денег в обращении опережали темпы роста депозитов. Депозиты в иностранной валюте увеличились на 15 процентов. В структуре денежной массы M2X произошли следующие изменения:

- доля наличных денег вне банков сократилась до 62,5 процента (против 63,2 процента на 01.10.2002);
- доля депозитов в иностранной валюте увеличилась до 24,5 процента (против 23,7 процента на 01.10.2002).

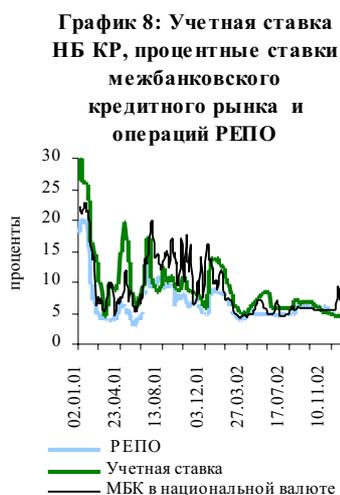
График 7: Годовая динамика денежных агрегатов



<sup>1</sup> Без учета депозитов коммерческих банков в иностранной валюте.

## 3.2. ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

### 3.2.1. ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА



Уровень избыточных резервов в банковской системе на протяжении всего четвертого квартала оставался высоким и достаточно стабильным, поэтому колебания ставок на межбанковском кредитном рынке были незначительны: от 4,5 процентов до 6 процентов. При этом, с октября по ноябрь большинство сделок на межбанковском рынке заключались по ставке 6 процентов, однако, заметное увеличение уровня ликвидности в конце ноября привело к снижению ставок до 5 процентов. В конце декабря, традиционно, в коммерческих банках отмечается заметное снижение уровня избыточных резервов и рост стоимости заемных сомовых ресурсов в связи с необходимостью проведения бюджетных платежей. Однако, декабрь 2002 года стал исключением: уровень ликвидности в банковской системе, по-прежнему, оставался высоким, а стоимость сомовых ресурсов сократилась до 4,5 процентов. В то же время на межбанковском кредитном рынке в национальной валюте в конце декабря были проведены две сделки, ставки по которым заметно превышали общий уровень ставок: одна сделка была заключена по ставке 10 процентов, а другая – 7 процентов. Столь высокий уровень ставок был связан с отсутствием залогового обеспечения сделок.

Несмотря на некоторое улучшение ситуации на сегменте нот Национального банка по сравнению с предыдущим кварталом, уровень конкуренции был достаточно низким: в четвертом квартале признаны состоявшимися 8 из 14 аукционов по размещению нот. В то же время, необходимо отметить, что рост ликвидности банковской системы нашел свое отражение в тенденции непрерывного снижения доходности нот Национального банка в течение всего отчетного квартала, хотя динамика спроса на данные ценные бумаги в целом была довольно неустойчивой.

В результате за квартал значение учетной ставки сократилось с 6,8 до 4,4 процента. Процентная ставка по операциям РЕПО снизилась с 6 до 4,5 процента, а процентная ставка по межбанковским кредитам в национальной валюте, наоборот, возросла с 5,5 до 7 процентов.

Национальный банк в значительной мере сократил объем операций на открытом рынке в четвертом квартале в связи с высоким и стабильным уровнем ликвидности банковской системы. Так, кредитов “овернайт” было выдано почти в 2 раза меньше, а операций СВОП по покупке иностранной валюты заключено почти в 7 раз меньше, чем в третьем квартале. Операции РЕПО по покупке ценных бумаг у коммерческих банков и их продаже в четвертом квартале не проводились. Необходимо отметить, что в целом за 2002 год процентные ставки денежного рынка находились на более низком уровне по сравнению с

предыдущими годами и характеризовались меньшей волатильностью.

### 3.2.2. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ КАЗНАЧЕЙСКИЕ ВЕКСЕЛЯ

Среднее значение уровня избыточных резервов в четвертом квартале увеличивалось из месяца в месяц. Высокий уровень ликвидности обусловил повышенный спрос на государственные казначейские векселя со стороны коммерческих банков. Так, объем спроса на государственные казначейские векселя в среднем за один аукцион увеличился по сравнению с сентябрем за четвертый квартал более, чем на 64 процента.

Высокий уровень спроса на государственные ценные бумаги при сохранении низкой инфляции predetermined практически непрерывное снижение доходности на государственные казначейские векселя всех сроков обращения. В результате доходность по трехмесячным государственным казначейским векселям сократилась с 11,7 до 7 процентов. Доходность шестимесячных бумаг снизилась с 13,2 до 10,3 процента. Доходность бумаг со сроком обращения один год уменьшилась с 17,3 до 12,4 процента. Средневзвешенный уровень процентных ставок по всем видам государственных казначейских векселей за 2002 год снизился с 15,3 до 9,9 процента.

### 3.3. ОБМЕННЫЙ КУРС

В октябре ситуация на межбанковском валютном рынке оставалась достаточно стабильной и колебания курса доллара были незначительными. При этом, предложение иностранной валюты коммерческими банками превышало спрос на нее, в связи с чем Национальный банк активно участвовал в операциях по покупке валюты.

В ноябре колебания курса доллара вновь были незначительными, и Национальный банк осуществлял операции по покупке иностранной валюты на валютных торгах. Объемы покупки снизились по сравнению с сентябрем.

В декабре Национальный банк продолжал осуществлять интервенции на валютном рынке. Если на протяжении первых трех недель он проводил операции по продаже иностранной валюты, то последняя неделя декабря сопровождалась операциями по покупке иностранной валюте. Чистая позиция сложилась с превышением объемов продаж по сравнению с покупками.

Таким образом, за четвертый квартал обменный курс сома обесценился на 0,2 процента, а в целом за 2002 сом укрепился относительно доллара США на 3,4 процента. Для сравнения можно отметить, что за четвертый квартал 2001 года курс сома к доллару США практически не изменился, а в целом за год курс доллара ослаб по отношению к сому на 1,2 процента.

График 9: Динамика доходности ГКВ

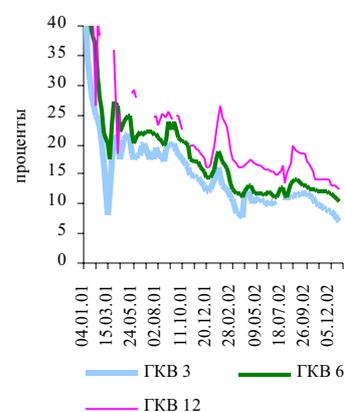


График 10: Темпы прироста курса доллара на межбанковском валютном рынке за 2001-2002 годы

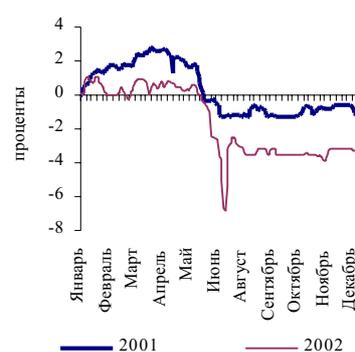
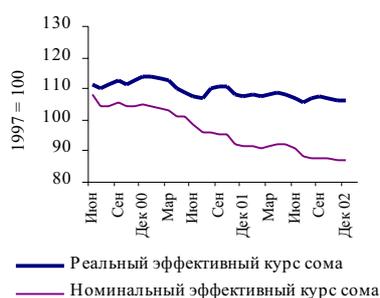


График 11: Индексы  
эффективного курса сома



За 2002 год номинальный эффективный курс сома укрепился на 5,2 процента. Динамика номинального эффективного курса сома и более низкие темпы роста потребительских цен в республике по сравнению со странами – торговыми партнерами привели к укреплению реального эффективного обменного курса сома. За год реальный эффективный обменный курс сома укрепился на один процент.

### 3.4. СПРОС И ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Высказывается мнение о том, что в республике значительные средства расходуются на проведение структурных реформ, тогда как производство находится на низком уровне. Смысл этих высказываний сводится к тому, что структурные реформы ничего не дадут для повышения производства и что больше средств необходимо выделять на кредитование реального сектора. В этом случае якобы будет происходить увеличение производства и реальное улучшение экономической ситуации. Представляется, что противопоставление структурных реформ и кредитования реального сектора не вполне корректно.

Нельзя сказать, что тезис о недостаточном кредитовании производителей лишен оснований. Вместе с тем, суждения о том, что увеличение кредитования автоматически ведет к расширению производства и улучшению состояния экономики является излишне упрощенным. Оно идет от точки зрения, что любое производство хорошо или другими словами производство существует ради производства. На самом деле это не так.

В экономике существуют три самостоятельных блока: производство, спрос и финансовое посредничество. Производство должно удовлетворять требованиям эффективности, доход должен покрывать издержки, то есть, предполагается, что продукция пользуется спросом. Если любое из этих условий – наличие спроса и эффективность – не выполняется, производство становится убыточным. В этом случае кредитование способно лишь поддерживать данное производство на плаву некоторое время. Блок финансового посредничества обеспечивает экономику кредитными и инвестиционными ресурсами, осуществляет перелив капитала в наиболее эффективные производства. Следовательно, необходим спрос со стороны потребителей, нужны эффективные производители и финансовые посредники. Именно для обеспечения этого структурные реформы жизненно необходимы.

Другой важной проблемой с точки зрения устойчивого развития экономики является соотношение между внутренним и внешним спросом. Как уже отмечено, необходимым условием развития экономики выступает наличие спроса. Ранее, в предыдущих выпусках *Обзора* отмечалось, что в республике сохраняется низкая товарность, существуют значительные резервы для расширения внутреннего спроса. Вместе с тем, нельзя не

учитывать естественные ограничения внутреннего спроса: количество населения и его доходы.

Текущее потребление конкурирует с потреблением будущих периодов. Другими словами, что лучше потратить товар (израсходовать деньги) сегодня или инвестировать их? Однозначного ответа на данный вопрос не существует. Существует точка зрения, что текущее потребление в большей мере способствует развитию экономики с низкими доходами. Она обосновывается тем, что сбережения в таких странах, как правило, малы и расплывлены, финансовая система слабо развита, поэтому сбережения не трансформируются в инвестиции. Однако неявно подразумевается, что в экономике существуют свободные мощности, которые не используются в силу низкого спроса, который необходимо стимулировать. Другим условием является наличие достаточного масштаба экономики.

Для экономики Кыргызстана эти условия не вполне приемлемы. Формально, по причине резкого спада производства в первые годы трансформации экономики как будто имеются свободные мощности. Однако по существу оборудование либо физически изношено, либо морально устарело. Даже после российского кризиса, когда продукция местных производителей получила ценовое конкурентное преимущество, возможности замещения импорта оказались весьма ограниченными.

Финансовое посредничество слабо развито, сбережения не трансформируются в инвестиции. В этой ситуации необходимо привлекать либо государственные, либо частные инвестиции. При сохранении в настоящее время роли программы государственных инвестиций, приоритетным направлением является привлечение прямых иностранных инвестиций, стимулирование внутренних инвестиций и венчурного бизнеса.

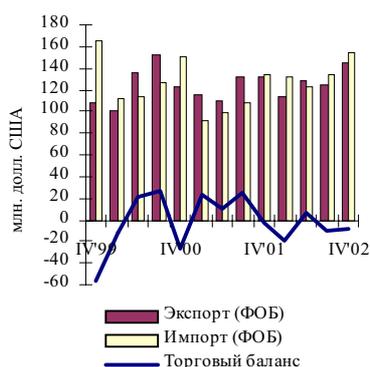
Падение производства в 2002 году можно отнести к неожиданным событиям. Во многом сыграла роль авария, происшедшая на крупном горно-металлургическом комбинате, последствия которой сказывались до конца года. Вторым серьезным фактором явился спад производства электрической энергии. События 2002 года обозначили проблему повышения устойчивости экономики и снижения зависимости от случайных внешних факторов.

Необходимо отметить, что стимулирование экспорта путем поддержания слабого курса нецелесообразно. Данный вывод обусловлен преобладанием сырья и отсутствием высокотехнологичной продукции в структуре экспорта.

#### **3.4.1. ЧИСТЫЙ ЭКСПОРТ**

По предварительным данным, сальдо внешней торговли Кыргызской Республики в четвертом квартале 2002 года сложилось отрицательным в размере 8,3 млн. долларов США. Внешнеторговый оборот увеличился на 13 процентов относительно соответствующего периода 2001 года. При этом рост товаро-

График 12: Торговый баланс



оборота отмечен в операциях со странами дальнего зарубежья на 3 процента и со странами СНГ - на 23 процента.

Экспорт товаров в ценах ФОб вырос по сравнению с соответствующим периодом прошлого года на 16 процентов. Произошел рост экспорта товаров в страны СНГ, в страны дальнего зарубежья экспорт сократился, но незначительно.

В функциональной структуре экспорта наблюдался существенный рост потребительских товаров (на 44 процента), сырьевой продукции (на 32 процента) и энергопродуктов (на 77 процентов), при некотором сокращении экспорта промежуточных товаров (на 31 процент). Увеличение объемов экспорта сырья произошло в основном за счет увеличения экспорта хлопка, табака и кожевенного сырья. В товарной структуре экспорта по странам зафиксирован рост поставок керосина в США, шкур животных в Китай, оборудования связи в Турцию, электроэнергию в Узбекистан и хлопкового волокна в Россию. Одновременно отмечено сокращение поставок неферментированного табака в Россию и золота в Великобританию.

В географической структуре экспорта за 2002 год по-прежнему преобладает доля стран дальнего зарубежья. Среди стран дальнего зарубежья наибольший удельный вес пришелся на ОАЭ (34 процента), Швейцария, Китай и США (17, 10 и 9 процентов, соответственно). Основными экспортными партнерами среди стран СНГ продолжают оставаться Россия и Казахстан.

По итогам четвертого квартала 2002 года импорт товаров в ценах ФОб увеличился на 11,3 процента. Увеличение объемов импортируемой продукции из стран СНГ произошло на 9,4 процента и из стран дальнего зарубежья - на 14 процентов. Одной из крупных статей импорта остаются потребительские товары. Кроме этого, значительно вырос объем импорта инвестиционных товаров (на 50 процентов). Доля импорта нефтепродуктов заняла четверть от общего объема импорта. В отчетном периоде был зафиксирован рост физических поставок бензина и дизельного топлива, при этом импортные цены на бензин не изменились. Импорт сырьевых товаров в четвертом квартале 2002 года остался на прежнем уровне. В товарной структуре импорта отмечен рост поставок угля и нефтепродуктов, в частности, керосина из Казахстана. Заметно увеличился импорт медикаментов, оптических аппаратов и приборов, а также других приборов и устройств из США. Но вместе с тем, произошло значительное сокращение импорта из России таких товаров, как бензин автомобильный, органические химические соединения, медикаменты, автомобили легковые. Импорт из Китая в отчетном периоде сократился почти в 1,5 раза. Сократились поставки изделий из пластмасс, мебели, строительных конструкций, оборудования специального назначения из Турции.

Географическое распределение импорта товаров остается прежним: большая доля приходится на страны СНГ (54 процента). Удельный вес России и Казахстана в отчетном периоде

вырос и достиг 20,8 и 20,2 процента, соответственно, против 16,8 и 18,2 процентов в четвертом квартале 2001 года. Увеличилась доля импорта товаров из Украины. Доля Узбекистана снизилась с 24,8 до 15,5 процента. Среди стран дальнего зарубежья основные потоки импорта приходились на США и Германию.

### 3.4.2. ВНУТРЕННИЙ СПРОС

Внутренний спрос состоит из государственного и частного спроса. Внутренний спрос подразделяется на потребительский и инвестиционный спрос. Согласно экономической теории государственный спрос является одним из инструментов экономической политики. Объемы частного спроса определяются под воздействием экономических регуляторов и предпочтений домашних хозяйств. Разрыв между предложением товаров и внутренним спросом может быть положительным или отрицательным. Положительный разрыв означает наличие некоторого избытка, который трансформируется в чистый экспорт. Отрицательный разрыв говорит о восполнении дефицита за счет ввоза товаров и услуг.

Сам по себе дефицит счета текущих операций ни о чем не говорит. Если для экономического развития требуется модернизация производства, неизбежно расширение импорта инвестиционных товаров. Другое дело, если импорт носит преимущественно потребительский характер. В этом случае выигрывает потребитель, который получает более дешевые или более качественные товары, однако это ничего не дает для развития экономики. В свою очередь, объемы и структура потребления оказывают существенное влияние на инфляционные процессы, производственный потенциал и занятость, спрос на деньги.

За годы трансформации удалось в определенной степени наладить механизм регулирования общего объема внутреннего спроса. Вопрос о том, какова должна быть структура внутреннего спроса в среднесрочной перспективе, остается открытым. Экономика республики не может закрываться, поскольку не обладает достаточными ресурсами, вместе с тем, невозможно опираться исключительно на внешние источники.

В республике происходит процесс упорядочения функций государства: состава, качества и объемов предоставляемых государственных услуг. Этот процесс далек от завершения, что обусловлено переходным характером экономики. Уточнение функций государства позволило в определенной мере снизить нагрузку на бюджет и достичь сбалансированности спроса и предложения.

В среднесрочном периоде объемы и структура государственного спроса могут уточняться. Все большее значение будут приобретать размеры минимальной заработной платы и уровень занятости. Реформирование жилищно-коммунальной сферы, участия государства в производстве и другие реформы требуют сохранения определенных видов государственной под-

держки малоимущих слоев населения. Видимо, инвестиционная активность будет трансформироваться по мере развития фондового рынка и, в частности, рынка облигаций.

Развитие экономики во многом обусловлено состоянием и перспективами конечного потребления и инвестиционной активности частного сектора. Большой объем потребления означает, что меньше ресурсов остается на сбережения и инвестиции, и наоборот. Представляется, что в настоящее время повышение инвестиционной активности имеет несколько большее значение. Причинами выступает необходимость восстановления основных фондов и их модернизация. Расширение производства на существующей производственной базе имеет ограниченный потенциал и краткосрочный положительный эффект.

Улучшение макроэкономических показателей за последние два-три года способствовало формированию сбережений. Однако наличие сбережений не означает автоматического расширения инвестиций. Наметившаяся тенденция к увеличению монетизации экономики еще не приобрела нового качества. Для того, чтобы это произошло необходимо превращение денег в капитал. Капитализация экономики означает формирование капитала, в том числе финансового, который заинтересован в поиске наиболее выгодной сферы приложения. Создание условий для ускоренной капитализации экономики должно быть одним из приоритетов экономической политики.

Упор на обновление и модернизацию производственного потенциала не означает, что развитие и стимулирование внутреннего спроса является второстепенной задачей. Это направление деятельности также подразумевает необходимость расширения рыночного сектора экономики.

Важным фактором увеличения конечного потребления можно назвать развитие торговли и кредита. В этой связи пристального внимания заслуживают потребительский кредит, а также жилищная и земельная ипотека. В качестве фактора, ограничивающего торговлю можно назвать некоторую региональную обособленность. Товары везутся в Бишкек или из Бишкека, товарообмен между различными регионами республики достаточно слабый.

#### **3.4.2.1. ЧАСТНОЕ ПОТРЕБЛЕНИЕ**

По предварительным данным Национального статистического комитета денежные доходы населения выросли на 3,4 процента по сравнению с январем-декабром 2001 года. При этом реальный располагаемый доход вырос на 0,7 процента. Денежные расходы населения увеличились на 3,5 процента. Розничный товарооборот вырос на 9,8 процента.

#### **3.4.2.2. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ РАСХОДЫ**

Доходы и расходы государственного бюджета увеличились на 14,7 и 23,9 процента, соответственно, по сравнению 2001 го-

дом. При этом прирост расходов на выплату заработной платы составил 17,7 процента. Капитальные вложения и ремонт за счет средств бюджета увеличились на 27,8 процента. Субсидии государственным предприятиям стали больше на 28,3 процента.

#### **3.4.2.3. ИНВЕСТИЦИИ**

Согласно оперативной информации Национального статистического комитета объем капитальных вложений за 2002 год сократился на 12,3 процента в сопоставимых ценах по сравнению с январем-декабром 2001 года. Основными источниками капитальных вложений остаются средства предприятий, населения и внешние ресурсы.

#### **3.4.3. ПРОИЗВЕДЕННЫЙ ВАЛОВОЙ ВНУТРЕННИЙ ПРОДУКТ**

Валовой внутренний продукт за 12 месяцев 2002 года сократился на 0,5 процента. В сельском хозяйстве темп прироста составил 3,3 процента. Продолжился спад в промышленности, который составил 13,1 процента. Как и ранее падение в основном обусловлено состоянием производства цветной металлургии и электроэнергетики. Сокращение валовой добавленной стоимости цветной металлургии произошло в результате аварии на крупном предприятии этой отрасли - "Кумтор Оперейтинг Компани". Объемы производства цветной металлургии и электроэнергетики сократились на 33,2 и 11,7 процента, соответственно.

По данным Национального статистического комитета в республике за год зарегистрировано 23,8 тыс. новых хозяйствующих субъектов. Из них 56 процентов образовано в сельском хозяйстве. Доля торговли составляет 19,3 процента, на предоставление услуг и обрабатывающую промышленность приходится 6,5 и 5,3 процента, соответственно.

#### **4. ОСНОВНЫЕ РЕШЕНИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ ПО ВОПРОСАМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ**

##### **4.1. ОСНОВНЫЕ РЕШЕНИЯ ПРАВЛЕНИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ**

Правление Национального банка в четвертом квартале 2002 года приняло ряд решений, которые относятся к денежно-кредитной политике:

- постановление Правления № 46/1 от 27 ноября 2002 года о принятии Заявления Национального банка Кыргызской Республики о денежно-кредитной политике на 2003 год. В заявлении объявлено, что целевой показатель – инфляция – не превысит 4 – 5 процентов;
- постановление Правления № 48/1 от 11 декабря 2002 года об одобрении Основных направлений денежно-кредитной политики на 2003 год. Основные направления денежно-кредитной политики на 2003 год содержат описание условий и тенденций, которые оказывают влияние на целевой показатель денежно-кредитной политики. Обозначены основные направления по укреплению и повышению эффективности банковской и платежной систем. Наряду с этой деятельностью приоритетным направлением является стимулирование сбережений. В документе описан прогноз основных макроэкономических соотношений;
- постановление Правления № 50/1 от 20 декабря 2002 года об утверждении совместного постановления Правительства Кыргызской Республики и Национального банка Кыргызской Республики “О Дополнительном Соглашении к Генеральному Соглашению об урегулировании финансовых отношений между Правительством Кыргызской Республики и Национальным банком Кыргызской Республики от 21 июня 2002 года № Д-3-2 / 659”, а также об одобрении проекта Дополнительного Соглашения к Генеральному Соглашению № Д-3-2 / 659 от 21 июня 2002 года. Дополнительное соглашение об урегулировании финансовых отношений между Правительством Кыргызской Республики и Национальным банком Кыргызской Республики регламентирует вопросы обращения государственных казначейских векселей (урегулирования) и образует правовую базу для введения в обращения этого финансового инструмента.
- постановление Правления № 51/6 от 25 декабря 2002 года об утверждении новой редакции Положения “О лимитах при управлении инвестиционным активом международных резервов Национального банка Кыргызской Республики” и об утверждении новой редакции Политики управления

рисками при управлении международными резервами Национального банка Кыргызской Республики. С целью ограничения рисков, связанных с возможными потерями части международных резервов, введен запрет на использование международных резервов Национального банка в качестве залогового обеспечения, гарантий или любых других условных обязательств, связанных с обязательствами третьих сторон. Уточнены полномочия участников процесса управления рисками при управлении международными резервами и требования к контрагентам и финансовым инструментам. Новые редакции положения и политики вводятся в действие с 1 марта 2003 года.

#### **4.2. ОСНОВНЫЕ РЕШЕНИЯ КОМИТЕТА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ**

По рекомендации КДКР в октябре активно проводились операции на валютном рынке по покупке иностранной валюты. С середины ноября КДКР рекомендовал ограничить операции по покупке иностранной валюты, чтобы не допустить чрезмерного роста предложения денег. В декабре отмечена чистая продажа иностранной валюты. Чистая покупка долларов США составила 11,6 млн. долларов и увеличилась по сравнению с четвертым кварталом 2001 года, когда объем чистой покупки составлял 4,2 млн. Объемы операций СВОП в четвертом квартале 2002 года с иностранной валютой значительно сократились.

В четвертом квартале 2002 года операции РЕПО с государственными ценными бумагами не проводились, так как осуществлялось урегулирование финансовых отношений между Правительством и Национальным банком, которое было завершено в конце декабря 2002 года.

Также как и в третьем квартале не состоялся ряд аукционов по размещению нот Национального банка, поскольку о желании участвовать заявляло недостаточное количество участников.

#### **4.3. АНАЛИЗ ИНФЛЯЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ ЗА ЧЕТВЕРТЫЙ КВАРТАЛ 2002 ГОДА И ПРОГНОЗ ИНФЛЯЦИИ НА 2003 ГОД**

Инфляция за четвертый квартал 2002 года составила один процент. За год потребительские цены выросли на 2,3 процента, что является самым низким темпом с момента введения национальной валюты. Низкий уровень инфляции в четвертом квартале объясняется тем, что тарифы на коммунальные услуги не повышались, тогда как это имело место в предыдущие годы. Сезонный фактор имел менее выраженный характер по сравнению с другими годами. Возможно, поведение сезонности связано со спецификой конкретно данного года, либо меняется сам профиль сезонности. Выравнивание сезонности в определенной

мере делает инфляционные процессы более предсказуемыми. Оно может быть связано со снижением инфляционных ожиданий.

Инфляция в 2002 году в основном носила немонетарный характер. Разрыв между направлением движения инфляции и денежными агрегатами, если проследить за динамикой этих показателей год к году, наметился с середины 2001 года. При устойчивом росте денежных агрегатов инфляция замедлялась.

Наличие жесткой связи между динамикой инфляции и денег в условиях экономики переходного типа связывается со слабым развитием финансового рынка и жесткой структурой экономики. Как правило, недостаток финансовых инструментов и низкое доверие к финансовому посредничеству в целом ведет к тому, что отсутствуют стимулы к сбережению и денежные доходы расходуются на потребление товаров и услуг. Поскольку возможности расширения производства или перепрофилирования его на выпуск товаров, пользующихся спросом, ограничен, наличие спроса, который не удовлетворяется в полной мере со стороны предложения, приводит к инфляционному давлению. Подобная ситуация является ярким выражением монетарной инфляции и она часто наблюдалась в недалеком прошлом, однако в 2002 году, как было отмечено выше, монетарная инфляция отсутствовала.

В наибольшей степени выросли цены на услуги. Немонетарные факторы стали основными факторами, обуславливающими инфляцию. В этом смысле динамика регулируемых тарифов является важным параметром, оказывающим влияние на общий уровень инфляции.

Необходимо остановиться еще на одном факторе – инфляционных ожиданиях. В странах переходного типа нередко инфляционные ожидания крайне устойчивы. Они легко и быстро возникают, но очень трудно и долго сокращаются. Экономика Кыргызстана в этом смысле не является исключением. Хотя инфляционные ожидания весьма сложно измерить, можно сказать, что на текущую инфляцию оказывает воздействие инфляции с отставанием на два года. Положительным явлением является тот факт, что уровень самих ожиданий сократился, и это является одним из объяснений сокращения темпов роста потребительских цен в республике.

Замедлению инфляционных процессов способствовало укрепление номинального эффективного курса сома. Само укрепление национальной валюты имеет место с середины 2000 года. Тенденции укрепления курса национальной валюты и некоторого восстановления монетизации являются отражением процессов, происходящих в экономике. Очевидно возникновение спроса на деньги, который обусловлен расширением рыночного сектора экономики. В 2002 году зарегистрирован спад производства валового внутреннего продукта, однако динамика других важнейших макроэкономических показателей позволяет предполагать, что в действительности падения не было в результате

неучтенного производства.

Монетизация и спрос на деньги являются взаимосвязанными процессами. В целом, монетизация экономики колеблется в узком диапазоне 10 – 15 процентов валового внутреннего продукта. Значение этого показателя мало даже по меркам экономики переходного типа. Однако монетизация является отражением внутреннего качества экономики, и она не может быть увеличена искусственно. Особенности экономики Кыргызстана является то, что спрос на деньги удовлетворяется не только национальной валютой, но долларами США. Трудно оценить какое место в экономике республики займет евро. Очевидно, что объемы операций с этой валютой в настоящее время увеличиваются. В целом, наметились положительные тенденции по увеличению спроса на национальную валюту и монетизацию экономики, однако эти количественные изменения пока еще не перешли в новое качество.

Денежно-кредитная политика в 2002 году не была направлена на искусственное укрепление национальной валюты. Более того, Национальный банк предотвратил чрезмерное укрепление сома относительно доллара США в момент его наибольшего ослабления. Денежно-кредитная политика также не была ограничительной, о чем убедительно свидетельствуют темпы роста денежных агрегатов. Другими словами, Национальный банк ориентируется на существующий и прогнозный спрос на деньги. Наиболее важными факторами, оказывающие влияние на принятие решений Национальным банком, выступают: выполнение целевого показателя, конкурентоспособность экономики и обслуживание внешнего долга.

Ожидается, что инфляция в 2003 году не превысит 4 - 5 процентов. Предполагается, что рост денежных агрегатов замедлится; реальный эффективный курс сома сохранит стабильность. Факторами риска прогноза выступают разнообразные параметры. Сохраняется неопределенность, связанная с развитием ситуации в мировой экономике. Резкие колебания цен на нефть и меры экономического регулирования в основных экспортерах нефтепродуктов – России и Казахстане – способны повлиять на динамику цен на нефтепродукты. Причем прогнозы динамики цен на нефть сильно отличаются друг от друг. Некоторые из них предсказывают продолжение роста цен на нефть, тогда как другие ожидают их резкое падение. Определенное значение будет играть конъюнктура цен на золото, которое занимает существенную долю в экспорте республики. Среди внутренних факторов следует отметить следующие: спрос на деньги; состояние экономики; изменения в налогообложении.

Спрос на деньги зависит от того, насколько быстро будет расширяться рыночный сектор экономики, каковы будут темпы роста экономики. С большой степенью вероятности можно ожидать, что восстановятся объемы производства на золоторудном комбинате “Кумтор” и электроэнергии. Хотя развитие ситуации

в 2002 году показало, что спад производства в этих отраслях не повлиял на снижение спроса на деньги. Определенное влияние на инфляцию можно ожидать от изменения налогообложения, хотя в этой области сохраняется неопределенность.

Динамика инфляции за 2000-2002 годы демонстрирует устойчивую тенденцию снижения темпов роста потребительских цен, в этой связи возникает вопрос о возможности возникновения в экономике дефляции. Анализ инфляционных процессов в республике показывает, что основным источником инфляции в настоящее время является административное повышение цен. В 2003 году возможны изменения в области налогообложения, что, в случае принятия этих изменений, скажется на потребительских ценах. Инфляционные ожидания продолжают играть существенную роль, однако их вклад несколько снизился. Тенденция укрепления спроса на национальную валюту способствует сохранению внутреннего спроса. Все это в совокупности позволяет сделать вывод об отсутствии сжатия совокупного спроса со стороны Национального банка.

Несмотря на то, что фактическая инфляция в 2001-2002 годы сложилась ниже, чем ожидалось, преобладают риски более высокой инфляции по сравнению с 2002 годом. Поэтому прогноз инфляции на 2003 год выше, чем фактическая инфляция 2002 года. Темп прироста потребительских цен за первый квартал 2003 года прогнозируется на уровне 2,5-2,8 процента.