

Принят
постановлением Правления НБКР
№54/1 от 20 декабря 2007 года

**НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК
КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ**

**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2008-2010 ГОДЫ**

Бишкек

2007

ВВЕДЕНИЕ

1. ОБЗОР РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ДО КОНЦА ТЕКУЩЕГО ГОДА

1.1. Обзор развития экономических условий и ожидаемые итоги 2007 года

1.1.1. Реальный сектор экономики

1.1.2. Бюджетно-налоговая политика

1.1.3. Платежный баланс

1.1.4. Основные индикаторы финансового рынка

1.2. Ожидаемые результаты реализации денежно-кредитной политики

1.2.1. Анализ денежно-кредитных показателей и прогноз до конца текущего года

1.2.2. Факторы инфляции и исполнение целевого показателя денежно-кредитной политики

2. ЦЕЛЬ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ В СРЕДНЕСРОЧНОМ ПЕРИОДЕ

2.1. Цель денежно-кредитной политики и условия ее проведения

2.1.1. Основная и промежуточные цели денежно-кредитной политики

2.1.2. Спрос на деньги и условия проведения денежно-кредитной политики

2.1.3. Прогноз инфляции

2.2. Сценарии экономического развития

3. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПРОГРАММА В СРЕДНЕСРОЧНОМ ПЕРИОДЕ И УСЛОВИЯ ЕЕ РЕАЛИЗАЦИИ

ВВЕДЕНИЕ

В настоящем документе определены цели денежно-кредитной политики НБКР на среднесрочный период (2008-2010 годы), включая детализированное описание денежно-кредитной политики на 2008 год, установленные на основе анализа текущего состояния и прогноза развития основных секторов экономики. Основной целью денежно-кредитной политики НБКР в среднесрочном периоде будет сдерживание роста общего уровня цен, а в дальнейшем поддержание их стабильности как важнейшего условия устойчивого экономического роста.

При разработке денежно-кредитной программы учитывались тенденции на мировых финансовых и товарных рынках, новизна условий проведения денежно-кредитной политики на современном этапе переходного процесса, малые масштабы и высокая степень открытости экономики Кыргызстана, обуславливающие нестабильную динамику спроса на денежные активы. Режим плавающего обменного курса, постепенный переход от канала обменного курса на процентный канал предложения денег позволят в среднесрочной перспективе смягчить воздействие внешних шоков и будут способствовать поддержанию международных резервов на приемлемом уровне.

При подготовке документа были использованы Среднесрочный прогноз бюджета Кыргызской Республики на 2008-2010 годы и утвержденная Правительством Кыргызской Республики «Стратегия Развития Страны (2007-2010 гг.)». Вместе с тем, подготовка документа осуществлялась в условиях неопределенности, существенным фактором которой явилось отсутствие утвержденного государственного бюджета на 2008 год. На момент завершения подготовки настоящего документа проект Закона Кыргызской Республики «О республиканском бюджете на 2008 год» находился на стадии отзыва из Парламента республики, а Министерство финансов Кыргызской Республики не было готово предоставить его обновленную версию.

1. ОБЗОР РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ДО КОНЦА ТЕКУЩЕГО ГОДА

1.1. Обзор развития экономических условий и ожидаемые итоги 2007 года

1.1.1. Реальный сектор экономики

Одной из особенностей макроэкономического развития в 2007 году стало ускорение темпов экономического роста в стране. По оценке Национального статистического комитета Кыргызской Республики темп роста реального ВВП, по данным за январь-ноябрь 2007 года по отношению к соответствующему периоду предыдущего года, составил 8,1 процента против 2,5 процента в январе-ноябре 2006 года. Без учета предприятий по разработке месторождения «Кумтор» рост ВВП составил 8,7 процента (в январе-ноябре 2006 года - 5,0 процента).

Основной вклад в рост ВВП был отмечен со стороны отраслей сферы услуг, а именно – предприятий торговли и транспорта и связи. Прирост валовой добавленной стоимости в этих отраслях составил более половины прироста всего ВВП. В результате удельный вес сферы услуг в общем объеме ВВП за 2007 год заметно увеличился и приблизительно составил 44,0 процента. Увеличение физического объема производства в отраслях промышленности и в строительстве также обусловило заметное увеличение ВВП в рассматриваемом периоде. Умеренными темпами продолжает расти сельское хозяйство, вместе с тем его доля в структуре ВВП немного сократилась и составила около 29,0 процента в связи с опережающим ростом услуг.

По предварительным данным, в 2007 году удельный вес валовых инвестиций в ВВП возрастет до 18,4 процента, в основном, за счет частных инвестиций. При этом в структуре инвестиций в основной капитал наблюдается увеличение объемов поступлений и по внешним источникам финансирования. Наибольшая доля в общем объеме освоенных инвестиций приходится на жилищное строительство, горнодобывающую промышленность и отрасль транспорта и связи. Общий объем капитальных вложений в 2007 году увеличится примерно на 30 процентов, что в значительной степени обусловлено ростом объемов бюджетного финансирования.

Увеличение доходов населения, как одно из следствий повышения заработной платы в государственном секторе и возросшего притока текущих трансфертов, привело к росту частного и государственного потребления. В результате отношение расходов на конечное потребление к ожидаемому ВВП увеличится до 116,1 процента в 2007 году, а его реальный прирост составит 14,0 процента.

Достижение стабильности и устойчивости экономического роста в стране сдерживается замедлением в проведении структурных реформ. Помимо этого, увеличивающийся разрыв между темпами роста доходов населения и производительности труда в конечном итоге приводит к накоплению инфляционного потенциала в экономике.

1.1.2. Бюджетно-налоговая политика

Бюджетно-налоговая политика в 2007 году была направлена на совершенствование налогового законодательства и проведение реформы межбюджетных отношений. Ключевыми моментами являются формирование доходов государственного бюджета в 2007 году по двухуровневой схеме межбюджетных отношений и создание комиссии¹ по обобщению и доработке проекта новой редакции Налогового кодекса Кыргызской

¹ Распоряжение Президента Кыргызской Республики №237 от 25 октября 2007 года.

Республики. С января 2007 года была введена новая бюджетная классификация¹, соответствующая принципам Системы статистики государственных финансов 2001 года, в связи с чем структура доходов государственного бюджета претерпела существенные изменения.

Особое внимание также было уделено вопросам легализации теневого сектора экономики (принятие Закона Кыргызской Республики №134 от 6 августа 2007 года «Об амнистии в связи с легализацией денежных средств, движимого и недвижимого имущества», утверждение Программы по легализации теневой экономики в Кыргызской Республике на 2007-2010 годы). Между тем, в связи с изменением политической ситуации в республике Закон «О республиканском бюджете Кыргызской Республики на 2008 год» до конца текущего года принят не будет.

1 ноября 2007 года в Закон Кыргызской Республики «О республиканском бюджете Кыргызской Республики на 2007 год» были внесены изменения, предусматривающие увеличение доходов и расходов республиканского бюджета на 750 млн.сомов. Таким образом, согласно предварительной оценке Министерства Финансов Кыргызской Республики исполнение государственного бюджета за 2007 год будет следующим: доходы государственного бюджета ожидаются на уровне 24,5 процента к ВВП, расходы – 27,0 процента к ВВП, дефицит государственного бюджета в 2007 году составит около 2,5 процента к ВВП и будет полностью профинансирован из внутренних и внешних источников.

1.1.3. Платежный баланс

Общий платежный баланс в 2007 году по прогнозу будет положительным в размере 387,8 млн. долларов США. Резервные активы НБКР обеспечат покрытие 3,9 месяца импорта товаров и услуг.

По предварительным данным, дефицит счета текущих операций в 2007 году увеличится на 13,9 процента по сравнению с аналогичным показателем 2006 года и составит 12 процента к ВВП. При этом согласно предварительным дооценкам НБКР², дефицит счета текущих операций по итогам 2007 года сократится на 40,3 процента и составит 2,4 процента к ВВП.

Отрицательное сальдо торгового баланса Кыргызской Республики сформируется в размере 1 177,9 млн. долларов США, что на 20,0 процента больше, чем в 2006 году (с учетом дооценок НБКР: отрицательное сальдо составит 825,6 млн. долларов США или на 11,3 процента больше по сравнению с 2006 годом).

Внешнеторговый оборот в ценах FOB за 2007 год составит 3 696,5 млн. долларов США, что превысит торговый оборот прошлого года на 42,0 процента (с учетом дооценок НБКР: 4 048,8 млн. долларов США или на 42,4 процента больше показателя 2006 года). В текущем году по сравнению с 2006 годом рост торгового оборота Кыргызской Республики произойдет за счет увеличения объема экспортно-импортных операций со странами СНГ на 44,3 процента, а также со странами дальнего зарубежья на 39,7 процента.

Объем экспорта товаров в ценах FOB по итогам 2007 года составит 1 259,3 млн. долларов США и превысит значение 2006 года на 55,3 процента (с учетом дооценок НБКР: 1 611,6 млн. долларов США или на 53,4 процента больше показателя 2006 года). Рост экспорта товаров будет обеспечен за счет увеличения поставок товаров в страны СНГ на 63,3 процента и в страны дальнего зарубежья на 48,2 процента. Ожидается сокращение экспорта золота, удельный вес которого в общем объеме экспорта снизится с

¹ Утверждена приказом Министерства экономики и финансов КР № 254-П от 27.12.06 года и зарегистрирована Министерством юстиции КР (приказ №4 от 11.01.07 г.).

² Здесь и далее по тексту: данные НБКР по платежному балансу Кыргызской Республики с учетом дооценок по реэкспорту товаров приводятся в скобках.

25,4 процента в 2006 году до 14,5 процента в 2007 году. В то время как экспорт товаров без учета золота увеличится на 78,0 процента и будет равен 1 076,6 млн. долларов США.

В 2007 году объем импорта товаров в ценах FOB будет оценен в размере 2 437,2 млн. долларов США, что больше аналогичного показателя за 2006 год на 36,0 процента.

Импорт товаров из стран дальнего зарубежья возрастет на 35,4 процента, а из стран СНГ - на 36,5 процента. При этом доля импортных поставок, как из стран СНГ, так и из стран дальнего зарубежья сохранится на уровне 2006 года и составит 51,9 процента и 48,1 процента, соответственно. Рост импорта будет обеспечен за счет увеличения импорта нефтепродуктов, природного газа и инвестиционных товаров.

По итогам 2007 года дефицит баланса услуг сохранится примерно на уровне значения прошлого года и составит 90,4 млн. долларов США. Традиционно большой удельный вес будет приходиться на транспортные услуги и поездки.

В 2007 году отрицательное значение баланса доходов увеличится в 1,1 раза и сложится в размере 72,0 млн. долларов США. Это связано с сокращением притока капитала по статье прочие доходы.

Положительный баланс текущих трансфертов в 2007 году сформируется на уровне 900,7 млн. долларов США, что больше значения 2006 года на 25,8 процента, вследствие увеличения притока частных трансфертов в виде денежных поступлений на 24,0 процента.

В 2007 году счет операций с капиталом и финансовых операций сформируется положительным в объеме 272,8 млн. долларов США и приблизительно сохранится на уровне предыдущего года. Ожидается сокращение притока по прямым иностранным инвестициям на 17,5 процента, что будет вызвано выплатой по кредитам, привлеченным предприятиями прямого инвестирования. С другой стороны, ожидается увеличение притока капитала по статье «другие инвестиции» на 43,5 процента за счет привлечения кредитов в частный сектор.

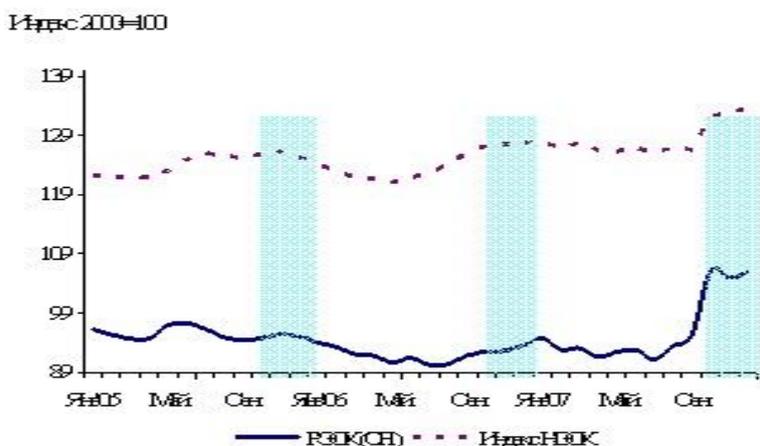
По итогам 2007 года ожидается увеличение положительного значения статьи «ошибки и пропуски» на 91,8 процента до 554,5 млн. долларов США.

На конец 2007 года индекс реального эффективного обменного курса (РЭОК) сома составит 104,1 и по сравнению с соответствующим показателем 2006 года увеличится на 11,4 процента. Среднегодовое значение индекса РЭОК в 2007 году составит 96,1 процента и превысит соответствующее значение 2006 года на 4,5 процента. Основными факторами роста индекса РЭОК по итогам 2007 года является значительное увеличение инфляции и укрепление обменного курса сома, наблюдаемое с конца третьего квартала.

Инфляция в Кыргызской Республике в четвертом квартале 2007 года составила 8,9 процента, тогда как соответствующий показатель стран основных торговых партнеров республики по предварительным данным составит 4,3 процента. На конец 2007 года инфляция в Кыргызской Республике достигла 20,1 процента, в странах - основных торговых партнерах по предварительным данным в среднем 12,0 процента.

Необходимо отметить, что при расчете инфляции в странах-основных торговых партнерах используются данные по инфляции 10 стран, скорректированные на соответствующие удельные веса во внешнеторговом обороте. При этом порядка 65,0 процента удельного веса приходится на Россию и Казахстан, инфляция в которых по ожидаемым прогнозам в 2007 году составит около 11,9 и 18,8 процента, соответственно.

График: Индексы номинального и реального эффективных обменных курсов



1.1.4. Основные индикаторы финансового рынка

Валютный рынок. В январе-ноябре 2007 года на внутреннем валютном рынке преобладала тенденция укрепления курса национальной валюты, что было обусловлено воздействием как внутренних, так и внешних факторов. В начале января отмечалось повышение курса доллара США, обусловленное сезонным ростом спроса на иностранную валюту на внутреннем рынке, а также укреплением курса доллара относительно основных мировых валют на внешних рынках в этот период. С целью сглаживания конъюнктуры рынка, Национальный банк в январе-августе проводил преимущественно операции по продаже долларов США и курс американского доллара, в основном, колебался в узком диапазоне. Динамика американского доллара в осенний период складывалась в условиях избыточного предложения иностранной валюты на внутреннем рынке на фоне сезонного увеличения притока средств от продажи сельхозпродукции и туристических услуг, а также под влиянием мер, принимаемых Национальным банком с целью ужесточения денежно-кредитной политики. Кроме того, заметное влияние на динамику курса доллара на внутреннем рынке оказывали его колебания по отношению к основным мировым валютам на внешних рынках. В целом за январь-ноябрь 2007 года общий объем операций Национального банка по покупке долларов США на валютных торгах составил 264,6 млн. долл. США, объем операций по продаже – 35,4 млн. долл. США. Учетный курс доллара с начала года снизился на 9,0 процента и на конец ноября составил 34,6869 сом/долл. США.

Рынок нот НБКР. В течение января-ноября 2007 года Национальный банк размещал на рынке 14- и 28-дневные ноты НБКР, а в ноябре начал проводить аукционы по продаже 3 и 6-месячных нот НБКР. При этом НБКР стал использовать ноты НБКР в большей степени как инструмент изъятия избыточной ликвидности, увеличивая еженедельный объем их эмиссии. В первой половине года еженедельное предложение нот НБКР выросло с 24 млн. сомов на начало года до 32 млн. сомов на конец июня. Во второй половине года НБКР начал увеличивать объемы эмиссии нот более высокими темпами (до 320 млн. сомов на конец ноября), что было связано с ужесточением денежно-кредитной политики в условиях ускорения темпов инфляции. Однако спрос на ноты в сентябре и в начале октября рос медленнее, чем их предложение, а объявленный объем эмиссии на аукционах в этот период существенно превышал объемы поданных заявок, что отразилось на стремительном повышении их доходности. В дальнейшем рынок адаптировался к новым условиям: спрос на 14- и 28-дневные ноты заметно вырос, а доходность их стала снижаться. На новых сегментах первичного рынка нот НБКР спрос остался на низком уровне: три из пяти объявленных аукционов по размещению 3-месячных нот НБКР и все

пять объявленных аукционов по размещению 6-месячных нот НБКР были признаны не состоявшимися в связи с недостаточным количеством участников.

В целом за одиннадцать месяцев 2007 года было размещено нот НБКР на сумму 2670,1 млн. сомов, за аналогичный период прошлого года было размещено нот НБКР на сумму 76,0 млн. сомов.

Средний уровень доходности по всем видам нот за январь-ноябрь 2007 года составил 5,0 процента. В том числе средний уровень доходности 14-дневных нот составил 4,6 процента, в соответствующем периоде 2006 года данный вид ценных бумаг НБКР начал размещать только в ноябре. В сегменте 28-дневных нот НБКР средний уровень доходности составил 5,5 процента, увеличившись на 1,5 п.п. по сравнению с январем-ноябрем 2006 года.

Рынок ГКВ. В январе-ноябре 2007 года ситуация на первичном рынке ГКВ, как обычно, в основном складывалась под влиянием колебаний уровня ликвидности в банковской системе. Так, в течение первой половины года высокий уровень избыточных резервов коммерческих банков способствовал улучшению конъюнктуры рынка: сохранялся высокий спрос на государственные казначейские векселя, а доходность их снижалась. В третьем квартале 2007 года отмечалось некоторое повышение доходности, обусловленное как колебаниями уровня избыточной ликвидности банковской системы, так и увеличением эмиссии ГКВ. В начале октября отмечался значительный рост доходности векселей на всех сегментах рынка, что было связано с ростом ставок на первичном рынке нот НБКР. В целом за одиннадцать месяцев 2007 года объем спроса составил 3762,7 млн. сомов, увеличившись по сравнению с аналогичным периодом 2006 года на 40,7 процента. Общий объем продаж ГКВ за рассматриваемый период вырос на 31,2 процента, до 1546,3 млн. сомов. При этом доля долгосрочных векселей (12-ти, 18-ти и 24-х мес. ГКВ) в объеме продаж составила 60,2 процента (в январе-ноябре 2006 года – 82,5 процента). Снижение среднего уровня доходности во всех сегментах рынка ГКВ, а также сокращение доли долгосрочных векселей во временной структуре продаж способствовало уменьшению среднего уровня доходности по всем ГКВ по сравнению с тем же периодом 2006 года на 1,5 п.п., до 7,3 процента.

Объем ГКВ в обращении за январь-ноябрь 2007 года увеличился на 40,3 процента, до 1767,9 млн. сомов. При этом дюрация векселей сократилась до 234 дней с 294 на начало года. Размер чистого финансирования бюджета за счёт ГКВ с начала года составил 457,3 млн. сомов.

Необходимо отметить, что сохраняется устойчивый спрос на 3- и 6-месячные ГКВ, несмотря на более высокую доходность по Нотам НБКР аналогичной срочности. Возможными причинами имеющейся на конец 2007 года ситуации могут быть и субъективные – привычка к ГКВ и новизна Нот НБКР с такой срочностью, и объективные – технические, то есть Ноты НБКР пока не обслуживаются электронной торговой системой, что затрудняет использование этих бумаг в качестве залога и, соответственно, снижает ликвидность.

Внутренний межбанковский рынок кредитных ресурсов. В январе-ноябре 2007 года на межбанковском рынке кредитных ресурсов в условиях сохраняющегося высокого уровня ликвидности в банковской системе объем операций в национальной валюте сократился по сравнению с аналогичным периодом 2006 года на 22,0 процента и составил 7514,8 млн. сомов. Уменьшение спроса на заемные ресурсы способствовало снижению процентных ставок на сомовые кредиты с января по август. В середине августа стоимость межбанковских кредитов в национальной валюте несколько повысилась, а в октябре темпы роста и волатильность процентных ставок на межбанковском кредитном рынке заметно увеличились под влиянием роста ставок на других сегментах внутреннего финансового рынка. В целом за январь-ноябрь средняя ставка по операциям РЕПО

(занимающим 81,7 процента общего объема сделок в национальной валюте) составила 3,6 процента, что на 0,3 п.п. выше аналогичного показателя за январь-ноябрь 2006 года. Средний уровень ставки по межбанковским кредитам в национальной валюте по сравнению с январем-ноябрем 2006 года вырос на 0,2 п.п. и составил 3,1 процента.

На внутреннем межбанковском кредитном рынке объем заимствований в иностранной валюте по сравнению с январем-ноябрем 2006 года снизился на 10,3 процента, до 719,1 млн. сомов, а их средняя стоимость повысилась на 1,3 п.п., до 6,9 процента.

Проводимые операции НБКР по изъятию избыточной ликвидности, а также недостаток ликвидности, испытываемый банковскими системами соседних государств, прежде всего Казахстана, скорее всего, будут влиять на увеличение спроса на межбанковском рынке кредитных ресурсов и, соответственно, на повышение ставок на заемные ресурсы в национальной и иностранной валюте.

Рынок депозитов. За январь-октябрь объем депозитной базы действующих коммерческих банков увеличился на 29,7 процента и на конец октября составил 21,8 млрд. сомов. Рост остатка депозитов отмечался как в национальной валюте - на 67,6 процента, до 9,7 млрд. сомов, так и в иностранной валюте - на 9,9 процента, до 12,1 млрд. сомов. Стоимость депозитной базы в национальной валюте на конец октября составляла 4,6 процента, увеличившись по сравнению с началом года на 0,9 п.п., в иностранной валюте ставка повысилась на 0,5 п.п. до 2,0 процента.

Средняя процентная ставка по вновь принятым депозитам в национальной валюте за январь-октябрь 2007 года составила 2,1 процента, повысившись на 0,2 п.п. по сравнению с аналогичным периодом 2006 года в связи с увеличением доли срочных депозитов. При этом средняя процентная ставка по срочным депозитам в национальной валюте снизилась на 0,7 п.п. и составила 7,0 процента.

Средний уровень процентных ставок по новым депозитам в иностранной валюте по сравнению с январем-октябрем 2006 года повысился на 0,5 п.п. до 0,9 процента также в связи с увеличением доли срочных депозитов. По срочным депозитам ставка осталась на уровне прошлого года 5,2 процента.

До конца 2007 года сохранится рост депозитной базы коммерческих банков, однако темпы его роста несколько снизятся. При этом, можно прогнозировать, что также увеличится средний уровень процентных ставок по новым депозитам как в национальной, так и в иностранной валюте под влиянием увеличения доли срочных депозитов.

Рынок кредитов. Кредитный портфель действующих коммерческих банков в январе-октябре 2007 года вырос на 74,4 процента и составил 19,8 млрд. сомов на конец периода. В том числе задолженность по кредитам в национальной валюте увеличилась в 2,2 раза, в иностранной валюте - на 55,5 процента.

Средний уровень ставок по новым кредитам в национальной валюте в январе-октябре 2007 года снизился по сравнению с аналогичным периодом 2006 года на 2,9 п.п. до 22,9 процента. По кредитам в иностранной валюте уровень ставок по сравнению с аналогичным периодом прошлого года вырос на 1,3 п.п. и составил 18,5 процента.

1.2. Ожидаемые результаты реализации денежно-кредитной политики

1.2.1. Анализ денежно-кредитных показателей и прогноз до конца текущего года

В 2007 году денежно-кредитная политика была направлена на достижение целей и задач, указанных в «Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2007 год» и в «Совместном заявлении Правительства Кыргызской Республики и НБКР об основных направлениях экономической политики на 2007 год».

Целевой ориентир денежно-кредитной политики на 2007 год был определен на уровне 5-6 процента (декабрь 2007 года к декабрю 2006 года), и динамика основных макроэкономических показателей в первой половине года соответствовала принятой монетарной программе. В связи с внешними немонетарными факторами, такими как значительный рост цен на зерно в Казахстане и России, повышение экспортного спроса со стороны соседних стран на отечественную сельскохозяйственную продукцию и строительные материалы, увеличение стоимости импортируемого природного газа, в августе 2007 года целевой показатель был откорректирован до 9 процентов. Однако на 1 ноября 2007 года фактический уровень инфляции уже более чем вдвое превысил вновь установленный показатель.

До 2007 года средние темпы роста инфляции за пятилетний период (с 2002 по 2006 годы) составили всего 4,2%, при очень быстром росте денежной массы М2 - в среднем 28,3 процента в год. Всплеск роста денежной массы в этом периоде был обусловлен как растущим денежным спросом со стороны экономики, темпы роста которой без предприятий Кумтор были в среднем на уровне 4,6 процента, так и структурными сдвигами в финансовом секторе: вхождением банков с иностранным капиталом, развитием платежной системы и небанковских финансовых институтов, и, возможно, некоторой заменой иностранной валюты сомами во внутренних экономических транзакциях и сбережениях населения.

Коэффициент монетизации экономики широкими деньгами М2 увеличился с 7,35 в 2002 году до 16,8 на начало 2007 года и до 19,8 по итогам 11-ти месяцев 2007 года¹, а кредит в экономику в процентах от ВВП увеличился с 4 процентов в 2002 году, до 10,4 процента на начало 2007 года и составил 14,9 процента на 1 декабря 2007 года по предварительным данным. Увеличение спроса на национальную валюту в связи с ростом экономической активности происходило во многом за счет внешнеэкономического сектора, на фоне превышения предложения долларов США над спросом на внутреннем валютном рынке. Дополнительным значительным фактором увеличения спроса на наличную национальную валюту является рост денежных переводов трудовых мигрантов, приток которых вырос за пятилетний период на порядок: с 77 до 704 млн. долларов США, или с 4,8 до 25 процентов к ВВП по среднегодовому обменному курсу.

В связи с вышеперечисленными факторами инфляция по итогам 2007 года ожидается в пределах 21,0 процента (декабрь 2007 года к декабрю 2006 года).

Источники формирования предложения денег

В 2007 году сохраняется высокий спрос на денежные активы. По оценкам НБКР, темпы прироста денежных агрегатов по итогам 2007 года будут весьма неоднородны и сложатся в диапазоне 23 - 39 процентов. При этом широкие деньги М2Х будут расти наименьшими темпами, а широкие деньги в национальном определении М2 – максимальными темпами, в связи с опережающим ростом сомовых депозитов при сокращении валютных.

Чистые иностранные активы НБКР (ЧИА НБКР) являются основным источником прироста денежной базы, вклад которых оценивается в (+) 51,0 процент. В 2007 году основными составляющими прироста чистых иностранных активов являются чистая покупка НБКР иностранной валюты на межбанковском валютном рынке,

¹ Необходимо учитывать, что Кыргызская Республика является развивающейся экономикой и, в этой связи, высокие темпы роста коэффициента монетизации, наблюдаемые в последние годы, являются для нашей страны приемлемыми. Для сравнения можно указать, что текущий оценочный коэффициент монетизации в России и Казахстане превышает 30 процентов. С этой точки зрения насыщенность экономики Кыргызской Республики денежными средствами ниже, чем в указанных странах. Таким образом, для повышения коэффициента монетизации в Кыргызской Республике, темпы роста денежной массы должны превышать темпы роста номинального ВВП.

поступления программных кредитов и грантов, доходы от управления международными резервами, прочие поступления в числе которых: средства, поступившие от Украины, поступления в бюджет от авиабазы Ганси.

В 2007 году валютные рынки стран СНГ испытывали давление на обменный курс и опосредованно на инфляцию, в связи со значительным притоком не поглощаемого внутренними рынками капитала. В условиях ограниченного перечня стерилизационных инструментов у денежных властей наиболее действенной антиинфляционной мерой во Всемирном Банке считают более быстрое укрепление номинального курса национальной валюты.

До октября 2007 года НБКР осуществлял валютные интервенции на межбанковском валютном рынке с минимальными колебаниями обменного курса. Укрепление учетного обменного курса сом/доллар США за 9 месяцев составило 3,21 процента, максимальные еженедельные колебания составили 1,76 процента, при этом объем чистой покупки НБКР составил 174,55 млн. долларов США, а инфляция уже превысила установленный ориентир, составив 10,3 процента. В октябре 2007 года объемы покупки были на уровне продаж долларов США, а обменный курс укрепился за месяц на 5,16 процента, чистая покупка НБКР в ноябре составила 53,9 млн. долларов США, при этом обменный курс укрепился на 0,88 процента. Существующий дисбаланс на межбанковском валютном рынке Кыргызской Республики является причиной активного участия НБКР в управлении плавающим обменным курсом, реализуемом посредством интервенций.

Осенний скачок цен широко обсуждается экономистами как развитых, так и развивающихся финансовых рынков. Задаваясь вопросом, почему растут цены на продукты питания, группа российских экономистов считает, что глубинные причины в увеличении количества «эмитированных» долларов США, т.е. не обеспеченных реальной экономикой государства. Так 1 ноября федеральный резервный Банк Нью-Йорка, который выполняет функции Центробанка на открытом рынке, добавил к временным резервам финансовой системы \$41 млрд. Такой внушительной инъекции финансовый мир США не знал со времен террористической атаки в сентябре 2001 года, когда 19 сентября ФРС была вынуждена добавить более \$50 млрд., чтобы обеспечить функционирование финансовой системы. Но раз от кризиса ликвидности все это не спасает, то логично предположить, что эти деньги идут в поддержку спекулятивных настроений в первую очередь на товарных рынках. Рекордные цены на нефть, пшеницу, золото, некоторые промышленные металлы — это именно та плата, которую платит ФРС США за снижение ставки. Компенсировать негативный эффект от укрепления рубля производители могут повышением собственной эффективности, как, например, это было в Ирландии.

Что могут сделать монетарные власти в условиях неизбежного падения курса доллара США, и как следствие притока иностранного капитала на финансовые рынки развивающихся стран? Одним из предложенных российскими экономистами вариантов является создание так называемых валютных зон. Суть данного предложения – отвязка финансовых систем от доллара США. Таких валютных зон в мире будет немного (3-5), внутри каждой валютной зоны (примером таковой служит еврозона) вводится единая валюта (например, евро), которая привязана к золоту.

Чистые внутренние активы НБКР (ЧВА НБКР), динамика которых в основном определяется операциями по исполнению государственного бюджета, окажут понижающее воздействие на прирост денежной базы. Вклад ЧВА НБКР оценивается на уровне (-)13,0 процента. По сравнению с 2006 годом прочие статьи чистых внутренних активов окажут понижающее воздействие с вкладом в 4,0 процента, главным образом, за счет увеличения объемов Нот НБКР в обращении до планируемого на конец 2007 года

уровня в 800 млн. сомов, а также за счет переоценки активов в связи с колебаниями курсов иностранных валют и цены золота.

Таким образом, основное влияние на изменение денежной базы в 2007 году окажут операции НБКР по покупке иностранной валюты на внутреннем рынке (около 9 млрд. сомов), которые имели место, начиная со второго квартала 2007 года.

Изменение структуры широкой денежной массы M2X в 2007 году происходит под влиянием опережающего роста депозитов национальной валюты при снижении депозитов в иностранной валюте и роста денег вне банков. Уровень долларизации депозитов, рассчитанный как доля депозитов в инвалюте в общем объеме депозитов, снизился и на 1 декабря 2007 года составил 48,2 процента (на 1 января 2007 года – 63,7 процента, на конец сентября 2006 года – 59,1 процента). При этом снижение валютных депозитов произошло не только за счет укрепления обменного курса сома к доллару США, но и за счет снижения объема на 7,6 процента. Скорость обращения широких денег M2X, включающих депозиты в инвалюте, снизилась с 4,5 на 1 января 2007 года до 4,0 на 1 декабря 2007 года, в то время как коэффициент монетизации экономики, рассчитанный по денежному агрегату M2X, увеличился и на ту же дату составил 24,8 процента (на 1 января 2007 года – 22,4 процента).

Важным фактором, вызывающим рост денежного предложения, являются валютные переводы трудовых мигрантов из-за границы. По оценкам НБКР общий объем денежных переводов трудовых мигрантов в текущем году может составить 873 млн. долларов США, что сопоставимо с 22-23 процентами ВВП республики.

Благодаря росту ресурсной базы банковской системы в 2007 году, а также росту внешних заимствований коммерческих банков наблюдалось значительное увеличение объема кредитных операций до 20,47 млрд. сомов на 1 декабря 2007 года или (+)74,1 процента.

1.2.2. Факторы инфляции и исполнение целевого показателя денежно-кредитной политики

Согласно данным Национального статистического комитета Кыргызской Республики, в январе-ноябре 2007 года прирост индекса потребительских цен с начала года составил 19,5 процента (в 2006 году – 3,6 процента), превысив установленный целевой показатель на 2007 год. При этом только в октябре т.г. потребительские цены выросли на 9,0 процента.

Целевой уровень инфляции на 2007 год закладывался из предположения о сезонном снижении цен на плодоовощную, мясную и молочную продукцию, а также умеренном повышении цен на основные продовольственные товары (прежде всего, хлебобулочные изделия и масло). Между тем, сильная зависимость отечественной экономики от мировой ценовой конъюнктуры и неспособность противостоять внешним ценовым шокам обусловили существенное ускорение темпов инфляции в Кыргызстане.

Динамика инфляции в 2007 году определялась, в значительной степени, повышением цен на продовольственные товары. В октябре 2007 года рост потребительских цен достиг своего максимального значения; в ноябре-декабре ценовая ситуация на рынке продовольственных товаров стабилизировалась и в целом с начала года¹ средние цены на продовольственные товары повысились на 31,5 процента. Наибольший прирост цен отмечался по таким категориям продовольственных товаров как: хлебобулочные изделия и крупы (на 62,9 процента), масла и жиры (на 49,2 процента), молочные изделия, сыр и яйца (на 32,0 процента), мясо (на 19,0 процента).

Динамика инфляции в текущем году формировалась, в большей степени, под воздействием немонетарных факторов, в частности под влиянием внешних ценовых

¹ По данным НСК на 18 декабря 2007 года.

шоков. По оценкам, влияние немонетарных факторов составило 87,8 процента, монетарных факторов – 1,0 процента, инфляционных ожиданий – 11,2 процента.

В результате принятых НБКР и Правительством Кыргызской Республики мер ценовая ситуация на рынке продовольственных товаров в ноябре 2007 года стабилизировалась, и в целом за 2007 год (декабрь 2007 года к декабрю 2006 года) уровень инфляции с учетом всплеска цен в октябре т.г. не превысит 21,0 процента.

2. ЦЕЛЬ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ В СРЕДНЕСРОЧНОМ ПЕРИОДЕ

2.1. Цель денежно-кредитной политики и условия ее проведения

2.1.1. Основная и промежуточные цели денежно-кредитной политики

Основной целью денежно-кредитной политики Национального банка Кыргызской Республики (НБКР) в среднесрочном периоде является сдерживание темпов прироста общего уровня цен, снижение инфляции при предложении денег на уровне, способствующем устойчивости финансовой системы и экономическому росту.

Количественным критерием денежно-кредитной политики на 2008 году будет удержание прироста потребительских цен (ИПЦ) на уровне 12,0 – 15,0 процента (декабрь 2008 года к декабрю 2007 года).

Количественное значение инфляции на 2008 год определено на основе анализа всех секторов экономики с учетом умеренного роста цен, стабилизации инфляционных ожиданий и потребности экономических субъектов в денежных активах.

Для достижения поставленной цели НБКР будет использовать имеющиеся в его распоряжении инструменты денежно-кредитной политики, основным из которых являются операции на открытом рынке. В целях повышения эффективности проводимой денежно-кредитной политики НБКР направит свои усилия на разработку адекватной процентной политики, совершенствование нормативной базы для проведения операций на денежном рынке на условиях, соответствующих здоровой банковской практике.

В 2008 году НБКР будет проводить валютные операции исходя из принятого Кыргызской Республикой режима плавающего обменного курса, поддерживая международные резервы на уровне, достаточном для обеспечения финансовой стабильности страны. Решения о валютных интервенциях будут исходить из выбора приоритетов между необходимостью выравнивания спроса и предложения на несбалансированном межбанковском валютном рынке и целями реализации денежно-кредитной политики.

Учитывая прогнозируемый в 2008 году дисбаланс между предложением и спросом на мировых рынках, и подверженность нашей республики влияниям внешних шоков, при значительном изменении конъюнктуры на мировых рынках, повышении государственных тарифов и административно устанавливаемых цен на товары и услуги, а также в случае пересмотра официальных прогнозных данных по макроэкономическим показателям, в том числе по республиканскому бюджету, Национальным банком могут быть внесены соответствующие коррективы по целевым показателям, о чем будет проинформирована общественность.

В 2009 и 2010 годах деятельность НБКР в области денежно-кредитной политики будет направлена на снижение инфляции до однозначного числа.

2.1.2. Спрос на деньги и условия проведения денежно-кредитной политики

Главными факторами растущего спроса на деньги в среднесрочном периоде будут сохранение высокой экономической активности, рост инвестиций, расширение внешнеэкономической деятельности. Вследствие роста доходности активов на денежном рынке и умеренных инфляционных ожиданий возрастет спрос на деньги как средство накопления и сбережения. Кроме того, ожидается, что будет сохранена наблюдаемая в 2007 году тенденция к снижению долларизации депозитов и кредитов, свидетельствующая о растущем спросе на денежные активы в национальной валюте.

Проводимые Национальным банком совместно с Правительством Кыргызской Республики мероприятия по повышению доверия населения к банковской системе через внедрение системы защиты депозитов и дальнейшее развитие платежной системы будут способствовать повышению устойчивости финансовой системы, росту объема банковских депозитов и кредитования экономики.

Сохранится давление на денежно-кредитную сферу за счет притока иностранной валюты по текущим трансфертам, объем которых будет в значительной мере покрывать дефицит торгового баланса и стимулировать рост валовых национальных сбережений.

При сохранении тенденции укрепления национальной валюты и снижении уровня инфляции ожидается более высокий рост депозитов в национальной валюте при снижении инвалютного компонента широкой денежной массы.

Важным фактором увеличения спроса на деньги со стороны государственного сектора может стать запуск новых инвестиционных проектов с участием Правительства в таких секторах как промышленность, строительство и сфера услуг.

2.1.3. Прогноз инфляции

Уровень инфляции в Кыргызстане традиционно определяется динамикой цен на продовольственные товары, занимающие в потребительской корзине более 50 процентов. По оценкам экспертов, в 2008 году сохранится дисбаланс между предложением и спросом на мировых рынках, что в условиях нашей республики, подверженной влияниям внешних шоков, сохраняет риски резких скачков цен на продукты питания. Кроме того, поддерживающим фактором роста цен в республике будет оставаться опережающий рост доходов населения над ростом производительности труда, в том числе за счет значительного объема притока капитала в страну в виде текущих трансфертов. Разрыв между реальной заработной платой и ростом производительности труда расширился с 2000 года, и за последние годы показатель «зарплата-производительность» возрос, и в среднем достигает 9 процентов. В особенности такая негативная тенденция наблюдается в отрасли сельского хозяйства, как сектора с низкой производительностью труда.

Прогноз уровня инфляции на 2008 год подготовлен в 3-х сценариях, с учетом различного диапазона колебаний цен. В первом (базовом) сценарии ожидается уровень инфляции в пределах 12-15 процентов. Второй вариант (пессимистический) предполагает продолжение влияния внешних шоков конца 2007 года в 2008 году при сохранении высоких инфляционных ожиданий; в этом случае прогноз инфляции составляет около 22 процентов. Третий вариант (оптимистический) в дополнение к условиям, указанным для первого сценария, предполагает также проведение структурных реформ и умеренной тарифной политики для населения, при этом возможно снижение уровня инфляции до однозначного числа.

2.2. Сценарии экономического развития

Базовый сценарий. Исходя из основных прогнозных параметров базового сценария макроэкономического развития, в 2008 году предполагается продолжение тенденции экономического роста, наметившейся в предыдущем году, что позволит обеспечить реальный рост ВВП в размере 7,0 процента. Определяющую роль в обеспечении прогнозируемого экономического роста будет играть заметное увеличение инвестиционных вложений в экономику и дальнейшее повышение деловой активности хозяйствующих субъектов.

Основным фактором, стимулирующим рост деловой активности в стране, станет повышение внутреннего потребительского и инвестиционного спроса, вызванное ростом доходов населения в республике. В 2008 году заметное увеличение денежных доходов граждан предполагается за счет повышения заработной платы сотрудникам государственных и муниципальных служб на 30 процентов, а также в связи с ростом доходов от предпринимательской деятельности и поступлений в страну денежных переводов работающих за границей. Ожидается, что объем денежных доходов населения возрастет в реальном выражении на 8,9 процента. Размер средней заработной платы вырастет в реальном выражении на 16 процентов.

Реальный рост объемов инвестиций в 2008 году прогнозируется на уровне 18,4 процента, в результате чего их объем в структуре ВВП по использованию доходов возрастет до 19,1 процента. Основными источниками вложения средств в основной капитал будут как собственные средства предприятий и населения, так и средства государственного бюджета. Прирост общего объема доходов и грантов государственного бюджета в 2008 году прогнозируется на 18,0 процента, а общих расходов - на 16,7 процента. Основная доля в доходах государственного бюджета будет приходиться на налоговые поступления, при этом определенным риском для бюджетной устойчивости выступает возрастающая доля платежей от импортных операций. Приоритетными направлениями вложения инвестиций будут промышленность, строительство и сфера услуг.

Кроме того, ожидается продолжение устойчивого развития аграрного сектора, занимающего значительный удельный вес в структуре ВВП.

Темп роста выпуска валовой продукции сельского хозяйства в 2008 году ожидается на уровне 4,0 процента. Обеспечить такой рост предполагается, в основном, за счет увеличения производства продукции растениеводства.

В сфере услуг в 2008 году реальный рост составит примерно 8,0 процента и будет обеспечен за счет высоких оборотов торговли, развития туризма, а также отрасли транспорта и связи.

Рост промышленности в 2008 году составит около 15,0 процента и во многом будет обусловлен ростом производства базовых предприятий золотодобычи и энергетического сектора. Продолжится наращивание объемов производства и в остальных отраслях обрабатывающей промышленности. Без учета предприятий по разработке месторождения «Кумтор» промышленное производство в реальном выражении возрастет на 6,3 процента. Замедление темпов роста будет связано с более поздними сроками проведения структурных реформ.

Бюджетно-налоговая политика, разработанная в соответствии с проектом Закона Кыргызской Республики «О республиканском бюджете Кыргызской Республики на 2008 год», позволит снизить дефицит государственного бюджета (за исключением грантовых средств в рамках бюджета развития в сумме 2,1 млрд. сомов) до 1,9 процента к ВВП, который будет полностью покрыт за счет внутренних и внешних источников. Удельный вес внешнего финансирования дефицита бюджета в общем объеме источников составит 63,6 процента. Кроме того, планируется пополнить ресурсную часть бюджета на 217,2

млн. сомов за счет погашения основной суммы по бюджетным ссудам и иностранным кредитам. Погашение внутреннего долга составит 2,2 млрд. сомов.

Согласно прогнозным данным дефицита счета текущих операций в 2008 году составит 638,4 млн. долларов США или 12,1 процента ВВП (с учетом дооценок НБКР: 286,1 млн. долларов США или 5,8 процента ВВП). Рост дефицита счета текущих операций в значительной степени произойдет в результате ухудшения торгового баланса, несмотря на снижение темпов прироста импорта товаров. В 2008 году ожидается восстановление производства золота, что повлечет за собой ускорение темпов роста общего экспорта товаров. Также ожидается, что реэкспорт нефтепродуктов будет продолжать занимать большую долю в общем объеме экспортных поставок.

Прогнозируется, что цены на нефтепродукты будут расти умеренными темпами, что предопределяет снижение темпов прироста импорта энергопродуктов. Внутренний спрос на инвестиционные товары будет оставаться высоким, что в свою очередь отразится на общем объеме импорта товаров.

Отрицательное сальдо баланса товаров и услуг и дефицит счета доходов будут в некоторой степени компенсированы притоком денежных переводов работающих за рубежом.

В 2008 году счет операций с капиталом и финансовых операций составит 233,1 млн. долларов США, чистый приток прямых иностранных инвестиций будет продолжать сокращаться за счет оплаты кредитов, полученных от прямых инвесторов.

По итогам 2008 года общий платежный баланс КР прогнозируется в размере 108,1 млн. долларов США.

Базовый сценарий развития экономики на 2008 год (инфляция в пределах 12-15 процентов) построен на следующих предположениях:

- Тенденция роста цен на продовольственные товары в результате сохраняющейся зависимости страны от импорта зерновых, высокого спроса внешних рынков на плодоовощную и молочную продукцию, мясо и мясные изделия на фоне растущих цен на ГСМ будет иметь умеренный характер;
- Предложение мяса в связи удорожанием содержания скота из-за высокого уровня цен на фуражное зерно и сено будет сдерживающим фактором на рост цен в первом квартале 2008 года. Однако в последующем сокращение поголовья скота приведет к дальнейшему росту цен;
- Сохранится тенденция сильно возросшего спроса на продукцию аграрного сектора экономики со стороны соседних стран, продолжится рост цен на растительное масло в среднем на 15 процентов. С учетом вышесказанного рост цен на продукты питания в 2008 году составит до 15 процентов;
- Рост тарифов на электроэнергию для населения составит 10 процентов в соответствии со Среднесрочной стратегией развития энергетики;
- Повышение закупочных цен на природный газ и, соответственно, тарифов на него для населения составит 40 процентов;
- Повышение тарифов на транспортные услуги на 10 процентов, в связи с повышением цен на горюче-смазочные материалы от 15 процентов из-за дальнейшего роста цен на нефть на мировых рынках;
- Инфляционные ожидания стабилизируются и внесут вклад в инфляцию в размере 3,4 процентных пункта;
- Снижение дефицита государственного бюджета и умеренное расходование средств со счетов Правительства КР в результате проведения сбалансированной бюджетно-налоговой политики;
- Повышение капитальных расходов Правительства на реализацию стратегически важных проектов в энергосекторе, секторе транспорта и коммуникаций. Так, на строительство ГЭС Камбарата-2 предусмотрено 3,5 млрд. сомов. При

планируемом завершении строительства к концу 2009 года на 2008 год была заложена сумма в 1,2 млрд. сомов;

- Повышение заработной платы работникам бюджетной сферы на 30 процентов, повышение пенсий на 10 процентов;
- Растущие сомовые расходы жестко привязаны к реальному уровню налоговых сборов.

Согласно Среднесрочной стратегии развития страны экономическая политика, в первую очередь, будет направлена на обеспечение устойчивого экономического роста посредством повышения конкурентоспособности страны и опережающего роста производительности труда, а также на повышение степени интеграции Кыргызской экономики в мировую экономическую систему посредством ускоренного роста и диверсификации экспорта при сохранении и развитии либеральной внешнеторговой политики.

В среднесрочной перспективе в соответствии со Среднесрочным прогнозом бюджета и оценкам НБКР темпы экономического роста в 2009 году сохранятся на уровне 7,1 процента, а к концу прогнозного периода в 2010 году замедлятся до 6,1 процента. На внутреннем рынке сохранится тенденция высоких темпов роста в сфере услуг, в среднем на 8,2 процента в год, а их доля в структуре ВВП увеличится до 42,1 процента, что в значительной степени будет обусловлено развитием торговли, туризма, а также транспорта и связи. Реальные ежегодные темпы прироста валовой продукции сельского хозяйства при благоприятных климатических условиях составят около 4 процентов.

В промышленности в среднесрочной перспективе¹ прогнозируется ускоренный рост, в среднем на 10 процентов в год, что будет обусловлено, в основном, увеличением производства золота в результате освоения юго-западного участка месторождения «Кумтор» и ввода в эксплуатацию золотодобывающих рудников «Талды-Булак Левобережный» и «Джеруй». В остальной части промышленности (без золотодобычи) среднегодовой темп реального роста прогнозируется на уровне 4 процентов.

Основными предпосылками устойчивого развития промышленности будут: привлечение инвестиций, радикальные реформы в энергетическом секторе с целью его оздоровления, легализация теневой экономики, восстановление и запуск простаивающих предприятий, увеличения объемов переработки сельскохозяйственной продукции и другие.

В 2009-2010 годах на фоне дальнейшего роста доходов населения ожидается реальный рост расходов на потребление в среднем на 8,6 процента, в результате чего продолжится тенденция увеличения такого показателя как отношение потребительских расходов к ВВП – со 116,3 в 2009 году до 118,6 процента в 2010 году.

В среднесрочном периоде фискальная политика будет направлена на дальнейшее стимулирование предпринимательской деятельности в целях обеспечения устойчивого экономического роста. Для этого предусмотрено проведение мер по совершенствованию налогового законодательства, увеличению налогооблагаемой базы и стимулированию инвестиционной активности. В целом среднегодовой рост общих доходов государственного бюджета в 2009-2010 годы составит 108,4 процента.

В свою очередь, политика государственных расходов, как и прежде, будет нацелена на полное и своевременное финансирование социальных гарантий и обязательств государства перед населением. Также существенное внимание будет уделено вопросам совершенствования управления государственными расходами с целью эффективного финансирования приоритетных программ в рамках Стратегии развития страны до 2010 года. Среднегодовой рост расходов государственного бюджета в 2009-2010 годы составит 108,2 процента.

¹ Согласно Среднесрочному прогнозу бюджета на 2008-2010 годы и оценкам НБКР.

Так как среднесрочная бюджетно-налоговая политика направлена на опережающий рост доходной части бюджета по сравнению с расходной частью, то это станет основанием для постепенного снижения дефицита бюджета до 1,4 процента к ВВП в 2010 году.

В среднем за 2009-2010 годы дефицит счета текущих операций составит 11,5 процента к ВВП (с учетом дооценок НБКР: 7,2 процента к ВВП). Двухлетнее среднее значение общего платежного баланса сложится на уровне 78,2 млн. долларов США.

При разработке **пессимистического сценария развития экономики на 2008 год** (ИПЦ на уровне 22 процентов) основой были следующие предположения:

- Более глубокое воздействие внешних шоков будет иметь отражение в росте цен на продовольственные товары до 30 процентов;
- Рост тарифов на электроэнергию для населения составит, как и в первом варианте, 10 процентов, но тарифы на природный газ для населения будут повышены на 100 процентов. Продолжающийся рост мировых цен на нефть приведет к повышению цен на горюче-смазочные материалы на 50 процентов, повышению тарифов на транспортные услуги до 25 процентов;
- Инфляционные ожидания в 2008 году внесут вклад в инфляцию в размере 6,4 процентных пункта;
- Производство золота останется на уровне 2007 года;
- В дополнение к факторам, включенным при прогнозе средних остатков на счетах Правительства КР для базового сценария развития, также сделано допущение о перераспределении расходов бюджета в сторону увеличения финансирования текущих обязательств, в том числе субсидий и трансфертов, в связи с неблагоприятной конъюнктурой на внешних товарных рынках, и о равномерном расходовании средств в течение года;
- Приток денежных переводов сократится вследствие ужесточения миграционного законодательства в России и Казахстане;
- Произойдет сокращение притока капитала в банковский сектор из Казахстана.

Вместе с тем, достижение цели однозначного уровня инфляции (до однозначного числа) **в 2008 году** в республике возможно. Обязательным условием данного варианта сценария (оптимистического) является выполнение Правительством Кыргызской Республики ряда мероприятий, таких как:

- Увеличение доходов (на 25,8 процента) за счет роста внутреннего производства и снижения случаев уклонения от уплаты налогов за счет совершенствования налогового законодательства;
- Увеличение расходов бюджета на 26,5 процента, в результате повышения капитальных расходов Правительства на реализацию стратегически важных проектов в энергосекторе, секторе транспорта и коммуникаций. Жесткая привязка увеличения сомовых расходов к реальному уровню налоговых сборов. При этом дефицит бюджета по отношению к ВВП останется без изменений;
- Равномерное расходование средств государственного бюджета в течение финансового года, без задержек финансирования некоторых расходных статей бюджета в первой половине года и последующего одномоментного «выброса» в конце года;
- Повышение производительности труда, в особенности это относится к аграрному сектору республики. Реальный рост заработной платы не должен превышать темпы роста производительности труда;
- Снижение масштабов теневой экономики страны: переход от фискальной к стимулирующей предпринимательскую деятельность налоговой политике и от декларативной - к реальной борьбе с коррупцией;

- Проведение структурных преобразований в аграрном секторе, нацеленных на стимулирование производителей сельскохозяйственной продукции на насыщение внутреннего продовольственного рынка;
- Умеренная тарифная политика для населения в 2008 году;
- Исполнение возложенных задач созданного Правительством КР Республиканского штаба по оперативному решению вопросов, связанных с проведением озимого сева 2007 года, в том числе вопросы по накоплению в республиканском государственном семенном фонде сортовых семян озимой пшеницы и озимого ячменя; закупке 597 тонн суперэлитных и элитных семян озимой пшеницы для товарного кредитования семеноводческих хозяйств республики в целях проведения сортообновления и сортосмены; обеспечению сельских товаропроизводителей республики необходимым объемом поливной воды для своевременного проведения предпахотных поливов; проработки механизма организации государственных закупок зерна продовольственной пшеницы урожая 2008 года.

3. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПРОГРАММА В СРЕДНЕСРОЧНОМ ПЕРИОДЕ И УСЛОВИЯ ЕЕ РЕАЛИЗАЦИИ

Приоритетным направлением деятельности НБКР в среднесрочном периоде будет проведение денежно-кредитной политики, ориентированной на сдерживание роста и поддержание стабильности общего уровня цен. При этом основными задачами будут защита и поддержание покупательной способности кыргызского сома и повышение функциональной роли банковской системы в социально-экономическом развитии страны, в том числе и за счет внедрения исламских принципов ведения банковского дела, способствующих росту инвестиционной составляющей ВВП.

Предполагается, что в среднесрочном периоде уровень избыточной ликвидности в банковской системе будет снижаться по сравнению с 2007 годом, в связи с ограничением внешних заимствований коммерческих банков и ростом процентных ставок на внутреннем финансовом рынке. Для поддержания уровня ликвидности на приемлемом уровне НБКР будет использовать имеющиеся в его распоряжении инструменты денежно-кредитной политики, продолжая работу по их совершенствованию путем выработки системного подхода по определению стоимости в разрезе срочности.

В среднесрочном периоде будет продолжена работа по созданию предпосылок для осуществления перехода к используемой в ряде стран с переходной экономикой концепции прямого таргетирования целевого показателя. Одной из важнейшей составляющей такой схемы проведения денежно-кредитной политики является наличие развитого финансового рынка.

В целях увеличения емкости внутреннего финансового рынка и расширения перечня ценных бумаг, которые могут быть использованы для проведения операций на открытом рынке, Национальным банком будет продолжена работа с Министерством финансов по унификации и дальнейшему развитию рынка государственных ценных бумаг. Также, чтобы избежать риска неисполнения обязательств Правительства, возможно, будет необходимость в реструктуризации государственных ценных бумаг, находящихся в портфеле НБКР.

НБКР направит свои усилия на развитие процентного трансмиссионного канала денежно-кредитной политики, чтобы иметь возможность в долгосрочной перспективе перенаправить предложение денег от канала обменного курса на процентный канал. В рамках этого направления НБКР предстоит решить широкий круг задач: монетарные – разработка адекватной системы определения доходности по инструментам денежно-

кредитной политики, способствующей созданию благоприятной кривой доходности; технические – адаптация электронной торговой системы к обработке всего спектра имеющихся на рынке государственных ценных бумаг, приемлемых в качестве залога на денежном рынке; информационные – повышение финансовой грамотности населения.

Для систематизации определения стоимости имеющихся инструментов денежно-кредитной политики НБКР изучит возможность использования «коридорного подхода». При таком подходе ставка по операциям НБКР по заимствованию ресурсов у КБ будет определять «пол», а ставка по операциям рефинансирования – «потолок».

Основными инструментами регулирования ставок вознаграждения на финансовом рынке, а также краткосрочной стерилизации избыточной ликвидности банков останутся операции РЕПО с государственными ценными бумагами и выпуск нот НБКР. До недавнего времени, Ноты НБКР использовались как инструмент «тонкой настройки», в связи с чем объемы эмиссии были ограничены на уровне 4-8 млн. сомов. Однако, в связи с растущим притоком капитала на внутренний рынок страны, НБКР стал использовать Ноты НБКР уже как структурный инструмент, увеличивая последовательно объемы эмиссии (260 млн. сомов в конце ноября 2007 г.), имея целью обеспечить объем Нот в обращении на уровне 1200 млн. сомов на конец 2008 года.

Наращивание объема Нот в обращении связано еще и с расширением залоговой базы для операций по рефинансированию коммерческих банков в среднесрочном периоде. Для стабилизации ситуации на денежном рынке и формирования кривой доходности на всем временном диапазоне денежного рынка НБКР будет использовать введенные с 1 ноября 2007 года 3-6-месячные Ноты НБКР.

Среди инструментов изъятия ликвидности помимо РЕПО-операций, эмиссии Нот НБКР, СВОП-продаж иностранной валюты, НБКР будет использовать депозитные операции – срочные депозитные счета для коммерческих банков в Национальном банке Кыргызской Республики, которые в большей степени будут служить целям процентной политики НБКР, чем изъятию ликвидности.

Анализ безналичных потоков инвалюты в коммерческие банки показал, что основными источниками притока/оттока валюты на внутренний рынок являлись экспортно-импортные операции, операции по конвертации, депозитные операции, а также денежные переводы.

В целях смягчения влияния колебаний курса доллара США, диверсификации рисков ухудшения стоимости резервных активов НБКР, а также удовлетворения спроса со стороны коммерческих банков, НБКР будет развивать на межбанковском валютном рынке сегмент операций с ЕВРО.

В ближайшем будущем деятельность НБКР будет направлена на установление оптимального баланса между достижением целей денежно-кредитной и валютной политик.

Будет продолжено активное сотрудничество НБКР с международными финансовыми организациями (Международный Валютный Фонд, Всемирный Банк, Европейский Банк Реконструкции и Развития, Азиатский Банк Развития и другие).

В области **платежных систем** будут предприняты меры по повышению эффективности и безопасности платежных систем, создание эффективной системы управления рисками, включая продолжение работы по реализации Государственной программы по увеличению доли безналичных расчетов в экономике и проекта модернизации платежной и банковской систем.

Основными целями дальнейшего развития **банковского сектора**, в соответствии со стратегией НБКР по развитию банковской системы на период до конца 2008 года, являются повышение безопасности и эффективности банковской деятельности, рост уровня финансового посредничества, повышение роли банковского сектора в экономике республики. По имеющимся данным на конец сентября 2007 года соотношение активов,

кредитов и депозитов к ВВП уже достигло уровня, установленного на конец 2008 года: 31,0 (30), 15,7 (12) и 16,7 (16) процента, соответственно.

Проведение комплекса мероприятий в рамках подписанного между НБКР и Службой надзора за финансовыми рынками Меморандума позволит повысить безопасность инвестиций и доверие к коммерческим банкам республики со стороны инвесторов и населения. Совершенствование внутренних систем управления в коммерческих банках будет создавать условия для развития здоровой конкуренции и, наряду с вышесказанным, для дальнейшего развития финансового сектора Кыргызской Республики.

Открытие новых коммерческих банков будет важным фактором развития здоровой конкуренции в банковском секторе, что способствует привлечению дополнительных инвестиций в виде капитала и долгосрочных заимствований.

Увеличение ресурсной базы коммерческих банков приведет к увеличению объемов кредитования малого и среднего бизнеса, и других секторов экономики республики.

Кроме этого, будут создаваться условия, стимулирующие развитие филиальной сети коммерческих банков, новых видов банковских операций, что ускорит расширение доступа населения к банковским услугам.