

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

*Программа утверждена решением Совета
Центрального банка Республики Армения
номер 20А от 7.02.2012 г.*

**Программа
денежно-кредитной
политики
Республики Армения**
1-ый квартал 2012 г.

Содержание

Фактические показатели и развития 2011 г.

3

Макроэкономический прогноз на последующий 12-месячный период	12
<i>Внешняя среда.....</i>	12
<i>Совокупное предложение.....</i>	15
<i>Рынок труда.....</i>	17
<i>Совокупный спрос.....</i>	18
<i>Совокупный бюджет.....</i>	19
Прогнозы по инфляции и направлениям денежно-кредитной политики в прогнозируемом 12-месячном периоде.....	20

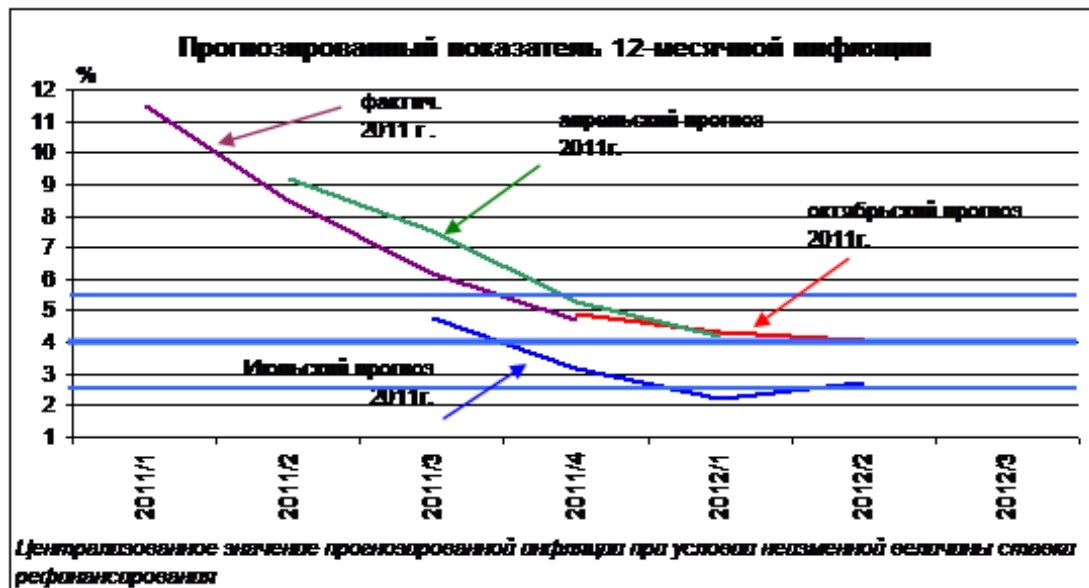
ФАКТИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ И РАЗВИТИЯ 2011 ГОДА

Начало 2011 года характеризуется высокой инфляционной средой, которая является следствием **высокого роста мировых цен на сырье и продовольственные товары, сокращения предложения отрасли сельского хозяйства РА** в условиях глубоко спада этой отрасли в республике, **вторичных воздействий** высокой инфляции, отмеченной в результате вышеуказанного, и сформировавшихся **ожиданий высокой инфляции.**

В конце 2010 года Совет ЦБ указал на необходимость ужесточения денежно-кредитных условий, при условии, если на потребительском рынке продолжатся вторичные воздействия и ожидания высокой инфляции. В своих публикациях ЦБ неоднократно указывал о большой вероятности непрерывной убывающей траектории темпов инфляции со второй половины 2011 года, однако **рост постепенно охватывал все большие сектора потребительского рынка.** Все это сопровождалось **неопределенностями, поступающими извне,** которые затем проявились в **усилении инфляционных давлений на мировых рынках сырья и продовольственных товаров,** следовательно, и в расширении инфляционной среды в нашей стране. 12-месячная инфляция в марте составила 11.5% (причем содействие роста цен на продовольственные товары составило 8.3 пп). Совет ЦБ объявил, что инфляция, обусловленная монетарными факторами, управляема, и инфляционная среда продолжает формироваться исключительно по воздействию факторов предложения, а восстановление совокупного спроса и развития рынка труда в дальнейшем вызовут умеренные инфляционные давления. В этих условиях **необходимо повысить ставку рефинансирования для смягчения отмеченных вторичных воздействий высокой инфляции и сдерживания ожиданий.**

В целях сдерживания в ближайшие месяцы инфляционной среды, а именно нейтрализации вторичных воздействий и сдерживания ожиданий, **Совет ЦБ, в течение трех месяцев начиная с февраля, повысил процентную ставку рефинансирования в целом на 1.25 пп.** В последующие месяцы инфляционная среда смягчалась, чему, кроме ужесточения денежно-кредитных условий, способствовали сдерживающий характер фискальной политики, ослабление инфляционных давлений, поступающих в экономику РА извне, нейтральное воздействие частного потребления, слабое, по сравнению с предыдущим периодом, воздействие инфляции, снижение цен на сельхозпродукцию в условиях роста их производства. Однако в середине года 12-месячная инфляция была далека от допустимого коридора колебаний, поскольку показатель включал

высокую инфляцию второй половины предыдущего 2010 года. В июне 2011 г. 12-месячная инфляция составила 8.5%.



Развития этого периода показывают, что инфляционные риски уравнились. В начале третьего квартала наметился резкий спад инфляции, перспектива инфляции была оптимистичной, что позволило *ослабить денежно-кредитные условия*. В сентябре Совет ЦБ снизил процентную ставку рефинансирования на 0.5 пп. В конце года экономика развивалась в соответствии с базовым сценарием, намеченным в Программе денежно-кредитной политики 4-го квартала, согласно которой намечалось осуществление нейтральной политики, а именно, установление процентной ставки на таком уровне, при котором нет ни расширяющего, ни сдерживающего воздействия на инфляционную среду. В настоящих условиях развития экономики такой уровень процентной ставки колеблется в пределах 8%-ов. Исходя из указанного, в последние месяцы 2011 года Совет ЦБ оставил процентную ставку рефинансирования без изменения.

Как неоднократно отмечалось в программах денежно-кредитной политики 2011 года, во второй

половине года 12-месячная инфляция снизилась и сформировалась в пределах допустимого коридора колебаний в ± 1.5 пп 4%-го целевого показателя инфляции, составив 4.7%. Содействие цен на продовольственные, непродовольственные товары и тарифов на услуги 12-месячной инфляции составило 3.1, 0.7 и 0.9 пп соответственно.

Внешняя среда

К концу 2011 года темпы роста мировой экономики замедлились и значительно увеличились риски относительно перспектив будущего, обусловленные, в основном, усилением долговых проблем в еврозоне. Согласно оценкам МВФ, мировой темп мирового экономического роста в 2011 году снизился, составив 3.8%, вместо 5.2%, отмеченных в предыдущем году. Хотя замедление экономического роста было обусловлено, в основном, трудностями в развитых странах, где средний темп роста составил в 2011 году 1.6% вместо 3.2% в 2010 году, однако в развивающихся странах также было отмечено замедление темпов расширения экономики, составившее 6.2% вместо 7.3% в 2010 году. Среди развитых стран особенно выделяется снижение темпов экономического роста в США, Японии и стран еврозоны. Если экономические развития США и стран еврозоны столкнулись в 2011 году с препятствиями, обусловленными, в основном, с проблемами фискального, долгового и иного финансово-экономического характера, то экономическому прогрессу Японии помешало распространение последствий природной катастрофы в начале года. Экономики развивающихся стран в 2011 году подверглись воздействию разнохарактерных шоков, поступающих из мировой экономики, особенно во второй половине года, что было обусловлено существенным сокращением потоков капитала, финансовых и инвалютных потоков, а также ужесточением макроэкономических условий экономик внутри стран. Особенно заметным было замедление темпов экономического роста в передовых развивающихся странах – в Китае, Индии и Бразилии. Экономический рост одного из основных партнеров Армении – России, – также замедлился в четвертом квартале 2011 года, в результате годовой темп роста остался почти на уровне предыдущего года. В начале 2011 года, в условиях существенного роста мировых цен на основные сырьевые и продовольственные товары, как развивающиеся, так и развитые страны столкнулись с ощутимыми внутренними инфляционными давлениями, в результате, согласно предварительным оценкам, средний показатель инфляции развитых стран составил 2.7% (в 2010 г. - 1.6%), а в развивающихся странах - 7.2% (в 2010 г. - 6.1%).

В условиях замедления темпа экономического роста и обострения долговых проблем в еврозоне в четвертом квартале 2011 года, мировые цены на основные сырьевые и продовольственные товары значительно снизились, однако среднегодовые цены сохранились на высоком уровне по сравнению с предыдущим годом.

В четвертом квартале 2011 средняя квартальная цена на лондонской бирже на сырую нефть марки Brent составила 109 долларов США за баррель (снижение кв/кв – 3.3%). Однако, в результате высоких цен, отмеченных, особенно в первой половине года, среднегодовая цена на нефть в 2011 году была примерно на 40% выше показателя 2010 года.

В условиях замедления мировой экономической активности цены на промышленные металлы продолжали снижаться. В частности, цена на медь на лондонской бирже металлов, понизилась кв/кв в четвертом квартале 2011 года на 16.4%, составила, в среднем, около 7530 долларов США за тонну. Несмотря на отмеченное снижение цен за последние кварталы, среднегодовые цены на медь в 2011 году превысили цены предыдущего года примерно на 17.1%. В результате непрерывного спада мировых цен на молибден, начавшегося со второго квартала 2011 года, в 2011 году они в среднем снизились на 4.5% по сравнению с показателем предыдущего года.

В условиях ожиданий распространения финансовых проблем в банковской системе европейских стран, и вытекающего из этого роста спроса на ликвидность, мировые цены на золото проявили особенно в конце года тенденцию к стабильному снижению, в результате в четвертом квартале отмечилось снижение на 1.3% кв/кв. Тем не менее, рост мировых цен на золото составил в 2011 году более 28%.

Цены на продовольственные товары проявили в течение четвертого квартала 2011 года, в тенденцию к значительному снижению. Индекс цен на продовольствие, публикуемый Организацией по продовольствию и сельскому хозяйству (FAO), снизился в четвертом квартале, по сравнению с предыдущим кварталом, в среднем на 6.4%. Следует отметить, что показатель на конец года ниже на 5.5% по сравнению с показателем на конец предыдущего года и примерно на 11.3% высшей отметки февраля нынешнего года. При этом среднегодовой индекс мировых цен на продовольствие вырос по сравнению со средним показателем 2011 года примерно на 22.8%.

В условиях снижения мирового спроса, а также рекордных объемов ожидаемого и уже отмеченного урожая и запасов мировые цены на пшеницу в четвертом квартале 2011 года значительно снизились. Мировые цены на пшеницу на чикагской товарно-сырьевой бирже снизились в четвертом квартале на 11.4% кв/кв, составив в среднем 7.6 доллара США за бушель. Хотя в конце года отмечался значительный спад цен, среднегодовой рост мировых цен на зерно составил более 41%, приблизившись в конце года вплотную к уровню конца предыдущего года.

Несмотря на инфляционные давления на рынке вследствие потопа в Таиланде и внедрения программы государственного регулирования цен на рис, ожидаемый большой урожай в Китае, ослабление запрета на экспорт в Индии и сравнительно объемный экспорт риса из Бразилии обусловили снижение мировых цен в конце года. Этому содействовал также прогноз об ожиданиях рекордных объемов урожая в 2011/2012 маркетинговом году (примерно 462 млн. тонн) и мировых запасов (примерно 100 млн. тонн). В результате мировая цена на рис в конце четвертого квартала снизилась на 9.2% и составила 15.5 долларов США за американский центнер (45.4 г). Следует также добавить, что, несмотря на распространение в течение всего года оптимистических перспектив относительно объемов производства риса и запасов, в результате применения государственных механизмов круглогодичные в основных странах-экспортерах мировые цены на рис повысились в среднем на 22.5%.

В четвертом квартале 2011 года отметился существенный спад цен на сахарный песок, что было обусловлено, в основном, ожиданиями формирования излишков предложения на рынке в условиях увеличения роста объемов производства в Индии, ЕС, Таиланде и России. В результате индекс мировых цен на сахарный песок, опубликованный Советом торговли Нью-Йорка, в четвертом квартале 2011 года снизился кв/кв на 13.7%, и в результате средняя цена на сахарный песок составила 23.8 центов США за один фунт. Несмотря на формирование дефляционных тенденций со второй половины года, из-за полученного в Бразилии в начале года урожая меньше ожидаемого, мировые цены на сахарный песок в 2011 году повысились по сравнению с предыдущим годом на 20%.

В четвертом квартале 2011 года мировые финансовые рынки охарактеризовались резким увеличением волатильности, обусловленной обострением долговых и финансовых проблем в Европе, распространением неопределенностей относительно механизмов проведения фискальной консолидации в США, а также, в ответ на это, снижением соответствующих рейтингов со стороны рейтинговых компаний. Тем не менее, в конце года распространение оптимистической информации об экономических развитиях в США, и непрерывный рост напряжения на финансовых рынках европейских стран привели к падению курса евро к доллару, что составило кв/кв примерно 4.5%, сформировавшись в пределах 1.35 долларов за евро. Несмотря на значительное ослабление евро в конце года, в течение года обменный курс проявил, в основном, тенденции к укреплению, и

укрепление г/г в 2011 году составило в среднем 4.9%.

В экономике США в конце 2011 года отметились тенденции восстановления, в противовес распространению пессимистических ожиданий относительно мировой экономики. В частности, различные опережающие показатели оценки экономической активности свидетельствуют об оживлении экономики США и снижении уровня безработицы в четвертом квартале, что сопровождается с тенденциями снижения инфляции. Несмотря на оптимистические импульсы о восстановлении экономики, Федеральная резервная система США, основываясь на обстоятельстве сравнительно медленных темпов восстановления экономической активности и пессимистических ожиданий, передаваемых из мировой экономики, и в четвертом квартале провела стимулирующую денежно-кредитную политику, придерживаясь 0-0.25% для целевых процентных ставок.

Обострение финансовых и долговых проблем в еврозоне вызвало серьезные препятствия для перспектив ее экономического развития. В таких условиях, несмотря на то, что показатель инфляции продолжает оставаться на уровне выше целевого показателя (в конце декабря - 2.8%), Европейский центральный банк смягчил в ноябре и декабре денежно-кредитные условия, снизив процентную ставку рефинансирования в среднем на 0.5 пп, установив ее на уровне 1.00%. В то же время в целях решения проблем ликвидности в банковской системе и дополнительного стимулирования экономики, ЕЦБ выступил в декабре решением о старте “нетрадиционных” мер.

В результате вышеуказанных развитий межбанковская ставка LIBOR значительно выросла, составив в среднем 0.4%.

Таким образом, в 2011 году развитых странах продолжались финансово-экономические трудности, которые отразились также и на экономической активности развивающихся стран. В результате, несмотря на то, что на рынках основных сырьевых и продовольственных в четвертом квартале проявились значительные дефляционные тенденции, среднегодовой уровень цен в 2011 году оставался на значительно более высоком уровне, чем показатели предыдущего года.

Совокупное предложение

Опубликованный показатель экономического роста третьего квартала 2011 года составил 6.5%.

В связи с показателем экономического роста г/г за январь-декабрь 2011 года следует отметить, что оценки ЦБ РА, основанные на ПЭА, не отклоняются от прогнозированного сценария и находятся в пределах 4.1 - 4.5%. Причем, в условиях намеченных в предыдущих прогнозах проявлениях в направлении увеличения рисков в отраслях промышленности и сельского хозяйства, и снижения рисков в отрасли строительства, уменьшение роста в строительстве полностью возместилось за счет более высокого, чем ожидалось, роста в отраслях промышленности и сельского хозяйства.

Например, **в отрасли промышленности** рост г/г добавленной стоимости был оценен 17%, обусловленный ростом объемов производства металлической руды (13.4%), продовольствия (16.7%), напитков (19.7%), металлургии (9.9%), строительных материалов (7%) и готовых металлических конструкций (92.7%), который явился результатом роста внешнего спроса в условиях хотя и медленного, но непрерывного восстановления как внутренней, так и мировой экономики. Росту добавленной стоимости в отрасли большое содействие оказал также высокий рост объемов производства электроэнергии и газа (31.6%), обусловленный как повышением экономической активности, так и ростом объема электроэнергии, экспортируемой в Иран.

Согласно оценкам, добавленная стоимость **в строительстве** снизится на 13% г/г. Причем сокращение объемов строительства, осуществляемого за счет международных кредитов

(сокращение на 41.4%), средств организаций (сокращение на 23.4%) и населения (сокращение на 32.2%) и средств гуманитарной помощи (снижение на 12%), слегка смягчилось благодаря росту объемов строительства, осуществляемого за счет государственного бюджета (увеличение на 16.8%) и средств общин (увеличение в 5.9 раза).

Подобное сокращение объемов строительства за счет международных кредитов было обусловлено как завершением программ международных организаций по финансированию сельского хозяйства, ирригационных систем и энергетики, так и задержкой дорожно-строительных программ по благоустройству крупной магистрали и инфраструктур.

В сфере **услуг** добавленная стоимость увеличилась г/г на 3.1%, что, в основном, является результатом роста оказанных услуг, объемов розничной и оптовой торговли на 6.1%, 2.2% и 5.5% соответственно. Причем росту объема оказанных услуг наибольшее содействие оказал рост услуг в финансовой сфере и в страховании (на 24.3%), информации и связи (на 1.1%), здравоохранения (13.7%), в сфере транспорта (на 0.2%) и образования (2.1%).

В **сельском хозяйстве** рост добавленной стоимости составил г/г 14.5%, что было обусловлено отмеченным ростом в растениеводстве и животноводстве на 26.6% и 0.1% соответственно. Причем, рост объемов производства животноводства был обусловлен ростом объемов реализованного убойного скота и птицы, а также ростом объемов реализованного молока на 2.9% и 0.1%, что полностью компенсировало 9.8% сокращение объемов производства яиц. Рост в растениеводстве был обусловлен ростом объемов производства зерновых (34.8%), картофеля (15.6%), овощей (11.5%), ягод (83.7%), винограда (3%) и бахчевых культур (36.5%). Причем подобный рост объемов производства в растениеводстве явился результатом как благоприятных климатических условий, так и реализации Правительством ряда программ в этой сфере.

Рынок труда

Согласно оценкам ЦБ РА, средняя номинальная заработная плата в четвертом квартале 2011 года выросла на 6.0%, выразив рост заработных плат в частном секторе и некоторых организациях с бюджетным финансированием. В результате годовой рост номинальной заработной платы в 2011 году составил 6.0%. В частном секторе на рост номинальной зарплаты существенное воздействие оказал рост производительности в промышленности и сфере услуг, рост спроса на рабочую силу, внедрение единой оплаты в сфере здравоохранения, а также отмеченная в предыдущем году инфляция.

В четвертом квартале 2011 года спрос на рабочую силу продолжал расти за счет роста объемов выпуска в промышленности и сфере услуг. В результате среднеквартальный уровень официально зарегистрированной безработицы снизился по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 0.8 пп, составив 6%, и средний уровень безработицы за 2011 год оценивается в 6.2%, что на 0.8 пп ниже уровня 2010 года.

В четвертом квартале рост номинальной зарплаты слегка превысил рост производительности. В результате указанных развитий, в четвертом квартале показатель стоимости труда, необходимого для производства единицы товара, несколько повысился, вызвав слабые инфляционные давления в 0.2 пп.

Совокупный спрос

Согласно оценкам ЦБ, в четвертом квартале 2011 года затраты частного сектора в реальном

выражении увеличились примерно на 3.5%, что было обусловлено реальным ростом затрат сферы потребления. Государственные затраты увеличились примерно на 1.2%. В результате рост внутреннего спроса оценивается 3.7%.

В структуре затрат частного сектора по оценкам ЦБ РА частное потребление в 2011 году выросло в реальном выражении на 3.6%, что обусловлено ростом располагаемого дохода частного сектора за счет увеличения поступающих из-за границы денежных переводов и экономического роста во внутренней экономике. Отметим также, что росту потребления частного сектора определенное содействие оказал также рост объемов кредитования. Несмотря на то, что экономическая активность была в 2011 году высокой, и кредитование в экономике существенно увеличилось, однако в четвертом квартале частные инвестиции уменьшились на 3%, обусловленные развитиями в сфере строительства. В этих условиях уменьшение частных вложений составило в 2011 году 5.5%.

Темп роста затрат частного сектора замедлился в четвертом квартале вследствие влияния как внутренних, так и внешних факторов. О замедлении темпов роста затрат частного сектора свидетельствуют также рассчитываемые ЦБ РА диффузионные экономические индексы. Например, в четвертом квартале 2011 года темп роста индекса текущих условий доверия потребителей замедлился, составив 2.4% (в третьем квартале показатель составлял 11.8% роста). В четвертом квартале снизились также и индексы деловой среды и экономической активности на 2.7% и 6% соответственно.

В условиях замедления темпов роста затрат частного сектора, темп затрат частного сектора в четвертом квартале, несмотря на постоянное уменьшение, остался отрицательным. В результате в четвертом квартале затраты частного сектора оказали слабое дефляционное воздействие в 0.1 - 0.2 пп.

Текущий счет в 2011 году значительно улучшился, и составит согласно оценкам примерно 11.8% ВВП, вместо 14.5% в предыдущем году.

Что касается развитий четвертого квартала 2011 года, в условиях продолжающегося замедления темпов роста мировой экономики и накопления новых пессимистических ожиданий, тем не менее, продолжилось улучшение г/г текущего счета. Например, указанные явления, вместе с определенным замедлением внутренней экономической активности, привели к замедлению темпов долларового роста экспорта и импорта, а также переводов физических лиц. В условиях снижения мировых цен на металлы долларовый рост г/г экспорта товаров и услуг составил согласно оценкам 17.1%. По части реальных объемов экспорта отметился высокий рост г/г - 24.1%, что было обусловлено сохранением высокого роста промышленности. По результатам 2011 года долларовый рост экспорта товаров и услуг составил примерно 25.0%, а реальный рост – 19.0%.

Развития внешней и внутренней экономик отразились также на динамике импорта: здесь темпы роста также замедлились. Рост экономической активности в третьем квартале 2011 года привел к росту г/г реальных объемов импорта товаров и услуг на 2.4%, превысивший ожидания. В четвертом квартале долларовый рост г/г импорта товаров и услуг, согласно оценкам, составил 10.3%, а рост г/г реальных объемов - 5.5%. По результатам 2011 года долларовый рост импорта товаров и услуг составил примерно 14.0%, а реальный рост – до 1.0% (в первом полугодии 2011 года было отмечено уменьшение).

Темпы роста притока некоммерческих переводов физических лиц по банковской системе в четвертом квартале уменьшились и составили 11.5% г/г в условиях 13.3% г/г оттока. Явилось это следствием определенного замедления темпов роста экономики России в четвертом квартале. В результате в четвертом квартале 2011 года рост г/г чистого притока некоммерческих переводов физических лиц увеличился на 11.2%. По результатам 2011 года роста чистого притока составил

19.6%.

Совокупный бюджет

В четвертом квартале 2011 года выполнение государственного бюджета протекало с сохранением тенденций предыдущих кварталов, то есть сбор доходов соответственно с запланированными пропорциями, а расходы – с экономией по некоторым статьям. В четвертом квартале налогово-бюджетный сектор оказал на совокупный спрос вместо нейтрального сдерживающее воздействие в 0.9 пп, что было обусловлено формированием сдерживающего воздействия расходов и нейтральным воздействием расходов вместо запланированного расширяющего воздействия.

По результатам года годовая программа по доходам государственного бюджета была слегка перевыполнена, а экономия по части расходов составила около 40.0 млрд. драмов, преобладающая часть которого сформировалась в основном за первые девять месяцев года.

В целом, проводимую Правительством в течение года налогово-бюджетную политику можно охарактеризовать как продолжение политики по сохранению макроэкономической стабильности, которая выразилась в сборе доходов соответственно с запланированными пропорциями и в экономии расходов. По результатам года воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос было сдерживающим 1.3 пп, что обусловлено, в основном, сформировавшимся сдерживающим воздействием вследствие вышеуказанной экономии расходов. Причем преобладающая часть сдерживающего воздействия налогово-бюджетной политики более отчетливо проявилась в первой половине года.

Что касается пропорций показателей совокупного бюджета, сформировавшихся по сравнению с 2010 годом, то по сравнению с предыдущим годом доходы и расходы выросли и составили 9.6% и 2.7% соответственно. Причем рост налоговых доходов государственного бюджета составил примерно 10.1%.

Таким образом, налогово-бюджетная политика в четвертом квартале 2011 года имела сдерживающее воздействие, обусловленное, в основном, лаговым воздействием сдерживающей политики предыдущих кварталов. Учитывая также слабое инфляционное воздействие рынка труда и слабое дефляционное воздействие затрат частного сектора можно утверждать, что в течение четвертого квартала 2011 года чистое воздействие внутреннего спроса и рынка труда было дефляционным, составившим 0.5 – 0.6 пп.

Деньги и кредиты

В 2011 году тенденции постепенного снижения 12-месячной инфляции сохранились и в четвертом квартале, в результате инфляция составила 4.1%, вместо показателя того же периода предыдущего года в 5.6%. Инфляция в конце года составила 4.7%, сохранившись в пределах допустимых колебаний в ± 1.5 пп 4%-ой целевой инфляции. Учитывая убывающую динамику 12-месячной инфляции за предыдущий период, а также прогнозы значительного смягчения инфляционных ожиданий в предстоящем годовом разрезе, которые соответствовали базовому сценарию последней программы денежно-кредитной политики, в четвертом квартале ЦБ РА провел нейтральную денежно-кредитную политику, оставив

процентную ставку рефинансирования без изменений.

Несмотря на стабильное сохранение уровня инструмента политики в течение квартала, на финансовом рынке были отмечены следующие развития. В конце декабря средняя рыночная процентная ставка репо выросла по сравнению с сентябрем на 1.5 пп, составив 11.2%, а межбанковская ставка репо – на 0.9 пп, составив 10.2%. В то же время, средние процентные ставки по государственным облигациям со сроком погашения до 1 года на первичном рынке ГО также выросли в декабре по сравнению с сентябрем на 2.6 пп и составили 10.7%. Указанный рост рыночных процентных ставок произошел исключительно в сентябре под воздействием роста опроса на драмы в краткосрочном периоде вследствие изменения механизма обязательного резервирования. В декабре 2011 года завершился последний этап изменения механизма обязательного резервирования, проведенного в рамках мер по дедолларизации, согласно которому резервирование по привлеченным инвалютным средствам должно проводиться только в драмах, вместо действующего до этого требования резервирования – 75% в драмах и 25% в инвалюте.

В декабре 2011 года, по сравнению с сентябрем, средний рыночный обменный курс драма на инвалютном рынке проявил следующую динамику: ослабел по отношению к доллару США на 2.8%, составив 383.2 драмов, укрепился по отношению к евро – на 1.7%, составив 504.6 драмов, ослабел по отношению к рублю РФ – на 0.16%, составив 12.16 драмов.

По сравнению с декабрем предыдущего года средний рыночный обменный курс драма по отношению к доллару США обесценился на 5.9%, по отношению к евро – на 5.6%, и по отношению к рублю РФ на 3.8%.

Отмеченные в четвертом квартале фактические денежно-кредитные показатели в основном соответствовали тенденциям, ожидаемым в последних прогнозах. В течение квартала денежная и драмовая массы выросли на 10.4% и 11.4% соответственно. Произошло это за счет 14.1% роста драмовых вкладов и 9.1% роста наличности в обращении, что сопровождалось также 9.1% ростом инвалютных вкладов. Несмотря на сравнительно высокий рост инвалютных вкладов по сравнению с предыдущим кварталом, в течение квартала продолжилось снижение степени долларизации экономики соотношение инвалютные средства/денежная масса – на 0.5 пп по сравнению с концом предыдущего квартала и на 1.3 пп по сравнению с концом того же квартала предыдущего года. В последнем квартале года сохранились высокие темпы кредитования экономики: здесь был отмечен самый высокий квартальный рост – 8.9%.

Денежно-кредитная среда охарактеризовалась следующими развитиями: денежная масса увеличилась на 23.7%, драмовая масса - на 26.4%, драмовые вклады - на 42.7%, инвалютные вклады – на 20.0%. Годовой рост кредитования экономики составил 35.3%, в структуре которого кредитование в драмах увеличилось на 23.7%, кредитование в инвалюте – на 44.7%.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ НА ПОСЛЕДУЮЩИЙ 12-МЕСЯЧНЫЙ ПЕРИОД

Внешняя среда

Мировая экономика вступила в довольно сложный этап развития, который характеризуется уязвимостью и рисками снижения темпов экономического развития. Начавшееся еще со второй половины предыдущего года распространение финансовых и фискальных проблем еврозоны на другие развитые и развивающиеся страны вызвало существенные риски в смысле перспектив экономического развития.

Согласно опубликованным в январе 2012 года прогнозам МВФ, рост мировой экономики в 2012 году составит 3.3%, что ниже сентябрьского прогноза, равного 4.0%. Хотя падение темпов экономического роста будет в большей мере обусловлено обострением экономических проблем в развитых странах, однако это обострение распространится по различным экономическим и финансовым путям также и на развивающиеся страны. Согласно прогнозам, темп среднего экономического роста в 2012 году составит 1.2% вместо прогнозируемого в сентябре показателя в 1.9%. Экономические трудности особенно обострятся в еврозоне, где в 2012 году ожидается 0.5% экономический спад (по сентябрьскому прогнозу – 1.1%). Экономики США и Японии, после экономических осложнений предыдущего года, проявят в основном положительные тенденции: согласно прогнозам в 2012 году будет отмечен экономический рост в 1.8% и 1.7% соответственно. Замедление темпов экономического роста развитых стран окажет воздействие на развивающиеся страны, у которых в настоящее время меньше возможностей для оказания сопротивления экономическим потрясениям, и, в отличие от кризиса 2008-2009 годов, эти страны сегодня более уязвимы. В частности, в свете финансовых и фискальных проблем развитых стран, мировые финансовые рынки будут развиваться в условиях больших неопределенностей, что будет значить, что у развивающихся стран будет меньше возможностей для привлечения необходимых средств из этих рынков. Возникнут также дополнительные трудности для притока внешних инвалютных средств из-за сокращения частных трансфертов и прибыли от экспорта сырьевой продукции вследствие замедления экономического роста развитых стран. В результате основная доля бремени по стимулированию внутреннего спроса придется на комплектование внутренних средств. Здесь следует отметить, что хотя по сравнению с развитыми странами положение фискальных условий развивающихся стран лучше, однако оно существенно ухудшилось в кризисных условиях 2008-2009 годов. В результате в 2012 году в развивающихся странах также будут отмечены определенные экономические трудности, и согласно оценкам МВФ, будет наблюдаться снижение темпа роста, который составит 5.4% (вместо сентябрьского прогноза в 6.1%). Темпы экономического роста основного партнера Армении – России также замедлятся и составят в 2012 году, согласно прогнозам, 3.3%, вместо прогнозируемых 4.1% для 2011 года.

В условиях снижения темпов мирового экономического роста на рынках основных сырьевых и продовольственных товаров сформируется слабая дефляционная среда. Тем не менее, согласно оценкам, на товарных рынках существенного снижения цен не ожидается, что обусловлено рядом факторов предложения и спроса. В частности, несмотря на ожидаемый экономический спад в еврозоне, его воздействие на мировые цены на основные товары будет умеренным, благодаря существенным снижением в последние годы доли спроса еврозоны на этих рынках. Что касается Китая, который за последние годы обеспечивает примерно 11% мирового спроса на нефть, 20% - на зерновые и более 40% - на промышленные металлы, а также более половины роста мирового спроса на основные товары, то, по оценкам МВФ, хотя в 2012 году темпы экономического роста Китая замедлятся, составив 8.2% по сравнению с 9.2% в 2011 году, однако это будет соответствовать в настоящее время наиболее вероятному сценарию “мягкой посадки”, которая может вызвать лишь слабую дефляционную среду. Говоря о тех основных факторах предложения, которые ограничат существенное снижение цен, следует отметить, что сформировавшиеся в настоящее время цены на некоторых рынках сырья (алюминий, никель, нефть и др.) довольно близки к основным минимальным ценам, обусловленным производственными расходами, что создаст дополнительное давление в направлении роста при их ценообразовании.

В дополнение к вышеуказанным общим тенденциям, рынки отдельных товаров будут развиваться под воздействием факторов, свойственных данному рынку. Например, согласно оценкам Энергетической хартии, в 2012 году ожидается 1.9% рост выработки нефти в странах, не

являющихся членами ОПЕК, что в условиях умеренного спроса и ожидаемого роста объемов выработки стран-членов ОПЕК приведет к накоплению запасов, что уже наблюдалось в последние месяцы 2011 года. Однако нефтяные запасы все еще останутся ниже среднего пятилетнего уровня. Кроме этого, на формирование мировых цен на нефть существенное воздействие окажут геополитические факторы, в частности, ограничение ЕС на импорт нефти из Ирана и возможное осуществление Ираном ответных угроз о закрытии Ормузского пролива (по которому проходить примерно 30% мирового экспорта нефти). В этих условиях в 2012 году в основном проявятся тенденции стабилизации и небольшого снижения мировых цен на нефть. Средняя цена за баррель нефти марки Brent сформируется в пределах 107 долларов США.

Даже в условиях прогнозируемого снижения темпов роста мирового спроса рынки промышленных металлов продолжают функционировать в напряжении: спрос опередит ожидаемые объемы производства. Несмотря на запуск некоторых ожидаемых инвестиционных проектов, на этих рынках сохранится дефицит предложения, оказывая давление на цены. В то же время, в 2012 году снизится спрос на инвестиции и пополнение запасов, что обусловлено неопределенностями решения долговых проблем еврозоны. В результате, в условиях отмеченных в конце 2011 года достаточных низких уровнях цен на промышленные металлы, в течение 2012 года будут в основном наблюдаться тенденции стабилизации и небольшой инфляции. В этих условиях средняя цена на медь сформируется на довольно низком уровне по сравнению с показателем предыдущего года.

В течение прогнозируемого периода проявится тенденция умеренного роста цен на драгоценные металлы. Несмотря на ожидаемый рост предложения, в случае которого на рынке золота сформируется небольшой излишек, инвестиционный спрос останется главной движущей силой этого рынка. Тем не менее, этот рынок будет иметь максимально ограниченный характер, что обусловлено оптимистическими ожиданиями относительно развития экономики США и прогнозами удорожания доллара США.

Рынок продовольствия в 2012 году будет в основном сбалансированным, и в условиях роста объемов урожая на рынке может сформироваться даже дефляционная среда. Согласно январским оценкам Департамента сельского хозяйства США, в 2011/2012 маркетинговом году ожидается примерно 692 млн. тонн урожая пшеницы вместо 652 млн. тонн в 2010-2011 году (6.1% роста). Большая часть роста объемов урожая, отмеченного в конце 2011 года, пришлась на долю Аргентины, Австралии, СНГ и Китая. Согласно прогнозу Международного совета по зерну в 2012 году ожидается также 1.7% рост посевных площадей – в основном в Северной Америке и в СНГ, благодаря чему, хотя в 2012/2013 маркетинговом году мировой урожай снизится по сравнению с 2011/2012 годом, однако он останется существенно выше среднего пятилетнего уровня. В результате, несмотря на прогнозируемый существенный рост спроса в 2011/2012 году, который составит 681 млн. тонн, мировые запасы пшеницы по сравнению с предыдущим годом значительно пополнятся, составив примерно 210 млн. тонн, приблизившись к 12-месячному максимуму. В таких условиях в 2012 году мировые цены на пшеницу проявят в основном дефляционные тенденции.

В 2011/2012 маркетинговом году будут отмечены рекордные объемы мирового производства риса - 462 млн. тонн. Это будет сопровождаться существенным ростом потребления, который составит 459 млн. тонн. В этих условиях увеличится уровень мировых запасов и превысит девятилетний максимум, составив более 100 млн. тонн. Хотя большая часть роста мировых запасов накопится в основных странах-производителях - Индии и Таиланде, однако применение государственных механизмов регулирования ограничит возможности цен на реагирование. В результате по прогнозам в 2012 году будет отмечено небольшое снижение цен на рис.

В 2012 году продолжится нейтрализация напряжения рынка на мировом рынке сахарного песка, особенно в условиях урожая в Европе и Таиланде, который оказался выше прежних прогнозов.

Несмотря на прогнозируемое восстановление спроса, мировые запасы пополнятся, однако сохранится низкий уровень. В результате в прогнозируемом периоде проявятся, в основном, тенденции мировых цен на сахар на понижение.

Финансовые рынки будут функционировать в 2012 году в условиях больших неопределенностей вследствие возможных обострений финансовых проблем в странах еврозоны и распространения пессимистических ожиданий относительно развитий мировой экономики.

Несмотря на положительные развития, экономика США остается весьма уязвимой, учитывая также пессимистическую перспективу мировой экономики. Если прибавить к этому еще и необходимость налогово-бюджетной консолидации, то ожидается, что до 2014 года Федеральная резервная система США воздержится от ужесточения денежно-кредитных условий, сохранив низкий уровень процентных ставок.

В отличие от США, экономические перспективы еврозоны более неопределенные. В этих условиях прогнозируется, что Европейский центральный банк продолжит начатую в последнем квартале 2011 года политику снижения процентных ставок и в первой четверти 2012 года снизит процентные ставки на 0.5 пп, применяя вместе с этим механизмы “количественной экспансии” и вливания ликвидности.

В условиях вышеуказанных развитий в прогнозируемом периоде на инвалютном рынке евро, в основном, окажется под давлением обесценения, тогда как в условиях положительных перспектив развития экономики США доллар США проявит тенденции удорожания.

Риски, сопряженные с развитиями мировой экономики, относятся к темпам роста мировой экономики – здесь ожидается большее замедление, чем прогнозировалось, вследствие провала процесса решения долговых проблем в еврозоне и распространением экономических последствий этого. В такой ситуации максимально проявятся риски в направлении снижения цен на основные сырьевые товары, а развития цен на продовольственные товары будут обусловлены природно-климатическими условиями, в результате которых вероятные риски будут в направлении повышения цен.

Таким образом, в 2012 году в условиях замедления темпов мирового экономического роста и обострения финансово-экономических проблем в странах еврозоны, проникающие во внутреннюю экономику риски проявятся, в основном, в развитиях внутреннего и внешнего спроса (уменьшение потоков капитала и финансовых средств, сокращение экспорта и др.), тогда как инфляционных давлений, проникающих из мировых товарных рынков, не ожидается.

Совокупное предложение

Прогнозы экономического роста были пересмотрены в направлении небольшого убывания, обусловленного, в основном, ожиданиями в прогнозируемом периоде более медленного восстановления мирового спроса и ухудшением ожиданий хозяйствующих субъектов относительно будущей экономической ситуации. В результате в 2012 году ожидается 3.1 - 4.8% экономический рост.

Ниже приводятся прогнозы по отраслям экономики.

В отрасли **промышленности** в 2012 году ожидается, что рост добавленной стоимости составит 5 - 7%. Причем прогнозы были пересмотрены в направлении небольшого снижения вследствие ожидаемого замедления темпов роста мировой и внутренней экономик. Рост промышленности будет обеспечен, в основном, за счет таких отраслей с мощным потенциалом, как горная

промышленность, металлургия, производство продовольствия и напитков, производство бриллиантов и энергетика, благодаря увеличению производственного потенциала предприятий, действующих в этих сферах.

Прогнозы относительно добавленной стоимости в отрасли строительства почти не изменились. Причем объемы выпуска в этой сфере за течение последние три года после пика 2008 года снизились почти наполовину, сформировав сравнительно маленькую базу строительства. В этих условиях ожидается, рост добавленной стоимости в отрасли в 2012 году составит всего лишь 3.5-5.5% за счет роста объемов строительства в отрасли энергетики, сельского хозяйства, транспорта и связи. Объем строительства за счет средств населения существенных изменений не потерпит.

Прогнозы в сфере *услуг* также не изменились. Рост в отрасли в основном будет обусловлен ожидаемым ростом частных и государственных расходов, который отразится как на объемах товарооборота, так и объемах оказанных услуг. В результате в 2012 году реальный рост добавленной стоимости в сфере услуг ожидается в пределах 2.5 - 4.5%.

Прогнозы относительно добавленной стоимости в отрасли *сельского хозяйства* пересмотрены в направлении уменьшения, что обусловлено формированием в сфере сравнительно высокой базы благодаря более высокому, чем ожидалось, темпу роста в 2011 году. В результате в 2012 году ожидается реальный рост добавленной стоимости в сельском хозяйстве на 4-6%, которому окажет содействие ожидаемый рост в растениеводстве и животноводстве.

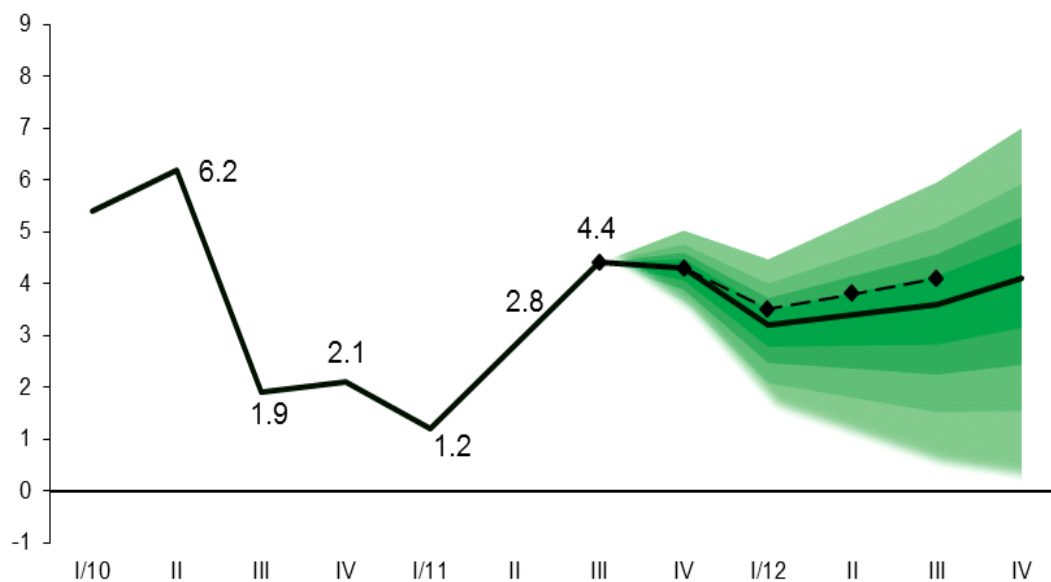
Причем, учитывая довольно большой удельный вес растениеводства в сельском хозяйстве и зависимость объемов выпуска от природно-климатических условий, а также среднесрочный характер мероприятий, осуществленных и планируемых в отрасли, в прогнозе был учтен вариант наименьшего риска.

Риски экономического роста в базисном сценарии двусторонние и связаны как с внешними, так и с внутренними факторами. Причем преобладают риски в направлении убывания, обусловленные как замедлением темпов восстановления мировой экономики и более медленным, чем ожидалось, ростом внутреннего спроса, так и ожиданием проявления рисков, направленных на убывание прогнозируемых показателей по всем отраслям экономики с большим удельным весом в ВВП.

В частности, риски, преобладающие в направлении убывания в отрасли промышленности и сфере услуг, будут обусловлены, в основном, более медленными темпами восстановления мировой экономики и внутреннего спроса. В отрасли строительства преобладают риски в направлении роста, обусловленные скоростью реализации крупных строительных программ, направленных на улучшение дорожного строительства и инфраструктур. А в сельском хозяйстве, из-за большой зависимости от природно-климатических условий, риски сбалансированные.

Увеличение по сравнению с базисным сценарием неопределенностей относительно восстановления мировой экономики негативно отразится на развитиях экономики РА, создав максимально вероятную почву для проявления намечаемых рисков в направлении убавления в экономическом росте, предусматриваемом в базисном сценарии.

Вероятности прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП



Распределение вариантов прогноза экономического роста

Интервал экономического роста	Вероятность нахождения в данном интервале			
	I кв. 2012 г.	II кв. 2012 г.	III кв. 2012 г.	IV кв. 2012 г.
< 0%	2.64%	4.69%	6.19%	5.99%
0 – 2.5%	39.55%	34.12%	29.81%	24.07%
2.5 - 5%	56.11%	51.37%	43.91%	37.22%
5 - 8%	1.50%	8.86%	17.30%	26.16%
8% <	0.00%	0.02%	0.53%	3.39%

Распределение вариантов прогноза реального роста ВВП

Период	90% вероятность		30% вероятность	
	Минимальн.	Максимальн.	Минимальн.	Максимальн.
2011 январь-декабрь/ 2010 январь-декабрь	3.3	5.0	4.1	4.5
2012 январь-март/ 2011 январь-март	1.4	4.5	2.8	3.5
2012 январь-июнь/ 2011 январь-июнь	0.9	5.2	2.8	3.8
2012 январь-сентябрь/ 2011 январь-сентябрь	0.3	6.0	2.8	4.2
2012 январь-декабрь / 2011 январь-декабрь	0.0	7.0	3.1	4.8

Рынок труда

Прогнозы спроса на рабочую силу по 2012 году были пересмотрены в направлении небольшого убывания вследствие более слабой, чем ожидалась, экономической активности. В результате ожидается меньший, чем прогнозировался, рост номинальных заработных плат и более медленное снижение уровня безработицы по сравнению с предыдущими прогнозами.

В частности, в 2012 году ожидается рост уровня средней номинальной заработной платы в экономике на 4.7%, обусловленный непрерывным ростом производительности в частном секторе, снижением уровня безработицы и умеренным ростом зарплат в организациях с бюджетным финансированием. Прогнозируется, что рост номинальных заработных плат будет сопровождаться ожидаемым ростом заработных плат во всех отраслях экономики.

В 2012 году в результате ожидаемого экономического роста, продолжится повышение спроса на рабочую силу и число безработных в экономике убавится. Средний уровень официально зарегистрированной безработицы снизится в 2012 году по сравнению с предыдущим годом на 0.2 пп и составит 6%.

В условиях существующих жесткостей в сфере заработных плат в первом квартале 2012 года на рост номинальных заработных плат свое инерционное воздействие окажет рост заработных плат, отмеченный в четвертом квартале 2011 года. В первом квартале 2012 года темп роста номинальной заработной платы останется выше, чем темп замедленного роста производительности, в результате рост затрат труда, необходимого для производства единицы товара, увеличится на 3.0% и, как следствие, в экономике будут наблюдаться слабые инфляционные давления (воздействие оценивается в 0.2 пп).

Вероятно, что в июле-декабре 2012 года разбалансированность на рынке труда исчезнет, и рост номинальных заработных плат будет близок к росту производительности труда за тот же период. В этих условиях затраты хозяйствующих субъектов на производство единицы товара существенных изменений не понесут, следовательно, в вышеуказанном периоде воздействие затрат труда на инфляцию будет нейтральным.

Совокупный спрос

Затраты частного сектора

Прогнозы затрат частного сектора за 2012 год были пересмотрены в направлении уменьшения, основанием для которого послужило ожидаемое замедление, по сравнению с предыдущими прогнозами, темпов роста экономической активности и денежных потоков из-за границы в прогнозируемом периоде.

Согласно пересмотренным оценкам, в 2012 году ожидается 3.5% рост затрат частного сектора, обусловленный ростом как частного потребления, так и частных вложений. В условиях вышеуказанного роста затрат частного сектора и 0.7% реального роста государственных затрат внутренний спрос в экономике увеличится примерно на 3%.

Несмотря на экономическую активность в 2012 году, прогнозы темпов роста рентабельности и кредитования экономики были пересмотрены в направлении убывания, однако темпы роста частных вложений были скорректированы в направлении повышения. Основанием для пересмотра послужило более глубокое, чем ожидалось, уменьшение инвестиций 2011 года, в результате которого более вероятным становится оцененный в 6.4% рост инвестиций 2012 года (эффект базы). В 2012 году темп роста инвестиций останется довольно низким по сравнению с темпами роста

инвестиций докризисного периода.

По сравнению с предыдущими прогнозами, темп роста потребления частного сектора был пересмотрен в направлении убавления, обусловленного замедлением ожидаемого темпа роста экономической активности и потоков денежных средств из-за границы, а также корректировками уровня частного потребления в среднесрочном периоде. В 2012 году темп роста частного потребления ожидается в 2.5%.

Ожидаемое замедление темпов роста потоков денежных средств из-за границы и кредитования экономики в 2012 году приведет к углублению отрицательного гема частных затрат (в четвертом квартале 2011 года разрыв приблизился к нулю). По оценкам ЦБ РА в 2012 году гем частных затрат составит 1-1.5%, который обнулится в конце года, отразив исчезновение несоответствия между предложением и спросом частного сектора. Вследствие указанного отрицательного гема частных затрат в 2012 году в экономике возникнут дефляционные давления в 0.3-0.4 пп.

Текущий счет

Прогнозы темпов роста отдельных компонентов текущего счета были скорректированы вследствие корректирования темпов роста мировой и внутренней экономик в направлении убавления. В условиях ожидаемых развитий мировых цен на металлы и замедления темпов восстановления мировой экономики замедлится высокий за предыдущие два года рост реальных объемов экспорта. Рост реальных объемов экспорта в 2012 году будет обусловлен увеличением производственного потенциала промышленности, в частности, в обрабатывающей и горнодобывающей отраслях. В 2012 году ожидается 7-9% рост реального экспорта товаров и услуг. В условиях ожидаемых развитий цен на экспорт, долларовой рост экспорта товаров и услуг будет находиться в пределах 3 - 5%. Риски экспорта сохранятся в обоих направлениях, что обусловлено увеличением рисков в направлении снижения мировой экономики, динамикой мировых цен на металлы и развитиями промышленности РА.

Ожидаемое замедление темпов роста мировой и внутренней экономик выразятся также и в дальнейшей динамике импорта. Исходя из этого показатель роста импорта в четвертом квартале 2011 года был пересмотрен в направлении снижения. В 2012 году ожидается низкий рост долларовых цен на импорт товаров и услуг – на 1-3%. В условиях ожидаемых развитий цен на импорт, рост реальных объемов будет находиться в пределах 2-4%. Риски по части импорта также сохранятся в двух направлениях, что обусловлено развитиями внутренней экономики и мировых цен.

Прогнозы темпа роста переводов некоммерческого характера физических лиц также были скорректированы в направлении убавления, которое, в основном, будет обусловлено ожидаемыми развитиями экономики России. Согласно январским прогнозам экспертов МВФ в 2012 году экономический рост в России замедлится и составит 3.3%, что на 0.8 пп ниже прежнего прогноза. В свете указанных развитий, в 2012 году рост чистого притока некоммерческих переводов физических лиц в Армению замедлится и составит 9-12%.

В течение 2012 года тенденция улучшения показателя текущий счет/ВВП продолжится, и показатель будет находиться в пределах 9-11%.

В результате вышеуказанных развитий в 2012 году тенденция улучшения текущего счета сохранится, и показатель текущий счет/ВВП будет в пределах прогнозируемых ранее 9-11%.

Совокупный бюджет

В 2012 году Правительство РА продолжит проведение политики по обеспечению

макроэкономической стабильности, обеспечивая с одной стороны низкий уровень дефицита государственного бюджета (согласно основным направлениям программы среднесрочных государственных расходов), с другой стороны, оказывая содействие восстановлению экономического роста. Следует отметить, что основной мишенью обеспечения государственных программ по расходам является обеспечение 0.8 пп роста в ВВП по налоговым доходам и платежам социального обеспечения по сравнению с предыдущим годом, и реализация государственных расходов в соответствии с программными пропорциями. Рост расходов 2012 года по отношению к предварительному фактическому показателю бюджетных расходов 2011 года составит 8.5%, а соотношение расходы/ВВП снизится на 0.2 пп. Причем предусматривается рост текущих и снижение капитальных расходов.

В 2012 году оценка воздействия фискальной политики по сравнению с оценкой, указанной в предыдущей Программе денежно-кредитной политики, осталась без изменений. Ожидается, что по сравнению с 2011 годом, она окажет в 12-месячном разрезе на совокупный спрос, следовательно, и на инфляцию, 0.6 пп сдерживающее воздействие, обусловленное, в основном, слегка расширяющим воздействием расходов и сдерживающим воздействием доходов. Причем, в первой половине года воздействие фискальной политики на совокупный спрос будет слегка расширяющим, а во второй половине – сдерживающим. Однако учитывая передачу лагового воздействия сдерживающей фискальной политики конца 2011 года, в первой половине года воздействие будет нейтральным, во второй – слегка сдерживающим.

Отметим также, что воздействие изменений налогового законодательства, вступившие в силу с 1-го января 2012 года (предусматривается как увеличение налогового бремени, так и увеличение налоговых сборов за счет сокращения теневой экономики), и влияние увеличения предусмотренных законом социальных расходов нейтрализуют оцененное в 0.6 пп сдерживающее воздействие налогово-бюджетного импульса на совокупный спрос.

Таким образом, в 2012 году налогово-бюджетный сектор и медленные темпы восстановления частных затрат не расширят инфляционную среду. Что касается рынка труда, что с начала года здесь будут наблюдаться исходящие слабые инфляционные давления, которые, однако, нейтрализуются во второй половине года. Таким образом, можно утверждать, что в течение 2012 года чистое воздействие налогово-бюджетного сектора, спроса частного сектора и рынка труда на инфляцию будет в большей мере нейтральным.

ПРОГНОЗ ИНФЛЯЦИИ И НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В ПРОГНОЗИРУЕМОМ 12-МЕСЯЧНОМ ПЕРИОДЕ

Основываясь на фактических и прогнозируемых макроэкономических развитиях, при помощи модели инфляции отдельных групп товаров и модели квартальных прогнозов были составлены прогнозы инфляции и намечены направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом 12-месячном горизонте.

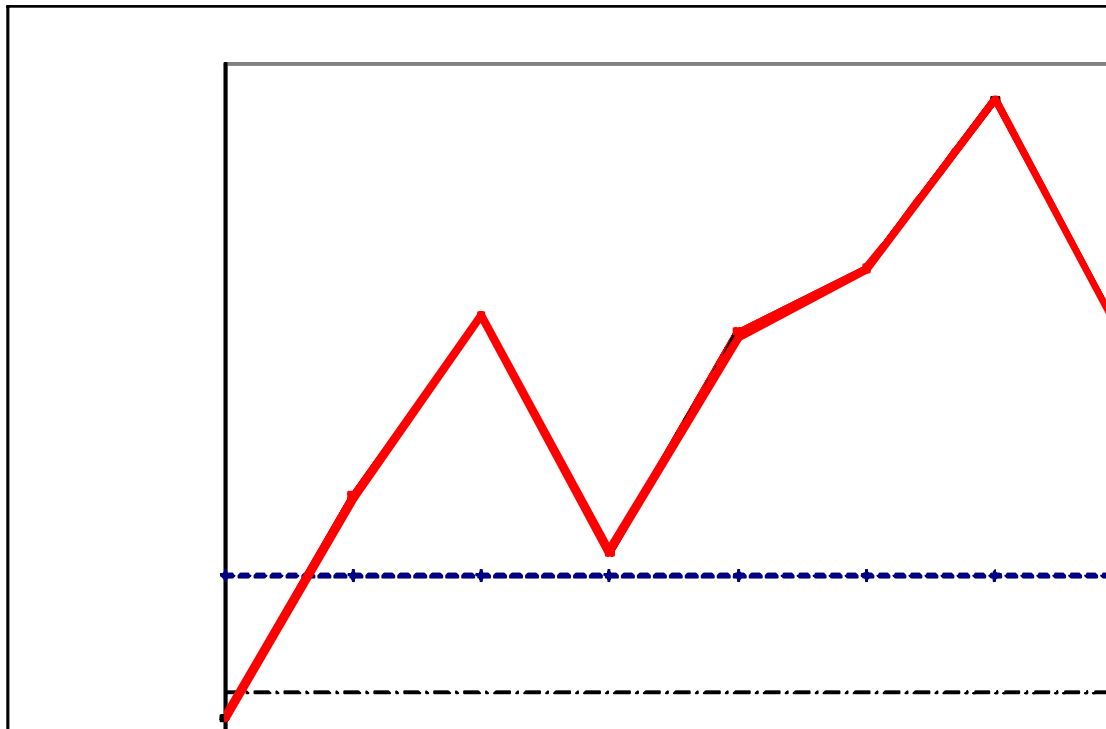
Прогноз по модели инфляции отдельных групп товаров был составлен на предположении о сохранении сформировавшегося в настоящее время уровня процентной ставки рефинансирования, и для ближайшего периода означает, что были оценены вероятные развития инфляции в контексте нейтральной денежно-кредитной политики, осуществленной в предыдущем квартале, и ее сохранения в дальнейшем.

Согласно базовому сценарию, инфляционные давления, проникающие из мировых рынков основных продовольственных товаров и сырья во внутреннюю экономику, не наблюдаются, а развития внутреннего спроса не расширят инфляционную среду. Условные прогнозы инфляции, полученные на базе гипотезы неизменности процентных ставок рефинансирования и макроэкономических прогнозов, почти не изменились. В результате, согласно результатам прогноза инфляции отдельных групп товаров, в 2012 году показатель 12-месячной инфляции будет постоянно находиться в границах допустимого коридора колебаний ± 1.5 пп 4%-го показателя

инфляции. Центральное значение для второго квартала 2012 года прогнозируется 4.5%. К концу 12-месячного горизонта, то есть в четвертом квартале 2012 года, прогнозируемое центральное значение инфляции составит 4.5%.

Несмотря на то, что прогнозы инфляции по сравнению с предыдущим прогнозом не изменились, однако риски отклонения от центрального значения как в сторону повышения, так и в сторону снижения, увеличились. Вероятные внешние риски, обусловленные развитиями мировой экономики, особенно финансовыми и фискальными проблемами еврозоны, могут оказать двухстороннее воздействие на дальнейшую динамику инфляции. В то же время, риски, исходящие из отрасли сельского хозяйства, зависящие от природно-климатических условий, могут вызвать как инфляционные, так и дефляционные давления. В результате сводных оценок вероятных воздействий указанных рисков, риски отклонения инфляции от прогнозируемого значения сбалансированы. В этих условиях 12-месячная инфляция к концу второго квартала 2012 года с 86.0% вероятностью окажется в пределах 4-5.5%, а к концу 2012 года она окажется в коридоре 3-5.5% с вероятностью в 78.2%.

График распределения вариантов прогноза инфляции (12-месячная инфляция)



январский прогноз 2012 года

Распределение вариантов прогноза инфляции в 2012 году

Коридор инфляции	Вероятность нахождения инфляции в данном коридоре	
	II кв. 2012 г.	IV кв. 2012 г.
< 1.0%	0.01%	2.3%
1.0 - 3.0%	4.3%	17.3%
3.0 - 4.0%	24.1%	21.2%
4.0 - 5.5%	58.9%	32.9%
5.5 - 7.5%	12.5%	24.1%
7.5% <	0.1%	2.1%

В качестве основы для составления прогноза инфляции по применяемой в ЦБ РА модели поквартальных прогнозов и оценки намечаемых направлений денежно-кредитной политики были приняты сформировавшиеся в четвертом квартале 2011 года фактические макроэкономические предварительные условия, а также ожидаемые направления изменений внешних макроэкономических политики и внешней инфляционной среды. Согласно полученным оценкам, проведенная в начале года политика ужесточения денежно-кредитных условий, сдерживающая налогово-бюджетная политика, а также макроэкономические развития внутренней и внешней среды нейтрализовали инфляционные давления. В частности, умеренный рост внутреннего спроса, рост предложения сельхозпродукции, а также дефляционные импульсы, передаваемые извне, оказали содействие дальнейшему снижению темпа инфляции. В четвертом квартале развития финансового рынка охарактеризовались некоторым повышением процентных ставок под воздействием изменения механизма обязательного резервирования.

Прогнозы, составленные на основе вышеуказанных макроэкономических предварительных условий, показывают, что макроэкономические развития, обуславливающие дальнейшее поведение инфляции, в целом окажут нейтральное воздействие на инфляционную среду. Например, в прогнозируемом горизонте не будет инфляционных давлений, поступающих из мировых товарных рынков, а воздействие внутреннего спроса, обусловленное ожидаемыми направлениями налогово-бюджетной политики, в основном будет нейтральным.

В свете вышеуказанного базового сценария макроэкономических развитий ожидается, что в течение прогнозируемого горизонта 12-месячная инфляция сформируется в пределах допустимого коридора колебаний. В этом случае в ближайшем периоде изменений направлений денежно-кредитной политики не потребуется, и наиболее целесообразным является сохранение нейтральной денежно-кредитной политики. С другой стороны, в зависимости от направлений проявления предопределяемых рисков, не исключается

корректировка направлений денежно-кредитной политики в дальнейшем.

В настоящее время все еще сохраняются существенные неопределенности, вытекающие из развитий мировой экономики, которые могут отклонить макроэкономическое развитие РА от намеченного базового сценария в обе стороны. С одной стороны, последние оценки экономической активности США и Германии могут содержать положительные импульсы для более высокого темпа роста мировой экономики, и, следовательно, для увеличения внешнего спроса на экспорт РА, что окажет содействие увеличению темпов экономического роста. С другой стороны, рост цен на нефть в случае сохранения политической напряженности вокруг Ирана, а также ослабление национальных валют основных стран-партнеров РА под воздействием наиболее неблагоприятных развитий мировой экономики в условиях обострения долговых проблем в странах еврозоны, могут создать дополнительные инфляционные давления на внутреннем рынке.

В этом контексте, в основе прогнозов по **денежно-кредитным показателям** на последующий одногодичный период лежат фактическая макроэкономическая среда, сформировавшаяся по результатам предыдущего квартала, макроэкономические развития, спрогнозированные в разрезе последующего одного года, и сценарий фискальной политики, предусмотренный для этого периода. Основываясь на ожидаемых, по базовому сценарию, мировых и внутренних экономических развитиях, и учитывая вероятное проявление в предстоящем одногодичном горизонте двусторонних рисков, все еще присущих для стабилизовавшейся в последнее время инфляционной среды, ЦБ продолжит осуществление в 12-месячном разрезе денежно-кредитной политики, соответствующей экономическим развитиям. Например, прогнозируется, что денежная и драмовая массы в годовом горизонте вырастут на 17.6% г/г и 21.1% г/г соответственно, а денежная база - на 8.0%. В структуре денежной массы, с учетом сокращения долларového уровня, прогнозируется опережающий темп драмовых компонентов: наличность в обращении увеличится г/г на 13.3%, драмовые вклады - на 30.0%, инвалютные вклады - на 12.6%. В результате уровень долларизации экономики (привлеченные от резидентов инвалютные вклады/денежная масса) снизится на 4.2% г/г, а рост монетаризации экономики (драмовая масса/ВВП) составит более чем 10.0%.

В рамках прогнозированного базового сценария денежно-кредитной политики, в последующем годовом горизонте прогнозируется также замедление темпов роста кредитования экономики со стороны финансовой системы. Рост кредитования в 2012 году составит 20.2% г/г или около 270.0 млрд. драмов, вместо 35.3% в предыдущем году, или примерно 350.0 млрд. драмов, что в основном, будет направлено на кредитование малого и среднего бизнеса и оживление ипотечного кредитования. При этом в структуре кредитования сохранится преобладание инвалютного кредитования экономики, обусловленное сохранением в источниках кредитования большого удельного веса инвалютных средств, привлеченных коммерческими банками из-за границы.

Центральный банк Республики Армения, 2012

0010, Ереван, ул. В. Саркисяна 6. <http://www.cba.am>