

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 19.02.2013 номер 34-А*

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики.
1-ый квартал, 2013г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 4-го квартала 2012 г.*

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	6
2.1. Внешняя среда	6
2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос	8
2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте	12
3. Фактические развития четвертого квартала 2012 года.....	14
3.1. Инфляция	14
3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции	14
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей	15
3.1.3. Инфляционные ожидания.....	16
3.2. Совокупный спрос и предложение	17
3.2.1. Совокупное предложение	17
3.2.2. Совокупный спрос	18
3.2.3. Рынок труда	19
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	20
3.3. Деньги и развития финансового рынка.....	21
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты.....	21
3.3.2. Обменный курс.....	23
3.4. Платежный баланс	25
3.4.1. Текущий счет	25
3.4.2. Счета капитала и финансовых средств	26
3.5. Внешняя среда	26
4. Заключение	29

С января 2006 года Центральный банк РА осуществил переход к стратегии инфляционного таргетирования. В задачу по реализации этой стратегии входит осуществление денежно-кредитной политики ЦБ, которая корректирует до минимума отклонения будущей инфляции от 4% целевого показателя.

Ежеквартально составлялся прогноз условной инфляции на ближайшие 12 месяцев, формируемой на предположении о неизменности уровня процентных ставок. Прогноз опубликовывался в Программах денежно-кредитной политики.

Вместе с этим прогнозировалось ответное поведение процентной ставки, и намечались направления денежно-кредитной политики.

За последние годы система прогнозирования и анализа политики ЦБ была усовершенствованна: была расширена и улучшена основная модель квартальных прогнозов, расширен перечень моделей краткосрочного прогнозирования тенденций различных макроэкономических показателей. В настоящее время ЦБ может представлять не только прогнозы относительно предстоящей 12-месячной инфляции, но и среднесрочные прогнозы условной инфляции.

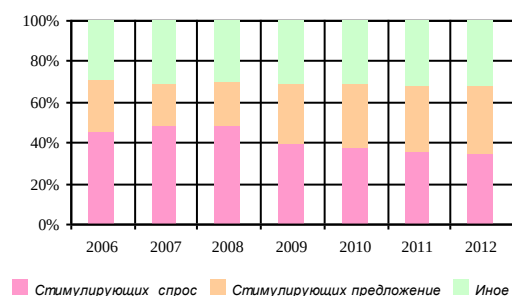
Со второго квартала 2012 года ЦБ расширил горизонт публикуемых прогнозов инфляции - отныне он составит 3 года вместо 1 года. ЦБ также включил в отчет безусловную инфляцию вместо прежней условной инфляции.

Вместе с этим, учитывая изученный передовой мировой опыт, результаты опроса общественности, и в целях усиления внешних контактов и повышения эффективности открытости своей политики, Центральный банк РА, начиная со второго квартала 2012 года, утверждает и публикует в едином выпуске отчет о выполнении денежно-кредитной политики предыдущего квартала и программу денежно-кредитной политики последующего квартала.

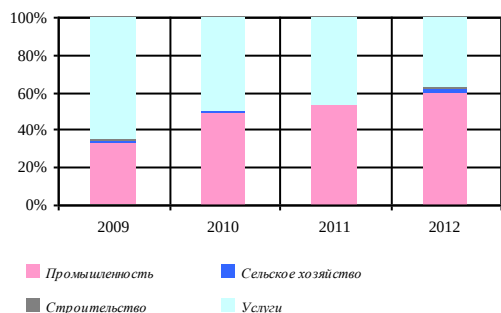
1. КРАТКИЙ ОБЗОР

В экономике РА наблюдался рост экономического потенциала, оцененный ЦБ в 5,5 %.

В общем объеме кредитования увеличивается удельный вес кредитов, стимулирующих предложение



Структура иностранных инвестиций по отраслям экономики



Под воздействием высокого роста сельского хозяйства в течение года и образовавшейся вследствие этого низкой инфляционной среды наблюдался избыточный рост реального потребления, который явился результатом временного шока предложения.

В 2012 году продолжилась тенденция роста *экономического потенциала*: стабильный рост экономического потенциала оценен ЦБ РА в 5,5% вместо 4,5% в предыдущем квартале. Основными факторами роста экономического потенциала является рост удельного веса кредитов, стимулирующих предложение в объемах кредитования (в 2009-2012гг. рост составил 12 пп, в 2012 г. – 33,3%), и рост удельного веса инвестиций в отрасль промышленности в общем объеме иностранных инвестиций (в 2009-2012 гг. показатель увеличился вдвое, составив 60% в 2012г.).

Результаты опроса ЦБ РА относительно инвестиционной деятельности предприятий также свидетельствуют о том, что готовность предприятий инвестировать в отрасль промышленности и сферу услуг увеличивается. Кроме этого, инвестиции, направленные на приобретение машинного оборудования и прочего производственного капитала, почти достигли в этих отраслях предкризисного уровня, что может свидетельствовать о росте производительности в экономике. Согласно оценкам ЦБ, в 2012 году содействие фактора производительности экономическому росту по сравнению с предыдущим годом увеличилось (см. вкладыш 2).

Параллельно с формированием высокого экономического потенциала в 2012 году наблюдался беспрецедентный рост объемов выпуска сельхозпродукции (в 2012 году рост добавленной стоимости сельского хозяйства оценивается 9,5 -10%), который в основном и оказал содействие формированию в течение года примерно 7,0% экономического роста, превышающего рост экономического потенциала. Высокий рост сельского хозяйства и, как следствие, цены на продовольственные товары, которые ниже своего среднеисторического уровня (в частности, на фрукты и овощи), оказали содействие *избыточному росту реального потребления частного сектора*. По оценкам ЦБ, годовой рост реального потребления частного сектора составит 10,5%, а годовая инфляция - 3,2%, у нижней границы коридора допустимых колебаний (средняя инфляция составила в 2012 г. 2,6%). Высокий рост реального частного потребления ЦБ РА считает *следствием шока предложения*, который, тем не менее, имеет временный характер, поскольку большие объемы выпуска сельскохозяйственной продукции в большей мере были обусловлены благоприятными погодными условиями, которые могут не повториться в последующие годы.

В 2012 году *во внешнем секторе* мировой спрос остался низким, и на основных мировых рынках сырья и продовольствия инфляционных тенденций не наблюдалось.

В 2012 году, учитывая преобладающее воздействие временного шока предложения на сформировавшуюся низкую инфляционную среду, ЦБ РА провел *нейтральную денежно-кредитную политику*, сохраняя процентную ставку рефинансирования на неизменном уровне (подробности см. в разделе “Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции”).

В прогнозируемом горизонте, в результате постепенного угасания воздействия временного шока предложения избыточный рост реального потребления сократится, что приведет к стабилизации экономического роста на равновесном уровне. В частности, в 2013 году темпы реального потребления частного сектора замедлятся до 4,6%, а частные вложения восстановятся по сравнению с существующим низким уровнем, повысившись на 5,1%. В результате в 2013 году экономический рост составит

Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозируемом горизонте

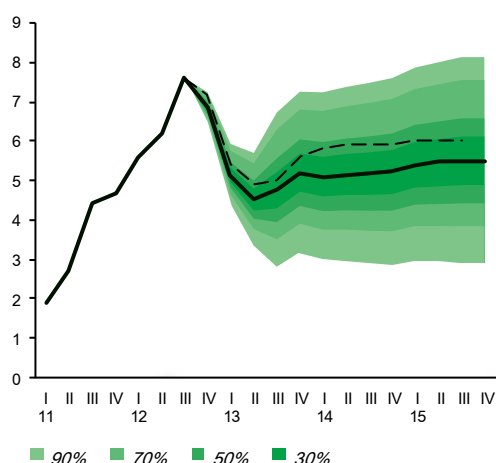
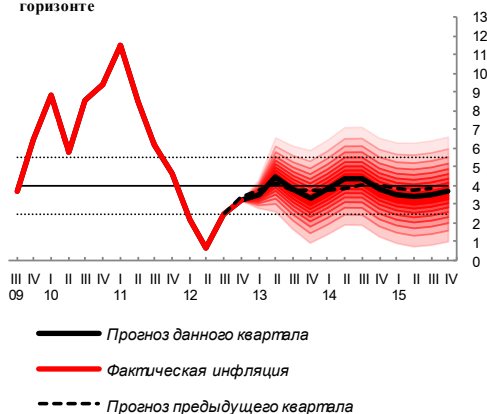


График распределения вероятностей инфляции (12-месячной) в 3-годичном прогнозируемом горизонте



примерно 5,2%, обусловленный ростом, в основном промышленности и сферы услуг (общее содействие составит 3,4 пп).

Таким образом, в *прогнозируемом горизонте* в результате нейтрального воздействия денежно-кредитной политики, воздействие экономики РА на внутренние цены будет *неинфляционным*.

В *прогнозируемом горизонте инфляционных давлений* извне *не ожидается*. Например, в условиях сохранения неопределенностей вокруг политических решений долговых проблем развитых стран ожидается медленное восстановление темпов роста мировой экономики. Под воздействием сформированного в подобных условиях слабого внешнего спроса, мировые цены на основные сырьевые и продовольственные товары проявят относительно стабильную динамику, сохранившись на существующих высоких уровнях.

В *прогнозируемом горизонте* инфляция стабилизируется вокруг 4% целевого показателя. Учитывая вышеуказанные развития внешней и внутренней экономик и угасание временного шока предложения ожидается, что в первом полугодии 2013 года темпы *12-месячной инфляции* существенно замедлятся, достигнув к концу июня 4,5%.

В *прогнозируемом горизонте* ЦБ намерен продолжить проведение *нейтральной денежно-кредитной политики*, оставив *процентную ставку рефинансирования* на прежнем уровне — 8%. Нейтральная денежно-кредитная политика является сочетанием процентной ставки рефинансирования с оцененной нейтральной процентной ставкой, при котором инфляция находится на целевом, а ВВП — на своем равновесном уровнях. В настоящее время *нейтральная процентная ставка* оценивается в 8%.

Риски в *прогнозируемом горизонте* оцениваются как *равновесные*, обусловленные перспективами развитий мировой и внутренней экономик. В случае проявления этих рисков в каком-либо направлении ЦБ считает вероятным коррекцию процентной ставки в соответствующем направлении.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда ¹

В прогнозируемом горизонте характерным для внешнего сектора будут медленно восстанавливаемые темпы экономического роста, в соответствии с которыми сформируется умеренная инфляционная среда.

В прогнозируемом горизонте внешний сектор охарактеризуется медленными темпами восстановления экономического роста, в соответствии с которыми сформируется умеренная инфляционная среда.

В январе 2013 года МВФ вновь снизил перспективу мирового экономического роста: для 2013 года прогноз составил 3,5% (пересмотр в сторону снижения на 0,1 пп).

Экономический рост в развитых странах в 2013 составит 1,4% (пересмотр в сторону снижения на 0,1 пп). Развития экономик развитых стран окажут свое влияние на **развивающиеся страны**, где также будет наблюдаться небольшое замедление экономического роста и в 2013 году будет отмечен 5,5% рост (пересмотр в сторону снижения на 0,1 пп). В то же время, в развитых странах среднегодовая инфляция составит 1,6%, а в развивающихся странах – 6,1%.

Федеральная резервная система **США** продолжит проведение экспансивной политики и в 2013 году, в результате которой прогнозируется ускорение темпов экономического роста со второго полугодия 2013 года, которое продолжится до 2015 года, достигнув 2,9%. Тем не менее, будут наблюдаться значительные риски в сторону снижения, обусловленные необходимостью фискальной консолидации.

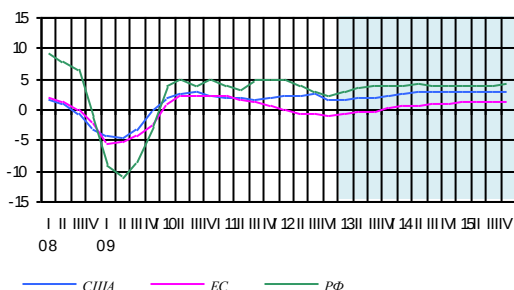
В **еврозоне**, в условиях уязвимости экономики и финансовой системы, Европейский центральный банк продолжит проведение политики низких процентных ставок. Здесь также будет продолжено проведение структурных реформ, которые окажут содействие решению долговых проблем. Из-за проблем в реальном секторе восстановление экономики еврозоны задержится до 2014 года, достигнув в 2015 году 1,3%.

Прогноз **экономического роста России** - одного из основных партнеров Армении – был скорректирован в сторону снижения. В 2013 году этот показатель составит 3,7% (пересмотр в сторону снижения на 0,1 пп). Инфляция в 2013 году сформируется в пределах 5-6% показателя, прогнозируемого Центральным банком России. Темпы роста экономики **Китая**, обеспечивающего значительную часть мирового спроса на сырье и продовольственные товары, согласно прогнозам МВФ, по сравнению с 2012 годом слегка восстановятся в 2013 году, составив 8,2%.

В условиях ожидаемого в 2013 гг. медленного темпа восстановления мирового экономического роста на рынках основных **сырьевых товаров** инфляционные тенденции не ожидаются. На мировых рынках продовольствия сохранится, в основном, сформировавшийся в 2012 году уровень цен на фоне существующих проблем с предложением.

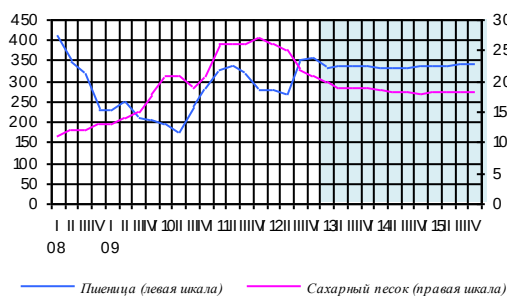
В прогнозируемом горизонте, мировые цены на сырьевые и продовольственные товары, с точки зрения спроса, проявят умеренные инфляционные тенденции. Что касается рынков отдельных товаров, то их развития будут обусловлены основными факторами, характерными для предложения.

Экономический рост в странах партнерах

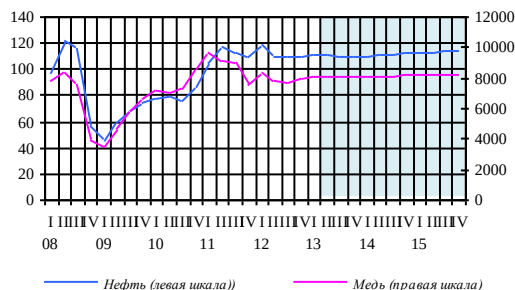


¹ Прогнозы внешней среды составлены на базе информации от IMF, World Bank, The Economist, Global Insight, Financial Times, US Department of Agriculture, Economist Intelligence Unit, International Grain Council, International Energy Agency, Barclays Capital, РосБизнесКонсалтинг и прочих источников.

Продовольственные товары (доллар США)



Сырьевые товары (доллары США)



Относительно дальнейшего хода развития мировой экономики наличествуют серьезные неопределенности, и **риски** будут равновесные в обе стороны. В частности, риски в сторону снижения мирового экономического роста будут обусловлены обострением долговых проблем в странах ЕС, ходом проведения фискальной консолидации в США, а также вероятным повышением цен на энергоносители вследствие геополитических разрывов. Риски в сторону роста обусловят быстрое восстановление экономического роста вследствие применения более эффективных экономических политик в США и ЕС и основными проблемами предложения сырьевых и продовольственных товаров.

Вкладыш 1

Развития товарных рынков в прогнозируемом горизонте

В 2013 году примерно 60% мирового спроса на нефть будет удовлетворено выработкой нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК (увеличение по сравнению с предыдущим годом – 1,9%), в результате средний спрос на объемы выработок стран-членов ОПЕК составит 36,5 млн. баррель/день. Мировые цены на нефть проявят в 2013-2015 гг., параллельно с восстановлением мировой экономики, умеренные тенденции роста. Тем не менее, на мировых рынках энергоносителей будут отмечаться инфляционные риски, обусловленные геополитическими разрывами.

Рынки промышленных металлов будут функционировать в условиях больших неопределенностей, и не будут наблюдаться инфляционные тенденции, а в 2014-2015 гг., в условиях восстановления мировой экономики, будут наблюдаться умеренные инфляционные проявления.

В условиях ожидаемых неопределенностей в мировой экономике **цены на драгоценные металлы** проявят в 2013 году умеренные инфляционные тенденции.

На мировом рынке зерна фундаментальное напряжение сохранится (то есть любая новая информация может существенно повлиять на уровень цен). В 2013 году мировые цены на пшеницу снизятся по сравнению с ценами второго полугодия 2012 года. Тем не менее, по сравнению с низкими ценами в начале 2012 года, средняя цена на пшеницу в 2013 году останется выше средней цены предыдущего года. Согласно январскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай зерна в 2012/2013 маркетинговом году составит 653 млн. тонн в условиях ожидаемого потребления в 673,5 млн. тонн. Мировые запасы зерна снизятся по сравнению с предыдущим 2011/2012 маркетинговым годом на 11% и составят примерно 177 млн. тонн.

В 2012/2013 маркетинговом году вновь будет отмечен большой объем мирового производства **риса** – 465,5 млн. тонн. В условиях прогнозируемого спроса в 466,3 млн. тонн уровень мировых запасов по сравнению с 2011/2012 гг. маркетинговым годом слегка снизится (102,5 млн. тонн).

Несмотря на ожидаемый щедрый урожай, существующее напряжение на мировом рынке риса, обусловленное применением государственного механизма регулирования в Таиланде, может продолжиться, что искусственно удержит высокий уровень мировых цен. Тем не менее, на рынке риса в основном проявятся тенденции стабилизации цен и образуются инфляционные риски, связанные с применением государственного механизма регулирования цен в Таиланде и прочих странах, лидирующих в экспорте риса.

Цены на мировом рынке **сахарного песка** проявят, в основном, тенденции стабилизации, обусловленные ожидаемым в 2012-2013 маркетинговом году богатым урожаем в Бразилии и Таиланде.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение. Учитывая как текущие макроэкономические развития², так и вероятное замедление роста мирового и внутреннего спроса, прогнозы экономического роста в базовом сценарии были пересмотрены в сторону некоторого спада. В результате экономический рост в 2013 году составит 4,7-5,7%, а в прогнозируемом периоде стабилизируется в пределах 5-6%³, находясь близко к своему долгосрочному равновесному уровню.

Вкладыш 2

В целях определения факторов, обуславливающих экономический рост в РА, эксперты ЦБ РА провели расчет производственной функции Кобба-Дугласа. При этом коэффициент эластичности по труду был рассчитан как соотношение между затратами труда и совокупной добавленной стоимости, а запас капитала был рассчитан методом постоянной инвентаризации (подход Харбергера).

В результате, ускорение экономического роста, отмеченного в посткризисные годы, обусловлено спадом количественного роста капитала и рынка труда и увеличением их качественного роста. В частности, в 2012 году, по сравнению с предыдущим годом, содействие производительности экономическому росту увеличилось почти вдвое.

Содействие экономическому росту (2003-2012)*				
	2003-2008	2010	2011	2012
Экономический рост	12.0	2.2	4.7	7
Производительность	7.3	-2.0	2.6	6
Капитал	4.6	2.9	2.5	1.9
Занятость	0.1	1.4	-0.4	-0.9
* Отсутствие результатов за 2009 г обусловлено тем, что данные за этот год нельзя сравнивать с другими годами из-за того, что они подверглись негативному воздействию кризиса.				

Большое содействие экономическому росту в 2013 году окажут отрасли промышленности и услуг.

В отраслях экономики прогнозируются следующие развития.

В 2013 году в отрасли **промышленности** ожидается 7-9% реальный рост добавленной стоимости. Рост промышленности будет обеспечен, в основном, за счет горной промышленности, металлургии, производства продовольствия и напитков, производства бриллиантов, производства лекарственных средств и энергетики - благодаря увеличению производственного потенциала предприятий, действующих в этих сферах.

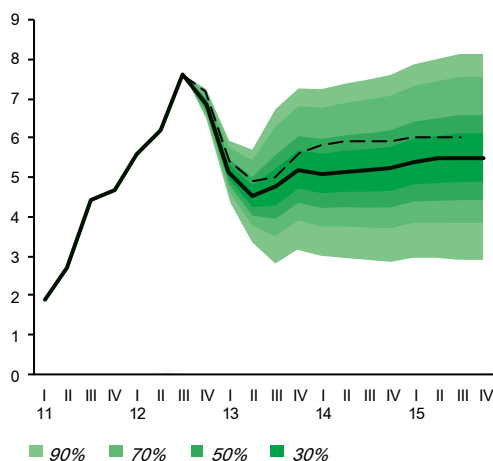
Риски, вытекающие из отрасли промышленности, будут равновесными. Причем, риски в сторону роста будут обусловлены в основном, эффективностью мер Правительства, предпринимаемых с целью выявления потенциала экспорта, т.е. для расширения экспортного сектора экономики в рамках концепции промышленной политики. А риски убывания будут обусловлены ожидаемым замедлением темпа роста мировой экономики.

Рост прогнозированной добавленной стоимости в отрасли **строительства** в 2013 году - 2,5-4,5% - будет обусловлен ростом объемов строительства в отрасли энергетики, перерабатывающей промышленности, торговли, транспорта и сельского хозяйства.

² Подробнее см. раздел "Совокупное предложение и совокупный спрос" главы "Фактические развития четвертого квартала 2012 года".

³ См. колебания по 30% вероятности в графике прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП.

Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годовалом прогнозируемом горизонте



В отрасли строительства риски также равновесные, обусловленные скоростью осуществления уже начатых и предусматриваемых больших строительных программ по улучшению дорожного строительства и инфраструктур.

В сфере *услуг* ожидается тенденция непрерывно высокого роста, который, в основном, будет обеспечен за счет услуг, связанных с транспортом и связью, финансовым посредничеством, а также туризмом. В результате в 2013 году реальный рост добавленной стоимости в сфере услуг ожидается в пределах 4,2 – 6,2%.

Риски, исходящие из сферы услуг, равновесные. Причем, риски в сторону роста будут обусловлены, в основном, ростом располагаемого дохода в случае проявления рисков в сторону роста в других отраслях экономики, а риски снижения – рисками снижения темпов роста внутреннего спроса.

В отрасли *сельского хозяйства* в 2013 году ожидается 2-4% реальный рост. Причем учитывая то, что урожай растениеводства, составляющего половину сельского хозяйства, в большей мере зависит от природно-климатических условий, а вложения в отрасль дадут свой ощутимый результат с некоторым опозданием, прогноз в этой отрасли сделан по варианту наименьшего риска.

Риски в отрасли сельского хозяйства будут равновесные.

В прогнозируемом горизонте риски экономического роста по сравнению с базовым сценарием двухсторонние и равновесные, они связаны, как с внешними, так и внутренними факторами.

<i>Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП</i>				
Период	90% вероятность		30% вероятность	
	Минимальн.	Максимальн.	Минимальн.	Максимальн.
2013 январь-декабрь / 2012 январь-декабрь	3.1	7.9	4.7	5.7

Рынок труда⁴. Прогнозы спроса на рабочую силу в базовом сценарии были пересмотрены в сторону некоторого снижения. Основанием для этого послужила более низкая, чем ожидалась в предыдущих прогнозах, экономическая активность. В результате в прогнозируемом горизонте ожидается меньший, чем прогнозировался, рост номинальных заработных плат и более медленное снижение уровня безработицы по сравнению с предыдущими прогнозами. Причем при условии сохранения вышеуказанных развитий, намеченные на рынке труда тенденции сохранятся также в среднесрочном отрезке.

В частности, в 2013 году ожидается рост уровня средней номинальной наличной заработной платы в экономике на 7,4%, обусловленный ростом производительности в частном секторе, снижением уровня безработицы, стабилизацией инфляции и умеренным ростом зарплат в некоторых организациях с бюджетным финансированием. В 2013 году на рост номинальной заработной платы значительное влияние оказало также законодательное изменение системы налогообложения заработной платы⁵. В условиях прогнозируемой в базовом сценарии инфляции, в 2013 году рост реально располагаемой заработной платы составит 3,1%, что несколько ниже предыдущих прогнозов. В среднесрочном отрезке

⁴ Данные по рынку труда за 2012 гг. являются оценками ЦБ РА, основанными на показателях третьего квартала 2012 г. и фактических показателях октября, ноября 2012 года. Оценки роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается

⁵ С 2013 года действует подоходный налог, который заменил действующий ранее подоходный налог и платежи по обязательному социальному страхованию.

ожидается ускорение темпов роста номинальных заработных плат, что вызовет более быстрый темп роста реальных заработных плат.

Вследствие ожидаемого экономического роста в 2013 году продолжится рост спроса на рабочую силу, в результате число безработных в экономике убавится. Согласно оценкам, средний уровень официально зарегистрированной безработицы снизится в 2013 году по сравнению с предыдущим годом на 0,6 пп и составит 16,5%. Процесс устойчивого снижения уровня безработицы продолжится и в среднесрочном отрезке.

В условиях вышеуказанных развитий в 2013 году, а также в среднесрочном отрезке, на рынке труда существенных неравновесий, влияющих на инфляцию, не ожидается.

Совокупный спрос⁶.

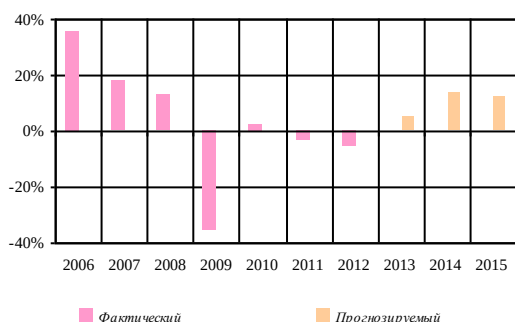
Прогнозы **затрат частного сектора** были пересмотрены в сторону роста по сравнению с предыдущими прогнозами и составили 4,6%. Основанием для пересмотра послужил более быстрый, чем ожидался, рост частного потребления за январь-сентябрь 2012 года. Несмотря на пересмотр в сторону роста, в 2013 году темпы роста частного потребления замедлятся по сравнению с предыдущим годом, отразив процесс постепенного убывания избыточного роста затрат частного сектора. Замедление темпов роста частного потребления будет обусловлено снижением объемов ожидаемого выпуска сельхозпродукции и темпов роста кредитования, а также среднесрочными коррекциями потребления. В среднесрочном отрезке частное потребление будет расти медленней, чем в 2012 году, однако гармонично с экономическим ростом.

Прогнозы относительно **частных вложений** были пересмотрены в сторону небольшого снижения из-за более низкого, чем ожидался, уровня фактических частных вложений в январе-сентябре 2012 года. С другой стороны, тенденции активности в отрасли строительства, проявившиеся в конце 2012 года, и вложения в отрасли промышленности и сферу услуг свидетельствуют о перспективном росте частных вложений. В результате наиболее вероятным будет рост частных вложений на 5,1%, оцененный для 2013 года. В среднесрочном отрезке, по сравнению с 2013 годом, темпы роста частных вложений слегка ускорятся, обеспечив прогнозируемый в этом периоде экономический рост.

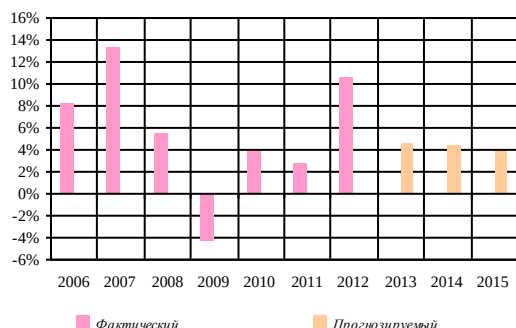
В условиях вышеперечисленных развитий в сферах частного потребления и частных вложений, прогноз темпов роста **затрат частного сектора** существенно не изменился по сравнению с предыдущим: он составит в 2013 году 4,7%. Более того, в условиях 9,8% в реальном выражении роста государственных затрат и ожидаемых развитий затрат частного сектора, внутренний спрос в экономике РА увеличится в 2013 году на 5,4%. **В прогнозируемом горизонте** темпы роста затрат частного сектора сохраняют свою гармоничность экономическому росту, выразив замедление темпов высокого роста 2012 года и восстановление вложений в среднесрочном отрезке.

В этих условиях в 2013 году положительный геп частных затрат, сформировавшийся в 2012 году, постепенно уменьшится и к концу года приблизится к нулю, вызвав постепенное исчезновение неравновесия между предложением и спросом частного сектора. В результате вышеуказанных развитий частные расходы в 2013 году вызовут на потребительском рынке слабые инфляционные давления на 0,3-0,4 пп. Начиная с

Рост г/г частных вложений



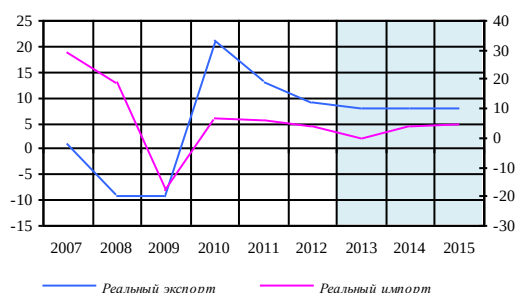
Рост г/г частного потребления



⁶ Фактические показатели реального роста потребления и вложений частного сектора за 2012 г являются оценками ЦБ РА. Фактические величины указанных показателей представлены на основании опубликованных НСС РА данных третьего квартала 2012 года. Оценки реального роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

В условиях более медленного восстановления мировой экономики (по прогнозам МВФ) и ожидаемого замедления темпов роста внутренней экономики в 2013 году продолжится процесс улучшения текущего счета.

Реальный экспорт и импорт, (рост %/г)



В течение 2013 года чистое воздействие налогово-бюджетного сектора, спроса частного сектора и рынка труда на внутренние цены будет слабо инфляционным, а к концу года обнулятся. В прогнозируемом горизонте воздействие внутреннего спроса и рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

конца 2013 года в среднесрочном отрезке воздействие частных затрат на инфляцию будет нейтральным, отразив обнуление геча частных затрат.

В условиях более медленного восстановления мировой экономики (по прогнозам МВФ) и ожидаемого замедления темпов роста внутренней экономики в 2013 году продолжится процесс улучшения **текущего счета**. Хотя рост реальных объемов экспорта превысит рост реальных объемов импорта, ухудшение условий торговли приведет к медленной коррекции долларовой стоимости дефицита торгового баланса.

Реальный рост экспорта товаров и услуг замедлится в 2013 году и сформируется в пределах 7-9%, что, в основном, будет обусловлено сохранением положительных развитий в промышленности РА. Риски по части экспорта продолжатся оставаться в двух направлениях, что обусловлено сохранением рисков снижения темпов роста мировой экономики, развитиями мировых цен на металлы и промышленности РА.

Учитывая дальнейшие развития мировой и внутренней экономик показатель роста импорта был пересмотрен в сторону уменьшения. Рост реального импорта товаров и услуг в 2013 году будет почти нулевой. Риски по части импорта также сохраняются в двух направлениях, что обусловлено развитиями внутренней экономики и динамикой мировых цен.

В 2013 году, на фоне ожидаемых развитий экономики РФ, темпы роста некоммерческих переводов физических лиц составят 7-9%.

В результате вышеуказанных коррекций показатель “Дефицит текущего счета/ВВП” снизится и в 2013 году составит 8,8-9,5% вместо 10,0% в 2012 году.

Снижение дефицита текущего счета в среднесрочном отрезке продолжится, достигнув 6-7%.

Оценка воздействия **налогово-бюджетной политики** на совокупный спрос для 2013 года была проведена на базе показателей закона РА “О государственном бюджете РА 2013 года”, согласно которому предусмотрен рост показателя “Налоги/ВВП” на 0,6⁷ пп и показателя “Расходы/ВВП” на 1,6 пп по сравнению с предварительными показателями 2012 года. В 2013 году соотношение “Дефицит/ВВП” составит 2,6%. Причем, рост расходов запланирован как за счет опережающего роста капитальных расходов⁸, так и за счет текущих расходов. В 2013 году соотношение “Дефицит/ВВП” составит 2,6%.

В 2013 году, по сравнению с 2012 годом, воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос, следовательно, и на инфляцию будет небольшим, 0,6 пп расширяющим, что будет обусловлено 0,5 пп сдерживающим воздействием доходов и 1,1 пп расширяющим воздействием расходов. Причем воздействие в первом квартале будет, по прогнозу, расширяющим, во втором – сдерживающим, а во второй половине года - слегка расширяющим.

Осуществляемую в 2013 году налогово-бюджетную политику можно считать продолжением политики, направленной на обеспечение макроэкономической стабильности.

Прогнозы относительно налогово-бюджетной политики в прогнозируемом горизонте основаны на прогнозах основных показателей “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2013-2015гг.”, которая будет ориентирована на обеспечение эффективного управления долгом и сохранение показателя соотношения “Дефицит/ВВП” до 3%. В результате воздействие налогово-бюджетной политики в среднесрочном отрезке будет, по оценкам, неинфляционным.

⁷ Показатели 2012 - 2013 гг. являются оценками ЦБ РА.

⁸ Рост капитальных расходов обусловлен, в основном, реализацией инвестиционной программы по строительству транспортного коридора “Север-Юг”.

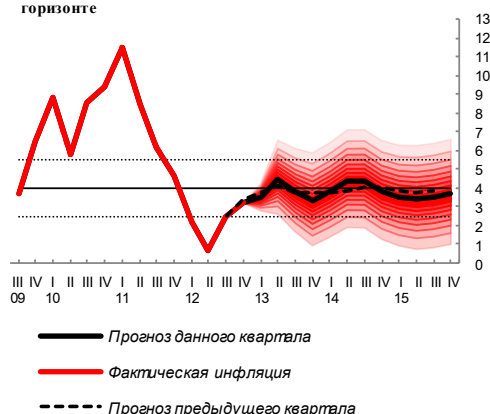
Таким образом, в течение 2013 года чистое воздействие налогово-бюджетного сектора, спроса частного сектора и рынка труда на внутренние цены будет слабо инфляционным, а к концу года обнулится. В прогнозируемом горизонте воздействие внутреннего спроса и рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом 3-летнем горизонте

Согласно прогнозам, в первом полугодии 2013 года 12-месячная инфляция увеличится, достигнув в конце июня 4,5%. Обусловлено это будет воздействием постепенного угасания шока предложения, сформировавшегося в результате высоко роста выпуска сельхозпродукции и низким уровнем прошлогодней инфляции. Причем, в первом квартале 2013 года ожидается 3,5% инфляция, которая почти совпадает с предыдущим прогнозом, и в основном обусловлена ростом цен на продовольственные товары, в частности, на товары групп “Фрукты” и “Овощи и картофель”.

Что касается текущих прогнозов, то за основу для прогнозов макропоказателей по основной Модели квартальных прогнозов и оценки направлений денежно-кредитной политики была принята фактическая макроэкономическая среда, сформировавшаяся в четвертом квартале 2012 года.

График распределения вероятностей инфляции (12-месячной) в 3-годичном прогнозируемом горизонте



	Вероятность нахождения инфляции в данном коридоре				
	<1.0%	1-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
2013 I кв.	0.0%	1.0%	98.0%	0.1%	0.9%
2013 II кв.	0.1%	3.9%	73.9%	19.7%	2.3%
2013 III кв.	1.5%	13.7%	73.0%	10.7%	1.1%
2013 IV кв.	5.3%	22.4%	63.9%	7.4%	1.0%
2014 I кв.	2.7%	15.3%	67.0%	12.6%	2.4%
2014 II кв.	1.2%	8.9%	63.6%	20.3%	6.0%
2014 III кв.	1.3%	9.0%	63.4%	20.3%	6.0%
2014 IV кв.	3.3%	15.8%	64.9%	13.1%	2.9%
2015 I кв.	5.4%	19.9%	62.4%	10.3%	2.0%
2015 II кв.	6.7%	21.2%	60.3%	9.8%	2.0%
2015 III кв.	6.0%	20.0%	60.8%	10.8%	2.4%
2015 IV кв.	4.8%	17.6%	61.7%	12.8%	3.1%

Согласно базовому сценарию прогноза, в условиях сохранения во внешнем секторе неопределенностей вокруг политических решений долговых проблем развитых стран **в прогнозируемом горизонте** ожидается медленное восстановление темпов роста мировой экономики. Причем если темпы экономического роста США и России ускорятся уже с начала второго полугодия 2013 года, то спад экономики ЕС продолжится и в 2013 году, задерживая восстановление экономики до 2014 года. Мировые цены на основные сырьевые и продовольственные товары, формируемые в подобных условиях под воздействием слабого внешнего спроса, проявят сравнительно стабильную динамику и останутся на высоком уровне.

Основные развития, связанные с внутренней экономикой, проявятся в более быстром, чем прогнозировался, росте частного потребления в условиях низкой инфляционной среды, являясь следствием временного

шока предложения, сформировавшегося вследствие высокого роста объемов выпуска сельхозпродукции в течение предыдущего года. В этих условиях вследствие угасания шока предложения, в первом полугодии 2013 года инфляция возрастет до 4,5%, а избыточный рост реального потребления, в результате которого сформировался положительный геп потребления, постепенно стабилизируется вокруг своего равновесного уровня к концу 2014 года. В то же время, в результате роста инвестиций и кредитов в производственные сферы промышленности ожидается ускорение темпов роста частных вложений, при котором сформировавшийся в настоящее время отрицательный геп вложений постепенно приблизится в конце 2014 года к нулю. В результате небольшой положительный геп частного спроса постепенно обнулится к концу года, вызвав за тот же период также обнуление небольшого положительного гема ВВП, при котором рост ВВП стабилизируется на долгосрочном уровне. В этих условиях, учитывая также нейтральное воздействие налогово-бюджетной политики, развития внутренней экономики **в прогнозируемом горизонте** будут неинфляционными.

Таким образом, **в прогнозируемом горизонте** в условиях ожидаемых воздействий внешней и внутренней экономик путем сохранения существующего уровня **процентной ставки политики** инфляция сформируется вокруг 4,0% целевого показателя, а ВВП – на своем равновесном уровне.

Риски отклонения инфляции от прогнозируемого показателя считаются равновесными и обусловлены перспективами развития внутренней и внешней экономик.

В основе прогнозов **денежно-кредитных показателей в прогнозируемом горизонте** лежит фактическая макроэкономическая среда, сформировавшаяся по результатам четвертого квартала 2012 года, макроэкономические развития, прогнозируемые в разрезе последующих трех лет, предусмотренный для этого периода сценарий налогово-бюджетной политики, платежный баланс, стратегические программы коммерческих банков РА и результаты опросов, проведенных в банках и кредитных организациях. Сопоставив вышеперечисленную информацию, можно утверждать, что в **прогнозируемом горизонте** в финансовой системе сохранится тенденция высокого роста кредитования экономики и финансового посредничества, однако по сравнению с предыдущими годами темпы роста несколько снизятся.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ЧЕТВЕРТОГО КВАРТАЛА 2012 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

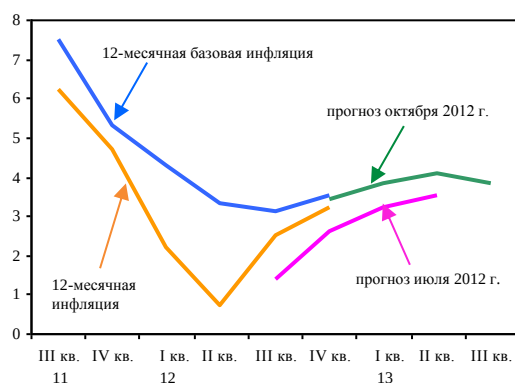
12-месячная инфляция, непрерывно снижаясь в течение полутора лет с высокого уровня, отмеченного в начале 2011 года, стала восстанавливаться со второй половины 2012 года в пределах 4% целевого показателя



Учитывая сохранение высокого уровня мировых цен на пшеницу, а также восстановление цен на сельхозпродукцию с сформировавшегося в третьем квартале низкого уровня, в четвертом квартале 2012 года ожидалось некоторое расширение инфляционной среды и 3,4% уровень 12-месячной инфляции. По фактическим результатам четвертого квартала 2012 года в течение квартала была отмечена 4,8% инфляция вместо 4,1% в том же квартале предыдущего года, в результате 12-месячная инфляция 2012 года составила 3,2%.

12-месячная инфляция по товарам, оказавшим основное содействие инфляции		
Наименование	Рост	Содействие
ИПЦ	3.2	
Продовольственные товары (вкл. алкогольные напитки и табачные изделия)	3.1	1.7
хлеб	11.5	1.2
мясо	3.3	0.3
растительное масло и животный жир	3.8	0.1
кофе, чай, какао	4.4	0.2
Непродовольственные товары	5.7	0.9
Услуги	2.1	0.6

Если исключить воздействие спада цен на сельхозпродукцию на 12-месячную инфляцию, то динамику инфляции в 2012 году можно считать сравнительно стабильной, что особенно ярко проявляется в динамике базовой инфляции



В течение четвертого квартала базовая 12-месячная инфляция увеличилась, составив к концу года 3,5%.

Ниже представляются те доводы и ожидания, на основании которых в предыдущем одногодичном горизонте был спрогнозирован целевой показатель инфляции и было обеспечено его выполнение, а также существенные отклонения, возникшие в этом периоде, вызвавшие дальнейший пересмотр прогнозов.

Прежде всего, согласно Программе денежно-кредитной политики 2012 года предусматривалось, что 12-месячная инфляция проявит сравнительно стабильную динамику, оставаясь в течение всего года в интервале допустимых колебаний, что в большей мере обуславливалось неинфляционными ожиданиями как внешней, так внутренней экономики. На основании подобного базового сценария было целесообразно сохранение направлений денежно-кредитной политики без изменений, придерживаясь нейтральной денежно-кредитной политики. Естественно, в программе намечались двусторонние риски отклонения инфляции от базового сценария, в случае проявления которых предусматривался пересмотр дальнейших направлений политики.

Как показали развития первого полугодия 2012 года, 12-месячная инфляция, вместо ожидаемой стабильной динамики, продолжала постепенно снижаться: в январе-июне была отмечена 0,4% дефляция вместо средней 4,0% инфляции за тот же период предыдущих двух лет, в результате 12-месячная инфляция на конец июня составила 0,7%, оказавший за нижней границей коридора допустимых колебаний. Сформировавшейся низкой инфляционной среде оказали содействие снижение цен на продовольственные товары (на -0,5 пп), которое сопровождалось

содействием цен на непродовольственные товары и тарифы на услуги на 0,6 пп. Снижение цен на продовольственные товары объясняется также тем, что еще с середины 2010 года, когда было отмечено значительное снижение объемов выпуска сельхозпродукции, под воздействием меньшего, чем ожидалось, снижения цен на отечественную сельхозпродукцию сформировались высокие уровни 12-месячной инфляции. Затем, в течение последующих двух лет, в результате развития отрасли сельского хозяйства (годовой рост в 2011 году - 13,7%, в 2012 году – по оценкам ЦБ – примерно 10%), большой объем предложения отечественной сельхозпродукции привел к непрерывному снижению цен, которые сформировались на уровне, ниже среднеисторического.

В создавшейся низкой инфляционной среде Совет ЦБ РА сохранил в первой половине 2012 года процентную ставку рефинансирования (8%), обосновывая свое решение, в основном, следующими факторами. Прежде всего, учитывая понижающую тенденцию 12-месячной инфляции, отмеченную в последний период, и сформировавшуюся неинфляционную среду, Совет ЦБ отметил, что вероятность повторного расширения инфляционной среды мала, и что при помощи процентных ставок, сформировавшихся на финансовом рынке, можно обеспечить целевой показатель инфляции. Во вторых, в мае-июне было отмечено ослабление драма, что само по себе означало ослабление денежно-кредитных условий, исключающее необходимость дополнительного ослабления путем снижения процентной ставки, и в-третьих, в первом полугодии 12-месячная базовая инфляция постоянно находилась в пределах целевого показателя общей инфляции.

Во втором полугодии 2012 года прогнозы инфляции были существенно скорректированы на базе несравненно низкой инфляции, сформировавшейся по результатам первого полугодия, и ожиданий дальнейшего умеренного расширения инфляционной среды. Это предполагало растущую динамику 12-месячной инфляции в третьем квартале и в основном ее стабильность в четвертом квартале.

В действительности, как и ожидалось, в третьем квартале уровень 12-месячной инфляции постепенно повышался с 0,7% в конце июня до 3,2% в конце декабря, приблизившись к 4% показателю. Этому оказал содействие рост цен на продовольственные товары, который, по сути, явился восстановлением низкого уровня, обусловленного спадом цен на сельхозпродукцию в третьем квартале, а также воздействием на внутренние цены инфляционных проявлений на мировом рынке зерна.

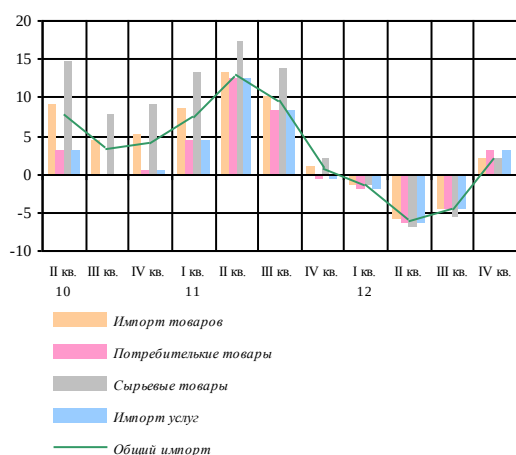
В этих условиях и во втором полугодии ЦБ РА продолжил денежно-кредитную политику, нацеленную на сохранение неизменного уровня процентной ставки политики. Основным доводом для этого явилось прекращение, как и ожидалось, резко выраженного сезонного воздействия на спад цен на сельхозпродукцию и, как следствие, постепенный рост 12-месячной инфляции, а также перспектива сохранения слабой инфляционной среды во внешней и внутренней экономиках на протяжении всего прогнозируемого горизонта.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

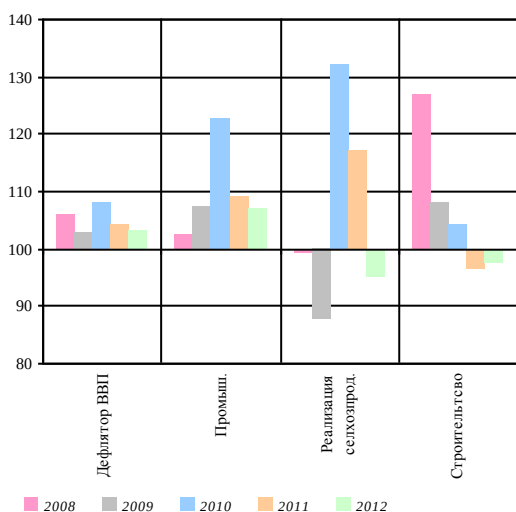
Цены на импорт. В условиях обостренных в четвертом квартале 2012 года налогово-бюджетных проблем в США ослабление доллара США оказало содействие инфляции долларовых цен на импорт. В результате в четвертом квартале 2012 года цены на импорт проявили умеренный рост по сравнению с тем же периодом предыдущего года, и по оценкам ЦБ, долларové цены на импорт выросли в четвертом квартале на 2,2% г/г, вместо снижения на 4,5% в предыдущем квартале.

Показатели	4 кв. 2011	1 кв. 2012	2 кв. 2012	3 кв. 2012	4 кв. 2012
Импорт, общий ⁹ , г/г %	0.6	-1.4	-6.0	-4.5	2.2
Импорт, услуги, %	-0.7	-1.9	-6.4	-4.4	3.0
Импорт, товары, %, в том числе:	1.0	-1.3	-5.8	-4.5	2.0
Потребительские товары, %	-0.7	-1.9	-6.4	-4.4	3.0
Сырьевые и продовольственные товары, %	2.1	-1.3	-7.0	-5.6	1.9

Цены на импорт в четвертом квартале 2012 года выросли



В январе-декабре 2012 г. наибольший рост цен был отмечен как по части промышленности, так и грузоперевозок



Основное содействие повышению цен на импорт оказал умеренный рост индекса цен на потребительские, сырьевые и продовольственные товары (по сравнению с тем же периодом предыдущего года). Рост цен на потребительские товары связан с долларовой инфляцией г/г, отмеченной в странах партнерах - в Беларуси и России. Значительным из сырьевых и сельскохозяйственных товаров явился рост мировых цен на зерно по сравнению с тем же периодом предыдущего года.

Более того, в четвертом квартале 2012 года в условиях 2,2% роста г/г долларовых цен на импорт и ослабления на 6,3% г/г среднего обменного курса драм/доллар США, драмовые цены на импортированные товары потребительской корзины выросли в среднем на 7,6% г/г.

Цены производителей¹⁰. В январе-декабре 2012 года дефлятор ВВП составил, согласно оценкам ЦБ, примерно 103 г/г, что является следствием роста индекса цен промышленной продукции и грузоперевозок.

Сравнительно большой рост цен был отмечен в **отрасли промышленности**. В четвертом квартале рост г/г цен составил 10,9%, в результате рост г/г за январь-декабрь составил 7%, что было обусловлено, в основном, ростом цен в обрабатывающей промышленности на 7,1% и производства и распределения энергии, газа - на 13,3%.

В **сельском хозяйстве** цены в течение квартала снизились г/г на 8,4%¹¹, в результате снижение г/г за январь-декабрь составило 5%, обусловленное высоким урожаем в сельском хозяйстве и ростом поголовья скота. Причем, 10,4% г/г дефляции в растениеводстве в большей мере оказал спад цен на картофель и овощно-бахчевые культуры на 12,5% г/г, фрукты - на 12,1% г/г и бахчевые культуры - на 4,2% г/г. А спад цен в животноводстве на 2% г/г явился следствием снижения цен на молоко, молочные продукты и яйца на 9% и 2,9% соответственно.

В **строительстве** в четвертом квартале также была отмечена дефляция - 0,5% г/г, в результате снижение цен за январь-декабрь составило 2,5% г/г, обусловленное медленным восстановлением отрасли.

В четвертом квартале цены **грузоперевозок** снизились на 1,4% г/г, в результате рост цен за январь-декабрь составил 2,4% г/г, вследствие роста тарифов на **железнодорожный (4,53%), воздушный (7,5 %) и автомобильный (2,9%) транспорт**.

3.1.3. Инфляционные ожидания

В четвертом квартале ЦБ РА продолжил практику проведения опроса на тему инфляционных ожиданий среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств.

⁹ Временной ряд был пересмотрен в январе 2013 г., вследствие изменения весов стран и товарных групп. С точки зрения денежно-кредитной политики этот пересмотр оценивается как нейтральный, что означает отсутствие воздействия пересмотра на решения политики.

¹⁰ Изменение индексов цен за январь-декабрь 2012 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹¹ Представлены цены производителя на реализацию сельхозпродукции.

В четвертом квартале в финансовой системе ожидания низкой инфляции увеличились. По результатам опроса банков более 95% респондентов (20 банков) отдали предпочтение низкой 12-месячной инфляции - 2,5-5,5% в одногодичном горизонте. В инфляционных ожиданиях кредитных организаций основное предпочтение также отдано 2,5-5,5% инфляции (60%, вместо 41% респондентов в предыдущем опросе), при этом удельный вес респондентов, выбравших более высокий уровень - 5.5-8.5%, снизился по сравнению с предыдущим опросом с 41% до 33%. По результатам опроса четвертого квартала инфляционные ожидания домохозяйств слегка снизились - средний уровень ожидаемой инфляции снизился с показателя предыдущего квартала с 4.5% до 4,3%.

По результатам опроса, коммерческие банки и кредитные организации для одногодичного горизонта ожидают сохранения стабильного уровня рыночных процентных ставок.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупный спрос

Показатель экономической активности¹². Показатель *экономического роста* третьего квартала, опубликованных НСС РА, составил 9,3% г/г, в результате рост в январе-сентябре составил 7,6%.

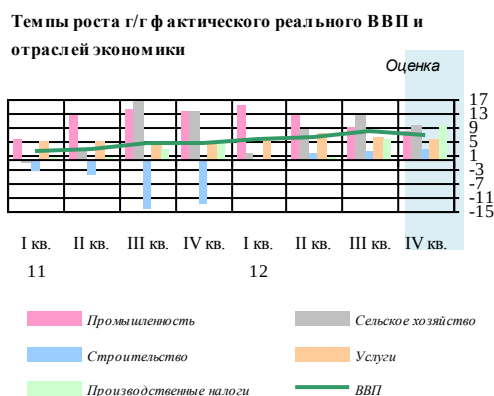
Что касается показателя экономической активности за январь-декабрь 2012 года, следует отметить, что несмотря на небольшое замедление темпа роста ПЭА в четвертом квартале, он остается довольно высоким - 7,2% г/г.

Таким образом, учитывая более низкий, чем ожидался, осенний посев в сельском хозяйстве и беспрецедентное сокращение объемов производства продуктов питания в промышленности¹³, прогнозы экономического роста в базовом сценарии были пересмотрены в направлении снижения. В результате ожидается, что экономический рост в 2012 году составит 7% г/г¹⁴.

Рост добавленной стоимости в *промышленности* составит в 2012 году 7,5-8% г/г, вследствие, в основном, роста объемов горнорудного производства (14,7%), металлургии (9.1%), напитков¹⁵ (14.3%) и табачных изделий (57.1%), что является результатом увеличения производственного потенциала предприятий отрасли в условиях непрерывного роста как внутреннего, так и внешнего спроса. Росту добавленной стоимости в отрасли большое содействие оказал также рост объемов производства электроэнергии и газа (13,5%), обусловленный ростом экономической активности, равно как и ростом объемов экспортируемой в Иран электроэнергии.

Рост добавленной стоимости в *отрасли строительства* оценивается 2,8-3,3% г/г. Причем спад объемов строительства за счет гуманитарной помощи (на 75,5%) и строительства, осуществляемого за счет

Экономический рост в 2012 году был в основном обеспечен за счет отраслей промышленности, сельского хозяйства и сферы услуг



¹² Показатели отраслей экономики за январь-декабрь являются прогнозами ЦБ РА, а показатели подотраслей – темпы роста 2/2 выпуска за январь-декабрь текущего года, если иное не указывается.

¹³ Сокращение объемов производства продуктов питания обусловлено, в основном, ужесточением стандартов качества продукции предприятий, перерабатывающих молоко и мясо.

¹⁴ См. колебания по 30% вероятности в графике прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП.

¹⁵ Рост производства напитков был отмечен, в основном, за счет роста объемов производства коньяка (20,2%), бутилированной воды (17,45), минеральной воды (12%) и натуральных соков (14,6%).

средств организаций (на 1,7%), был полностью возмещен ростом строительства на счет международных кредитов (на 16%), средств населения (26,7%), средств общин (12,2%) и государственного бюджета (0,2%).

В плане отраслевого распределения строительства росту в отрасли оказал содействие в основном рост объемов строительства в подотраслях *производства электроэнергии, обрабатывающей промышленности, торговли, строительства жилья, в финансовой сфере и сфере страхования*.

В сфере *услуг* рост добавленной стоимости оценен 5,5-5,8% г/г, что является следствием роста объемов оказанных услуг и торговли на 10,8% и 3,6% соответственно. Причем, росту объема оказанных услуг в большей мере оказал содействие рост услуг в финансовой сфере и в страховании (20,7%), в сфере информатики и связи (3,9%), транспорта (6,9%), турагентств (35,1%) и культуры, развлечений и отдыха (63,3%). Рост торговли был обусловлен ростом объемов оборота розничной, оптовой торговли и торговли автомобилями на 2,3%, 5,4% и 11,2% соответственно.

В сельском хозяйстве рост добавленной стоимости в 2012 году составил 9,5-10% г/г за счет роста животноводства и растениеводства на 3,2% и 14% соответственно. Причем, рост в животноводстве был в основном обусловлен ростом объемов реализации убойного скота и птицы на 1,9%, ростом объемов производства молока на 2,8% и яиц на 3,9%.

Рост в растениеводстве явился результатом довольно высокого роста производства зерновых культур (3,5%), картофеля (16,1%), овощей (7,9%), бахчевых культур (13,4%), винограда (5,2%) и плодов (38,6%). Причем подобный рост объемов производства растениеводства явился следствием, как благоприятных погодных условий, так и некоторых программ, реализуемых Правительством в этой сфере¹⁶.

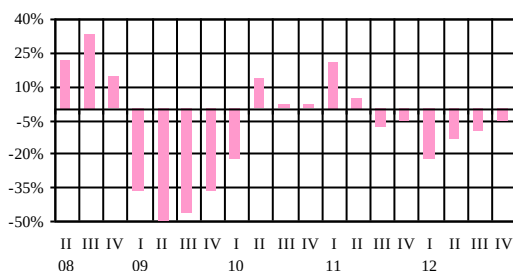
3.2.2. Совокупный спрос¹⁷

В январе-сентябре 2012 года частное потребление увеличилось на 10,7%, в результате частное потребление в 2012 году вырастет на 10,5%. Примечательно, что сравнительно высокому росту частного потребления оказали содействие высокий рост выпуска сельхозпродукции, непрерывность высокого роста объемов кредитования, экономической активности, стабильный уровень притока денежных переводов из-за рубежа, а также сформировавшаяся в экономике в течение года сравнительно низкая инфляционная среда.

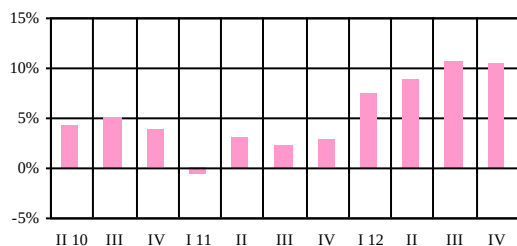
В январе-сентябре 2012 года сокращение частных вложений составило 11,1%, обусловленное сокращением объемов работ по виду деятельности "Строительство", что отражает процесс выравнивая неравновесий предложения и спроса в сфере строительства в посткризисный период. Во втором полугодии параллельно с наблюдаемым в строительстве ростом объема, замедлился спад частных вложений, составив в третьем квартале 6,9%, а в четвертом квартале ожидается рост на 2,3%, в результате годовой спад частных вложений составит 5,5%.

Воздействие спада отрасли строительства на частные вложения было смягчено ростом вложений, направленных на приобретение машин и оборудования в промышленности и сфере услуг, финансируемое предо-

Рост г/г частных вложений



Рост г/г частного потребления

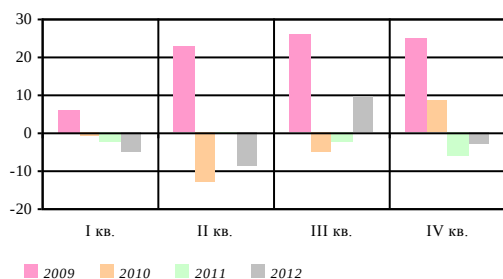


¹⁶ В частности, это программы кредитования сельских хозяйств, обеспечения одной цепочки реализации сельхозпродукции, семеноводства и производства семян пшеницы и ячменя, развития органического сельского хозяйства и отечественного производства органических удобрений.

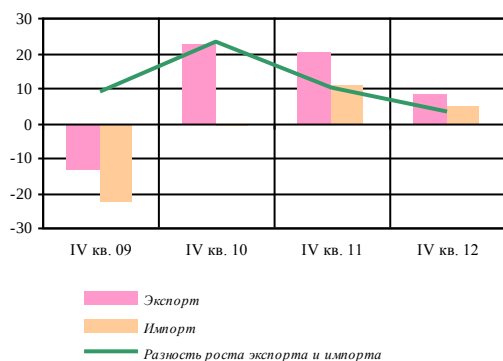
¹⁷ Показатели частных расходов 2012 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных третьего квартала. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

В четвертом квартале 2012 года позиция чистого экспорта ухудшилась

(чистый реальный экспорт, %/2 %, положительный знак - улучшение)



Реальный рост экспорта товаров и услуг превысил реальный рост импорта товаров и услуг (%/2 %)



ставленными для этих целей кредитами в экономике, и собственной прибылью предприятий.

О вышеуказанных развитиях частных затрат свидетельствуют также рассчитываемые и публикуемые ЦБ РА агрегированные экономические индексы¹⁸. Балансовые стоимости результатов опроса среди домохозяйств о крупных покупках составили для третьего и четвертого кварталов 2012 года 53,8 и 54,2 соответственно, свидетельствуя о высоком уровне потребления в экономике. Параллельно с восстановлением частных вложений индекс бизнес-среды в четвертом квартале 2012 года вырос по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 6,6% и составил 59,3.

В условиях вышеизложенных развитий частного потребления и частных вложений, рост частных затрат в 2012 году составил 6,3%, что на фоне снижения государственных расходов на 5,3% вызвало рост внутреннего спроса на 4,8%.

В первом полугодии, в условиях высокого роста частного потребления и снижения частных вложений, геп частных затрат, оцениваемый в 2011 году отрицательно, обнулится. Что касается второго полугодия, то следует отметить, что в результате непрерывности высокого роста частного потребления и восстановления частных вложений, геп частных затрат в экономике был положительным и оказал на инфляцию воздействие на 0,5-0,6 пп.

В четвертом квартале 2012 года темпы реального роста г/г экспорта товаров и услуг превысили темпы реального роста г/г импорта товаров и услуг¹⁹. Высокие темпы реального роста экспорта товаров и услуг сохранились в четвертом квартале 2012 года и, согласно оценкам ЦБ РА, составили 8,2%, благодаря в основном сохранению высокого темпа роста в отрасли промышленности.

Несмотря на рост долларовых цен на импорт, в результате сохранения высоких темпов роста активности внутренней экономики в четвертом квартале 2012 года были отмечены высокие темпы роста импорта товаров и услуг, которые составили, согласно оценкам ЦБ РА, 4,8% г/г.

Рост притока некоммерческих переводов физических лиц в четвертом квартале 2012 года составил 10,1% г/г в условиях роста оттока на 19,6% г/г. В результате, рост чистого притока некоммерческих переводов физических лиц составил 8,3% г/г, обусловленный, в основном, воздействием развитий экономики России в четвертом квартале 2012 года.

3.2.3. Рынок труда²⁰

Согласно оценкам ЦБ РА, в январе-декабре 2012 года рост среднемесячной номинальной заработной платы составил 5,1% вследствие роста заработных плат в частном секторе и умеренного роста заработных плат в организациях с бюджетным финансированием. В результате рост реальной зарплаты составил 2,5%. В частном секторе на рост номинальной зарплаты существенное воздействие оказал непрерывный рост производительности в промышленности и сфере услуг и повышение спроса на рабочую силу на фоне экономического роста.

В условиях растущего спроса на рабочую силу средний уровень безработицы в январе-декабре 2012 года снизился по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 1,2 пп и составил 17,8%.

¹⁸ См. <http://www.cba.am/am/SitePages/statsscci.aspx>

¹⁹ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

²⁰ Данные рынка труда за 2012 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях третьего квартала 2012 года и октября-ноября 2012 года. Оценки роста в подразделе даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

В результате непрерывности экономического роста в четвертом квартале процесс снижения безработицы продолжится и составит на 2012 год 17,1%, снизившись по сравнению с предыдущим годом на 1,1 пп.

В условиях указанных развитий рынка труда существенных неравновесий в январе-декабре в экономике не наблюдалось, в частности, рост реальной заработной платы соответствовал росту производительности. Следовательно, можно утверждать, что в 2012 году воздействие рынка труда на инфляцию было нейтральным.

3.2.4. Налогово-бюджетная политика²¹

В четвертом квартале 2012 года выполнение государственного бюджета проходило с сохранением тенденций предыдущего квартала, то есть, сбора доходов прошел в соответствии с запланированными пропорциями, а по некоторым статьям расходов была отмечена экономия.

В этих условиях воздействие налогово-бюджетного сектора на совокупный спрос, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, вместо прогнозированного 1,6 было более сдерживающим - 4,4. Обусловлено это было отклонением расходов, в результате вместо нейтрального воздействия было отмечено довольно большое сдерживающее воздействие.

Примечательно, что отмеченная и в четвертом квартале высокая экономическая активность оказала свое положительное воздействие на обеспечение сбора доходов в государственный бюджет в соответствии с запланированными пропорциями.

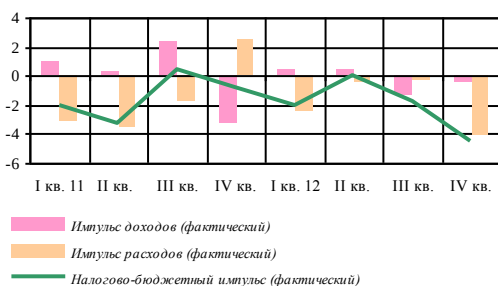
Доходы и гранты совокупного бюджета увеличились по сравнению с четвертым кварталом предыдущего года на 17,6% или 51,0 млрд. драмов, что в основном было обеспечено за счет роста налоговых доходов на 23,3% и снижения официальных грантов на 43,0%. В структуре. В структуре прямых налогов рост был отмечен по всем видам налогов, в частности, рост налога на прибыль составил 46,1%, подоходного налога - 17,1%.

В четвертом квартале бюджетные расходы РА увеличились по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 6,8%. Причем, текущие расходы увеличились г/г на 12,6%, где рост г/г *государственного потребления* составил 5,0%. По части статьи *“Операции с нефинансовыми активами”* или *капитальные расходы* снизились на 14,2%. Обусловлено это, в основном, недополучением расходов по части реализации программ, финансируемых из-за рубежа.

Дефицит бюджета, сформировавшийся в четвертом квартале в условиях вышеуказанных показателей доходов и расходов, составил 34,0 млрд. драмов или 55,6% годового показателя.

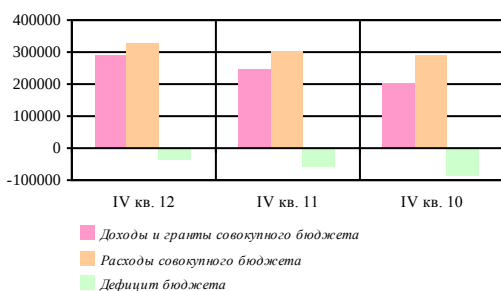
Подводя итоги года, следует отметить, что благодаря экономической активности доходы государственного бюджета по запланированным пропорциям были перевыполнены примерно на 100,5%, а рост налоговых доходов, государственных пошлин и выплат по линии социального обеспечения составил 13% или 101 млрд. драмов. Государственные

В четвертом квартале 2012 г. налогово-бюджетная политика оказала существенное сдерживающее воздействие

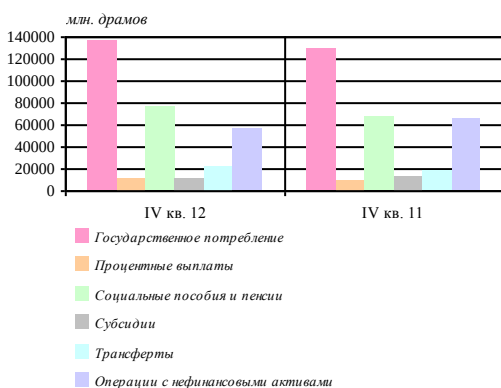


Воздействие налогово-бюджетного сектора на совокупный спрос, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, вместо прогнозированного для квартала показателя 1,6 было более сдерживающим - 4,4.

В четвертом квартале 2012 г. было отмечено уменьшение дефицита госбюджета по сравнению с теми же периодами предыдущих лет

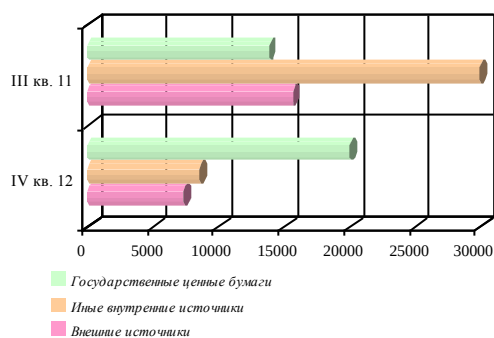


В четвертом квартале 2012 г. в расходах бюджета в основном сократились субсидии и капитальные расходы



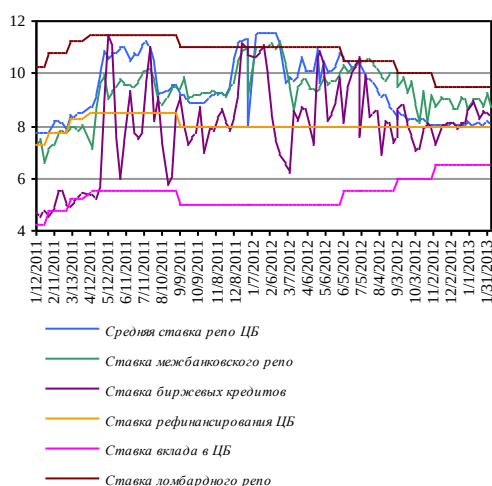
²¹ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен по показателям совокупного бюджета, составленным на базе предварительных фактических показателей за четвертый квартал (включая показатели групп по реализации проектов). Причем, воздействие доходов рассчитано по сравнению с прогнозированным номинальным показателем ВВП, а воздействие расходов - с оцененным потенциальным показателем ВВП.

В четвертом квартале 2012 г. дефицит бюджета финансировался за счет внутренних источников



Учитывая сохранение слабой и равновесной инфляционной среды Совет ЦБ в четвертом квартале 2012 года также продолжил проведение нейтральной денежно-кредитной политики.

В течение квартала краткосрочные процентные ставки проявили понижательную тенденцию



расходы (включая средства групп по реализации проектов) по сравнению с тем же периодом предыдущего года увеличились примерно на 2%. Причем по части текущих расходов был отмечен рост, а капитальных расходов – снижение. Экономия расходов составила примерно 6% запланированного годового показателя, что было отмечено как по части экономии некоторых статей расходов с внутренним финансированием, так и вследствие недополучения расходов по части реализации программ, финансируемых извне.

По результатам года дефицит бюджета составил 61,5 млрд. драмов или примерно 46,4% планового показателя.

Таким образом, осуществленную в 2012 году налогово-бюджетную политику можно назвать продолжением политики налогово-бюджетной консолидации, направленной на обеспечение макроэкономической стабильности, которая проявилась в обеспечении запланированных пропорций доходов государственного бюджета и некоторой экономией расходов. В результате, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, воздействие было сдерживающим на 2,2 пп, обусловленное, в основном, вышеуказанной экономией расходов.

3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

Учитывая сохранение слабой и равновесной инфляционной среды Совет ЦБ в четвертом квартале 2012 года также продолжил проведение нейтральной денежно-кредитной политики, оставив процентную ставку рефинансирования на том же уровне – 8%.

В то же время, в целях снижения волатильности процентных ставок на межбанковском рынке, Совет ЦБ реализовал последний этап мер по сокращению разницы между процентными ставками привлекаемых ЦБ вкладов и ломбардных репо, снизив их с 4 пп до 3 пп и установив на уровне 6,5% и 9,5% соответственно.

В результате проводимой политики процентная ставка соглашений репо - основного инструмента ЦБ - снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 0,94 пп, и, приблизившись к установленной ставке процента, составила 8,09%, чему примерно на 50% оказал содействие рост объемов. Благодаря эффективному управлению ликвидностью денежных средств со стороны банков изменение ставок процента инструментов постоянной возможности не привело к росту их объемов, более того, хотя и не на много, однако эти объемы сократились.

Операции, совершенные ЦБ РА в 2012 году						
	Репо (до 7 дней)		Привлеченные средства		Ломбардные репо	
	Объем (млн. драмов)	%	Объем (млн. драмов)	%	Объем (млн. драмов)	%
I кв.	151,932.32	11.15	380,600	5.00	59,093.88	11.00
II кв.	185,000.00	10.29	317,950	5.05	179,437.37	10.77
III кв.	488,921.68	9.03	158,200	5.51	32,524.98	10.50
IV кв.	741,880.51	8.09	140,150	6.22	5,631.79	9.50

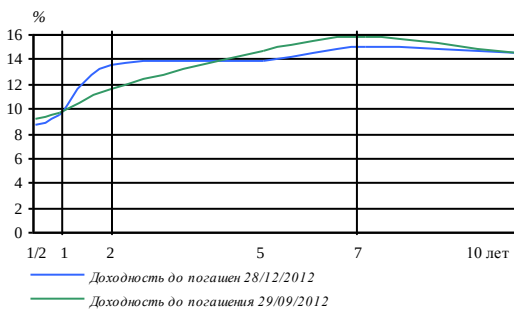
Снижение ставки процента основного инструмента ЦБ - соглашений репо привело к снижению среднеквартальной процентной ставки рыночного репо на 0,8 пп (9,61%) по сравнению со средней ставкой процента

Снижение ставки процента основного инструмента ЦБ - соглашений репо привело к снижению среднеквартальной процентной ставки рыночного репо.

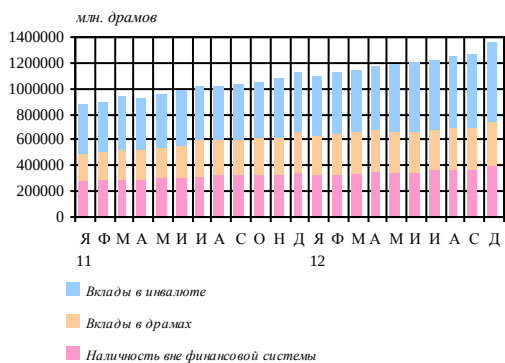
В течение квартала наблюдался рост процентных ставок КГО, приближение ставок межбанковских репо и биржевых кредитов к ставке рефинансирования ЦБ



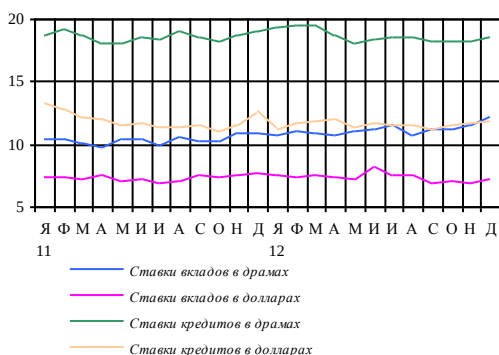
Процентные ставки ГО на вторичном рынке в основном снизились



В четвертом квартале 2012 г. рост иновалютных вкладов превысил рост драмовых вкладов



В четвертом квартале разность между процентными ставками кредитов и вкладов в драмах сократилась



предыдущего квартала, к снижению средней процентной ставки биржевых межбанковских кредитов (overnight) на 0,46 пп (7.93%).

Вклады 3

Рынок государственных облигаций

В четвертом квартале 2012 года сезонный спад спроса на кратко-срочные облигации на первичном рынке государственных (казначейских) облигаций не позволил, что бы снижение процентных ставок отразилось также и на показателе доходности этих облигаций: показатель вырос по сравнению с предыдущим кварталом на 0,6 пп и составил 9.95%.

Как показывает изучение кривых доходности, доходность облигаций на вторичном рынке, кроме облигаций со сроком 1-2 года, снизилась в среднем на 0,5 пп. Сокращение вогнутости кривой доходности было незначительным – с 0,32 до 0,28.

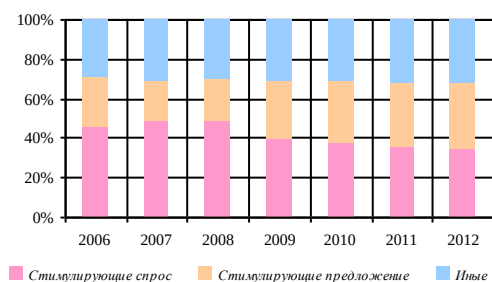
В четвертом квартале в банковской системе средние процентные ставки по кредитам и вкладам в драмах выросли на 0,53 пп и составили 11,7%, что не является отражением тенденции непрерывного снижения ставок процента в течение предыдущих кварталов, а объясняется улучшением условий привлечения вкладов со стороны банков на фоне роста спроса на кредиты. В условиях сформировавшихся процентных ставок объемы вкладов в драмах выросли на 6,1%, что было почти полностью обусловлено ростом срочных драмовых вкладов. Процентные ставки по вкладам в долларах США почти не изменились и составили 7,10%, а объемы выросли на 5,2% (без учета воздействия изменения процентной ставки – выросли на 5,9%), в основном, за счет срочных вкладов, которые распределились примерно поровну между домохозяйствами и предприятиями.

Несмотря на рост процентных ставок по вкладам, среднемесячные процентные ставки по кредитам в драмах проявили с начала года тенденцию на убывание, что было обусловлено смягчением условий кредитования со стороны банков и кредитных организаций и усилением конкурентности. Последний фактор постоянно отражается на сокращении разности между процентными ставками по кредитам и вкладам в драмах. В четвертом квартале среднеквартальная ставка процента по кредитам в драмах со сроком более 1 года снизилась по сравнению с предыдущим кварталом примерно на 0,5 пп и составила 17,18%.

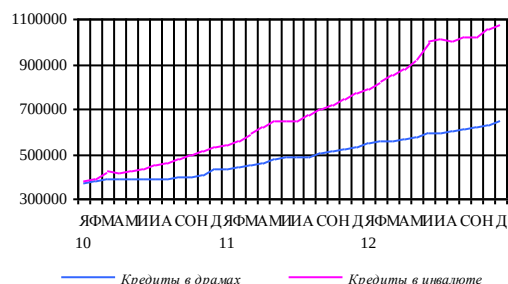
Упрощение условий и процедур кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА в третьем и четвертом кварталах привели к некоторому росту кредитования, который в четвертом квартале 2012 года составил 5.6% (в течение года - 27.6%). Причем в общей структуре кредитования непрерывно рос удельный вес кредитов, стимулирующих совокупный спрос, предоставляемых отраслям промышленности, сельского хозяйства, сфере транспорта и связи, и уменьшался вес кредитов, стимулирующих совокупный спрос, предоставляемых сферам потребления, ипотеке и торговле. Эти пропорции свидетельствуют о том, что кредитование было направлено преимущественно производительным отраслям и рост вложений в эти отрасли привели и повышению потенциала ВВП.

В четвертом квартале 2012 года давления номинального обменного курса значительно отразились также и на показателе долларизации экономики. Снижение уровня долларизации в четвертом квартале (иновалютные вклады/денежная масса) составило 0,4 пп.

В общем объеме кредитования увеличивается удельный вес кредитов, стимулирующих предложение²²



В четвертом квартале 2012 г. в общем объеме кредитования вновь преобладали инвалютные кредиты



Вкладыш 4

На основе индексов предложения, спроса на кредитование, доступности кредитов и кредитоспособности клиентов, оцененных по результатам проведенного в четвертом квартале опроса “Об условиях кредитования, со стороны банков и кредитных организаций РА”, в четвертом квартале 2012 года наблюдался рост предложения и спроса на потребительские кредиты. Что касается бизнес-кредитов, то параллельно с ростом предложения наблюдался спад спроса. Та же тенденция сохранится и в следующем квартале. Наблюдаемое в течение четвертого квартала упрощение всех условий и процедур кредитования по всем видам кредитов сохранится и в следующем квартале.

В условиях указанных развитий финансового рынка и финансовой системы денежная масса увеличилась в течение четвертого квартала на 6,2% и составила 1,346 трлн. драмов, а драмовая масса - на 7,1% и составила 738,0 млрд. драмов.

12-месячные тенденции денежно-кредитных показателей проявились следующим образом. Драмовые вклады увеличились на 14,2%, инвалютные вклады - на 30,1% (без учета воздействия изменения обменного курса - 24,4%), рост наличности составил 9,9%. Это привело к опережающему росту денежной массы по сравнению к драмовой массе на 19,5% и 11,6% соответственно. Денежная база выросла на 1,9%, а драмовая база - на 5,1%. Рост денежной массы явился отражением роста денежного и драмового мультипликаторов, которые составили в четвертом квартале 1,97 и 1,23 вместо 1,68 и 1,16 за тот же период предыдущего года.

3.3.2. Обменный курс

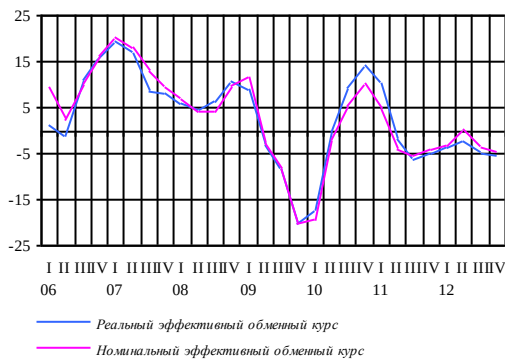
В течение 2012 года реальный эффективный обменный курс драма²³ ослаб в 2012 году на 5,4% г/г. В результате ослабления на внутреннем инвалютном рынке сформировались ожидания ослабления драма, которые привели к изменению инвалютной структуры финансовых активов участников рынка. В результате номинальный обменный курс драма к доллару США ослаб более чем на 6%. Центральный банк РА, исходя из принципов политики плавающего обменного курса, сгладил процесс ослабления номинального курса в целях сохранения макроэкономической и финансовой стабильности. В дальнейшем, дефляция, обусловленная шоком предложения сельского хозяйства, и нейтрализация инфляционных ожиданий оказали содействие ослаблению реального обменного курса, который уже в третьем квартале был гиперослабленным. По этой причине второе полугодие охарактеризовалось давлениями укрепления номинального обменного курса драма, которые усилились в четвертом квартале, когда валюты партнеров значительно укрепились по

²² В качестве кредитов, стимулирующих спрос, условно были выделены кредиты, предоставленные отраслям промышленности, сельского хозяйства, сферам транспорта и связи.

²³ В 2013 году весь временной ряд был пересмотрен, так как в Расчет были включены данные 12 стран-партнеров (в прошлом-11) по весам 2007-2011 гг.. (в прошлом - 2003-2007гг.). С точки зрения денежно-кредитной политики такой пересмотр оценивается как нейтральный, что означает отсутствие влияния пересмотра на решения политики.

отношению к доллару США. В результате ЦБ выступил на рынке в основном в роли покупателя инвалюты, сглаживая в целях стабильности волатильность номинального обменного курса, в особенности в последнем квартале года. Таким образом, в четвертом квартале реальный обменный курс укрепился кв/кв в среднем на 1,3% в условиях укрепления кв/кв номинального обменного курса в среднем на 1,0%.

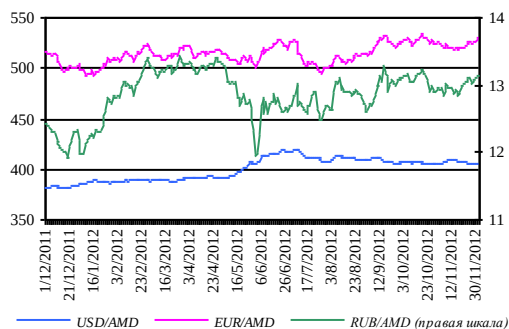
В 2012 г. продолжилось ослабление г/г реального обменного курса



Рост г/г, %	IV кв. 2011	2011	I кв. 2012	II кв. 2012	III кв. 2012	IV кв. 2012	2012
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	-4.9	-1.0	-3.7	-2.3	-5.2	-5.4	-4.1
Инфляция в РА	4.4	7.5	3.4	1.0	2.3	3.3	2.5
Номинальный обменный курс в РА (+ укрепление)	-4.2	0.2	-3.1	0.1	-3.6	-4.5	-7.3
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	4.9	5.6	4.0	3.7	4.1	4.0	3.9
Средневзвешенный номинальный обменный курс стран – торговых партнеров (+ укрепление)	-1.2	2.8	-2.9	-7.7	-7.6	-1.7	-4.9

$\text{Укрепление реального обменного курса} = \text{Инфляция в РА} + \text{Укрепление номинального обменного курса в РА} - \text{Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров} - \text{Укрепление средневзвешенного номинального обменного курса стран – торговых партнеров}$

Динамика обменного курса драма к доллару США, евро и российскому рублю



Вкладыш 5

Обменный курс

Средний рыночный обменный курс драма к доллару США к концу четвертого квартала 2012 года составил 403,58 драма: укрепление драма по сравнению с концом предыдущего квартала составило 0,66%. В 2012 году средний рыночный обменный курс драма к доллару США составил 401,77 драма: ослабление по сравнению с предыдущим годом составило 7,30%.

Динамика драма РА в четвертом квартале 2012 года по отношению к доллару США, евро и российскому рублю 2012 представлена в таблице:

Динамика обменного курса драма РА в четвертом квартале 2012 г.			
Валютная пара	Обменный курс на 30.09.2012 г. (драм РА)	Обменный курс на 31.12.2012 г. (драм РА)	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	406.25	403.58	+0.66
EUR/AMD	525.73	532.24	-1.22
RUB/AMD	13.12	13.27	-1.13
Динамика среднего обменного курса драма РА в четвертом квартале 2012 г. по сравнению с тем же периодом предыдущего года			
Валютная пара	Средний обменный курс четвертого квартала 2011 г.	Средний обменный курс четвертого квартала 2012 г.	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	380.90	406.45	-6.29
EUR/AMD	513.65	527.37	-2.60
RUB/AMD	12.21	13.09	-6.72

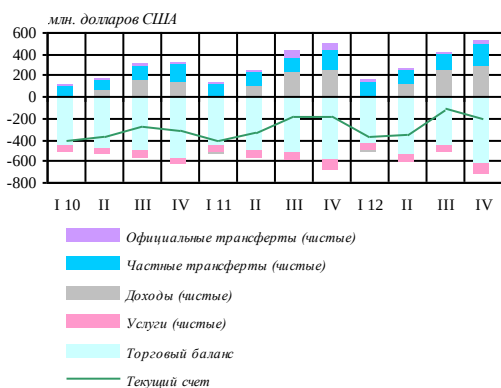
Совокупный объем операций доллар США/драм РА, осуществленных на инвалютном рынке в течение квартала, составил 3,112 млн. долларов США, что на 14,2% больше показателя предыдущего квартала (2724 млн. долларов США).

Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро/ драм РА, составил 273,3 млн. евро вместо объема в 252,3 млн. евро за предыдущий квартал.

В целях смягчения резких колебаний обменного курса драма на инвалютном рынке Центральный банк РА купил в четвертом квартале у коммерческих банков РА 29,87млн. долларов США, а чистая продажа в 2012 году составила 65,5 млн. долларов США.

В четвертом квартале 2012 года, в условиях сохранения высоких темпов экономической активности, ухудшения условий торговли и замедления темпов роста мировой экономики, дефицит текущего счета по сравнению с тем же периодом предыдущего года существенно не изменился.

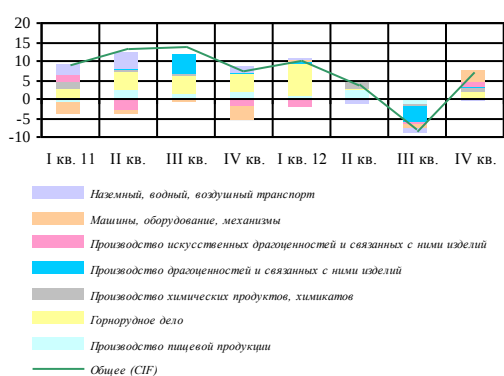
В четвертом квартале 2012 г. дефицит текущего счета существенно не изменился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года



Рост г/г долларовой стоимости экспорта и содействие по основным группам товаров



Рост г/г долларовой стоимости импорта и содействие по основным видам экономической деятельности



3.4. Платежный баланс ²⁴

В четвертом квартале 2012 года, в условиях сохранения высоких темпов экономической активности, ухудшения условий торговли и замедления темпов роста мировой экономики, дефицит текущего счета по сравнению с тем же периодом предыдущего года существенно не изменился. Чистый приток счетов капитала и финансовых средств увеличился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года и превысил дефицит текущего счета, обусловив пополнение резервов со стороны ЦБ.

3.4.1. Текущий счет

По оценкам 2012 года показатель “Дефицит текущего счета/ВВП” составит примерно 10,0% вместо 10,9% предыдущего года. В четвертом квартале 2012 года, в условиях замедления темпов роста мировой экономики и сохранения высоких темпов роста активности внутренней экономики, дефицит текущего счета существенно не изменился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, составив 196,7 млн. долларов США.

Несмотря на слабый внешний спрос сохранились высокие темпы роста реальных объемов экспорта, обусловленные, в основном, развитиями промышленности РА и высокими ценами на промышленные металлы. На фоне снижения цен на экспорт долларовая стоимость экспорта товаров увеличилась в четвертом квартале предыдущего года на 9,5 г/г. В 2012 году был отмечен рост долларовой стоимости товаров на 6,3%.

В условиях сохранения высоких темпов роста внутренней экономической активности и роста долларовых цен на импорт, в четвертом квартале 2012 года был отмечен реальный рост импорта товаров, а рост долларовой стоимости составил 2,4%.

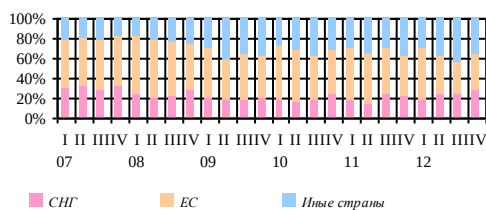
В результате роста г/г дефицита товарного баланса ожидается рост дефицита баланса по транспортным услугам, тогда как по части баланса по статье “Туризм” в четвертом квартале 2012 года прогнозируется нейтрализация дефицита по сравнению с дефицитом четвертого квартала предыдущего года. Рост г/г экспорта и импорта услуг составил в четвертом квартале 2012 года 6,2% и 4,5% соответственно, а по оценкам 2012 года – 1,3% и 0,3%, соответственно.

Темпы роста г/г денежных переводов физических лиц в четвертом квартале сохранились ²⁵, что, в основном, обусловлено развитиями экономики России. Чистый приток доходов от сезонных выездных работников увеличился г/г на 7,0% и составил 418,0 млн. долларов США, зна-

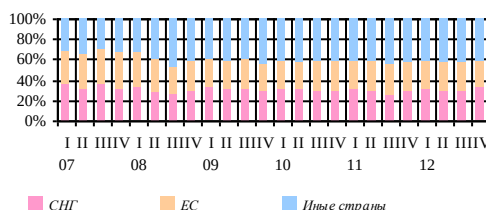
²⁴ Показатели четвертого квартала 2012 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

²⁵ В четвертом квартале 2012 г. был отмечен рост г/г чистого притока некоммерческих переводов физических лиц по банковской системе на 8,3%.

Структура экспорта по странам

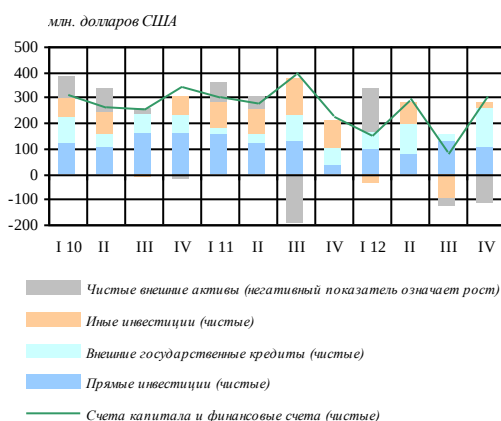


Структура импорта по странам



В четвертом квартале чистый приток по счетам капитала и финансовым счетам увеличился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, вследствие чего ЦБ пополнил резервы.

В четвертом квартале 2012 г. чистый приток по счетам капитала и финансовым счетам увеличился г/г, превысив дефицит текущего счета



чительно превысив чистый отток по статье “Доходы от инвестиций”. Чистый приток частных трансфертов увеличился в текущем квартале на 7,2% г/г и составил 206,5 млн. долларов США. В 2012 году рост чистого притока доходов от сезонных выездных работников рост чистого притока частных трансфертов оценивается 6,8% и 8,5% соответственно.

3.4.2. Счет капитала и финансовых средств²⁶

По оценкам 2012 года чистый приток по счетам капитала и финансовым средствам снизился г/г на 30,1% и составил 847 млн. долларов США. Причем в четвертом квартале 2012 года был отмечен рост г/г года чистого притока по счетам капитала и финансовым средствам на 37,3%, составив 311,8 млн. долларов США. Чистый приток превысил дефицит текущего счета, в результате чистые внешние активы Центрального банка РА увеличились в 2012 году на 115,0 млн. долларов США.

Чистый приток иностранных прямых инвестиций в текущем квартале вырос на 67,7 млн. долларов США, чистый приток государственных кредитов - на 93,5 млн. долларов США, а приток по частному сектору сократился на 84,8 млн. долларов США.

3.5. Внешняя среда

По оценкам МВФ, мировой экономической рост составил в 2012 году 3,2% вместо отмеченного в 2011 году 3,9% роста. Такое замедление обусловлено, в основном, замедлением **экономического роста развивающихся стран** в 2012 году на 1,3%, что повлияло и на экономический рост развивающихся стран: в 2012 году он составил 5,1%, вместо отмеченного в 2011 году 6,3% роста.

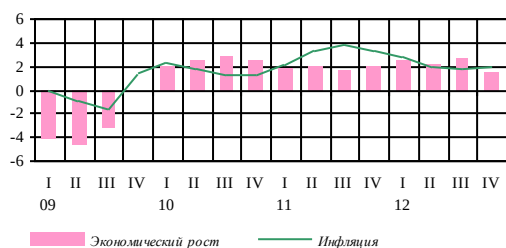
Согласно предварительным оценкам Бюро анализа Министерства торговли **США**, в четвертом квартале в США был отмечен 0,1% среднегодовой экономической спад кв/кв (рост г/г в четвертом квартале составил 1,5%), вместо 3,1% в предыдущем квартале. Обусловлено это, в основном, разрушениями на восточном побережье страны, вызванными ураганом “Синди”. Положительное содействие экономическому росту оказали, в основном, частные затраты, вложения, а чистый экспорт и государственные расходы оказали отрицательное содействие. Отмеченная в четвертом квартале 2012 года среднеквартальная инфляция в США составила г/г 1,7% вместо 1,9% в предыдущем квартале. Экономический рост США в 2012 году оценивается примерно 2,2%, а инфляция составит примерно 2,1%. Учитывая указанные условия, Федеральная резервная система США, базируясь на ожидаемые медленные темпы развития экономики в США, продолжила проведение политики низких процентных ставок, а также снижения долгосрочных процентных ставок.

Согласно предварительным оценкам Евростата в Европе экономический спад г/г в четвертом квартале 2012 года составил 0,9%. Экономический спад в 2012 году оценивается 0,4%.

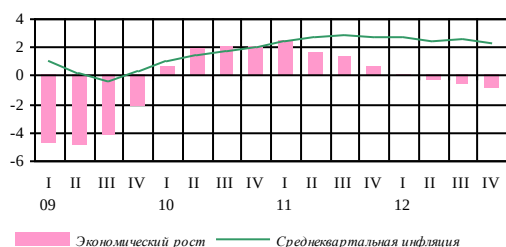
Индекс потребительских цен в еврозоне в четвертом квартале 2012 года в среднем повысился г/г на 2,3%, снизившись по сравнению с предыдущим кварталом на 0,2 пп. Некоторое замедление уровня цен в четвертом квартале обусловлено уменьшением темпов роста цен на энергоносители. Показатель средней инфляции в Евросоюзе в 2012 году оценивается 2,5%, что, тем не менее, выше целевого уровня в 2%.

²⁶ Показатели четвертого квартала 2012 г. по статье “Счет капитала и финансовых средств” являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

В четвертом квартале 2012 г. экономическая активность в США замедлилась



В еврозоне продолжился экономический спад



Тем не менее, Европейский центральный банк не изменил в четвертом квартале процентную ставку рефинансирования.

В четвертом квартале продолжилось **ослабление обменного курса доллара США** по отношению к евро, что было обусловлено налогово-бюджетной политикой, а также неопределенностями, связанными с пересмотром верхней границы государственного долга. В течение квартала евро по отношению к доллару США укрепился на 3,7%, и средний обменный курс доллара США составил 1,29 доллара США за евро. Тем не менее, в четвертом квартале средний обменный курс доллара остается выше показателя того же квартала предыдущего года (укрепление г/г составило 3,8%).

Темпы экономического роста **России**, в условиях ускорения темпов инфляции, в четвертом квартале 2012 года замедлились. Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы России, экономический рост в 2012 году составил 3,4%. В отраслях экономики были отмечены следующие развития: в отрасли промышленности темпы роста замедлились, составив 1,7% г/г вместо 2,5% в предыдущем квартале. В розничной торговле и строительстве темпы роста составили 4,5% г/г и 2,9% г/г соответственно. В то же время, в отрасли сельского хозяйства было отмечено снижение г/г на 10,6%.

Параллельно с замедлением экономического роста было отмечено ускорение темпов инфляции. Рост потребительских цен в декабре составил 6,6% г/г. Рост цен был обусловлен ростом цен на продовольственные товары и тарифы на услуги. Целевой же показатель инфляции 2012 года Центрального банка России составляет 5-6%.

После повышении процентной ставки рефинансирования в сентябре 2012 года, Центральный банк России в конце года оставил ее без изменения.

В четвертом квартале 2012 года в **Китае** был отмечен – 7,8% экономический рост, а среднеквартальная инфляция слегка ускорилась по сравнению с тем же показателем предыдущего квартала, составив 2% г/г. Экономический рост в Китае в 2012 году оценивается 7,8% вместо 9,3% в 2011 году.

В условиях существующих неопределенностей мировой экономики, а также ослабления доллара США в четвертом квартале 2012 года **цена на золото** выросла на 3,6%, составив в среднем 1717 долларов США за 1 тройскую унцию (рост г/г – 2,1%). Рост г/г цены на золото в 2012 году оценивается примерно 6,4%.

В четвертом квартале 2012 года **цена на нефть на мировом рынке** сохранила относительную стабильность: по сравнению с предыдущим кварталом рост составил всего лишь 0,4%. Средняя цена за баррель нефти составила в среднем 110,4 доллара США за баррель (рост г/г – 1,03%). В 2012 году, по сравнению с предыдущим годом, снижение цены на нефть составит всего лишь 0,9%. Среди промышленных металлов **цена на медь** повысилась на 2,0% (рост г/г – 6,0%) Снижение г/г средней цены на медь в 2012 году составит по сравнению с предыдущим годом 10,0%.

В четвертом квартале на мировых рынках некоторых продовольственных товаров были отмечены слабые инфляционные тенденции, связанные с проблемами с предложением. Индекс цен на продовольствие, публикуемый Продовольственной и сельскохозяйственной организацией Объединенных Наций (FAO), снизился в четвертом квартале в среднем на 0,9% кв/кв, что все еще ниже на 1,2% того же показателя предыдущего года. Мировые цены **на пшеницу** выросли на 2,0% кв/кв, составив в среднем 9,7 доллара США за бушель (рост г/г – 27,0%) обусловленные сокращением урожая пшеницы из-за засушливой погоды в

России, Казахстане и США. В 2012 году снижение средней цены по сравнению с предыдущим годом составило 1,0%.

Индекс мировых цен **на сахарный песок** снизился в четвертом квартале на 5,0%, в результате снижения г/г составило 23,0%. Средняя цена в 2012 году была ниже средней цены, сформировавшейся в 2011 году, на 10,0%. Мировые цены **на рис** в отчетном квартале снизились на 0,6%. Средняя цена на рис составила 15,4 доллара США за один американский центнер (45,3 кг/ снижение г/г – 9,3%). В годовом разрезе ожидается снижение цены на рис примерно на 3,0%.

Таким образом, мировой спрос остается низким, и на мировых рынках основных сырьевых товаров не наблюдаются существенные инфляционные тенденции. На основных мировых рынках продовольственных товаров образовались взаимонейтрализующие тенденции: на рынке зерна сохранилось фундаментальное напряжение, а на рынке сахарного песка и риса продолжают дефляционные тенденции.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Основной особенностью 2012 года является проявление более высокого, чем ожидалось, роста *реального потребления частного сектора*, которому в большой мере оказали содействие беспрецедентный рост объема выпуска сельхозпродукции и сформировавшаяся в результате этого низкая инфляционная среда. Избыточный рост реального частного потребления оценивается ЦБ как *следствие шока предложения*, который тем не менее несет временный характер, поскольку большие объемы выпуска сельского хозяйства обусловлены благоприятными климатическими условиями, которые могут не повториться в последующие годы. Следовательно, в *прогнозируемом горизонте* ожидается сокращение избыточного роста реального потребления и рост частных вложений, в результате будет наблюдаться стабилизация экономического роста вокруг равновесного уровня. В результате ослабления частного спроса и проведения нейтральной налогово-бюджетной политики в *прогнозируемом горизонте* ожидается, что *воздействие* экономики на цены будет *неинфляционным*.

Во внешнем секторе в 2012 году мировой спрос остался низким и на рынках основных сырьевых продовольственных товаров инфляционные давления не наблюдались. В *прогнозируемом горизонте*, в условиях сохранения неопределенностей относительно политических решений долговых проблем развитых стран, ожидается медленное восстановление темпов роста мировой экономики. Под воздействием сформированного в подобных условиях слабого внешнего спроса, мировые цены на основные сырьевые и продовольственные товары проявят относительно стабильную динамику, сохранившись на существующих высоких уровнях. Таким образом, в *прогнозируемом горизонте*, *воздействия* внешнего сектора также будут *неинфляционными*.

В 2012 году, учитывая преобладающее воздействие временного шока предложения на сформировавшуюся низкую инфляционную среду, ЦБ РА провел нейтральную денежно-кредитную политику, сохраняя процентную ставку рефинансирования на неизменном уровне. В условиях неинфляционных внешних и внутренних воздействий в 2012 году 12-месячная инфляция сформируется в пределах коридора допустимых колебаний, в результате ЦБ РА продолжит проведение *нейтральной денежно-кредитной политики*, оставив *процентную ставку рефинансирования* на прежнем уровне 8%. Риски, обусловленные перспективами развитий мировой и внутренней экономик, ожидаются равновесные. В случае проявления этих рисков в каком-либо направлении, ЦБ считает вероятным коррекцию процентной ставки в соответствующем направлении.

© Центральный банк Республики Армения, 2013

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