

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 7.08.2012 номер 216-А*

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики.
3-ий квартал, 2012*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 2-го квартала 2012 г.*

Содержание	
1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	7
2.1. Внешняя среда	7
2.2. <i>В</i> Совокупное предложение и совокупный спрос	9
2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте	14
3. Фактические развития второго квартала 2012 года	17
3.1. Инфляция	17
3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции	17
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей	18
3.1.3. Инфляционные ожидания	19
3.2. Совокупный спрос и предложение	20
3.2.1. Совокупное предложение	20
3.2.2. Совокупный спрос	21
3.2.3. Рынок труда	22
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	22
3.3. Деньги и развития финансового рынка	23
3.3.1. Деньги и кредиты	23
3.3.2. Процентные ставки	24
3.3.3. Обменный курс	25
3.4. Платежный баланс	27
3.4.1. Текущий счет	27
3.4.2. Счета капитала и финансовых средств	28
3.5. Внешняя среда	28

С 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.

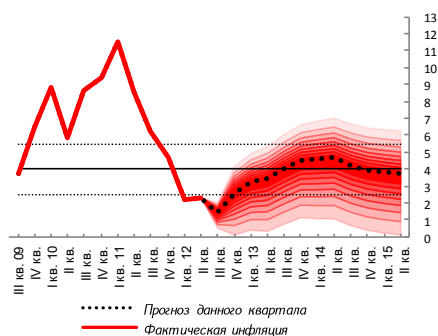
Ежеквартально составлялся прогноз условной инфляции на ближайшие 12 месяцев, формируемой на предположении о неизменности уровня процентных ставок. Прогноз опубликовывался в Программах денежно-кредитной политики. Вместе с этим прогнозировалось ответное поведение процентной ставки, и намечались направления 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.

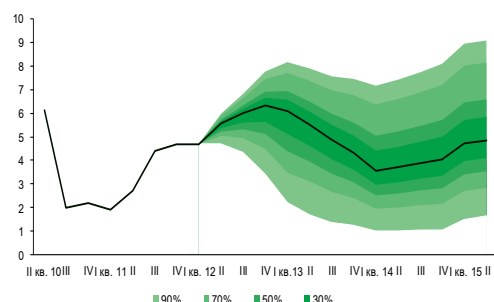
Со второго квартала 2012 года ЦБ расширил горизонт публикуемых прогнозов инфляции - отныне он составит 3 года вместо 1 года. ЦБ также включил в отчет безусловную инфляцию вместо прежней условной инфляции.

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

График распределения вариантов прогнозов инфляции (12-месячной)



Вероятность распределения прогноза реального роста ВВП (кумулятивного) в прогнозируемом 3-летнем горизонте



По фактическим результатам второго квартала 2012 года в течение квартала была отмечена 3.1% дефляция, вместо 1.6% за тот же период предыдущего года. В результате **12-месячная инфляция** продолжила снижение, и составила на конец июня 0.7%. Отмеченный низкий показатель был обусловлен исключительно за счет снижения цен на продовольственные товары (на 0.9%¹), при этом, как и ожидалось, цены на непродовольственные товары и тарифы на услуги выросли г/г на 3.9% и 1.9% соответственно.

В прогнозируемом горизонте развития как внешней среды, так и экономики РА намечают небольшое расширение инфляционной среды, и в ближайшие месяцы 12-месячная инфляция сформируется у нижней границы коридора допустимых колебаний целевого показателя, а затем в течение **прогнозируемого горизонта** будет, в основном, управляема в пределах 4% целевого показателя.

В первом квартале 2012 года **экономический рост** составил 4.7% годовых. Показатель ПЭА первого квартала 2012 года, опубликованный НСС РА, свидетельствует об оживлении экономической активности, что является следствием роста объемов выпуска промышленности, сельского хозяйства и сферы услуг. Согласно базовому сценарию, есть полная вероятность того, что экономический рост, обусловленный ожидаемым ускорением темпов восстановления внутреннего спроса в результате формирования оптимистических ожиданий относительно перспектив роста внутренней экономики, и непрерывным восстановлением внешнего спроса, составит в 2012 году 5.6 - 6.7%. Причем, экономическому росту будет продолжать оказывать содействие рост добавленной стоимости сферы услуг, промышленности и сельского хозяйства, который составит в 2012 году 5%, 9.5% и 7.5% соответственно. Намеченные тенденции экономического роста продолжатся в **прогнозируемом горизонте**, и экономический рост стабилизируется в пределах 4 - 5%.

Согласно оценкам ЦБ, во втором квартале 2012 года рост средней номинальной заработной платы **на рынке труда** составил 6.0%, а показатель официально зарегистрированной безработицы снизился на 0.3 пп, составив 18.9%. В условиях ожидаемой экономической активности в 2012 году на рынке труда прогнозируется 6.2% рост номинальной заработной платы и снижение уровня безработицы на 0.3 пп. В случае сохранения намеченных в базовом сценарии развития экономического роста, подобные темпы роста средней заработной платы и сокращения безработицы на рынке труда продолжатся и в **прогнозируемом горизонте**. В условиях указанных развития на рынке труда существенных неравновесий, влияющих на инфляцию, не ожидается.

Во втором квартале 2012 года, согласно оценкам ЦБ, реальный рост **частных затрат** составил 3.5%, а частные вложения сократились на 11.5%. Во втором полугодии 2012 года ожидается сохранение сравнительно высоких темпов роста частного потребления (7.1%) и медленное восстановление, после спада в первом полугодии, частных вложений (4.1%). Общие затраты частного сектора увеличатся на 6.4%. В **прогнозируемом горизонте** ожидается пересмотр быстрого темпа роста частного потребления в сторону снижения и более медленный и стабильный рост. Темпы роста частных вложений восстановятся, оказав содействие в прогнозируемом горизонте увеличению частных затрат и стабильному экономическому росту.

Во втором квартале 2012 года воздействие **налогово-бюджетной политики** на совокупный спрос, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, было нейтральным, что было обусловлено 1.25 рас-

ширяющим воздействием доходов и 1.1 сдерживающим воздействием расходов. В 2012 году, согласно базовому сценарию, **налогово-бюджетный импульс** будет сдерживающим в 1.1 пп за счет сдерживающего воздействия как доходов, так и расходов. В **прогнозируемом горизонте** налогово-бюджетная политика будет проявлять тенденцию обеспечения эффективного управления долгом, и сохранения соотношения дефицит/ВВП до 3%, в результате ожидается, что в **прогнозируемом горизонте** воздействие налогово-бюджетной политики будет неинфляционным.

В течение второго квартала 2012 года, на фоне развития мировой и внутренней экономик, дефицит **текущего счета** по сравнению с тем же кварталом предыдущего года увеличился. Рост долларовой стоимости экспорта товаров сохранился почти на том же уровне по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, а рост долларовой стоимости импорта товаров составил 3.8% г/г. Темп роста г/г денежных переводов физических лиц во втором квартале слегка замедлился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, обусловленный замедлением темпов развития экономики России. В течение 2012 года соотношение текущий счет/ВВП, в отличие от предыдущей программы, увеличится и установится в пределах 10-12%, что будет обусловлено наиболее высокими темпами реального роста импорта и снижением цен на экспорт. В 2012 году ожидается долларový рост экспорта товаров и услуг в пределах 6-8%, а долларový рост импорта товаров и услуг составит 5-7%. Рост чистого притока некоммерческих переводов физических лиц составит в 2012 году 10-12%.

Хотя позиция текущего счета в **прогнозируемом горизонте** улучшится, однако, по сравнению с предыдущей программой, будет находиться на наиболее высоком уровне - 9 - 11%. Основной причиной этого послужит задержка ожидаемого восстановления мировой экономики в условиях увеличения неопределенностей вокруг финансовых проблем еврозоны.

Последние развития **мировой экономики** намечают замедление, по сравнению с прежними прогнозами, экономического роста как развитых, так и развивающихся стран, а развития еврозоны обусловят дальнейшее течение мировой экономики. В условиях неопределенностей вокруг политического решения долговых проблем развитых стран, в первом полугодии 2012 года был отмечен слабый мировой спрос. На мировых рынках как сырья, так и продовольствия проявились дефляционные тенденции. Например, индекс цен на продовольствие, публикуемый Продовольственной и сельскохозяйственной организацией Объединенных Наций (FAO), снизился, во втором квартале по сравнению с предыдущим кварталом в среднем на 4%, что на 11% ниже того же показателя предыдущего года.

В июле 2012 года МФВ слегка снизил **показатель темпа мирового экономического роста** – прогнозируемый показатель для 2012 года составил 3.5% (пересмотр в сторону снижения на 0.1 пп), а для 2013 года - 3.9% (пересмотр в сторону снижения на 0.2 пп).

Ожидания снижения темпов роста мировой экономики в **2012 - 2013гг.** сформируют на рынках основных сырьевых товаров слабую дефляционную среду. На мировых рынках продовольствия будут преобладать, в основном, инфляционные тенденции, обусловленные уроном, нанесенным засушливой погодой урожаю в США и странах СНГ, производящих продовольствие.

В случае благоприятной погоды мировые цены на продовольствие в **2014 г.** будут пересмотрены (в сторону снижения), и в условиях дальнейшего опережающего роста мирового спроса на продовольствие

проявятся умеренные инфляционные тенденции. В то же время, в условиях умеренного роста мирового спроса мировые цены на промышленные металлы и нефтепродукты сформируют в **2014 - 2015 гг.** слабые инфляционные тенденции, причем развития рынка нефтепродуктов будут обусловлены геополитическими развитиями.

В прогнозируемом горизонте основные **риски** мировых экономических развитий по базовому сценарию касаются большего, чем прогнозировалось, замедления темпов мирового экономического роста, обусловленного сохранением неопределенностей вокруг долговых проблем в еврозоне и новым витком финансового кризиса. В частности, увеличились риски, угрожающие стабильности финансовой системы Евросоюза, в случае проявления которых будет отмечено более быстрое замедление экономического роста как в развитых, так и развивающихся странах, возникнут также значительные дефляционные давления на мировых рынках сырьевых товаров. В случае проявления указанных рисков, из-за возможного снижения цен на нефть, значительным станет и риск замедления экономического роста России. В подобной ситуации проявятся в основном ценовые риски на сырье – в основном в сторону снижения, а развития цен на продовольственные товары в большей мере будут обусловлены проявлениями погодных условий.

Во втором квартале 2012 года, несмотря на сформировавшийся весьма низкий уровень 12-месячной инфляции, ЦБ оставил **процентную ставку рефинансирования** на прежнем уровне (8.0%). Обусловлено это было в основном двумя факторами. Во-первых, базовая инфляция в этот период постоянно находилась в пределах целевого коридора и, во-вторых, в мае-июне произошло ослабление драма, которое и является, по сути, ослаблением денежно-кредитных условий. Ослабление драма обусловило также кратковременное повышение рыночных процентных ставок на финансовом рынке во втором квартале, что, тем не менее, если рассматривать в среднеквартальных показателях, все еще сохраняет тенденции снижения по сравнению с предыдущим кварталом (см. **3.3.2. Процентные ставки**).

В целом, **в прогнозируемом горизонте**, развития мировой экономики, равно как и внутренней экономики РА намечают некоторое расширение инфляционной среды, и в ближайшие месяцы инфляция повысится, сформировавшись к концу года в нижней части коридора допустимых колебаний. Затем, в результате ожидаемых внешних и внутренних макроэкономических развитий и осуществления нейтральной денежно-кредитной политики со стороны ЦБ, инфляция приблизится к 4% целевому показателю и сохранится до конца прогнозируемого горизонта в его пределах. В прогнозируемом горизонте сохранятся высокие темпы роста кредитования экономики со стороны финансовой системы и непрерывный рост финансового посредничества.

Самым вероятным риском для базового сценария рассматривается существенное замедление роста мировой экономики, которое подразумевает снижение мировых цен на основные товары, сокращение темпов притока частных трансфертов в экономику РА, снижение внутреннего спроса РА. В целях сведения к минимуму воздействия этого риска на экономику РА, ЦБ рассматривает в качестве наиболее вероятного сценария, по сравнению с базовым, ослабление денежно-кредитных условий.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда ¹

Политика, направленная на решение долговых проблем развитых стран, останется основным ориентиром для развития мировой экономики. Неопределенности, обусловленные продолжающимися финансовыми проблемами с еврозоне, значительно помешают восстановлению мировой экономики, замедляя экономический рост как развитых, так и развивающихся стран. Например, в июле 2012 года МВФ слегка снизил перспективный показатель мирового экономического роста. В 2012 году он составит 3.5% (пересмотр в сторону снижения на 0.1 пп), в 2013 году – 3.9% (пересмотр в сторону снижения на 0.2 пп).

Экономический рост в развитых странах в 2012 году замедлится и составит 1.4%, а в 2013 г. – 1.9% (пересмотр для 2013 г. в сторону снижения на 0.2 пп). Замедление экономического роста будет обусловлено, в основном, 0.3% экономическим спадом 2012 года в еврозоне, который, в условиях необходимости налогово-бюджетной консолидации, восстановится довольно медленными темпами, и экономический рост в 2013 году составит всего лишь 0.7%. Продолжится восстановление экономики США, в 2012 году будет отмечен 2%, а в 2013 году – 2.3% экономический рост. Развития экономик развитых стран окажут свое влияние на *развивающиеся страны*, где также будет наблюдаться замедление экономического роста: в 2012 году он составит 5.6%, в 2013 году – 5.9% (пересмотр в сторону снижения на 0.1 пп и 0.2 пп соответственно).

Следует отметить, что прогноз *экономического роста России* - одного из основных партнеров Армении – остался без изменений - 4.0%, что меньше показателя 2011 года. В 2013 году этот показатель почти не изменится и составит 3.9%. Риски экономического роста будут в основном в сторону снижения, обусловленные развитиями цен на нефть.

Темпы *экономического роста Китая*, обеспечивающего значительную часть мирового спроса на сырье и продовольствие, в 2012 году, согласно прогнозам МВФ, значительно снизятся, составив 8% вместо 9.2% в 2011 году, и слегка восстановятся в 2013 году - 8.5% (пересмотр в сторону снижения на 0.2 пп и 0.3 пп соответственно). В то же время, в развитых странах в 2012 году годовая средняя инфляция составит 2%, в 2013 г. - 1.6%, а в развивающихся странах - 5.7% и 6.2%, соответственно.

В условиях ожидаемого в 2012-2013 гг. снижения темпов мирового экономического роста на рынках основных сырьевых и продовольственных товаров сформируется слабая дефляционная среда. На мировых рынках продовольствия будут преобладать, в основном, инфляционные тенденции, обусловленные напряжением на рынке из-за урона, нанесенного засухливой погодой урожаю в США и странах СНГ, производящих продовольствие.

В дополнение к вышеуказанным общим тенденциям, рынки отдельных товаров будут развиваться под воздействием основных факторов, характерных для данного рынка.

Согласно оценкам Энергетической хартии, ожидается, что в 2012 году спрос на *нефть* по сравнению с 2011 годом слегка возрастет. Около 60% мирового спроса на нефть будет удовлетворено выработкой

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.

нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК (увеличение по сравнению с предыдущим годом составит 1.6%), в результате средний спрос на объемы выработок стран-членов ОПЕК по сравнению со средним показателем предыдущего года несколько снизится (29.9 млн. баррель/день). Мировые цены на нефть проявят в 2012-2013 гг. в тенденции снижения, а в 2014-2015 гг., параллельно с оживлением мировой экономики, они проявят умеренные инфляционные тенденции. Тем не менее, на мировых рынках нефтепродуктов будут отмечаться инфляционные риски, обусловленные геополитическими развитиями на Ближнем Востоке, а также опасностью сокращения объемов экспорта нефти из Ирана в результате применения в июне со стороны США санкций против Ирана, и наложения Евросоюзом эмбарго на импорт нефти.

В условиях прогнозируемого небольшого мирового спроса в 2012-2013 гг., на **рынках промышленных металлов** сформируются, в основном, слабые дефляционные тенденции, а в 2014-2015 гг., в условиях восстановления мировой экономики, будут наблюдаться умеренные инфляционные проявления.

В результате ожиданий замедления мирового экономического роста **цены на драгоценные металлы** проявят в 2012-2013 гг. слабые дефляционные тенденции, частично корректируясь по отношению к сформировавшемуся высокому уровню.

На мировом рынке зерна во втором полугодии 2012 года проявятся некоторые инфляционные тенденции, обусловленные сокращением ожидаемого урожая из-за засушливой погоды в России, Казахстане и США. Напряжение на рынке зерна продолжится и в 2013 году, связанное с сокращением запасов. В частности, согласно июльскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, в 2012/2013 маркетинговом году, в условиях ожидаемого потребления в 680 млн. тонн и потребляемого урожая в 665 млн. тонн, мировые запасы зерна снизятся по сравнению с предыдущим 2011/2012 маркетинговым годом на 7.6% и составят 182 млн. тонн.

В 2012/2013 маркетинговом году мировое производство **риса** также будет большим - 465 млн. тонн. В условиях прогнозируемого спроса в 467 млн. тонн уровень мировых запасов по сравнению с 2011/2012 гг. маркетинговым годом останется почти без изменения (103 млн. тонн). Несмотря на ожидаемый щедрый урожай, существующее напряжение на мировом рынке риса, обусловленное применением государственного механизма регулирования в Таиланде, может продолжиться, если правительство продолжит применение механизма регулирования цен. В подобных условиях на рынке риса проявятся слабые дефляционные тенденции, и образуются инфляционные риски, связанные с применением государственного механизма регулирования цен в Таиланде и прочих странах, лидирующих в экспорте риса.

На мировом рынке **сахарного песка** развития будут в большей мере зависеть от размера ущерба, нанесенного обильными дождями урожаю Бразилии, в во второй половине 2012 года на мировом рынке отметятся инфляционные тенденции. Тем не менее, ожидаемый в 2012-2013 маркетинговом году богатый урожай в Европе, Таиланде и России может нейтрализовать на мировом рынке сокращение ожидаемого урожая в Бразилии. В результате мировые цены на сахар в 2013 году сохранят, в основном, стабильность.

В условиях роста мирового спроса, опережающего мировое предложение, в среднесрочном горизонте мировые цены на сырьевые и продовольственные товары проявят слабые инфляционные тенденции. Что касается рынков отдельных товаров, то они будут развиваться под воздействием основных факторов, специфических для данного рынка.

Финансовые рынки продолжают функционировать в 2012 году в условиях больших неопределенностей вследствие возможных обострений финансовых проблем в странах еврозоны и ожиданий замедления мирового экономического роста.

Наблюдаемое в начале года экономическое оживление в США продолжения не имело, и восстановление экономики будет происходить медленными темпами - в условиях неопределенностей в сторону снижения. В целях стимулирования восстановления экономики Федеральная резервная система США до конца 2012 года продолжит проведение программы продления срочности для снижения долгосрочных процентных ставок. В то же время, в условиях необходимости налогово-бюджетной консолидации, Федеральная резервная система США воздержится от ужесточения денежно-кредитных условий до конца 2014 года, сохранив низкий уровень процентных ставок.

В **еврозоне**, в условиях увеличения уязвимости экономики и финансовой системы, Европейский центральный банк продолжит проведение политики снижения процентных ставок, применяя в среднесрочном горизонте механизмы как “количественной экспансии”, так и вливания ликвидности. В результате вышеуказанных развитий в 2012 году на инвалютном рынке **евро**, в основном, окажется под давлением ослабления, тогда как в условиях положительных перспектив развития экономики США **доллар США** проявит тенденции укрепления.

Основные **риски**, сопряженные с развитиями мировой экономики, относятся к темпам роста мировой экономики – здесь ожидается большее замедление, чем прогнозировалось, вследствие новых осложнений долговых проблем и финансового кризиса в еврозоне. В частности, увеличились риски, угрожающие стабильности финансовой системы Евросоюза, в случае проявления которых будет отмечено замедление экономического роста более быстрыми темпами как в развитых, так и развивающихся странах, а также возникнут значительные дефляционные давления на мировых рынках сырьевых товаров. В результате проявления указанных рисков, вследствие возможного снижения цен на нефть, риск замедления экономического роста России также будет значительным. В такой ситуации проявятся риски в сторону, в основном, максимального снижения цен на основные сырьевые товары, а развития цен на продовольственные товары будут в большей степени обусловлены природно-климатическими условиями.

Таким образом, во внешней среде сохраняются риски ухудшения финансово-экономических проблем в еврозоне и уменьшения внешнего спроса, и в условиях медленного темпа роста мировой экономики инфляционных давлений, проникающих из мировых товарных рынков, в основном, не будет. Геополитические развития на Ближнем Востоке могут спровоцировать дополнительные колебания цен на мировых рынках нефтепродуктов.

Мировые рынки продовольственных товаров будут действовать под большим напряжением, и на рынках основных продовольственных товаров будут преобладать инфляционные давления.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение. Прогнозы экономического роста в базовом сценарии были пересмотрены в сторону роста, обусловленного, в основном, проявлениями в первой половине 2012 года более высокой,

чем ожидалось, экономической активности в сельском хозяйстве и сфере услуг, а также ожиданиями ускорения восстановления внутреннего спроса на фоне формирования оптимистических ожиданий относительно перспектив роста внутренней экономики. В результате, в 2012 году ожидается 5.6 - 6.7%² экономический рост. Причем, намеченные тенденции экономического роста продолжатся в прогнозируемом горизонте, и экономический рост стабилизируется в пределах 4 - 5%.

В отраслях экономики прогнозируются следующие развития.

Прогнозы в отрасли **промышленности** не изменились. В 2012 году ожидается 8.5-10.5% реальный рост добавленной стоимости. 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** также не были пересмотрены. Объемы выпуска в этой сфере после пика 2008 года за последние три года снизились почти наполовину, создав сравнительно маленькую базу для строительства. В этих условиях ожидается, что реальный рост добавленной стоимости в отрасли в 2012 году составит всего лишь 2.5-4.5% за счет роста объемов строительства в отрасли энергетики, перерабатывающей промышленности, торговли, транспорта и сельского хозяйства.

Прогнозы в сфере **услуг** были пересмотрены в сторону роста, обусловленного как фактическими развитиями первого полугодия, так и пересмотром прогнозов относительно внутреннего спроса, которые отразятся как на объемах товарооборота, так и объемах оказанных услуг. В результате в 2012 году реальный рост добавленной стоимости в сфере услуг ожидается в пределах 3.5 – 5.5%.

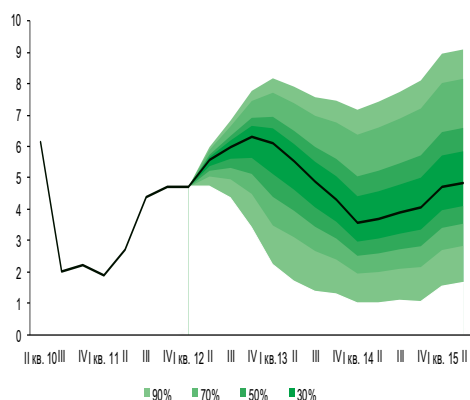
Прогнозы относительно добавленной стоимости **сельского хозяйства** были пересмотрены в сторону роста, обусловленные как благоприятными погодными условиями, так и ожиданиями богатого урожая в результате комплексных мероприятий, предпринятых Правительством для развития данной сферы. В 2012 году ожидается 6.5-8.5% реальный рост добавленной стоимости в сельском хозяйстве. Росту отрасли окажет содействие ожидаемый рост в растениеводстве и животноводстве.

Согласно базовому сценарию **экономический рост** содержит двусторонние **риски**, связанные как с внешними, так и с внутренними факторами. Причем, в прогнозируемом горизонте преобладают риски в сторону роста, обусловленные ускорением темпов восстановления мировой экономики и более быстрым, чем ожидалось, ростом внутреннего спроса, ожиданием проявления рисков, направленных на рост прогнозируемых показателей по всем отраслям экономики с большим удельным весом в ВВП.

В частности, риски, преобладающие в сторону роста на фоне более быстрого, чем ожидалось, темпа восстановления мировой экономики и внутреннего спроса, проявятся в сфере услуг, обусловленные ростом реальных доходов населения, и в отрасли промышленности, обусловленные эксплуатацией новых залежей и реализацией новых инвестиционных программ в отрасли. В отрасли строительства также доминируют риски в сторону роста, обусловленные скоростью реализации крупных строительных программ, направленных на улучшение дорожного строительства и инфраструктур. А в сельском хозяйстве, из-за большой зависимости отрасли от природно-климатических условий, риски будут сбалансированные.

² См. колебания по 30% вероятности в графике прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП.

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



<i>Распределение вариантов прогноза экономического роста</i>				
Период	90% вероятность		30% вероятность	
	Минимальн.	Максимальн.	Минимальн.	Максимальн.
2012 январь-декабрь / 2011 январь-декабрь	3.4	7.8	5.6	6.7

Рынок труда³. Прогнозы спроса на рабочую силу 2012 года в базовом сценарии были пересмотрены в сторону небольшого роста. Основанием для этого послужила более высокая, чем ожидалась в предыдущий прогноз, экономическая активность. В результате в прогнозируемом горизонте ожидается больший, чем прогнозировался, рост номинальных заработных плат и более быстрое снижение уровня безработицы по сравнению с предыдущими прогнозами. Причем при условии сохранения вышеуказанных развитий, намеченные на рынке труда тенденции продолжатся в 2013 году и сохранятся также в среднесрочном отрезке.

В частности, в 2012 году ожидается рост уровня средней номинальной заработной платы в экономике на 6.3%, обусловленный ростом производительности в частном секторе, снижением уровня безработицы, стабилизацией инфляции и умеренным ростом зарплат в некоторых организациях с бюджетным финансированием. В условиях прогнозируемой в базовом сценарии инфляции, в 2012 году реальный рост заработной платы составит 3.4%. В 2013 году и в среднесрочном отрезке ожидается, что темпы роста номинальных заработных плат ускорятся, вызвав более быстрый темп роста реальных заработных плат.

В 2012 году в результате ожидаемого экономического роста, продолжится рост спроса на рабочую силу, в результате число безработных в экономике убавится. Согласно оценкам, средний уровень официально зарегистрированной безработицы снизится в 2012 году по сравнению с предыдущим годом на 0.3 пп и составит 18.1%.

Процесс устойчивого снижения уровня безработицы продолжится в 2013 году и в среднесрочном отрезке.

В условиях указанных развитий в 2012-2013 гг., а также в среднесрочном отрезке, на рынке труда существенных неравновесий, влияющих на инфляцию, не ожидается.

Совокупный спрос⁴. Прогнозы 2012 года относительно *затрат частного сектора* в свете базового сценария были пересмотрены в сторону роста на основании ожидаемого более быстрого уровня экономической активности, темпов высокого роста частного потребления, отмеченного в начале 2012 года, сохранения высокого уровня кредитования экономики и ожидания ускорения темпов роста частных вложений.

Согласно пересмотренным оценкам, в 2012 году ожидается реальный 6.4% рост затрат частного сектора, обусловленный низким ростом как частного потребления, так и частных вложений. В условиях вышеуказанного роста затрат частного сектора и неизменного уровня реального роста государственных затрат внутренний спрос в экономике РА увеличится примерно на 5.5%. Темпы роста частного потребления в прогнозируемом горизонте замедлятся, однако темпы роста частных затрат сохранятся за счет ожидаемого ускорения темпов роста вложений.

³ Данные рынка труда за 2012 гг. являются оценками ЦБ РА, основанными на показателях первого квартала 2012 года и фактических показателях за апрель-май 2012 года. Оценки роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

⁴ 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 первого квартала 2012 года. Оценки реального роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

По сравнению с предыдущими прогнозами, в 2012 году темп роста потребления частного сектора был пересмотрен в сторону увеличения, составив 7.1%. Основанием для пересмотра послужили более быстрый темп ожидаемого роста внутренней экономики, слабая инфляционная среда, сформировавшаяся в экономике, сохранение роста кредитования и отмеченный в первом квартале высокий уровень роста частного потребления. В 2013 году и в среднесрочном периоде темпы роста частного потребления замедлятся параллельно ожидаемому экономическому росту в среднесрочном отрезке.

Прогнозы относительно частных вложений были пересмотрены в сторону снижения темпов роста, несмотря на пересмотр в сторону роста темпов роста экономической активности, прибыльности экономики и кредитования. Основанием для пересмотра послужили наблюдаемые в первом полугодии 2012 года негативные развития в сфере строительства и больший, чем прогнозировался, спад вложений в первом квартале. В результате наиболее реальным становится оцененный для 2012 года 4.1% рост частных вложений. Причем, согласно оценкам, темп роста вложений в 2012 году будет ниже показателя, отмеченного в предкризисный период. В 2013 году и в среднесрочном периоде темпы роста частных вложений относительно ускорятся, обеспечив экономический рост, прогнозируемый для среднесрочного периода.

Несмотря на низкий уровень частных вложений, темп роста частных затрат со второй половины 2012 года будет выше среднего показателя за счет прогнозируемых высоких темпов роста частного потребления. Сформировавшийся положительный геп частных затрат, согласно оценкам ЦБ, составит 1 - 1.5%, который однако обнулится во второй половине 2013 года, отразив ликвидацию неравновесия между предложением и спросом частного сектора. Вследствие указанного положительного гема частных затрат во втором полугодии 2012 года и в первом полугодии 2013 года в экономике возникнут 0.5-0.8 пп дефляционные давления.

Прогнозы темпов роста отдельных компонентов *текущего счета* были пересмотрены из-за ослабления темпов роста мировой экономики и пересмотра темпов роста внутренней экономики в сторону ускорения. Несмотря на замедление темпов роста мировой экономики и дефляционные тенденции на мировых рынках металлов, реальные объемы экспорта были пересмотрены в сторону роста. Основанием для пересмотра послужили более высокие, чем ожидалось, темпы реального роста экспорта в первом полугодии 2012 года и сохранение прогнозируемых высоких темпов непрерывного роста в промышленности РА. В 2012 году ожидается 11-13% рост реального экспорта товаров и услуг. В условиях прогнозируемых развитий цен на экспорт, долларový рост экспорта товаров и услуг будет находиться в пределах 6-8%. Высокие темпы роста экспорта товаров и услуг сохранятся в первом полугодии 2013 года и составят г/г 9-11%. Риски экспорта продолжатся в двух направлениях, что обусловлено увеличивающимися рисками снижения темпов роста мировой экономики, развитиями мировых цен на металлы и промышленности РА.

На фоне дальнейших развитий мировой и внутренней экономик показатель роста импорта был пересмотрен в сторону роста. Например, в течение 2012 года учитывая также высокий, чем прогнозировалось, темп роста импорта товаров и услуг в первом полугодии 2012 года, ожидается 7-9% рост его реальных объемов. В условиях прогнозируемых развитий цен на импорт, долларový рост импорта товаров и услуг составит в 2012 году 5-7%. В первом полугодии 2013 года темпы роста импорта товаров и услуг замедлятся, что будет частично обусловлено отмеченными

в первом полугодии предыдущего года высокими темпами роста. В результате, в первом полугодии 2013 года реальный рост импорта товаров и услуг составит 2-4%. Риски по части импорта также сохраняются в двух направлениях, что обусловлено развитиями внутренней экономики и динамикой мировых цен.

Прогнозы относительно денежных переводов физических лиц на 2012 год почти не изменились, обусловленные, в основном, ожидаемыми развитиями экономики России. Согласно июньским прогнозам МВФ, в 2012 году экономический рост в России не был пересмотрен и составил 4.0%. В свете указанных развитий, в 2012 году рост чистого притока некоммерческих переводов физических лиц в Армению составит 10-12%. В результате пересмотра экономического роста России 2013 года в сторону снижения, темпы роста чистого притока переводов некоммерческого характера заметно снизятся и составят 9-11%.

В результате вышеуказанных развитий, в отличие от прогноза улучшения позиции текущего счета в предыдущей программе, в течение 2012 года показатель дефицит текущего счета/ВВП увеличится, составив 10-12% (в предыдущем прогнозе - 9-11%). Это будет обусловлено наиболее высокими темпами реального роста импорта и снижением цен на экспорт 2012 года.

В 2013-2014 гг. хотя позиция текущего счета и улучшится, однако по сравнению с прежней программой будет находиться на наиболее высоком уровне - в пределах 9-11%. Эта тенденция будет обусловлена отсрочкой прогнозируемого восстановления мировой экономики в условиях увеличения неопределенностей вокруг финансовых проблем еврозоны.

Оценка воздействия **налогово-бюджетной политики** в 2012 году была пересмотрена по сравнению с оценкой, указанной в программе денежно-кредитной политики второго квартала 2012: сдерживающее воздействие было оценено 1.1, вместо предыдущего прогноза в 0.7⁵. В целом, основной мишенью обеспечения программ государственных затрат в годовом разрезе в ВВП являлось обеспечение 0.8 пп роста налоговых доходов и платежей по социальному обеспечению по сравнению с предыдущим годом и реализация государственных затрат в соответствии с запланированными пропорциями. Однако, вследствие фактических развитий первого полугодия (сбор доходов в государственный бюджет в соответствии с запланированными пропорциями и их небольшое перевыполнение, экономия расходов), по результатам года возможна некоторая экономия расходов в запланированных пропорциях (примерно на 2.4% запланированного годового показателя). В условиях вышеуказанных развитий, воздействие налогово-бюджетной политики на совокупных спрос будет, по сравнению с 2011 годом, 1.1 пп сдерживающим, обусловленное **сдерживающим воздействием как доходов, так и затрат**. Во второй половине года сдерживающее воздействие доходов будет обусловлено тем, что указанный выше рост доходов было предусмотрено обеспечить, в основном, во втором полугодии.

Прогнозы относительно налогово-бюджетной политики в прогнозируемом горизонте основаны на основных показателях "Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2013-2015 гг.", которая ориентирована на обеспечение эффективного управления долгом и сохранение до 3% показателя соотношения дефицит/ВВП. В результате

⁵ Оценка воздействия налогово-бюджетного сектора проведена по показателям совокупного бюджета, составленного на базе пропорций закона РА "О государственном бюджете 2012 года". Налогово-бюджетный импульс оценен по отношению к показателям совокупного бюджета 2011 года. Показатель воздействия доходов рассчитан по отношению к фактическому номинальному показателю ВВП, а импульс расходов – по отношению к потенциальному показателю ВВП.

ожидается, что воздействие налогово-бюджетной политики в целом будет неинфляционным. В результате воздействие налогово-бюджетной политики в среднесрочном отрезке будет неинфляционным.

Таким образом, в течение 2012 года инфляционное воздействие затрат частного сектора будет преобладать над сдерживающим воздействием налогово-бюджетного сектора, что наиболее отчетливо проявится во втором полугодии 2012 года. Что касается рынка труда, его воздействие в течение года будет нейтральным. Таким образом, в течение 2012 года чистое воздействие налогово-бюджетного сектора, спроса частного сектора и рынка труда на инфляцию будет слабо инфляционным.

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

Для составления прогноза макропоказателей и оценки направлений денежно-кредитной политики с помощью основной модели – “Модели квартальных прогнозов”, за основу была принята фактическая макроэкономическая среда, сформировавшаяся во втором квартале 2012 года.

Согласно базовому сценарию прогноза, мировая экономика в 2012-2013 гг. будет расти, в основном, медленными темпами. С 2013 года темпы роста экономики в развитых странах, в основном, восстановятся, вследствие, в частности, сравнительного ослабления жестких мер экономии в ЕС и гарантий реструктуризации долговых обязательств, а также эффективного осуществления денежно-кредитной политики в развитых странах, направленной на стимулирование экономики. В условиях медленного восстановления мирового спроса на рынках основных товаров проявятся слабые дефляционные тенденции и тенденции стабилизации. Во втором полугодии 2012 года, из-за ожиданий сокращения объемов урожая вследствие сухой погоды в РФ, Казахстане и США, на мировых рынках одного из основных продовольственных товаров – рынке зерна – сформируется инфляционная среда, которая сохранится до половины 2013 года. В то же время, к концу прогнозируемого периода в развитых странах, в условиях восстановления спроса, цены на основные товары проявят слабые инфляционные тенденции.

Учитывая, что программа среднесрочных расходов Правительства предусматривает сохранение соотношения дефицит бюджета/ВВП до 3%, то в прогнозируемом горизонте воздействие налогово-бюджетной политики будет, в основном, неинфляционным. При таких развитиях, однако, вследствие ожиданий высокого уровня частного потребления, частные затраты и совокупный спрос в прогнозируемом горизонте будут выше равновесного уровня и приведут к формированию инфляционной среды во второй половине 2012 года, а в прогнозируемом горизонте постепенно приблизятся к своим равновесным уровням. В результате ограниченных возможностей роста государственных инвестиций, а также трудностей с реализацией больших инвестиционных программ со стороны частного сектора из-за ощутимого замедления темпов притока капитала на фоне медленного восстановления экономики в развитых странах, рост ВВП в прогнозируемом горизонте сформируется в пределах 4.5%.

Период	Вероятность нахождения инфляции в данном коридоре				
	<1%	1-2%	2.5-5.5%	5.5-7%	7%<
2012 III кв.	27.55%	72.37%	0.09%	0.00%	0.00%
2012 IV кв.	18.36%	40.65%	40.93%	0.07%	0.00%
2013 I кв.	12.48%	30.09%	56.40%	1.02%	0.01%
2013 II кв.	12.53%	26.22%	58.40%	2.76%	0.08%
2013 III кв.	8.15%	19.68%	63.46%	8.10%	0.60%
2013 IV кв.	5.48%	14.97%	62.82%	14.72%	2.02%
2014 I кв.	5.78%	14.51%	60.21%	16.46%	3.04%
2014 II кв.	5.82%	14.00%	58.38%	17.80%	4.00%
2014 III кв.	8.30%	17.20%	58.68%	13.35%	2.47%
2014 IV кв.	10.46%	19.49%	57.66%	10.65%	1.74%
2015 I кв.	11.80%	20.66%	56.43%	9.55%	1.55%
2015 II кв.	12.9%	21.53%	55.38%	8.78%	1.41%

В целом, развития внутренней экономики РА в 2012 году отмечают умеренное расширение инфляционной среды. В частности, в ближайшие месяцы ВВП, обусловленный ускорением темпов роста частного потребления, сформируется чуть выше равновесного уровня, а инфляция восстановится с низкого уровня, обусловленного большим спадом цен на сельскохозяйственную продукцию, и к концу года, вследствие инфляционных проявлений на мировых рынках пшеницы, приблизится к нижней границе коридора допустимых колебаний целевого показателя. При таких развитиях, в результате проведения в настоящее время нейтральной денежно-кредитной политики, инфляция в прогнозируемом горизонте приблизится к целевому показателю 4%, а ВВП – к своему равновесному уровню. Нейтральная денежно-кредитная политика подразумевает сочетание процентной ставки политики с оцененной нейтральной процентной ставкой (в этом случае инфляция находится на целевом, а ВВП – на равновесном уровне), которая в настоящее время оценивается примерно 8%.

В то же время, в условиях ожидаемого упрощения условий кредитования внутренней экономики, непрерывного роста кредитования высокими темпами, и увеличения реальных доходов на фоне низкой инфляционной среды в течение 2012 года, ускорение темпов роста частного потребления, а также более сильные проявления ожидаемых воздействий роста цены пшеницы на мировых рынках намечают наличие рисков в сторону повышения инфляции.

С другой стороны, в среднесрочном отрезке в качестве наиболее вероятного риска для базового сценария ЦБ рассматривается реальное замедление роста мировой экономики, означающее снижение мировых цен на основные товары, сокращение темпов притока частных трансфертов в экономику РА, уменьшение внутреннего спроса РА. В целях максимального уменьшения воздействия проявления этого риска на экономику РА, ЦБ считает наиболее вероятной альтернативой базовому сценарию ослабление денежно-кредитных условий.

В основе прогнозов *денежно-кредитных показателей в прогнозируемом горизонте* лежит фактическая макроэкономическая среда, сформировавшаяся по результатам предыдущего квартала, макроэкономические развития, прогнозируемые в разрезе последующих трех лет, и предусмотренный для этого периода сценарий налогово-бюджетной политики. В *прогнозируемом периоде*, развития внешнего сектора и внутренние развития экономики РА в целом намечают небольшое расширение инфляционной среды, в результате 12-месячная инфляция повысится со сформировавшегося в настоящее время довольно низкого

уровня и приблизится к нижней границе коридора допустимых колебаний. В прогнозируемом горизонте, в результате нейтральной денежно-кредитной политики ЦБ, инфляция постепенно приблизится к целевому показателю 4% и останется на стабильном уровне до конца прогнозируемого горизонта. В прогнозируемом горизонте также сохранятся высокие темпы роста кредитования экономики со стороны финансовой системы и непрерывный рост финансового посредничества.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ПЕРВОГО КВАРТАЛА 2012 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

По фактическим результатам второго квартала 2012 года инфляция в течение квартала составила 3.1% вместо 1.6% в том же периоде предыдущего года, в результате 12-месячная продолжала снижаться и в конце июня составила 0.7%.

Отмеченная в программе денежно-кредитной политики второго квартала низкая 12-месячная инфляция, по сравнению с базовым сценарием, была обусловлена исключительно спадом цен на продовольственные товары, а цены на непродовольственные товары и тарифы на услуги, как и ожидалось, в основном выросли. Еще с половины 2010 года, когда наблюдался существенный спад объемов выпуска сельхозпродукции, под воздействием более низкого, чем прогнозировалось, сезонного снижения цен на сельхозпродукцию внутреннего производства, сформировались высокие уровни 12-месячной инфляции. Затем, в течение двух прошедших лет в результате развития отрасли сельского хозяйства (годовой рост в 2011 году – 13.7%, рост г/г в первом полугодии 2012 года – 9.5%) большие объемы предложения сельхозпродукции внутреннего производства привели к их непрерывному снижению. И формирование, в результате этого, низкого уровня 12-месячной инфляции оказало максимальное содействие изменению цен на продовольственные товары. Наибольшее содействие 12-месячной 0.9% дефляции оказало 21.4% снижение цен на товары группы “Овощи и картофель”. Цены на непродовольственные товары и тарифы на услуги выросли г/г на 3.9% и 1.9% соответственно.

В программе денежно-кредитной политики 2011 года прогнозировалось непрерывное смягчение инфляционной среды, а уже начиная с конца 2011 года - формирование инфляции в пределах коридора допустимых колебаний целевой инфляции. В программе денежно-кредитной политики 2012 года предусматривалось, что 12-месячная инфляция проявит сравнительно стабильную динамику, сохранившись в течение всего года в пределах коридора допустимых колебаний.

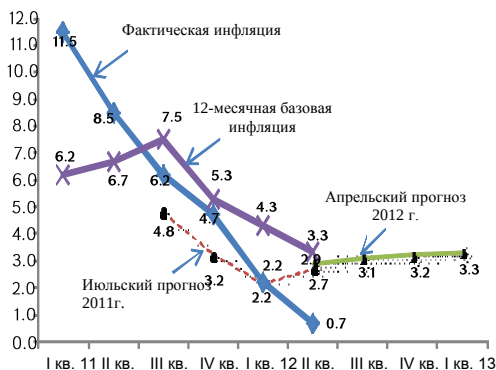
Запланированные направления по регулированию инфляции до конца 2011 года, в основном, были реализованы, и в результате непрерывного снижения инфляция в конце года составила 4.7%, находясь у средней отметки коридора допустимых колебаний. Что касается первого полугодия 2012 года, то здесь все обстояло иначе, поскольку вместо ожидаемого стабильного поведения 12-месячная инфляция продолжала непрерывно снижаться. Например, в январе-июне инфляция составила 0.4%, вместо 3.5% инфляции, отмечаемой за последние два года, в результате 12-месячная инфляция на конец июня составила 0.7%, что ниже нижней границы коридора допустимых колебаний. Сформировавшейся низкой инфляционной среде исключительное содействие оказало снижение цен на продовольственные товары (-0.5 пп), сопровождавшееся 0.6 пп содействием цен на непродовольственные товары и тарифов на услуги.

Учитывая фактические тенденции смягчения инфляционной среды со второй половины 2011 года, и ожидания снижения цен на сельхозпродукцию по сравнению с предыдущим годом, Совет ЦБ отметил, что вероятность повторного расширения инфляционной среды мала, и что

Во втором квартале 2012 года продолжились тенденции снижения 12-месячной инфляции



Несмотря на снижающуюся динамику 12-месячной инфляции, ЦБ не изменил процентную ставку рефинансирования, основываясь на динамике базовой и прогнозируемой инфляции, сформировавшейся в коридоре допустимых колебаний



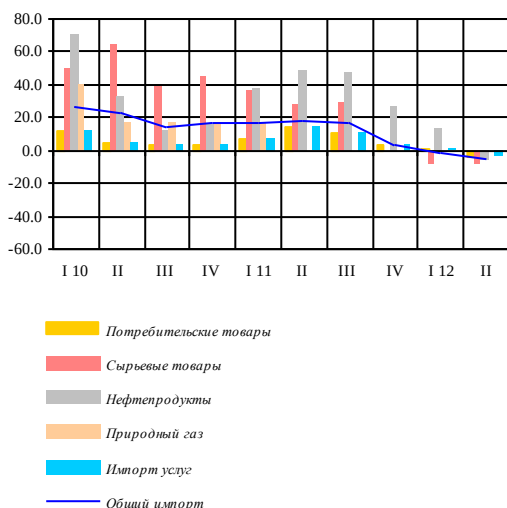
при помощи процентных ставок, сформировавшихся на финансовом рынке, можно сдерживать существующую инфляционную среду. Исходя из этого, ЦБ РА оставил в июле-августе процентную ставку без изменения, а в сентябре снизил ее на 0.5 пп, установив на уровне 8.0%. Далее, до июля 2012 года процентная ставка не была изменена. Даже тогда, когда во втором квартале 12-месячная инфляция опустилась ниже нижней границы коридора допустимых колебаний, ЦБ не снизил процентную ставку рефинансирования, руководствуясь, в основном, проявившимися двумя факторами. Во-первых, в мае-июне ослабление драма само по себе означало ослабление денежно-кредитных условий, и, во-вторых, 12-месячная базовая инфляция постоянно находилась в пределах коридора допустимых колебаний. С другой стороны, сформировавшийся за последние месяцы низкий уровень 12-месячной инфляции был обусловлен исключительно сезонным снижением цен на сельхозпродукцию, однако этот фактор исчезнет до конца года, и инфляция приблизится к своему целевому показателю, сохранившись в коридоре допустимых колебаний ± 1.5 пп.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

Цены на импорт. Во втором квартале 2012 года на мировых рынках товаров были отмечены, в основном, тенденции стабилизации цен, и темпы роста цен по сравнению с тем же периодом предыдущего года продолжали снижаться на рынках как основного продовольствия, так и сырья.

В результате, согласно оценкам ЦБ, во втором квартале 2012 года рост г/г долларовых цен на импорт снизился на 5.2%.

Цены на импорт во втором квартале 2012 г. снизились



Показатели	2 кв. 2011	3 кв. 2011	4 кв. 2011	1 кв. 2012	2 кв. 2012
Импорт, общий ⁶ , %	17.8	16.6	3.2	-1.3	-5.2
Импорт, услуги, %	13.7	10.5	3.0	0.6	-4.4
Импорт, товары, %	18.9	18.1	3.2	-1.8	-5.4
Товары капитала ⁷ , %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Потребительские товары, %	13.7	10.5	3.0	0.6	-4.4
Сырьевые и продовольственные товары, %	27.7	29.1	-0.7	-8.7	-9.4
Бриллианты ⁷ , %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Нефтепродукты, %	48.8	47.2	25.9	13.0	-7.0
Природный газ, %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

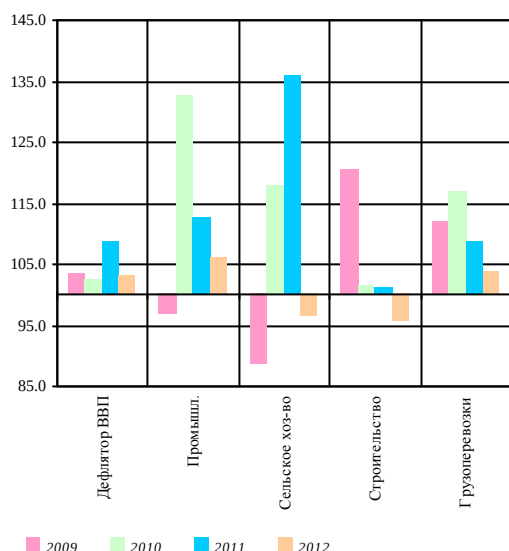
Снижению цен на импорт основное содействие оказало снижение цен на сырьевые и продовольственные товары (2.9 пп), а также на импортируемые потребительские товары и нефтепродукты (содействие 1 и 0.5 пп соответственно).

Драмовые цены на импортированные товары во втором квартале 2012 года повысились г/г в среднем на 54.5% в условиях 5.2% г/г снижения долларовых цен на импорт и 6.8% ослабления г/г среднего номинального обменного курса драм РА/доллар США.

⁶ Временные ряды были пересмотрены в соответствии со стандартами Международной финансовой статистики.

⁷ Отсутствие данных по товарам капитала и бриллиантам обусловлено их фактической большой волатильностью, и поэтому изменению цен дана нулевая оценка.

В январе-июне 2012 г. рост цен был отмечен в отрасли промышленности и в сфере грузоперевозок



Цены производителей⁸. Во втором квартале 2012 года дефлятор ВВП составил, согласно оценкам ЦБ, примерно 102.9 г/г, что является следствием роста индекса цен промышленной продукции и грузоперевозок.

Сравнительно большой рост цен был отмечен в **отрасли промышленности**. Во втором квартале рост г/г цен составил 6%, в результате рост г/г за январь-июнь составил 6.1%, что было обусловлено, в основном, ростом цен в обрабатывающей промышленности на 4.1% и производства и распределения энергии, газа - на 22.1%. Подобный рост цен явился результатом непрерывного восстановления мирового и внутреннего спроса и установления новых, сравнительно высоких тарифов⁹ энергопроизводящих станций.

В **сельском хозяйстве** цены в течение квартала снизились г/г на 4.3%¹⁰, в результате снижение г/г за январь-июнь составило 3.6%, обусловленное 24.2% дефляцией в растениеводстве. Причем содействие дефляции, отмеченной в растениеводстве, в большей мере оказал спад цен на зерновые культуры - 16.4% г/г, картофель и овощно-бахчевые культуры - 17% г/г и на фрукты - 34.9% г/г, а содействие 4.4% росту цен в животноводстве в основном оказал 16.5% рост цен на мясо.

В **строительстве** во втором квартале также была отмечена дефляция - 2.8% г/г, в результате снижение цен за январь-июнь составило 4.4% г/г, обусловленное медленным восстановлением строительства.

Рост цен **грузоперевозок** составил как во втором квартале, так и в январе-июне 3.6% г/г, вследствие роста тарифов на **железнодорожный (10.3%), воздушный (7.2 %) и автомобильный (3%) транспорт**.

3.1.3. Инфляционные ожидания

ЦБ РА продолжил практику проведения опроса относительно инфляционных ожиданий среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств.

Тенденции постепенного снижения 12-месячной инфляции сохранились и во втором квартале, в соответствии с этим финансовая система пересмотрела свои прогнозы относительно инфляционных ожиданий для годовичного отрезка. Например, по результатам опроса, проведенного во втором квартале, среди банков увеличилось число респондентов, выбравших ожидания сравнительно низкой 12-месячной инфляции 2.5 - 5.5% коридор (57.0% банков вместо 48.0% за предыдущий опрос). Удельный вес банков, выбравших коридор инфляции 5.5 - 8.5%, снизился с 43.0% до 38.1%. Результаты опроса кредитных организаций несколько отличаются, поскольку их выбор распределился равномерно между этими двумя прогнозами - по 38%. По результатам опроса второго квартала инфляционные ожидания домохозяйств также смягчились - средний коридор ожидаемой инфляции снизился с предыдущих 5.0% до 4.1%.

По результатам опроса, коммерческие банки и кредитные организации для годовичного горизонта ожидают сохранения стабильного уровня рыночных процентных ставок, за исключением ставок по привлекаемым и размещаемым средствам в драмах, в отношении которых банки ожидают некоторый рост.

⁸ Изменение за январь-июнь 2012 года индексов представленных здесь цен дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

⁹ Вышеуказанные изменения не оказали какого-либо воздействия на тарифы электроэнергетики, продаваемой конечному потребителю.

¹⁰ Представлены цены на сельхозпродукцию от производителя.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение

Показатель экономической активности¹¹. Экономический рост за первый квартал 2012 года составил 4.7% г/г.

Что касается показателя экономической активности за январь-июнь 2012 года, то следует отметить, что в результате ускорения ПЭА во втором квартале, рост в январе-июне составил 7.8% г/г, что явилось следствием роста объемов выпуска промышленности и сферы услуг. Причем, согласно оценке ЦБ, составленной на базе ПЭА, реальный рост в январе-июне 2012 года составит г/г 5.4%-5.7%¹².

Показатель роста добавленной стоимости в **отрасли промышленности** оценивается примерно 12% г/г, что обусловлено ростом добычи металлической руды (16.5%), объемов производства пищевых продуктов (6.9%), напитков (37%), металлургии (11%), строительных материалов (17.5%) и ювелирных изделий (19.9%), вследствие роста внешнего спроса в условиях непрерывного восстановления внутренней и мировой экономик. Росту добавленной стоимости в отрасли большое содействие оказал также высокий рост объемов производства электроэнергии и газа (7.2%), обусловленный ростом экономической активности, равно как и ростом объемов экспортируемой в Иран электроэнергии.

Согласно оценкам ЦБ, рост добавленной стоимости в **отрасли строительства** составит примерно 2.6% г/г. Причем спад объемов строительства за счет гуманитарной помощи (77.5%), государственного бюджета (6.8%) и средств организаций (14.8%) был полностью возмещен ростом строительства, осуществленного за счет международных кредитов (12.4%), средств населения (47.7%) и средств общин (в 5.1 раза).

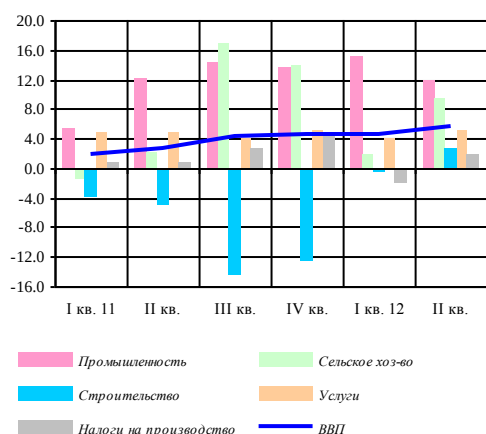
В плане отраслевого распределения строительства росту в отрасли оказал содействие в основном рост объемов строительства в подотраслях *производства электроэнергии, транспорта, торговли, в финансовой сфере и сфере страхования*.

В сфере **услуг** рост добавленной стоимости составил примерно 5% г/г, что является следствием роста объемов оказанных услуг и торговли на 12% и 2.4% соответственно. Причем, росту объема оказанных услуг в большей мере оказал содействие рост услуг в финансовой сфере и в страховании (24.6%), в сфере информатики и связи (5.8%), транспорта (9.9%) и турагентств (46.8%). Рост торговли был полностью обусловлен ростом объемов оборота розничной, оптовой торговли и торговли автомобилями на 2%, 1.9% и 11.5% соответственно.

В **сельском хозяйстве** рост добавленной стоимости, согласно оценке ЦБ РА, составит 9.5% г/г за счет роста растениеводства и животноводства на 28.4% и 1.2% соответственно. Причем, 2.4% рост в животноводстве был в основном обусловлен ростом объемов реализации убойного скота и птицы на 0.8% и ростом объемов производства молока и яиц на 1.9% и 2.4%, соответственно.

Рост в растениеводстве явился результатом довольно высокого роста зерновых культур (в 2.7 раза), картофеля (10%), овощей (17%), бахчевых культур (в 4.2 раза) и плодов (91%).

Темп роста г/г реального ВВП, рассчитанный по росту добавленной стоимости

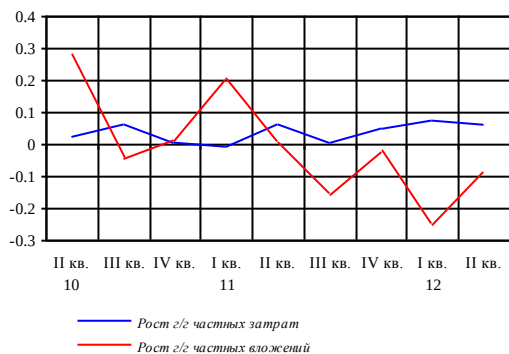


¹¹ Показатели отраслей экономики за январь-июнь являются оценками ЦБ РА, а показатели подотраслей – темпы роста г/г выпуска за январь-июнь текущего года, если иное не указывается.

¹² См. колебания по 30% вероятности в графике прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП.

3.2.2. Совокупный спрос

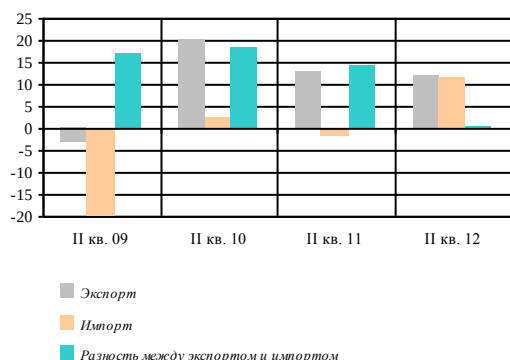
В первом полугодии 2012 года рост частного потребления ускорился, вложений - снизился



Во втором квартале 2012 г. позиция чистого экспорта ухудшилась (чистый реальный экспорт, г/г %, положительный знак - улучшение)



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



Во втором квартале 2012 года развития затрат частного сектора в экономике РА в целом соответствовали базовым сценариям, намеченным в программах денежно-кредитной политики. Однако следует отметить, что в структуре частных затрат рост частного потребления был выше прогнозируемого, а показатель спада частных вложений - больше прогнозируемого.

Согласно оценкам ЦБ, во втором квартале 2012 года частное потребление увеличилось на 6,2%, отразив рост в сфере услуг (особенно в торговле) и сельском хозяйстве.

Сравнительно высокому росту частного потребления оказали содействие высокий рост экономической активности, непрерывность высокого роста объемов кредитования, стабильный уровень притока денежных переводов из-за границы, а также существующая в экономике низкая инфляционная среда. Во втором квартале 2012 года частные вложения сократились на 8,4%, выразив негативные развития, отмеченные в строительстве с начала года. Воздействие спада отрасли строительства на частные вложения было смягчено непрерывным ростом объемов кредитования в экономике. В результате вышесказанного во втором квартале частные затраты увеличились на 3,5%. В условиях 0,6% роста государственных затрат внутренний спрос увеличился на 2,8%.

О вышеуказанных развитиях частных затрат свидетельствуют также рассчитываемые и публикуемые ЦБ РА агрегированные экономические индексы¹³. Во втором квартале 2012 года индекс текущих условий доверия потребителей вырос на 6,2, а индекс деловой активности - на 2,3%.

Вследствие изменений частных затрат, во втором квартале 2012 года геп между частными расходами и их потенциальным уровнем, оцениваемый отрицательно в 2011 году, обнулится. Согласно оценкам ЦБ РА, во втором квартале 2012 года затраты частного сектора оказали неинфляционное воздействие.

Во втором квартале 2012 года воздействие внешнего спроса на реальный рост ВВП было отрицательным. Был отмечен рост негативного баланса реального чистого экспорта товаров и услуг на 10,7% г/г¹⁴. Долларовое выражение негативного баланса чистого экспорта товаров и услуг в текущем квартале увеличилось по сравнению с тем же кварталом предыдущего года.

Высокие темпы реального роста экспорта товаров и услуг сохранились во втором квартале 2012 года и, согласно оценкам, составили 12,0%, благодаря в основном сохранению высокого темпа роста в отрасли промышленности. Темпы роста долларовых цен экспорта товаров и услуг замедлились в условиях ускорения снижения темпов роста цен на экспорт и составили 2,1%¹⁵.

В условиях ускорения темпов роста активности внутренней экономики и снижения цен на импорт темпы реального роста импорта товаров и услуг ускорились во втором квартале 2012 года и составили 11,4% г/г. Долларовый рост импорта товаров и услуг¹⁶ составил в текущем квартале 4,8% г/г.

Рост притока некоммерческих переводов физических лиц во втором квартале 2012 года составил 6,8% г/г в условиях 5,6% г/г роста оттока. В результате, в текущем квартале темпы роста чистого притока некоммер-

¹³ См <http://www.cba.am/am/SitePages/statsscci.aspx>

¹⁴ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

¹⁵ Рост экспорта товаров (ФОб) в январе-июне составил 6,7%. Показатели экспорта услуг за второй квартал 2012 года являются прогнозами.

¹⁶ Рост импорта товаров (СИФ) в январе-июне составил 6,7%. Показатели импорта услуг за второй квартал 2012 года являются прогнозами.

ческих переводов физических лиц замедлились и составили 7.1% г/г вследствие некоторого замедления темпов роста экономики России во втором квартале 2012 года.

3.2.3. Рынок труда¹⁷

Развития рынка труда первого полугодия 2012 года соответствовали, в целом, отмеченному в экономике росту, благодаря чему на рынке труда существенных неравновесий не отмечалось. Согласно оценкам ЦБ РА, во втором квартале 2012 года рост среднемесячной номинальной заработной платы составил 6.2%, выразив рост заработных плат в частном секторе и умеренный рост заработных плат в организациях с бюджетным финансированием. В результате, реальный рост заработных плат составил 5.2%. В частном секторе на рост номинальной зарплаты существенное воздействие оказал непрекращающийся рост производительности в промышленности и сфере услуг, и параллельный с экономическим ростом рост спроса на рабочую силу, а также отмеченная в предыдущем году инфляция. Уровень официально зарегистрированной безработицы снизился на 0.8 пп, составив 6.2%.

В условиях растущего спроса на рабочую силу среднеквартальный уровень безработицы снизился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года на 0.3 пп, а по сравнению с предыдущим кварталом – на 2 пп, составив 18.9%.

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

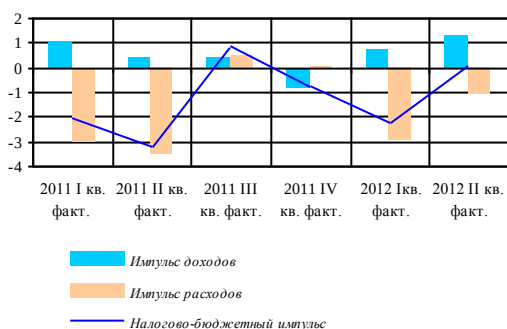
3.2.4. Налогово-бюджетная политика¹⁸

Во втором квартале 2012 года налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, нейтральное воздействие, что соответствует прогнозу ЦБ РА. Это было обусловлено 1.25 расширяющим воздействием доходов и 1.10 сдерживающим воздействием расходов. Фактические расходы второго квартала остались в пределах прогноза ЦБ РА, однако по части квартальных пропорций государственного бюджета была отмечена экономия на 27.0 млрд. драмов.

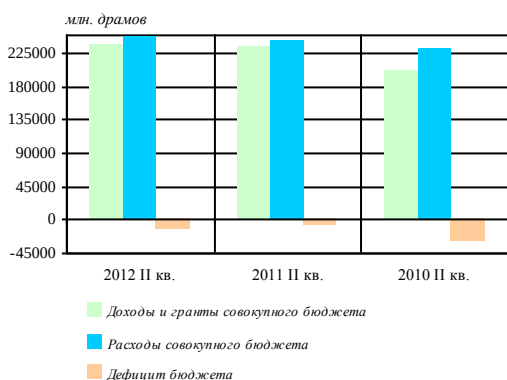
Примечательно, что отмеченная и во втором квартале высокая экономическая активность оказала свое положительное воздействие на обеспечение, и даже некоторое перевыполнение сбора доходов в государственный бюджет в соответствии с запланированными пропорциями.

Рост совокупного бюджета по части налоговых доходов и платежей по социальному страхованию составил по сравнению со вторым кварталом предыдущего года 5.2%. Рост г/г косвенных налогов в структуре налогов составил 5.9%, а прямых налогов - 9.0%. В структуре прямых налогов рост был отмечен по всем видам налогов, в частности, рост налога на прибыль составил 10.6%, подоходного налога – 11.4%.

Во втором квартале 2012 года налогово-бюджетный импульс оказал нейтральное воздействие



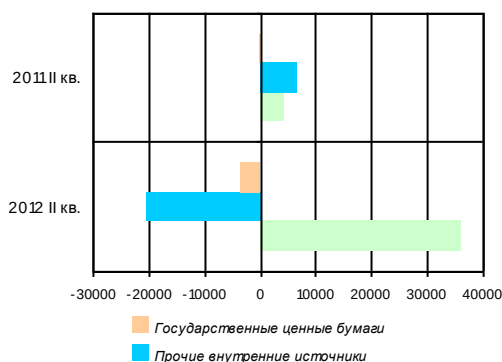
Основные показатели бюджета во вторых кварталах 2010 -2012 гг.



¹⁷ Данные рынка труда за второй квартал 2012 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях за апрель и май 2012 года и оцененных показателях за июнь. Оценки роста в подразделе даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

¹⁸ Анализ налогово-бюджетного сектора совершен по показателям совокупного бюджета, составленным на основе предварительных фактических показателей, (включая показатели групп по реализации проектов).

Дефицит бюджета во втором квартале 2012 года был
финансирован за счет внешних источников



В первом квартале бюджетные расходы РА увеличились по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 2.6%. Причем, текущие расходы увеличились г/г на 4.8%, где рост г/г *государственного потребления* составил 5.6%. По части статьи **“Операции с нефинансовыми активами”** или **капитальные расходы** снизились на 11.3%. Обусловлено это, в основном, недополучением расходов по части реализации программ, финансируемых извне.

Дефицит бюджета, сформировавшийся во втором квартале в условиях вышеуказанных показателей доходов и расходов, составил 12.6 млрд. драмов или около 29.3% предусмотренного годового показателя.

Подводя итоги результатов первого полугодия следует отметить, что благодаря экономической активности доходы государственного бюджета по запланированным пропорциям были перевыполнены на 3.3 млрд. драмов, а рост доходов по сравнению с тем же периодом предыдущего года составил 5.2% или 20.3 млрд. драмов. Уровень государственных расходов (включая средства групп по реализации проектов) по сравнению с тем же периодом предыдущего года почти не изменился.

По результатам полугодия дефицит бюджета составил 20.8 млрд. драмов или 15.7% запланированного годового показателя.

В целом, осуществленная в первом полугодии налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос 0.8 пп сдерживающее воздействие.

3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Деньги и кредиты

В течение первого квартала 2012 года развития денежно-кредитной политики соответствовали, в основном, ожидаемому сценарию. В течение квартала драмовые вклады уменьшились на 12.7 млрд. драмов (3.9%), причем срочные драмовые вклады уменьшились на 13 млрд. драмов.

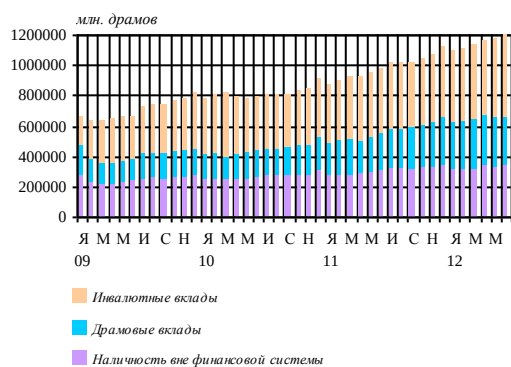
Инвалютные вклады увеличились на 56 млрд. драмов или 11.6% (без воздействия изменения обменного курса – на 4.3%), в основном за счет роста срочных инвалютных вкладов, преобладающая часть которых пришлось на долю домохозяйств. Срочные инвалютные вклады увеличились на 15.6 млрд. драмов.

Наличность вне финансовой системы увеличилась в течение квартала на 17.6 млрд. драмов (5.5%). В результате вышеуказанных движений денежная масса увеличилась в течение второго квартала на 61.2 млрд. драмов и составила 1 трлн. 195 млрд. драмов, а драмовая масса – на 5 млрд. драмов и составила около 655 млрд. драмов.

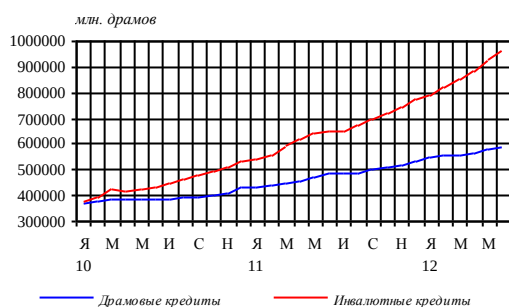
Во втором квартале 2012 года довольно высокий рост кредитования сохранился. Объемы кредитования увеличились на 152 млрд. драмов или 10.5%. В структуре кредитования вновь преобладало кредитование в инвалюте, рост которого составил 13.6% (без воздействия обменного курса – 3.2%). Предоставленные кредиты были в основном направлены частным предприятиям. Кредиты в драмах увеличились в течение квартала на 32 млрд. драмов (5.7%), в основном, за счет кредитов, предоставленных домохозяйствам.

На основе индексов предложения, спроса на кредитование, доступности кредитов и кредитоспособности клиентов, оцененных в проведенном во втором квартале опросе **“Об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА”**, во втором квартале было отмечено уменьшение темпов роста как спроса на бизнес-кредиты и потребительские кредиты, так и их предложения. В то же время, упро-

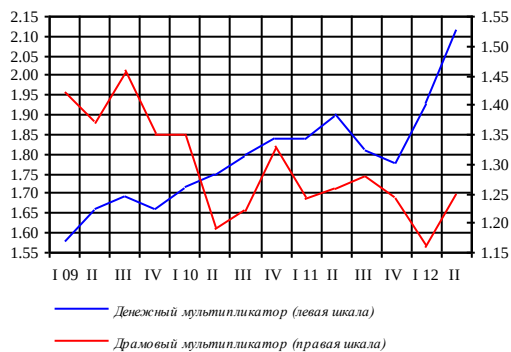
Во втором квартале 2012 г. рост инвалютных вкладов
превысил рост драмовых вкладов



Во втором квартале 2012 г. объемный рост
кредитования вновь был обеспечен исключительно за
счет роста инвалютных кредитов



Денежный и драмовый мультипликаторы



щение условий кредитования замедлилось, однако в следующем квартале ожидается существенное оживление этого процесса.

На конец июня 2012 года был отмечен 12-месячный рост следующих денежно-кредитных показателей: денежная и драмовые массы увеличились на 21.9% и 20.7% соответственно, денежная база – на 10.5%, наличность вне финансовой системы – на 12.6%, драмовые вклады – на 30.8%, инвалютные вклады – на 23.4% (без воздействия обменного курса – 10.5%). В результате уровень долларизации (инвалютные вклады/денежная масса) увеличился по сравнению с показателем того же периода предыдущего года на 0.5 пп и составил 45.2%. 12-месячный показатель роста кредитования экономики составил 36.5%.

Коэффициенты монетаризации и драмизации экономики, характеризующие финансовое посредничество, составили по результатам квартала 2.1 и 1.3 соответственно. В том же периоде 2011 года указанные показатели составляли 1.9 и 1.3.

3.3.2. Процентные ставки

Во втором квартале 2011 года Совет ЦБ оставил процентную ставку рефинансирования без изменения – на уровне 8.0%. Был уменьшен коридор процентных ставок по вложенным банками в ЦБ средствам и привлекаемым ЦБ ломбардным репо и они были установлены на уровне – 5.5 % и 10.5% соответственно – в целях снижения волатильности процентных ставок на рынке.

Во втором квартале общий объем основного инструмента ЦБ операций репо составил примерно 185.0 млрд. драмов по средней процентной ставке 11.29%, что ниже показателя предыдущего квартала на 0.86 пп. Объем структурного инструмента – долгосрочного репо – составил в течение квартала примерно 1.5 млрд. драмов по средней процентной ставке 9.6% (в предыдущем квартале средняя ставка составила 11.26%). Во втором квартале ЦБ заключил также обратные репо, общий объем которых составил примерно 22.0 млрд. драмов по почти не изменившейся с первого квартала средневзвешенной процентной ставке 7.98%.

Вместе с этим коммерческие банки применили инструменты постоянной возможности. Объем заключенных операций по ломбардным репо составил 179.4 млрд. драмов, что почти вдвое превышает показатель предыдущего квартала, а валовой объем вложенных денежных средств составил 318.0 млрд. драмов, что меньше показателя предыдущего квартала на 60 млрд. драмов.

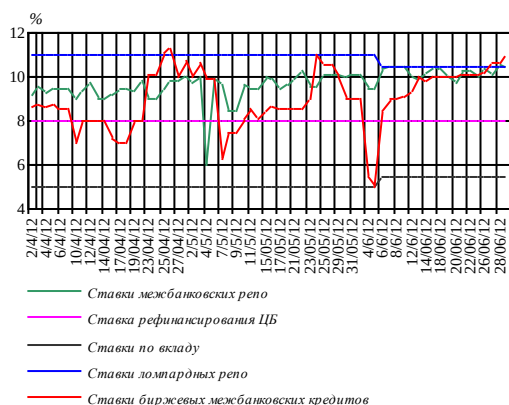
Объем депозитного аукциона (новый инструмент, примененный в первом квартале 2012 года) составил 68 млрд. драмов, превысив почти вдвое показатель предыдущего квартала.

В течение квартала активизировался рынок биржевых межбанковских кредитов (overnight). В результате объем межбанковских кредитов составил примерно 12754 млрд. драмов (в предыдущем квартале – 1214 млрд. драмов), а средняя процентная ставка повысилась на 0.55 пп, составив 9.16%.

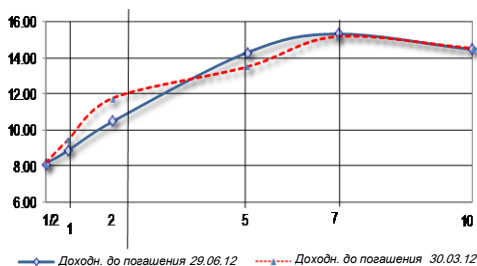
Во втором квартале 2012 года объем операций на рынке межбанковских и внутрибанковских репо составил 285.9 млрд. драмов, увеличившись по сравнению с предыдущим кварталом на 31.3 млрд. драмов. Процентная ставка рыночного репо, снизившись по сравнению с предыдущим кварталом на 0.35 пп, составила 10.25%.

Удельный вес операций, осуществленных между коммерческими банками, в общем объеме рынка репо составил примерно 37% (в преды-

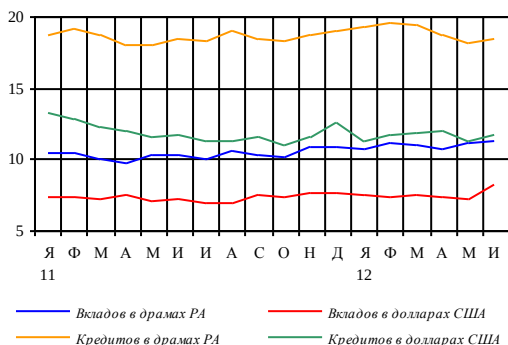
Сратгосрочные процентные ставки в конце квартала выросли



На вторичном рынке было отмечено снижение процентных ставок в краткосрочном периоде



Процентные ставки по вкладам и кредитам



дущем квартале – 32%). Средняя процентная ставка на рынке межбанковского репо снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 0.37 пп, составив 9.8%.

Объем выпуска краткосрочных государственных (казначейских) облигаций составил в течение второго квартала 2012 года 11.0 млрд. драмов (в предыдущем квартале – 9.0 млрд. драмов). В условиях большого спроса на облигации весь объем выпуска был полностью размещен. Несмотря на то, что в июне, по сравнению с мартом, был отмечен рост среднемесячных процентных ставок, однако средние квартальные уровни процентных ставок снизились по сравнению с предыдущим кварталом на 0.16 пп и составили 8.95%. Средняя месячная процентная ставка в июне составила 8.97%, в марте - 8.77%.

Как показывает изучение кривых рентабельности, на вторичном рынке ГО наблюдается значительное перемещение в сторону снижения в срочном отрезке в 1-2 года и в сторону повышения в отрезке – 3-5 лет. В целом, рост вогнутости кривой был незначительным – с 0.34 до 0.38.

Во втором квартале в банковской системе средние процентные ставки по кредитам и вкладам в драмах и долларах США по сравнению с предыдущим кварталом почти не изменились и составили 11.1% и 7.61%, соответственно. Почти не изменилась разность между средними процентными ставками по вкладам в драмах и в долларах США, составив 3.45 пп.

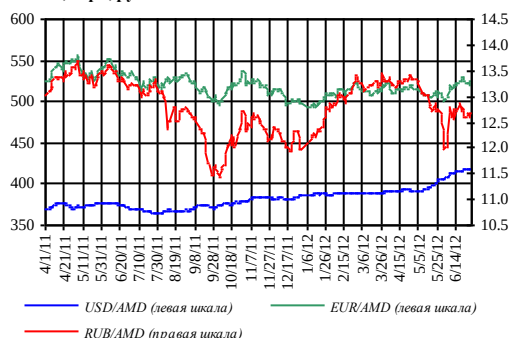
Во втором квартале 2012 года средняя процентная ставка по предоставленным кредитам в драмах составила 18.41%, а по кредитам, предоставленным в долларах США – 11.76%. По сравнению с предыдущим кварталом средняя процентная ставка по кредитам, предоставленным в драмах РА, снизилась на 1.1 пп, а по кредитам в долларах США – не изменилась. В результате разность между средними процентными ставками по кредитам в драмах РА и в долларах США составила 6.7 пп (в предыдущем квартале – 7.8 пп).

Разность между средними процентными ставками по кредитам и вкладам в драмах РА уменьшилась и составила 6.5 пп, а между средними процентными ставками по кредитам и вкладам в долларах США осталась почти без изменений и составила 4.0 пп.

3.3.3. Обменный курс

Средний рыночный обменный курс драма к доллару США к концу второго квартала 2012 года ослабел по сравнению с концом предыдущего квартала на 6.5% и составил 418.01 драма.

Обменный курс драма РА по отношению к доллару США, евро, рублю РФ



Динамика кв/кв обменного курса драма РА во втором квартале 2012 г.

Валютная пара	31.03.2012 (драм РА)	31.06.2012 (драм РА)	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	390.64	418.01	-6.55
EUR/AMD	521.39	525.61	-0.80
RUB/AMD	13.31	12.68	+4.97

Динамика г/г обменного курса драма РА в первом квартале 2012 г.

Валютная пара	Средний обменный курс второго квартала 2011 г.	Средний обменный курс второго квартала 2012 г.	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	374.18	401.52	-6.81
EUR/AMD	539.15	514.93	+4.70
RUB/AMD	13.38	12.93	+3.48

Совокупный объем операций, осуществленных на внутреннем меж-банковском рынке в течение квартала, составил 2564 млн. долларов США, что на 3.93% больше объема операций, осуществленных в том же периоде предыдущего года (2467 млн. долларов США).

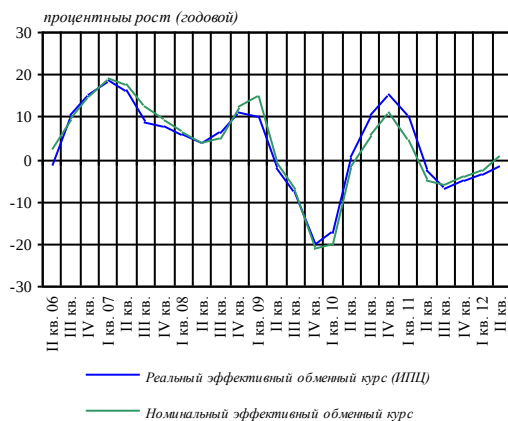
Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро/драм РА составил 507.4 млн. евро (в том же периоде предыдущего года – 206.6 млн. евро).

В целях смягчения резких колебаний обменного курса драма на ин-валютном рынке Центральный банк РА во втором квартале продал банкам РА 94.2 млн. долларов США.

Во втором квартале 2012 года номинальный обменный курс драма ослабел кв/кв на 1.6%. Обусловлено это было ослаблением кв/кв средне-квартального обменного курса драм РА/доллар США примерно на 3.2% и ослаблением инвалют стран-партнеров к доллару США в среднем на 1.7%¹⁹.

Номинальный эффективный обменный курс драма окреп по сравнению с тем же периодом предыдущего года в среднем на 1.1%, причем ослабление г/г среднего курса драм РА/доллар США на 6.8% было более чем нейтрализовано ослаблением валют стран-партнеров по отношению к доллару США в среднем на 8.4%. В условиях ослабления кв/кв номинального эффективного обменного курса драма на 1.6%, реальный обменный курс, рассчитанный по индексу цен производителей, ослабел кв/кв на 2.1%, причем инфляция в Армении составила в среднем 2.1% г/г, а в странах-партнерах средневзвешенная инфляция составила 1.3% кв/кв.

Во втором квартале 2012 г. реальный обменный курс продолжал слабеть



Процентный рост г/г ×	2 кв. 2011	3 кв. 2011	4 кв. 2011	1 кв. 2012	2 кв. 2012
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	-2.6	-6.7	-4.9	-3.5	-1.5
Инфляция в РА	9.2	5.1	4.4	3.4	1.0
Номинальный обменный курс в РА (+ укрепление)	2.7	-0.9	-5.3	-5.7	-6.8
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	6.2	5.5	4.9	4.0	3.5
Средневзвешенный номинальный обменный курс стран – торговых партнеров (+ укрепление по отношению к доллару)	7.3	5.1	-1.2	-3.1	-8.4

Укрепление реального обменного курса = Инфляция в РА + Укрепление номинального обменного курса в РА - Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров – Укрепление средневзвешенного номинального обменного курса стран – торговых партнеров

Во втором квартале 2012 года реальный эффективный обменный курс ослабел по сравнению с тем же периодом предыдущего года в среднем на 1.5%, в основном из-за опережающей инфляции в странах-партнерах, частично нейтрализовавшись укреплением номинального эффективного обменного курса драма РА. Средневзвешенная инфляция стран-партнеров составила 3.5%, а среднеквартальная инфляция в РА составила по сравнению с тем же периодом предыдущего года 1%, и указанная разница оказала содействие ослаблению реального обменного курса.

¹⁹ Это средневзвешенный показатель по валютам основных стран-партнеров.

3.4. Платежный баланс

Во втором квартале 2012 года ухудшение г/г текущего счета было обусловлено, в основном, ускорением темпа роста реальных объемов импорта в условиях сохранения высоких темпов роста экономической активности, а также снижением цен на экспорт. Рост денежных переводов физических лиц продолжился в текущем квартале. Чистый приток счетов капитала и финансовых средств увеличился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года.

3.4.1. Текущий счет

Во втором квартале 2012 года в условиях развитий мировой и внутренней экономик дефицит текущего счета по сравнению с тем же кварталом предыдущего года увеличился на 45.3 млн. долларов США и составил 380 млн. долларов США. Ухудшение позиции текущего счета было обусловлено, в основном, углублением дефицита товарного баланса.

Дефицит товарного баланса увеличился во втором квартале 2012 года на 39.4 млн. долларов и составил 539.1 млн. долларов США. В условиях слабого внешнего спроса рост реальных объемов экспорта, тем не менее, продолжился, обусловленный сохранением высоких темпов роста в промышленности РА. В условиях увеличения темпов снижения г/г цен на экспорт, долларовая стоимость экспорта товаров осталась на уровне второго квартала предыдущего года. В структуре долларовой стоимости экспорта положительное содействие на 7.5 пп оказали товары группы “Готовая пищевая продукция”, тогда как содействие товаров групп “Недрагоценные металлы и изделия из них” и “Сырьевая продукция” было отрицательным - на 5.0 и 4.7 пп соответственно²⁰.

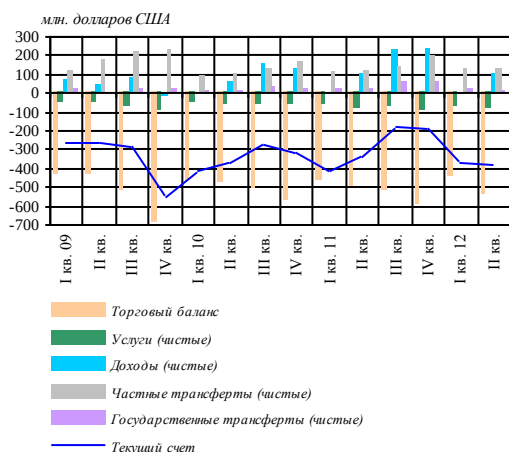
В условиях сохранения темпов роста внутренней экономической активности и ускорения темпов замедления г/г долларовых цен на импорт, во втором квартале 2012 года сохранился высокий темп реального роста импорта товаров, а темпы долларовых цен на импорт замедлились. Рост г/г долларовой стоимости импорта товаров составил во втором квартале 3.8% г/г. Рост долларовой стоимости импорта товаров был обусловлен положительным содействием товаров группы “Готовая пищевая продукция” и “Производство химических продуктов, химикатов” на 2.2 и 1.6 пп соответственно.

С точки зрения географии распределения внешней торговли наблюдалось следующее. Дефицит г/г торгового баланса с СНГ уменьшился на 19.3 млн. долларов США. Рост дефицита торгового баланса со странами Евросоюза увеличился на 20.2 млн долларов США, а рост г/г дефицита с группой “Прочие страны” обусловлен, в основном, ростом дефицита торгового баланса с США, Бразилией и Ираном.

Дефицит баланса услуг во втором квартале 2012 года увеличился г/г на 4.0 млн. долларов США и составил 83.3 млн. долларов США. Рост г/г экспорта и импорта услуг составил 9.5% и 8.1% соответственно.

Темпы роста г/г денежных переводов физических лиц²¹ слегка замедлились вследствие замедления темпов экономического роста России²². Во втором квартале 2012 года чистый приток доходов от сезонных

Дефицит текущего счета увеличился по сравнению со вторым кварталом предыдущего года



²⁰ Показатели экспорта и импорта по отраслям и географическому распределению представлены по ценам FOB и CIF соответственно.

²¹ В первом квартале 2012 г. был отмечен 7.1% рост з/г чистого притока некоммерческих переводов физических лиц по банковской системе.

²² Согласно оценкам Государственной статистической службы России экономический рост России во втором квартале 2012 года составил 3.9% з/г.

выездных работников увеличился г/г на 7.1% и составил 239.5 млн. долларов США. Этот рост более чем возместил чистый отток по статье “Доходы от инвестиций”. В результате по статье “Доходы” был отмечен чистый приток на 101.4 млн. долларов США. Чистый приток частных трансфертов увеличился в текущем квартале на 7.7% г/г и составил 130.4 млн. долларов США.

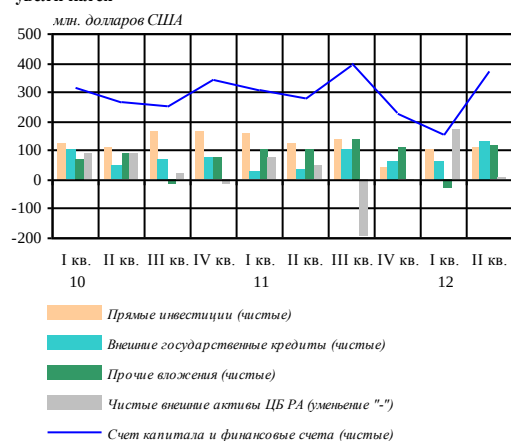
3.4.2. Счет капитала и финансовых средств²³

Во втором квартале 2012 года по счетам капитала и финансовым средствам был отмечен рост г/г чистого притока на 94.6 млн. долларов США и составил 375.9 млн. долларов США. Чистые внешние активы Центрального банка РА уменьшились во втором квартале на 4.1 млн. долларов США. Чистый приток капитальных трансфертов составил 22.0 млн. долларов США (в том же квартале предыдущего года – 24.4 млн. долларов США).

Чистый приток иностранных прямых инвестиций в текущем квартале составил 110.2 млн. долларов США (в том же квартале предыдущего года – 120.4 млн. долларов США). Чистый приток государственных кредитов составил 127.7 млн. долларов США (в том же квартале предыдущего года – 33.8 млн. долларов США).

Чистые внешние активы частного сектора уменьшились во втором квартале 2012 года на 116.0 млн. долларов США. В том числе, чистые внешние активы остального частного сектора (без банков) уменьшились на 56.0 млн. долларов США, а чистые внешние активы банковского сектора уменьшились на 60.0 млн. долларов США.

Во втором квартале 2012 г. чистый приток г/г средств по статье “Счет капитала и финансовых средств” увеличился



3.5. Внешняя среда

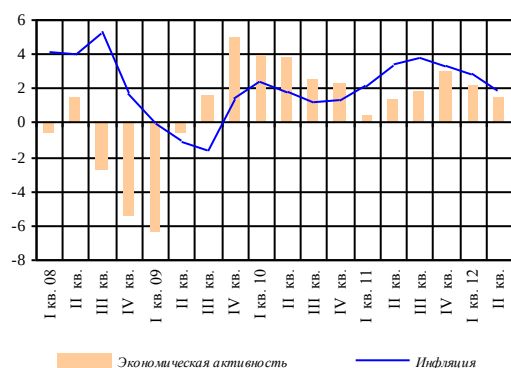
Сформированные в начале года позитивные ожидания восстановления мировой экономики и признаки быстрого экономического восстановления не имели продолжительного характера, и обострение долговых проблем в Евросоюзе увеличило волатильность на финансовых рынках.

Последние развития предопределяют замедление, по сравнению с прогнозом, экономического роста как в развитых, так и развивающихся странах, а развития в еврозоне обусловят последующий ход мировой экономики. Например, во втором квартале в еврозоне обострились факторы, влияющие на стабильность финансовой системы, и усилились долговые проблемы стран, а геополитическая напряженность сохранилась.

Во втором квартале 2012 года темпы роста экономики **США** замедлились, а уровень безработицы оставался высоким. Согласно предварительным оценкам Бюро анализа Министерства торговли США, во втором квартале в Соединенных Штатах Америки был отмечен 1.5% среднегодовой экономической рост кв/кв, вместо 2% в предыдущем квартале. Положительное содействие экономическому росту оказали частные затраты, вложения и экспорт, а содействие государственных расходов и импорта было отрицательным. Отмеченная во втором квартале 2011 года среднеквартальная инфляция в США продолжала снижаться и составила г/г 2% вместо 2.8% в предыдущем квартале (снижение г/г обусловлено снижением цен на нефтепродукты).

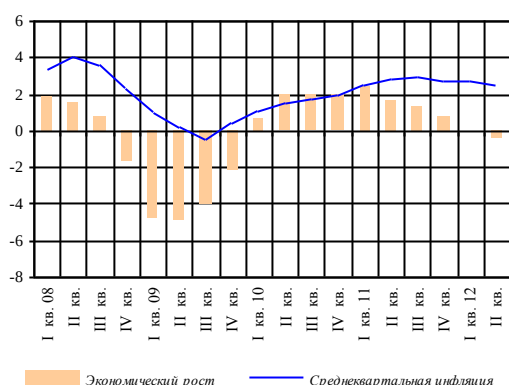
Федеральная резервная система США, базируясь на ожидаемые медленные темпы развития экономики в США, продолжила проведение

Во втором квартале в США экономическая активность замедлилась, а инфляция снизилась



²³ Показатели второго квартала 2012 г. по статье “Счет капитал и финансовых средств” являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

В еврозоне темпы экономического роста продолжали замедляться



политики низких процентных ставок, а также снижения долгосрочных процентных ставок.

Согласно оценкам Евростата в **еврозоне** во втором квартале 2012 года был отмечен 0.4% экономический спад.

Индекс потребительских цен в еврозоне во втором квартале повысился г/г в среднем на 2.5%, что ниже показателя предыдущего квартала на 2.7% (обусловлено, в основном, снижением мировых цен на нефтепродукты).

Хотя показатель инфляции продолжает оставаться на 2% выше целевого уровня, Европейский центральный банк, под воздействием экономических проблем в еврозоне, вновь оставил процентную ставку рефинансирования на прежнем уровне, а в июле снизил на 0.25 пп, установив на уровне 0.75%.

В течение квартала доллар США начал медленно укрепляться по отношению к евро - в среднем на 2.3%, составив 1.28 доллара США за евро (укрепление г/г составило 12.2%).

Следует добавить, что на фоне указанных развитий, трехмесячная межбанковская процентная ставка LIBOR снизилась во втором квартале, составив в среднем 0.47%.

Темпы экономического роста **России**, в условиях долговых проблем еврозоны и снижения мировых цен на нефть, во втором квартале 2012 года значительно замедлились, и, согласно оценкам Министерства экономического развития РФ, составили 4.0% г/г. Во втором квартале в отраслях экономики были отмечены следующие развития: темпы роста в промышленности замедлились, составив 2.3% г/г (в предыдущем квартале – 4%). В оптовой торговле сохранились высокие темпы роста, увеличившись во втором квартале на 6.7% г/г. В строительстве темпы роста также сохранились и составили 5.4% г/г.

На фоне развитий мировой и внутренней экономик во втором квартале 2012 года, позиция г/г текущего счета ослабла, а чистый отток капитала замедлился. Профицит текущего счета уменьшился г/г на 2.7 млрд. долларов и составил 19.2 млрд. долларов США. Чистый отток капитала составил 2.6 млрд. долларов США (в том же квартале предыдущего года – 9.0 млрд. долларов США).

В текущем квартале резервы Центрального банка России увеличились на 15.0 млрд. долларов США (чистый отток по статье “Ошибки и пропуски” составил 6.8 млрд. долларов США).

В условиях снижения в течение второго квартала 2012 года цен на нефть и углубления долгового кризиса в еврозоне рубль РФ ослабел г/г по отношению к доллару США на 10.8%.

Низкий уровень инфляции во втором квартале сохранился и составил 3.8% г/г. На фоне тенденций ослабления обменного курса рубля темпы инфляции в июне ускорились.

В течение второго квартала 2012 года Центральный банк России оставил процентную ставку рефинансирования на прежнем уровне 8.0%. Указанное решение было принято, учитывая оценки инфляционных рисков и будущие развития экономического роста, включая увеличение неопределенностей относительно развитий внешней экономической ситуации.

Во втором квартале 2012 года в **Китае** был отмечен низкий экономический рост – 7.8%, а среднеквартальная инфляция снизилась по сравнению с тем же показателем предыдущего квартала, составив 2.9% г/г.

В условиях вышеуказанных развитий во втором квартале 2012 года на мировых рынках основных сырьевых и продовольственных товаров были отмечены дефляционные тенденции.

Например, в условиях пессимистических ожиданий относительно мирового экономического роста и ослабления доллара США, ослабло напряжение на мировых рынках нефти, и цены значительно снизились по сравнению со сформировавшимся в марте высоким уровнем. Средняя цена за баррель нефти марки Brent снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 8.2%, составив в июне в среднем 95 долларов США за баррель (среднеквартальное снижение г/г - 7%).

Среди промышленных металлов цена кв/кв на медь во втором квартале 2012 года снизилась на 6%, составив в среднем 7830 долларов США за тонну (снижение г/г – 14.7 %).

Укрепление доллара на мировых финансовых рынках в течение квартала, а также признаки восстановления экономики США, ослабили инвестиционный спрос на золото и мировые цены на золото снизились по сравнению с предыдущим кварталом на 4.7% (рост г/г – 6.8%) и составили 1613 долларов США за тройскую унцию.

Мировые цены на продовольственные товары проявили во втором квартале 2012 года тенденции снижения. Индекс цен на продовольствие, публикуемый Продовольственной и сельскохозяйственной организацией Объединенных Наций (ФАО), снизился во втором квартале по сравнению с предыдущим кварталом в среднем на 4%, что на 11% ниже того же показателя предыдущего года.

Мировые цены *на пшеницу* снизились во втором квартале на 3.5%, составив в среднем 7.3 доллара США за бушель (снижение г/г - 20.7%). К концу квартала стали проявляться тенденции повышения цен на пшеницу, обусловленные пессимистическими ожиданиями относительно урожая пшеницы из-за засушливой погоды.

Индекс мировых цен *на сахарный песок* продолжал снижаться во втором квартале и составил 13.6% кв/кв, в результате снижение г/г составило 13%. Отмеченная в конце квартала тенденция к повышению была обусловлена задержкой сбора урожая в Бразилии из-за обильных дождей.

Мировые цены *на рис* в отчетном квартале снизились по сравнению с высоким уровнем в апреле. В июне средняя цена на рис составила 14.5 доллара США за один американский центнер (45.3 кг). Тем не менее, во втором квартале по сравнению предыдущим кварталом был отмечен рост 3.6% кв/кв (рост г/г – 0.8%). Следует отметить, что на мировом рынке риса сохраняется неопределенность из-за государственной политики, проводимой в Таиланде в данной сфере.

Таким образом, в условиях неопределенностей относительно политических решений долговых проблем развитых стран, мировой спрос был слабым, и на мировых рынках основных сырьевых товаров сформировалась дефляционная среда.