

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 8.11.2012 номер 303-А*

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики.
4-ый квартал, 2012*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 3-го квартала 2012 г.*

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	7
2.1. Внешняя среда	7
2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос	9
2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте	13
3. Фактические развития третьего квартала 2012 года	16
3.1. Инфляция	16
3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции	16
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей	17
3.1.3. Инфляционные ожидания.....	18
3.2. Совокупный спрос и предложение	19
3.2.1. Совокупное предложение	19
3.2.2. Совокупный спрос	20
3.2.3. Рынок труда	21
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	22
3.3. Деньги и развития финансового рынка	23
3.3.1. Процентные ставки	23
3.3.2. Деньги и кредиты	24
3.3.3. Обменный курс	25
3.4. Платежный баланс	26
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.

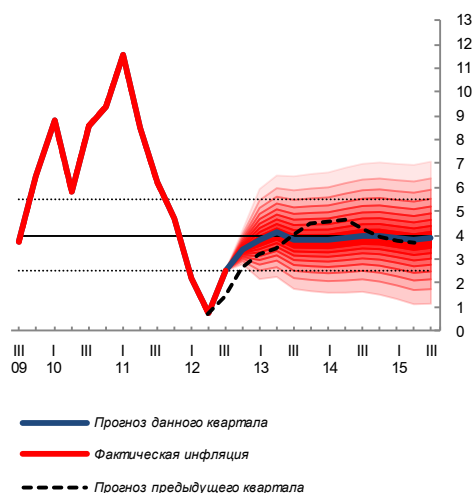
Ежеквартально составлялся прогноз условной инфляции на ближайшие 12 месяцев, формируемой на предположении о неизменности уровня процентных ставок. Прогноз опубликовывался в Программах денежно-кредитной политики. Вместе с этим прогнозировалось ответное поведение процентной ставки, и намечались направления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

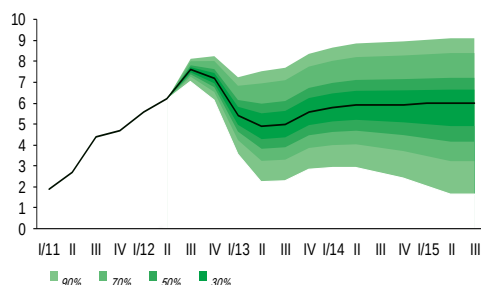
Со второго квартала 2012 года ЦБ расширил горизонт публикуемых прогнозов инфляции - отныне он составит 3 года вместо 1 года. ЦБ также включил в отчет безусловную инфляцию вместо прежней условной инфляции

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

График распределения вариантов прогнозов инфляции (12-месячной)



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



По фактическим результатам третьего квартала 2012 года в течение квартала была отмечена 1,1% дефляция, вместо 2,8% за тот же период предыдущего года. В результате 12-месячная инфляция, после непрерывного снижения в первом полугодии, повысилась в начале третьего квартала и на протяжении всего квартала находилась у нижней границы коридора допустимых колебаний, составив на конец сентября 2,5%. Отмеченная 12-месячная инфляция была обусловлена ростом г/ц на продовольственные товары на 1,8% (содействие общей инфляции 0,96 пп), на непродовольственные товары и тарифы на услуги - на 5,7% и 2,1% соответственно (общее содействие - 1,55 пп).

В прогнозируемом горизонте развития как мировой экономики, так и экономики РА намечают небольшое расширение инфляционной среды, и в ближайшие месяцы 12-месячная инфляция повысится, составив к концу года 3,4%, а затем, в течение *прогнозируемого горизонта*, будет, в основном, управляема в пределах 4% целевого показателя.

Во втором квартале 2012 года *экономический рост* составил 6,6% годовых, в результате рост в январе-июне составил 6,2%. Показатель ПЭА второго квартала 2012 года, опубликованный НСС РА, свидетельствует о высокой экономической активности, что является следствием роста объемов выпуска промышленности, сельского хозяйства и сферы услуг. Согласно базовому сценарию, вследствие ожидаемого ускорения темпов восстановления внутреннего спроса в случае формирования оптимистических ожиданий относительно перспектив роста внутренней экономики и непрерывного восстановления внешнего спроса, в 2012 году ожидается годовой 7-7,4% экономический рост. Причем экономическому росту значительное содействие продолжит оказывать рост добавленной стоимости в сфере услуг, в отраслях промышленности и сельского хозяйства, который составит к концу года 6%, 9,5% и 11% соответственно. Намеченные тенденции экономического роста продолжатся в *прогнозируемом горизонте*, и экономический рост стабилизируется в пределах 5-6%.

Согласно оценкам ЦБ, в 2012 году рост средней номинальной заработной платы *на рынке труда* составит 5,7%, а показатель официально зарегистрированной безработицы снизится на 1,2 пп, составив 17,2%. В случае сохранения намеченных в базовом сценарии развитий экономического роста, подобные темпы роста средней заработной платы и сокращения безработицы на рынке труда продолжатся и в *прогнозируемом горизонте*. В условиях указанных развитий на рынке труда существенных неравновесий, влияющих на инфляцию, не ожидается.

В 2012 году, согласно оценкам ЦБ, в условиях 8% роста частного потребления и 4,8% роста частных вложений *частные затраты* повысятся на 7,2% и вызовут во втором полугодии некоторые инфляционные давления на потребительском рынке. Темпы роста частного потребления и частных вложений в 2013 году были пересмотрены в сторону роста: рост составит 4% и 5% соответственно, а рост частных затрат - 4,4%, в результате замедления темпов которого инфляционное воздействие ослабеет. В *прогнозируемом горизонте* частное потребление будет расти стабильными, но более медленными темпами, чем отмеченные в 2012 году высокие темпы роста, а частные вложения, после спада в первом полугодии 2012, продолжают восстанавливаться и проявят стабильный рост в среднесрочном отрезке, оказав содействие экономическому росту, не вызывая инфляционных давлений.

В третьем квартале 2012 года воздействие *налогово-бюджетной политики* на совокупный спрос, согласно показателю налогово-бюд-

жетного импульса, было нейтральным, оставаясь в рамках прогноза ЦБ РА. Это обусловлено 0,57 расширяющим воздействием доходов и 0,51 сдерживающим воздействием расходов. В 2012 году, согласно базовому сценарию, **налогово-бюджетный импульс** оценен в 1,1 пп за счет экономии государственных расходов и сдерживающего воздействия, как доходов, так и расходов. В 2012 году, согласно базовому сценарию, **налогово-бюджетный импульс** оценен сдерживающим на 1.1 пп за счет экономии государственных расходов по результатам года. В 2013 году воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос ожидается нейтральное, обусловленное сдерживающим воздействием доходов и равным ему расширяющим воздействием расходов. В **прогнозируемом горизонте** налогово-бюджетная политика будет проявлять тенденцию обеспечения эффективного управления долгом, и сохранения соотношения дефицит/ВВП до 3%, в результате воздействие налогово-бюджетной политики будет неинфляционным.

К концу 2012 года, согласно оценкам ЦБ РА, показатель “Дефицит текущего счета/ВВП” составит примерно 9,0% вместо 10,9% предыдущего года. В третьем квартале 2012 года ожидается снижение этого показателя на 1,5 пп.

В течение третьего квартала 2012 года, на фоне замедления темпов восстановления мировой экономики и высоких темпов роста активности внутренней экономики, дефицит **текущего счета** по сравнению с тем же кварталом предыдущего года снизился. В условиях снижения цен на экспорт, рост долларовой стоимости экспорта товаров по сравнению с тем же кварталом предыдущего года снизился на 5,3%, а рост долларовой стоимости импорта товаров снизился на 8,7% г/г. В третьем квартале 2012 года темп роста денежных переводов физических лиц сохранился на уровне показателя того же периода предыдущего года, обусловленный, в основном, развитиями экономики России.

В 2013 году рост долларовой стоимости экспорта товаров и услуг составит 4-6%, а рост долларовой стоимости импорта товаров и услуг составит 3-5%. В результате пересмотра роста экономики России в 2013 году в сторону снижения, темпы роста чистого притока некоммерческих переводов физических лиц сохранятся в пределах 8-12%.

В **прогнозируемом горизонте** продолжится процесс улучшения позиции текущего счета и по сравнению с предыдущей программой, будет находиться на наиболее благоприятном уровне – в пределах 6-8%.

В **мировой экономике** третий квартал 2012 года охарактеризовался определенной экономической политикой, проводимой США и Евросоюзом, направленной на стимулирование экономического роста и решение долговых проблем. Особенно выделяется принятое Федеральной резервной системой США решение о третьей количественной экспансии, продление политики низких процентных ставок еще на год - до 2015 года, а также, вследствие особых условий, принятое со стороны ЕЦБ решение о покупке на вторичном рынке облигаций стран с долговыми проблемами.

Согласно оценкам МВФ в 2012 году **мировой экономический рост** составит 3,3% вместо 3,8% в 2011 году. Причиной такого снижения послужило, в основном, замедление **экономического роста развитых стран** в 2012 году на 1,3%, что повлияет также и на экономический рост развивающихся стран: в 2012 году он составит 5,3% вместо отмеченных в 2011 году 6,2%.

В третьем квартале 2012 года на основных сырьевых рынках и мировых рынках определенных товаров проявились инфляционные тенденции, обусловленные проблемами предложения и третьей количественной экспансией, проведенной Федеральной резервной системой США. Индекс цен на продовольствие, публикуемый Продовольственной и сельскохозяйственной организацией Объединенных Наций (FAO), вырос

в третьем квартале по сравнению с предыдущим кварталом в среднем на 3,7%, оставаясь все еще ниже того же показателя предыдущего года на 6,7%.

Экономический рост развитых стран в 2013 году восстановится очень медленными темпами и составит 1,5% (пересмотр в сторону снижения на 0,3 пп). Экономические развития развитых стран окажут свое воздействие на развивающиеся страны. Здесь также будет наблюдаться замедление экономического роста, и в 2013 году будет отмечен 5,6% экономический рост (пересмотр в сторону снижения на 0.2 пп).

В прогнозируемом горизонте давления внешней среды будут слабо инфляционными, так как существующие инфляционные развития на некоторых сырьевых и продовольственных рынках в большей части уравновесятся низким уровнем мирового спроса. Важно отметить и то, что основной рынок пшеницы находится в фундаментальном напряжении¹ и весьма чувствителен к любой новой информации в смысле проявления высокой волатильности цен.

Относительно дальнейшего хода развития мировой экономики в **прогнозируемом горизонте** существуют серьезные неопределенности и преобладают **риски** в сторону снижения. В частности, в краткосрочном горизонте риски в сторону снижения мирового экономического роста будут обусловлены обострением долговых проблем в странах ЕС, фискальной консолидацией в США, а также возможным повышением цен на энергоносители вследствие геополитических развитий. Риски в сторону повышения будут, в основном, обусловлены быстрым восстановлением экономического роста в результате более эффективных экономических политик в США и ЕС, вероятность которых, однако, очень мала.

В третьем квартале 2012 года ЦБ не изменил **процентную ставку рефинансирования** (8.0%). Основным аргументом послужила растущая динамика 12-месячной инфляции и, в итоге, ее стабилизация у нижней границы коридора допустимых колебаний, сопровождаемая также слабыми инфляционными ожиданиями из мировой и внутренней экономик. В этих условиях в третьем квартале на финансовом рынке проявились тенденции снижения основных рыночных процентных ставок и укрепления драма (см. разделы “3.3.1. Процентные ставки” и “3.3.3. Обменный курс”).

В прогнозируемом горизонте 12-месячная инфляция продолжит восстанавливаться и оставаться в допустимом коридоре, приблизившись в 2013 году к целевому показателю в 4%.

В краткосрочном и долгосрочном периоде риски отклонения инфляции от прогнозированной стоимости считаются равновесными, и обусловлены внешними и внутренними факторами. Например, внутреннее повышение цен в ответ на сокращение предложения сельхозпродукции в результате вероятных неблагоприятных природно-климатических условий и инфляционные последствия роста цен на энергоносители на мировом рынке из-за негативных геополитических развитий намечают наличие рисков в сторону повышения инфляции. С другой стороны, в прогнозируемом горизонте, вследствие сдерживающей фискальной политики, обострения долговых проблем и замедления в долгосрочном периоде темпа роста потенциального ВВП спад мирового спроса, вытекающий из замедления экономического роста в США и странах ЕС, свидетельствует о возможных дефляционных рисках, которые будут нейтрализованы вышеперечисленными инфляционными рисками.

¹ Под фундаментальным напряжением подразумевается такое состояние рынка, когда развития фундаментальных факторов (факторов, обуславливающих спрос и предложение) создают такое сопоставление спроса и предложения, при котором ценовые проявления подвержены воздействию исключительно случайных и непредсказуемых факторов.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда ²

В 2013 году направления развития мировой экономики будут обусловлены в основном, эффективностью политики, осуществляемой в целях решения долговых проблем в развитых странах на фоне значительных неопределенностей относительно снижения экономического роста. Для динамики развивающихся стран решающую роль сыграет ослабление зависимости их экономик от внешних факторов и обеспечение экономического роста, основанного на внутренней экономике. Например, в октябре 2012 года МВФ вновь снизил перспективный показатель мирового экономического роста, который составит в 2013 году 3,6% (пересмотр в сторону снижения на 0,3 пп). *Экономический рост в развивающихся странах* в 2013 восстановится очень медленными темпами и составит 1,5% (пересмотр в сторону снижения на 0,3 пп). Развития экономик развитых стран окажут свое влияние на *развивающиеся страны*, где также будет наблюдаться замедление экономического роста и в 2013 году будет отмечен 5,6% рост (пересмотр в сторону снижения на 0,2 пп).

Следует отметить, что прогноз *экономического роста России* – одного из основных партнеров Армении – также был слегка скорректирован в сторону снижения. В 2013 году этот показатель составит 3,8% (пересмотр в сторону снижения на 0,1 пп).

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% (пересмотр в сторону снижения на 0,2 пп). В то же время, в развитых странах в 2013 году годовая средняя инфляция составит 1,6%, а в развивающихся странах – 5,8%.

В условиях ожидаемого в 2013 гг. медленного темпа мирового экономического роста на рынках основных сырьевых товаров инфляционные тенденции не ожидаются. На мировых рынках продовольствия сохранится, в основном, сформировавшийся в конце 2012 года высокий уровень цен на фоне фундаментального напряжения из-за проблем с предложением.

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

В условиях замедления темпов роста мировой экономики в 2013 году, по сравнению с 2012 годом, спрос на нефть возрастет на 0,74%. Около 61% мирового спроса на нефть будет удовлетворено выработкой нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК (увеличение по сравнению с предыдущим годом составит 1,7%), в результате средний спрос на объемы выработок стран-членов ОПЕК по сравнению с тем же показателем предыдущего года несколько снизится (1,12% или 29,8 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 нефтепродуктов будут отмечаться инфляционные риски, обусловленные геополитическими развитиями.

² 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.

В условиях прогнозируемого слабого мирового спроса в 2013 году **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), и в 2013 году мировые цены на пшеницу останутся на отмеченном во втором квартале 2012 года высоком уровне. В частности, согласно октябрьскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, в 2012/2013 маркетинговом году, в условиях ожидаемого потребления в 678 млн. тонн и ожидаемого урожая в 653 млн. тонн, мировые запасы зерна снизятся по сравнению с предыдущим 2011/2012 маркетинговым годом на 13% и составят 173 млн. тонн.

В 2012/2013 маркетинговом году вновь будет отмечен большой объем мирового производства **риса** - 465 млн. тонн. В условиях прогнозируемого спроса в 469 млн. тонн уровень мировых запасов по сравнению с 2011/2012 гг. маркетинговым годом слегка снизится (102 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, если правительство продолжит применение механизма регулирования цен. Тем не менее, на рынке риса в основном проявятся слабые дефляционные тенденции 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 Европе, Таиланде и России.

В **прогнозируемом горизонте**, в условиях роста мирового спроса, опережающего мировое предложение, 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 2013 году в условиях больших неопределенностей, сопряженных с возможным обострением финансовых проблем в странах еврозоны и ожиданиями замедления мирового экономического роста.

Воздействие проводимой Федеральной резервной системой США экспансивной политики (третья экспансивная политика, низкие процентные ставки политики) проявится в 2013 году, и по сравнению с медленным ростом, отмеченным во втором полугодии 2012 года, будет отмечено 2,5 % ускорение экономического роста, которое продолжится до 2015 года. Тем не менее, будут наблюдаться значительные риски в сторону снижения, обусловленные необходимостью фискальной консолидации.

В **еврозоне**, в условиях увеличения уязвимости экономики и финансовой системы, Европейский центральный банк продолжит проведение политики снижения процентных ставок. Также продолжатся структурные реформы, которые окажут содействие эффективности решения долговых проблем. В результате в 2013 году экономика еврозоны перейдет на слабый восстановительный темп - 0,1-0,2%, который до 2015 года

достигнет 1,4%. В результате указанных развитий, *евро* на инвалютном рынке в среднем окажется под давлением ослабления.

Относительно дальнейшего хода развития мировой экономики наличествуют серьезные неопределенности, и доминируют *риски* в сторону снижения. В частности, в краткосрочной перспективе 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 развитий. Риски в сторону роста обусловят быстрое восстановление экономического роста вследствие применения более эффективных экономических политик в США и ЕС, вероятность которых, однако, мала.

Долгосрочные риски экономического роста обусловлены потенциальным замедлением экономического роста в США и ЕС в условиях роста структурной безработицы из-за высокого уровня безработицы и долгового бремени.

Мировые инфляционные риски будут, в основном, разнovesные, так как риски низкой инфляционной среды, обусловленные низким экономическим ростом, будут возмещены рисками роста цен на энергоносители в результате негативных геополитических развитий. В подобной ситуации проявятся риски в сторону снижения цен на основные сырьевые товары, тогда как развития цен на продовольственные товары будут в большей мере обусловлены проявлениями природно-климатических условий.

Таким образом, в прогнозируемом горизонте давления внешней среды будут слабо инфляционными, так как инфляционные развития на отдельных сырьевых и продовольственных рынках будут в большей мере уравновешены слабым мировым спросом. Что касается внешних инфляционных рисков, то они будут нейтральными, так как во внешней среде сохранятся риски ухудшения финансово-экономических проблем в еврозоне и падения внешнего спроса, которые будут адекватны существующим инфляционным рискам по энергоносителям, обусловленным геополитическими развитиями.

Следует также отметить, что мировой рынок пшеницы находится в фундаментальном напряжении и он весьма чувствителен в смысле проявления больших ценовых колебаний.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение. В условиях сохранения текущих макроэкономических развитий в прогнозируемом горизонте ожидается некоторое замедление темпов реального роста добавленной стоимости отраслей промышленности, в результате экономический рост в 2013 году составит 5-6,2%³. В прогнозируемом периоде прогнозы экономического роста в базовом сценарии были пересмотрены в сторону роста, благодаря, в основном, увеличению производственных мощностей предприятий, повышению инвестиционной привлекательности в результате оптимистических ожиданий относительно перспектив внутреннего экономического роста и непрерывным восстановлением внешнего спроса. В результате экономический рост стабилизируется в пределах 5-6%⁴.

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

⁴ См. колебания по 30% вероятности в графике прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП.

В отраслях экономики прогнозируются следующие развития.

В 2013 году в отрасли **промышленности** ожидается 8-10% 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.

Риски, вытекающие из отрасли промышленности, направлены в сторону снижения прогнозируемого показателя и будут обусловлены ожидаемым замедлением темпа роста мировой экономики.

Рост прогнозируемой 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.

В отрасли строительства имеются риски ускорения более высоких темпов роста, обусловленные скоростью осуществления больших строительных программ по улучшению дорожного строительства и инфраструктур.

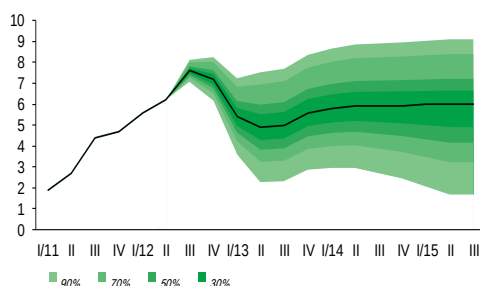
В сфере **услуг** ожидается тенденция непрерывного высокого роста, который, в основном, будет обеспечен за счет услуг, связанных с транспортом и связью, финансовым посредничеством, а также туризмом. В результате в 2013 году реальный рост добавленной стоимости в сфере услуг ожидается в пределах 4,5 – 6,5%.

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 и сферы услуг будут равновесные.

В прогнозируемом горизонте риски экономического роста по сравнению с базовым сценарием двухсторонние и связаны, как с внешними, так и внутренними факторами. Причем риски в сторону снижения преобладают, обусловленные более медленным, чем ожидалось, темпом восстановления мировой экономики.

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



Распределение вариантов прогноза реального роста ВВП				
Период	90% вероятность		30% вероятность	
	Минимальн.	Максимальн.	Минимальн.	Максимальн.
2013 январь-декабрь / 2012 январь-декабрь	2.8	8.4	5	6.2

Рынок труда⁵. Прогнозы спроса на рабочую силу в базовом сценарии были пересмотрены в сторону роста. Основанием для этого послужила более высокая, чем ожидалась в предыдущих прогнозах, 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 сохранятся также в среднесрочном отрезке.

⁵ Данные по рынку труда за 2012 гг. являются оценками ЦБ РА, основанными на показателях за январь-октябрь 2012 года. Оценки роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается

В частности, в 2013 году ожидается рост уровня средней номинальной заработной платы в экономике на 11,5%, 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 окажет также законодательное изменение системы налогообложения заработной платы⁶. В условиях прогнозируемой в базовом сценарии инфляции, в 2013 году рост реально располагаемой заработной платы составит 3,7%. В среднесрочном отрезке ожидается ускорение темпов роста номинальных заработных плат, что вызовет более быстрый темп роста реальных заработных плат.

В результате 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 0,9 пп и составит 16,2%. 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 спрос⁷. Прогнозы *затрат частного сектора* в свете базового сценария как на 2013 год, так и для среднесрочного периода были пересмотрены в сторону роста на основании ожидаемого более быстрого уровня экономической активности, темпов высокого роста частного потребления, отмеченного в первом полугодии 2012 года, и ожидания ускорения темпов роста частных вложений.

Согласно пересмотренным оценкам, в 2013 году ожидается реальный рост затрат частного сектора на 4,4%. В условиях вышеуказанного роста затрат частного сектора и 7,4% роста государственных затрат в реальном выражении, внутренний спрос в экономике РА увеличится примерно на 4,8%. Темпы роста частного потребления в 2013 году замедлятся по сравнению с 2012 годом, обусловленные замедлением темпов роста частного потребления. Однако темпы роста частных затрат сохранятся за счет ожидаемого ускорения темпов роста вложений. В прогнозируемом горизонте темпы роста частных затрат сохраняют соответствие темпам экономического роста, отразив замедление высоких темпов роста частного потребления в 2012 году и восстановление вложений в среднесрочном отрезке.

По сравнению с предыдущими прогнозами, в 2013 году темп роста потребления частного сектора был пересмотрен в сторону увеличения, составив 4%. Основанием для пересмотра послужили более быстрый темп ожидаемого роста внутренней экономики в прогнозируемом горизонте и отмеченный в первом полугодии 2012 года более высокий, чем ожидался, рост частного потребления. Несмотря на пересмотр в сторону увеличения, в 2013 году, по сравнению предыдущим годом, темпы роста частного потребления замедлятся, обусловленные стабилизацией инфляции, замедлением темпов роста кредитования и пересмотром потре-

⁶ С 2013 года будет действовать подоходный налог, который заменит действующий в настоящее время подоходный налог и платежи по обязательному социальному страхованию.

⁷ 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 второго квартала 2012 года. Оценки реального роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

ния в среднесрочном отрезке. В среднесрочном отрезке частное потребление продолжит расти медленней, чем в 2012 году, однако гармонично с экономическим ростом.

Прогнозы относительно частных вложений были пересмотрены в сторону небольшого увеличения, обусловленного тенденциями активизации, наблюдаемыми в третьем квартале в отрасли строительства, и вложениями в отрасли промышленности и сферу услуг. В результате, наиболее вероятным будет рост частных вложений на 5,5%, 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 замедления в течение 2013 года темпов роста частного потребления и медленного восстановления вложений сформировавшийся в 2012 году положительный геп частных затрат 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 0,2-0,3 пп. Начиная с конца 2013 года в среднесрочном отрезке воздействие частных затрат на инфляцию будет нейтральным, отразив обнуление гепа частных затрат.

Учитывая ускорение процесса пересмотра *текущего счета* в третьем квартале, ожидаемое замедление восстановления мировой экономики и прогнозируемые положительные развития внутренней экономики, текущий счет был пересмотрен в сторону улучшения. Улучшение текущего счета, в условиях снижения относительных цен на экспорт и импорт, будет обусловлено сохранением высокого роста реальных объемов экспорта и снижением реальных объемов импорта. В 2012 году, согласно оценкам ЦБ РА, реальный рост экспорта товаров и услуг составит 11,0%, а рост долларовой стоимости, в условиях оцениваемых развитий цен на экспорт, составит 5,0%. В 2013 году высокий реальный рост экспорта товаров и услуг сохранится в пределах 8-10%, обусловленный, в основном, сохранением высокого темпа роста промышленности РА. Рост долларовой стоимости экспорта товаров и услуг составит 4-6%. Риски экспорта продолжатся оставаться в двух направлениях, что обусловлено увеличивающимися рисками снижения темпов роста мировой экономики, развитиями мировых цен на металлы и промышленности РА.

В условиях дальнейших развитий мировой и внутренней экономик показатель роста импорта был пересмотрен в сторону уменьшения. Учитывая довольно низкий, чем прогнозировалось, рост импорта в третьем квартале 2012 года и прогнозируемый показатель следующего квартала, в 2012 году ожидается 4,0% рост реальных объемов импорта товаров и услуг и нулевой рост долларовой стоимости. В течение 2013 года темпы роста импорта товаров и услуг замедлятся и будут находиться в пределах 1-3%. В результате ожидаемых развитий цен на импорт, рост долларовой стоимости импорта товаров и услуг составит 3-5%. Риски по части импорта также сохраняются в двух направлениях, что обусловлено развитиями внутренней экономики и динамикой мировых цен.

Рост денежных переводов физических лиц в январе-сентябре соответствовал прогнозированным показателям, несмотря на то, что по оценкам третьего квартала 2012 года темпы роста экономики России замедлились. Учитывая фактические развития, ожидаемый рост денежных переводов почти не изменился: в 2012 году он составил 10,0%. В результате пересмотра экономического роста России в 2013 году в сторону снижения, темпы роста чистого притока переводов некоммерческого характера сохраняются и составят 8-10%.

В результате вышеуказанных развитий показатель “Дефицит текущего счета/ВВП” снизится, составив по оценкам ЦБ РА примерно 9,0% вместо 10,9% за предыдущий год (в предыдущем прогнозе - 9-11%).

В *прогнозируемом горизонте* позиция текущего счета продолжит улучшаться и сформируется в пределах 6-8%.

Оценка воздействия *налогово-бюджетной политики* на совокупный спрос для 2013 года была проведена на базе показателей проекта закона РА “О государственном бюджете РА 2013 года”, согласно которому предусмотрен рост показателя “Налоги/ВВП” на 0,8 пп и показателя “Расходы/ВВП” на 1,3 пп. В 2013 году соотношение “Дефицит/ВВП” составит 2,6%.

В 2013 году воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос, следовательно, и на инфляцию будет нейтральным, что обусловлено сдерживающим воздействием доходов и почти таким же расширяющим воздействием расходов. Причем воздействие в первом квартале будет, по прогнозу, расширяющим, а в остальных кварталах – сдерживающим.

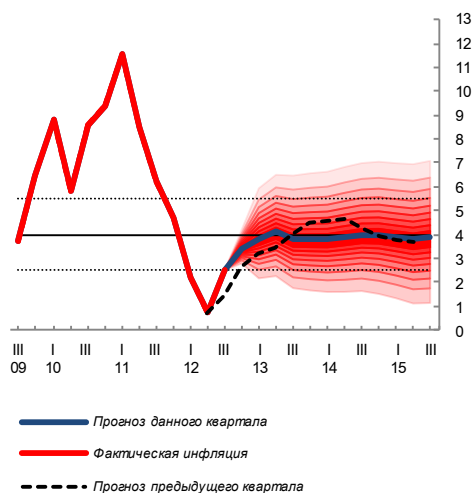
Осуществляемую в 2013 году налогово-бюджетную политику можно считать продолжением политики, направленной на сокращение дефицита.

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 показателя соотношения “Дефицит/ВВП” до 3%. В результате воздействие налогово-бюджетной политики в среднесрочном отрезке будет, по оценкам, неинфляционным.

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 спроса частного сектора и рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

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

График распределения вариантов прогнозов инфляции (12-месячной)



По сравнению с предыдущими прогнозами краткосрочные прогнозы инфляции были пересмотрены в сторону небольшого роста. Вследствие более высокого, чем ожидалось, роста частных расходов во внутренней экономике, более резкой реакцией внутренних цен на рост мировых цен на пшеницу, и меньшего, чем ожидалось, понижения цен на отечественную сельхозпродукцию, восстановление сформировавшейся во втором квартале дефляционной среды произошло быстрее. В результате до второй половины 2013 года инфляция приблизится к целевому показателю в 4% и в прогнозируемом горизонте будет управляться, в основном, в пределах этого уровня.

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 третьем квартале 2012 года.

Период	Вероятность нахождения инфляции в данном коридоре				
	<1%	1 - 2.5%	2.5 - 5.5%	5.5 - 7%	7%<
2012 IV кв.	0.0%	2.3%	95.7%	2.0%	0.00%
2013 I кв.	1.0%	13.0%	78.2%	7.4%	0.40%
2013 II кв.	1.1%	10.7%	73.2%	13.4%	1.60%
2013 III кв.	3.1%	16.2%	67.8%	11.2%	1.70%
2013 IV кв.	3.6%	16.6%	66.0%	11.8%	2.00%
2014 I кв.	4.0%	16.8%	64.8%	12.1%	2.30%
2014 II кв.	4.0%	15.9%	63.3%	13.7%	3.10%
2014 III кв.	3.9%	15.0%	62.2%	15.0%	3.90%
2014 IV кв.	4.1%	15.2%	61.4%	15.2%	4.10%
2015 I кв.	4.9%	16.3%	60.8%	14.2%	3.80%
2015 II кв.	5.8%	17.5%	59.8%	13.4%	3.50%
2015 III кв.	5.4%	16.5%	59.5%	14.5%	4.10%

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-кредитных мер и структурных реформ в развитых странах, направленных на стимулирование экономики. В условиях медленного восстановления мирового спроса, на рынках основных товаров проявятся тенденции стабилизации цен. Из-за сокращения объемов урожая вследствие сухой погоды в РФ, Казахстане и США, сформировавшиеся высокие цены на мировых рынках одного из основных продовольственных товаров – на рынке зерна – сохранятся на фоне фундаментального напряжения в прогнозируемом горизонте.

Высокие темпы частного потребления сохранятся до конца 2012 года, замедлятся, начиная с 2013 года, и стабилизируются в среднесрочном отрезке вокруг темпов роста равновесного уровня. После спада первого полугодия 2012 года, начиная со второго полугодия частные вложения восстановятся и в прогнозируемом горизонте увеличатся параллельно с равновесным уровнем ВВП. К концу 2012 года налогово-бюджетная политика частично сдержит рост внутреннего спроса, обусловленного лишь ростом частного потребления, а в прогнозируемом горизонте окажет нейтральное воздействие на внутренний спрос. Вышеуказанные развития выразятся в сформировавшемся в 2012 году и постепенно обнуляемом до конца 2013 года положительном гепе ВВП. Кроме этого, некоторое содействие положительному гепу ВВП окажет также высокий рост экспорта в конце 2012 года, который также слегка замедлится в прогнозируемом горизонте.

Таким образом, к концу 2012 года во внутренней экономике будут наблюдаться инфляционные давления, обусловленные высоким уровнем потребления, которые будут слегка смягчены сдерживающей налогово-бюджетной политикой. В 2013 году развития внутренней экономики намечают слабую инфляционную среду. В частности, в условиях замедления высоких темпов роста частного потребления и нейтральной налогово-бюджетной политики инфляционные давления, обусловленные внутренним спросом, обнулятся до конца года, и с конца 2013 года до середины периода окажут на инфляцию нейтральное воздействие.

Инфляционные проявления, возникшие вследствие роста цен, обусловленного фундаментальным напряжением на рынке пшеницы, сохранятся до конца года и нейтрализуются в прогнозируемом горизонте.

В результате вышеуказанных развитий инфляция продолжит восстанавливаться и оставаться в допустимом коридоре колебаний, а в первом полугодии 2013 года приблизится вплотную к целевому показателю в 4%.

При таких развитиях, путем сохранения существующего уровня процентной ставки политики, инфляция в прогнозируемом горизонте сформируется в пределах 4%-го целевого показателя, а ВВП – на своем равновесном уровне.

В краткосрочном и долгосрочном отрезке *риски отклонения инфляции от прогнозированного показателя* считаются равновесными и обусловлены внутренними и внешними экономическими факторами. В частности, повышение внутренних цен в ответ на сокращение предложения сельхозпродукции в результате вероятных неблагоприятных природных условий и последствия роста цен на энергоносители на мировом рынке из-за негативных геополитических событий намечают наличие рисков в сторону повышения инфляции. С другой стороны, в прогнозируемом горизонте, вследствие сдерживающей налогово-бюджетной политики, обострения долговых проблем и замедления темпа роста потенциального ВВП в долгосрочном отрезке, спад мирового спроса, вытекающего из замедления экономического роста США и ЕС, свидетельствует о возможных дефляционных рисках, которые нейтрализуются вышеуказанными инфляционными рисками.

В основе прогнозов *денежно-кредитных показателей в прогнозируемом горизонте* лежит фактическая макроэкономическая среда, сформировавшаяся по результатам третьего 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 опроса, проведенного в банках и кредитных организациях. В *прогнозируемом периоде*, развития внешнего сектора и внутренние развития экономики РА в целом намечают небольшое расширение инфляционной среды, в результате 12-месячная инфляция приблизится к целевому показателю в 4% и останется на стабильном уровне до конца периода. При таких условиях, в прогнозируемом горизонте продолжатся высокие темпы роста кредитования экономики со стороны финансовой системы и финансового посредничества, однако по сравнению с предыдущими годами темпы роста снизятся.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ТРЕТЬЕГО КВАРТАЛА 2012 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

С начала 3-го квартала 2012 года показатель 12-месячной инфляции повысился, стабилизировавшись у нижней границы коридора допустимых колебаний



По фактическим результатам третьего квартала 2012 года была отмечена 1,1% дефляция вместо 2,8% в том же периоде предыдущего года, в результате 12-месячная инфляция, после непрерывного снижения в первом полугодии, повысилась в начале третьего квартала и находилась в течение всего периода у нижней границы коридора допустимых колебаний, составив в конце сентября 2,5%. Учитывая сохранение высокого уровня мировых цен на пшеницу, а также восстановление цен на сельхозпродукцию с существующего низкого уровня, в предстоящем квартале ожидается некоторое расширение инфляционной среды. В этих условиях в конце года прогнозируется 3,4% инфляция, которая по сравнению с предыдущим прогнозом слегка пересмотрена в сторону роста.

Фактический показатель 12-месячной инфляции превысил почти на 1,1 пп уровень, прогнозированный в базовом сценарии Программы денежно-кредитной политики 3-го квартала. Обусловлено это исключительно более высоким, чем ожидалось, ростом цен на продовольственные товары, тогда как цены на непродовольственные товары повысились в соответствии с прогнозом. Содействие 12-месячному росту цен на продовольственные товары на 1,8% оказало меньшее, чем ожидалось, снижение цен на товары групп “Фрукты”, “Овощи и картофель” и цен на сахарный песок – на 13,2%, 9,7%, 5,4% соответственно, и больший, чем ожидалось, рост цен на товары группы “Хлеб” – 1,7%. Цены на непродовольственные товары и услуги повысились на 5,7% и 2,1% соответственно.

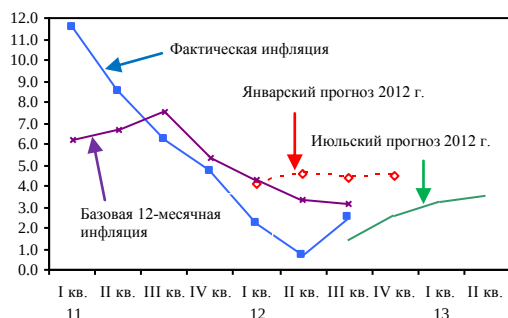
В течение третьего квартала снизился уровень 12-месячной инфляции, составив к концу сентября 3,1%.

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.

В первом полугодии 2012 года вместо ожидаемого стабильного поведения 12-месячная инфляция продолжала снижаться. В январе-июне была отмечена 0,4%-ая дефляция вместо 4,0%-ой 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.

Глубокая сезонность продовольственных товаров объясняется тем, что еще с половины 2010 года, когда был отмечен существенный спад объемов выпуска сельхозпродукции, под воздействием меньшего сезонного снижения цен на отечественную сельхозпродукцию сформировались высокие уровни 12-месячной инфляции. Тем не менее, в результате развития отрасли сельского хозяйства за прошедшие два года (годовой рост в 2011 году – 13,7%, рост г/г в первом полугодии 2012 года – 9,5%) предложение больших объемов отечественной сельхозпродукции привело к непрерывному снижению цен на нее.

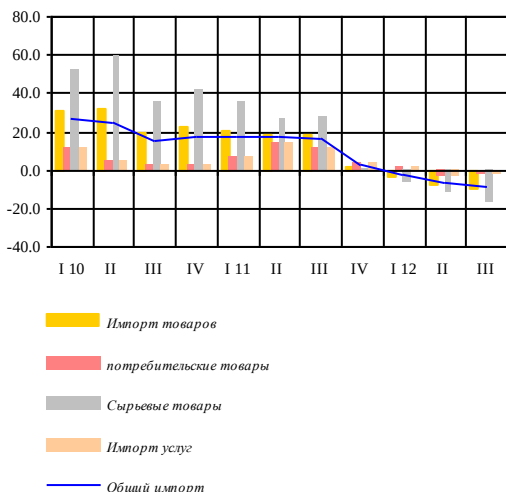
В течение 3-го квартала рост уровня 12-ой инфляции и ожидания расширения инфляционной среды в прогнозируемом горизонте явились основой для проведения нейтральной денежно-кредитной политики в этом периоде



В начале года, в условиях понижающей тенденции 12-месячной инфляции, проявившейся со второй половины предыдущего года, и сформировавшейся неинфляционной среды, Совет ЦБ отметил, что вероятность повторного расширения инфляционной среды мала, и что при помощи процентных ставок, сформировавшихся на финансовом рынке, можно сдерживать существующую инфляционную среду. Исходя из этого, ЦБ РА оставил в январе-сентябре 2012 года процентную ставку без изменения. 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, 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. В третьем квартале основным аргументом для сохранения инструмента денежно-кредитной политики на том же уровне явилось ожидаемое прекращение сезонного воздействия на снижение цен на сельхозпродукцию и, как следствие, стабилизация 12-месячной инфляции у нижней границы допустимого коридора. При таких условиях, учитывая также ожидаемые из внешней и внутренней экономики определенные инфляционные воздействия на внутренние цены, 12-месячная инфляция приблизится к 4%-му целевому показателю с коридором допустимых колебаний $\pm 1,5$ пп.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

Цены на импорт в 3-ем квартале 2012 года продолжали снижаться



Цены на импорт. Несмотря на то, что в третьем квартале 2012 года развития цен на мировых товарных рынках проявили себя по разному, однако была отмечена тенденция снижения цен на импорт, и, по оценкам ЦБ РА, в третьем квартале 2012 года рост г/г долларовых цен на импорт снизился на 8,4% вместо 6,8% в предыдущем квартале.

Снижению цен на импорт основное содействие оказало снижение индекса цен на сырьевые и продовольственные товары (7,1 пп), а также снижение индекса цен на импортируемые потребительские товары и нефтепродукты (содействие 0,6 пп). Примечательно, что резкий рост цен на некоторые продовольственные товары был более чем нейтрализован значительным снижением цен на сырьевые металлы. Более того, в условиях снижения г/г долларовых цен на импорт на 8,4% и ослабления г/г среднего номинального обменного курса драм РА/доллар США на 10,2% в третьем квартале, драмовые цены на импортированные товары, включенные в потребительскую корзину, повысились г/г в среднем на 5,8%.

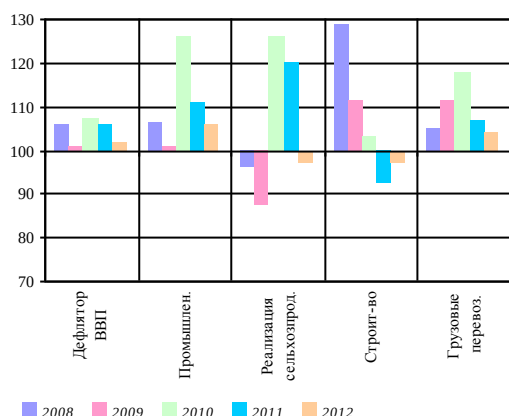
Показатели	3 кв. 2011	4 кв. 2011	1 кв. 2012	2 кв. 2012	3 кв. 2012
Импорт, общий ⁸ , г/г %	16.6	2.5	-2.0	-6.8	-8.4
Импорт, услуги, %	11.2	4.0	1.5	-3.5	-2.8
Импорт, товары, %	18.4	1.9	-3.2	-7.9	-10.2
Потребительские товары, %	11.2	4.0	1.5	-3.5	-2.8
Сырьевые и продовольственные товары ⁹ , %	28.2	1.1	-6.6	-12.3	-16.6
Товары капитала ¹⁰ , %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Бриллиант, %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

⁸ Временные ряды были пересмотрены в соответствии с данными Международной финансовой статистики.

⁹ Включая нефть и природный газ.

¹⁰ Отсутствие данных по товарам капитала и бриллиантам обусловлено их фактической большой волатильностью, и поэтому изменению цен дана нулевая оценка.

В январе-сентябре рост цен был отмечен в промышленности и сфере грузоперевозок



Цены производителей¹¹. В январе-сентябре 2012 года дефлятор ВВП составил, согласно оценкам ЦБ, примерно 101,5 г/г, что является следствием роста индекса цен промышленной продукции и грузоперевозок.

Сравнительно большой рост цен был отмечен в **отрасли промышленности**. В третьем квартале рост г/г цен составил 8,2%, в результате рост г/г за январь-сентябрь составил 5,7%, что было обусловлено, в основном, ростом цен в обрабатывающей промышленности на 6,1% и производства и распределения энергии, газа - на 12,3%. Подобный рост цен явился результатом непрерывного восстановления мирового и внутреннего спроса и установления новых, сравнительно высоких тарифов со стороны энергопроизводящих станций¹².

В **сельском хозяйстве** цены в течение квартала снизились г/г на 7%¹³, в результате снижение г/г за январь-сентябрь составило 3,2%, обусловленное 10% дефляцией в растениеводстве. Причем содействие дефляции, отмеченной в растениеводстве, в большей мере оказал спад цен на картофель и овощно-бахчевые культуры - 8,1% г/г, фрукты - 16,1% г/г и бахчевые культуры - на 4,2% г/г, а рост цен в животноводстве на 1% стал следствием роста цен на мясо на 10,8%.

В **строительстве** в третьем квартале также была отмечена дефляция - 0,4% г/г, в результате снижение цен за январь-сентябрь составило 3,1% г/г, обусловленное медленным восстановлением строительства.

Рост цен **грузоперевозок** составил как в третьем квартале, так и в январе-сентябре 3,7% г/г, вследствие роста тарифов на **железнодорожный** (9,63%), **воздушный** (7,4 %) и **автомобильный** (3,5%) транспорт.

3.1.3. Инфляционные ожидания

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

Следует отметить, что в третьем квартале в финансовой системе сохранились ожидания низкой инфляции. В частности, по результатам опроса, проведенного в третьем квартале среди банков, вновь увеличилось число респондентов, выбравших ожидания сравнительно низкой 12-месячной инфляции - 2,5-5,5% (62% банков вместо 57% за предыдущий опрос). Доля банков, выбравших более высокий уровень инфляции - 5,5-8,5%, снизилась с 38,1% до 33%. Инфляционные ожидания кредитных организаций вновь распределились равномерно между этими двумя прогнозами - по 41%. По результатам опроса инфляционные ожидания домохозяйств приблизились к целевому уровню - средний уровень ожидаемой инфляции установился за последние два квартала на показателе 4.5%. По результатам опроса, коммерческие банки и кредитные организации для одногодичного горизонта ожидают сохранения стабильного уровня рыночных процентных ставок.

¹¹ Изменение за январь-сентябрь 2012 года индексов представленных здесь цен дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹² Вышеуказанные изменения не оказали какого-либо воздействия на тарифы электроэнергетики, продаваемой конечному потребителю.

¹³ Представлены цены производителя на реализацию сельхозпродукции.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение

Показатель экономической активности¹⁴. *Экономический рост* за второй квартал 2012 года составил 6,6% г/г, в результате рост в январе-сентябре составил 6,2%.

Что касается показателя экономической активности за январь-сентябрь 2012 года, то следует отметить, что несмотря на небольшое замедление темпа роста ПЭА в третьем квартале, он остается довольно высоким - 7,6% г/г. Таким образом, учитывая более быструю, чем ожидалось, экономическую активность в отраслях сельского хозяйства и сфере услуг в течение первых девяти месяцев года, а также ожидаемое ускорение темпов восстановления внутреннего спроса в результате формирования оптимистических ожиданий относительно роста внутренней экономики, прогноз экономического роста в базовом сценарии был пересмотрен в сторону роста. В результате ожидается, что экономический рост в 2012 году составит 7-7,4% г/г¹⁵.

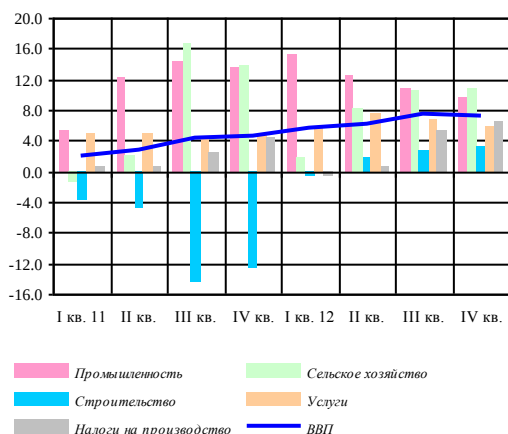
Рост добавленной стоимости в *отрасли строительства* составит в 2012 году 9-10% г/г, вследствие, в основном, роста объемов производства руды (16,2%), пищевых продуктов¹⁶ (4,5%), напитков¹⁷ (28,1%), табачных изделий (56,5%) и металлургии (11,12%), что является результатом роста внешнего спроса в условиях непрерывного восстановления как внутренней, так и мировой экономики. Росту добавленной стоимости в отрасли большое содействие оказал также высокий 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* 3-4% г/г. Причем спад объемов строительства за счет гуманитарной помощи (на 79%) и государственного бюджета (на 11,2%) был полностью возмещен ростом строительства, осуществленного за счет средств организаций (12,4%), международных кредитов (25,8%), средств населения (41%) и средств общин (17,3%).

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 оценивается примерно 5,5-6,5% г/г, что является следствием роста объемов оказанных услуг и торговли на 11,2% и 2,9% соответственно. При этом, росту объема оказанных услуг в большей мере оказал содействие рост услуг в финансовой сфере и в страховании (23,6%), в сфере информатики и связи (4,4%), транспорта (7,8%), турагентств (46,8%) и культуры, развлечений и отдыха (73,2%). Рост торговли был обусловлен ростом объемов оборота розничной, оптовой торговли и торговли автомобилями на 2%, 3,3% и 12,5% соответственно.

Темп роста г/г фактического и прогнозируемого ВВП, рассчитанный по росту добавленной стоимости



¹⁴ Показатели отраслей экономики за январь-декабрь являются прогнозами ЦБ РА, а показатели подотраслей – темпы роста г/г выпуска за январь-сентябрь текущего года, если иное не указывается.

¹⁵ См. колебания по 30% вероятности в графике прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП.

¹⁶ Рост производства продуктов питания был отмечен, в основном, за счет роста объемов производства растительного масла (в 2,5 раза), мяса, мясопродуктов и мясных полуфабрикатов (3,6%, 6,6%, 7,8% соответственно), сахарного песка (9,8%), кондитерских изделий (11,9%), муки (58,3%), сметаны (15%) и мороженого (4,7%).

¹⁷ Рост производства напитков был отмечен, в основном, за счет роста объемов производства коньяка (30,4%), водки (43,2%), родниковой воды (15,6%) и натуральных соков (9,1%).

В сельском хозяйстве рост добавленной стоимости оценивается 10-11% г/г за счет роста животноводства и растениеводства на 3,1% и 16,9% соответственно. Причем, 2,4% рост в животноводстве был в основном обусловлен ростом объемов реализации убойного скота и птицы на 0,2%, ростом объемов производства молока на 5,8% и яиц на 7,9%.

Рост в растениеводстве явился результатом довольно высокого роста зерновых культур (1,8%), картофеля (15,1%), овощей (7,5%), бахчевых культур (7,9%), плодов (29,1%) и винограда (76,8%). Причем подобный рост объемов производства растениеводства явился следствием, как благоприятных погодных условий, так и некоторых программ, осуществляемых Правительством в этой сфере¹⁸.

3.2.2. Совокупный спрос¹⁹

В первом полугодии 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. В 2012 году, в условиях непрерывности роста частного потребления и восстановления вложений во втором полугодии, ожидается высокий рост частного потребления и небольшой рост частного вложения.

В первом полугодии 2012 года частное потребление увеличилось на 7,8%, в результате частное потребление в 2012 году вырастет на 8%. Примечательно, что сравнительно высокому росту частного потребления оказали содействие высокий рост экономической активности, в частности, рост отечественного производства, обусловленного ростом в сельском хозяйстве и сфере услуг, непрерывность высокого роста объемов кредитования, стабильный уровень притока денежных переводов из-за границы, а также существующая в экономике в течение года сравнительно низкая инфляционная среда.

В первом полугодии 2012 года сокращение частных вложений составило 19%, обусловленное негативными развитиями в отрасли строительства. Во втором полугодии параллельно с активизацией строительства ожидается восстановление частных вложений, в результате в 2012 году будет отмечен сравнительно низкий темп роста частных вложений – 4,8%.

Воздействие спада отрасли строительства на частные вложения было смягчено ростом вложений, направленных на приобретение машин и оборудования в промышленности и сфере услуг, финансируемое предоставленными для этих целей кредитами в экономике, и собственной прибылью предприятий. В результате вышесказанного в течение года рост частных затрат составит 7,2%. В условиях 4,1% снижения государственных затрат в реальном выражении, рост внутреннего спроса в 2012 году составит 5,7%.

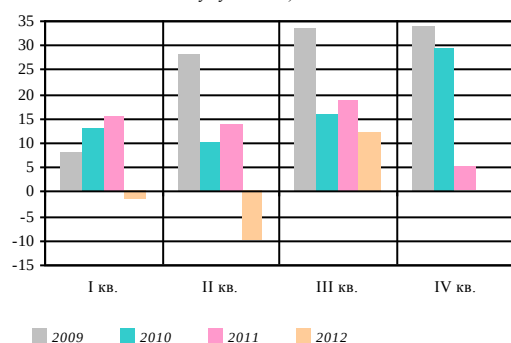
О вышеуказанных развитиях частных затрат свидетельствуют также рассчитываемые и публикуемые ЦБ РА агрегированные экономические индексы²⁰. Балансовые стоимости результатов опроса среди домохо-

¹⁸ 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.

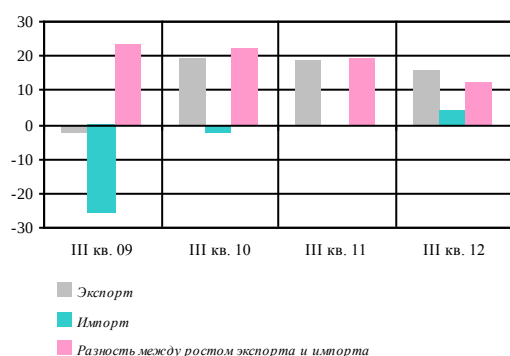
¹⁹ Показатели частных расходов 2012 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных первого полугодия. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

²⁰ См. <http://www.cba.am/am/SitePages/statsscci.aspx>

В 3-м квартале 2012 г. позиция чистого экспорта улучшилась (чисто реальный экспорт, % г/г, положительный знак - улучшение)



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



зайств о крупных покупках составили для третьего и четвертого кварталов 2012 года 53,8 и 54,4 соответственно, свидетельствуя о высоком уровне потребления в экономике. Параллельно с восстановлением частных вложений индекс бизнес среды в третьем квартале 2012 года вырос по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 8,8% и составил 52,6, а индекс экономической активности вырос на 2,9% и составил 60,4.

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 будет положительным и окажет на инфляцию воздействие на 0,4-0,5 пп.

В третьем квартале 2012 года темпы реального роста г/г **экспорта товаров и услуг** значительно превысили темпы реального роста г/г **импорта товаров и услуг**²¹. В частности, высокие темпы реального роста экспорта товаров и услуг сохранились в третьем квартале 2012 года и, согласно оценкам, составили 15,3%, благодаря в основном сохранению высокого темпа роста в отрасли промышленности. В условиях ускорения темпов снижения цен на экспорт²² долларовые цены экспорта товаров и услуг остались на уровне того же квартала предыдущего года.

В условиях ускорения темпов роста активности внутренней экономики и замедления снижения г/г цен на импорт, темпы реального роста импорта товаров и услуг в третьем квартале 2012 года значительно замедлились и составили, согласно оценкам ЦБ РА, 3,6% г/г. Долларовый рост импорта товаров и услуг²³ снизился в текущем квартале на 5,1% г/г.

Рост притока некоммерческих переводов физических лиц в третьем квартале 2012 года составил 9,1% г/г в условиях 2,8% г/г роста оттока. В результате, в текущем квартале рост чистого притока некоммерческих переводов физических лиц составил 10,2% г/г, обусловленный, в основном, воздействием развитий экономики России в третьем квартале 2012 года.

3.2.3. Рынок труда²⁴

Темпы роста среднемесячной заработной платы и снижения уровня безработицы в январе-сентябре 2012 года соответствовали прогнозу. Во втором полугодии аналогичный рост заработных плат и непрерывность снижения безработицы будут соответствовать отмечаемой экономической активности, в результате в 2012 году неравновесий, действующих на инфляцию, на рынке труда не возникнет.

Согласно оценкам ЦБ РА, в январе-сентябре 2012 года рост среднемесячной номинальной заработной платы составил 5,5% вследствие роста заработных плат в частном секторе и умеренного роста заработных плат в организациях с бюджетным финансированием. В результате рост реальной зарплаты составил 3,1%. В частном секторе на рост номинальной зарплаты существенное воздействие оказал непрекращающийся

²¹ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

²² Рост экспорта товаров (ФОВ) в январе-сентябре составил 6,0%. Показатели экспорта услуг за третий квартал 2012 года являются прогнозами.

²³ Рост импорта товаров (СИФ) в январе-сентябре составил 1,7%. Показатели импорта услуг за третий квартал 2012 года являются прогнозами.

²⁴ Данные рынка труда за 2012 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях за первое полугодие 2012 года и сентябрь-октябрь 2012 года. Оценки роста в подразделе даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

рост производительности в промышленности и сфере услуг, и повышение спроса на рабочую силу вместе с экономическим ростом. В этих условиях рост заработных плат в 2012 году составит 5,7%, а рост реальной заработной платы - 3,2%.

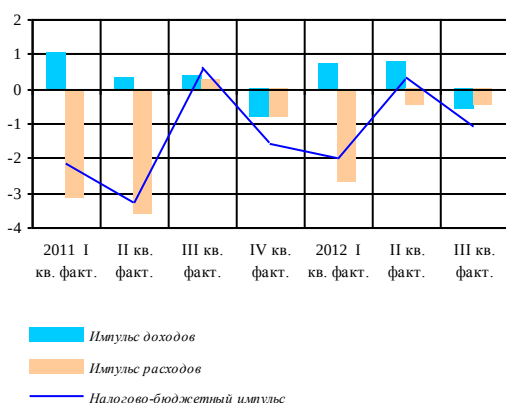
В условиях растущего спроса на рабочую силу средний уровень безработицы в первом полугодии снизился по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 1,3 пп и составил 18,8%.

В результате непрерывности экономического роста во втором полугодии продолжится процесс снижения безработицы и составит на 2012 год 17,2%, снизившись по сравнению с предыдущим годом на 1,2 пп.

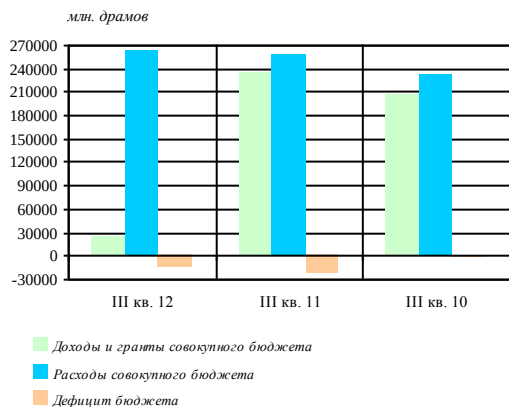
В условиях указанных развитий рынка труда существенных неравновесий в январе-сентябре в экономике не наблюдалось, в частности, рост реальной заработной платы соответствовал росту производительности. Описанные выше развития сохраняются до конца года, следовательно, можно утверждать, что в течение 2012 года воздействие рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

3. 2. 4. Налогово-бюджетная политика²⁵

Во втором полугодии 2012 года налогово-бюджетный импульс оказал сдерживающее воздействие



В 3-ем квартале 2012 г. дефицит бюджета снизился по сравнению с тем же периодом предыдущих лет



В третьем квартале 2012 года налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, сдерживающее воздействие, что не выходит за рамки прогноза ЦБ РА. Это было обусловлено сдерживающим воздействием доходов в 0,57 и 0,51 расходов. Фактические расходы третьего квартала отклонились, как от программы квартальных пропорций государственного бюджета, так и от оценок ЦБ РА, в результате сформировалась экономия расходов почти на 17,0 млрд. драмов.

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

Доходы совокупного бюджета увеличились по сравнению с третьим кварталом предыдущего года на 12,4% или 27,0 млрд. драмов, что в основном было обеспечено за счет роста налоговых доходов на 14,2%. Причем рост г/г косвенных налогов в структуре налогов составил 19,0%, а прямых налогов – 15,8%. В структуре прямых налогов рост был отмечен по всем видам налогов, в частности, рост налога на прибыль составил 27,0%, подоходного налога – 9,2%.

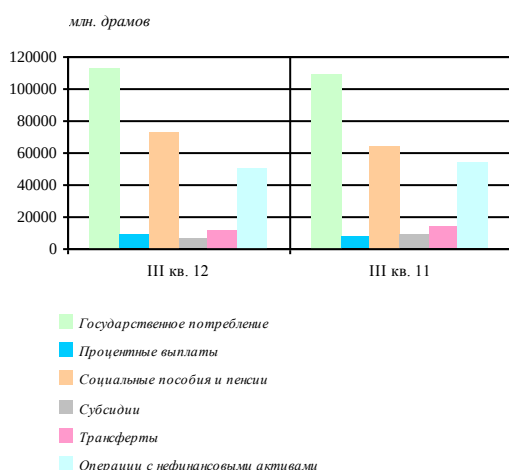
В третьем квартале бюджетные расходы РА увеличились по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 2,0%. Причем, текущие расходы увеличились г/г на 4,5%, где рост г/г *государственного потребления* составил 2,8%. По части статьи *“Операции с нефинансовыми активами”* или *капитальные расходы* снизились на 7,6%. Обусловлено это, в основном, недополучением расходов по части реализации программ, финансируемых извне.

Дефицит бюджета, сформировавшийся в третьем квартале в условиях вышеуказанных показателей доходов и расходов, составил 14,0 млрд. драмов или 47,3% предусмотренного для квартала показателя.

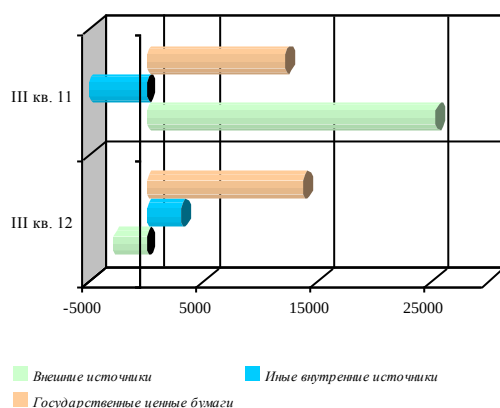
Подводя итоги результатов первых девяти месяцев следует отметить, что благодаря экономической активности доходы государственного бюджета по запланированным пропорциям были перевыполнены на 4,5

²⁵ Анализ налогово-бюджетного сектора совершен по показателям совокупного бюджета, составленным на базе предварительных фактических показателей за третий квартал (включая показатели групп по реализации проектов).

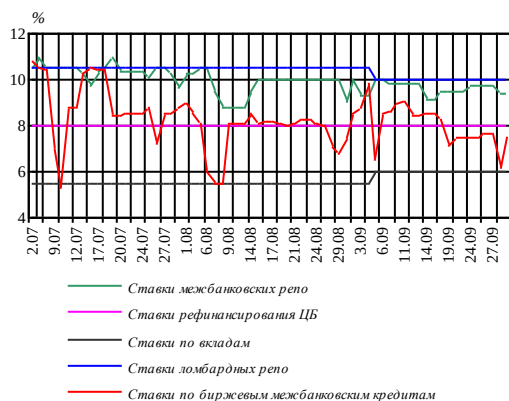
В расходах бюджета в 3-ем квартале 2012 г. в основном сократились субсидии, гранты и капитальные расходы



В 3-ем квартале 2012 года дефицит бюджета финансировался за счет внутренних источников



В течение квартала наблюдалась тенденция снижения краткосрочных процентных ставок



млрд. драмов, а рост доходов по сравнению с тем же периодом предыдущего года составил 7,4% или 45,8 млрд. драмов. Государственные расходы (включая средства групп по реализации проектов) по сравнению с тем же периодом предыдущего года увеличились примерно на 1%.

Дефицит бюджета по результатам девяти месяцев составил 33,5 млрд. драмов или 25,3% запланированного годового показателя.

В целом, осуществленная в течение девяти месяцев налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос 0,8 пп сдерживающее воздействие.

Что касается годовых показателей, то в результате фактических развитий налогово-бюджетного сектора, и в случае обеспечения программы государственного бюджета четвертого квартала, воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет 1,1 пп сдерживающим. Выполнение бюджета будет завершено обеспечением запланированных пропорций доходов государственного бюджета и некоторой экономией расходов (на 4,0% запланированного годового показателя). В результате соотношение “Дефицит/ВВП” составит 2,0-2,2% вместо предусмотренного законом 3,1%.

3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Процентные ставки

В третьем квартале 2012 года Совет ЦБ оставил процентную ставку рефинансирования без изменения – на уровне 8,0%, однако сократил в очередной раз (предыдущий – в июне) разницу между процентными ставками по инструментам постоянной возможности: процентные ставки по вложенным банками в ЦБ средствам и привлекаемым ЦБ ломбардным репо были установлены на уровне – 6,0 % и 10,0% соответственно – в целях снижения дальнейшей волатильности процентных ставок на рынке.

В третьем квартале общий объем основного инструмента ЦБ операций репо составил 489,0 млрд. драмов по средней процентной ставке 9,03%, что ниже показателя предыдущего квартала на 1,26 пп. Объем структурного инструмента – долгосрочного репо - составил в течение квартала примерно 1,5 млрд. драмов по средней процентной ставке 10,28% (в предыдущем квартале средняя ставка составила 9,6%).

В третьем квартале ЦБ заключил также обратные репо, общий объем которых составил примерно 60,0 млрд. драмов по не изменившейся с предыдущего квартала средневзвешенной процентной ставке 7,98%.

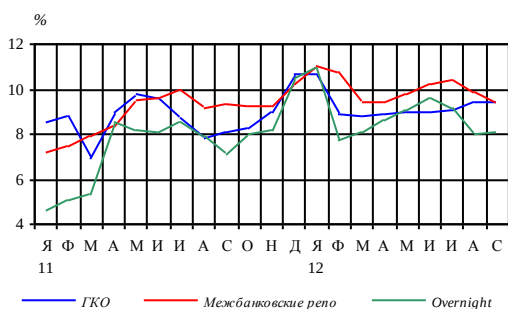
В третьем квартале объем ломбардных репо, заключенных с коммерческими банками, был меньше показателя предыдущего квартала более чем в 5 раз и составил 32,5 млрд. драмов, а объем вложенных в ЦБ денежных средств был вдвое меньше показателя предыдущего квартала и составил 158,2 млрд. драмов.

Объем депозитного аукциона (новый инструмент, примененный в первом квартале 2012 года) составил в третьем квартале 48,0 млрд. драмов, снизившись по сравнению с показателем предыдущего квартала на 20 млрд. драмов.

В течение квартала общий объем биржевых межбанковских кредитов (overnight) составил примерно 1,745 млрд. драмов, оставаясь почти на уровне предыдущего квартала, а средняя процентная ставка снизилась на 0,77 пп, составив 8,39%.

Общий объем операций репо, заключенных на межбанковском и внутрибанковском рынках в третьем квартале 2012 года, составил 238,3 млрд. драмов, уменьшившись по сравнению с предыдущим кварталом на

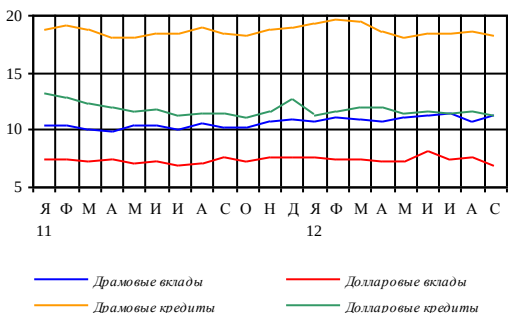
Ставки межбанковских репо и биржевых кредитов снизились в течение квартала



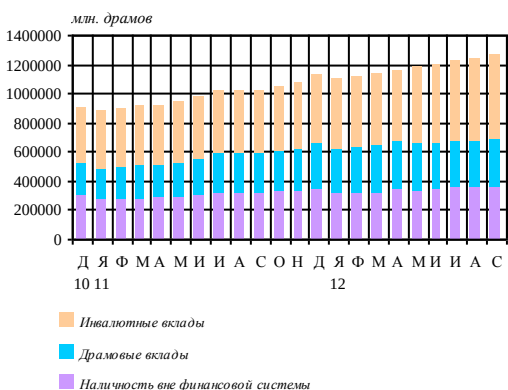
Некоторый рост процентных ставок по государственным облигациям наблюдался и на вторичном рынке



Ставки по долларовым кредитам и вкладам снизились в течение квартала



В 3-ем квартале 2012 г. рост инвалютных вкладов превысил рост драмовых вкладов



47,6 млрд. драмов. Несмотря на то, что средняя процентная ставка рыночного репо почти не изменилась по сравнению с предыдущим кварталом (составила 10,4%), она проявила тенденцию снижения. По сравнению со средней ставкой в июне она снизилась в сентябре на 0,4 пп и составила 10,12%.

Удельный вес операций репо, заключенных между коммерческими банками, значительно снизился в общем объеме рынка репо – примерно 20% вместо 37% в предыдущем квартале. Средняя процентная ставка на рынке межбанковского репо почти не изменилась по сравнению с предыдущим кварталом, составив 9,98%.

Объем выпуска краткосрочных государственных (казначейских) облигаций составил в течение третьего квартала 2012 года 21,0 млрд. драмов (в предыдущем квартале – 11,0 млрд. драмов). Спрос на облигации составил 134% объема, в результате было размещено облигаций на 11,0 млрд. драмов. В течение квартала сохранилась сформировавшаяся еще с предыдущего квартала тенденция роста процентной ставки. В результате, средняя квартальная процентная ставка составила 9,35%, повысившись на 0,4 пп.

Как показывает изучение кривых доходности, изменение позиции кривой, в основном, обусловлено ее параллельным перемещением почти по всей длине за счет роста кривой доходности облигаций в среднем на 0,65 пп. Сокращение вогнутости кривой доходности было незначительным – с 0,38 до 0,32.

В третьем квартале в банковской системе средние процентные ставки по кредитам и вкладам в драмах и долларах США проявили следующие тенденции. Средние процентные ставки по кредитам и вкладам в драмах по сравнению с предыдущим кварталом почти не изменились и составили 18,4% и 11,2%, соответственно, а средние процентные ставки по кредитам и вкладам в долларах США снизились по 0,3 пп, составив 11,4% и 7,3%, соответственно.

В третьем квартале 2012 года разность между средними процентными ставками по кредитам в драмах и кредитам в долларах США составила 7,0 пп (в предыдущем квартале – 6,7 пп). Увеличилась также разность между средними процентными ставками по вкладам в драмах и вкладам в долларах США, составив 3,9 пп (в предыдущем квартале – 3,5 пп).

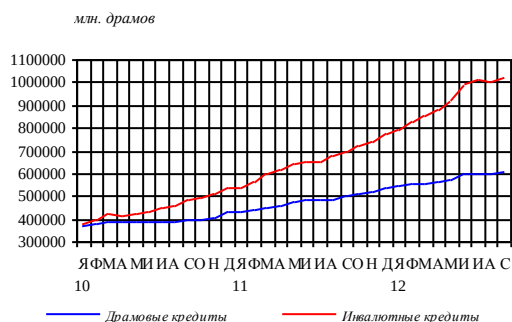
В третьем квартале разность между средними процентными ставками по кредитам и вкладам, как в драмах РА, так и в долларах США, почти не изменилась и составила 7,2 и 4,1 пп соответственно.

3.3.2. Деньги и кредиты

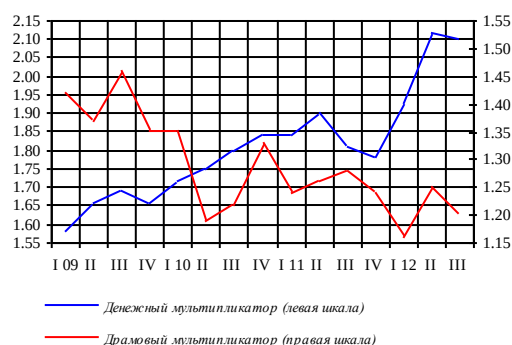
В третьем квартале денежно-кредитная среда проявила следующие тенденции. Драмовые вклады увеличились на 5,6% (17,7 млрд. драмов), что почти полностью было обусловлено ростом драмовых вкладов до востребования. Согласно оценкам, годовой рост драмовых вкладов составит около 10%. Иностраные вклады увеличились в течение квартала на 6,9% или 37,5 млрд. драмов (без воздействия изменения обменного курса – на 10,0%), в основном за счет роста срочных иностранных вкладов, которые распределились равномерно среди домохозяйств и предприятий. В результате рост уровня долларизации (иностраные вклады/денежная масса) составил в течение квартала 0,4 пп. Годовой рост иностранных вкладов составит до 30%.

Денежная масса увеличилась в течение третьего квартала на 6,0% и составила 1,3 трлн. драмов, а драмовая масса – на 5,2% и составила 689,0 млрд. драмов. Согласно оценкам ЦБ РА годовой рост денежной массы составит более 15%, а драмовой массы – до 10%.

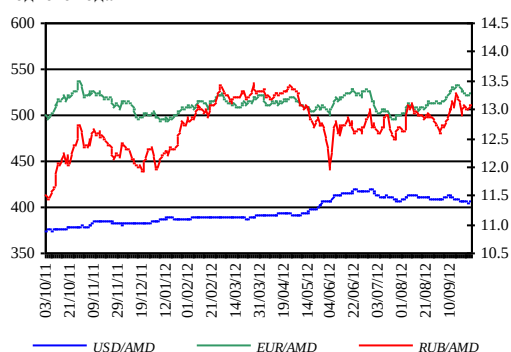
в 3-ем квартале 2012 г. рост объемов кредитования вновь был обеспечен за счет роста инвалютных кредитов



Денежный и драмовый мультипликаторы



Динамика обменного курса драма РА по отношению к доллару США, евро и российскому рублю в течение одного года



В третьем квартале 2012 года рост кредитования заметно замедлился, составив 2,0% (30,7 млрд. драмов). В структуре кредитования преобладало кредитование в инвалюте, рост которого составил 2,1% (без воздействия обменного курса – 4,8%). Предоставленные в инвалюте кредиты были в основном направлены частным предприятиям. Кредиты в драмах, рост которых увеличился в течение квартала на 1,8% (12,9 млрд. драмов), были равномерно предоставлены домохозяйствам и предприятиям.

На основе индексов предложения, спроса на кредитование, доступности кредитов и кредитоспособности клиентов, оцененных в проведенном в третьем квартале 2012 года опросе “Об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА”, в третьем квартале было отмечено уменьшение темпов роста, как спроса, так и предложения всех видов кредитов. Однако, как обычно, в четвертом квартале ожидается оживление спроса на бизнес-кредиты и потребительские кредиты. В то же время, в третьем квартале были упрощены условия и процедуры кредитования по всем видам кредитов, за исключением потребительских кредитов. В результате указанных развитий кредитования годовой рост кредитования составит 25%.

12-месячные тенденции денежно-кредитных показателей проявились в третьем квартале следующим образом. Драмовые вклады увеличились на 22,8%, инвалютные вклады – на 34,9% (без воздействия обменного курса - 23,5%), что привело к опережающему росту денежной массы по сравнению к драмовой массе на 24,2% и 16,4% соответственно. В результате уровень долларизации составил в конце сентября 45,6%, повысившись г/г на 3,6 пп. Рост г/г кредитования экономики составил 31,6%.

Коэффициенты монетаризации и драмизации экономики составили по результатам третьего квартала 2,1 и 1,2 вместо 1,9 и 1,3 в том же периоде предыдущего года.

3.3.3. Обменный курс

Средний рыночный обменный курс драма к доллару США к концу третьего квартала 2012 года составил 406,25 драма: укрепление драма по сравнению с концом предыдущего квартала составило 2,9%.

Динамика драма РА в третьем квартале 2012 года по отношению к доллару США, евро и российскому рублю

Динамика обменного курса драма РА в третьем квартале 2012 г.			
Валютная пара	30.06.2012 (драм РА)	30.09.2012 (драм РА)	% (укрепление “+”, ослабление “-“)
USD/AMD	418.01	406.25	+2.89
EUR/AMD	525.61	525.73	-0.02
RUB/AMD	12.68	13.12	-3.35

Динамика среднего обменного курса драма РА в третьем квартале 2012 г. по сравнению с тем же периодом предыдущего года			
Валютная пара	Средний обменный курс третьего квартала 2011 г.	Средний обменный курс третьего квартала 2012 г.	% (укрепление “+”, ослабление “-“)
USD/AMD	368.45	410.66	-10.28
EUR/AMD	521.12	513.56	+1.47
RUB/AMD	12.68	12.85	-1.30

Совокупный объем операций доллар США/драм РА, осуществленных на инвалютном рынке в течение квартала, составил 2724 млн. долларов

США, что на 6,2% больше показателя предыдущего квартала (2564 млн. долларов США).

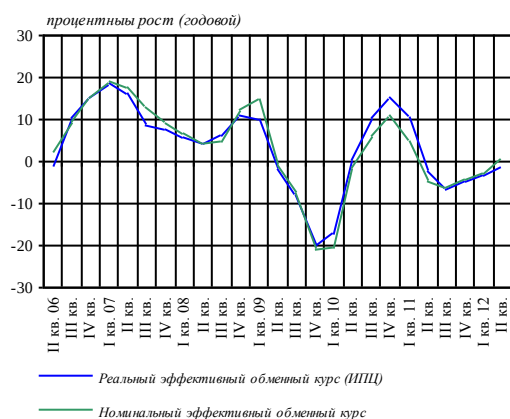
Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро/драм РА, составил 252,3 млн. евро вместо объема в 507,4 млн. евро за предыдущий квартал.

В целях смягчения резких колебаний обменного курса драма на валютном рынке Центральный банк РА купил в третьем квартале у коммерческих банков РА 35,9 млн. долларов США.

В третьем квартале 2012 года номинальный обменный курс драма ослабел кв/кв на 0,6%. Обусловлено это было ослаблением среднеквартального обменного курса драм РА/доллар США на 2,2% и ослаблением инвалют стран-партнеров к доллару США в среднем на 1,6%²⁶.

Номинальный эффективный обменный курс драма ослаб по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 2,7%, причем ослабление г/г среднего курса драм РА/доллар США на 10,2% было частично нейтрализовано ослаблением валют стран-партнеров по отношению к доллару США в среднем на 8,3%. В условиях ослабления кв/кв номинального эффективного обменного курса драма на 0,6%, реальный эффективный обменный курс, рассчитанный по индексу цен производителей, ослабел кв/кв в среднем на 4%, причем инфляция в Армении составила в среднем 2,8% г/г, а в странах-партнерах средневзвешенная инфляция составила 0,7% кв/кв.

Во втором квартале 2012 г. реальный обменный курс продолжал слабеть



Рост по сравнению с тем же периодом предыдущего года	III кв. 2011	IV кв. 2011	I кв. 2012	II кв. 2012	III кв. 2012
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	-6.9	-5.2	-3.6	-1.5	-4.4
Инфляция в РА	5.1	4.4	3.4	1.0	2.3
Номинальный обменный курс в РА (+ укрепление)	-0.9	-5.3	-5.7	-6.8	-10.2
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	5.7	5.2	4.2	3.5	4.0
Средневзвешенный номинальный обменный курс стран – торговых партнеров (+ укрепление)	5.1	-1.2	-3.2	-8.4	-8.3

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

В третьем квартале 2012 года реальный эффективный обменный курс ослабел по сравнению с тем же периодом предыдущего года в среднем на 4,4% в результате опережающей инфляции в странах-партнерах, и средний обменный курс драм РА/доллар США ослабел по сравнению с меньшим ослаблением валют стран-партнеров. Средневзвешенная инфляция стран-партнеров составила 4%, а среднеквартальная инфляция в РА составила по сравнению с тем же периодом предыдущего года 2,3%, и указанная разница оказала содействие ослаблению реального обменного курса.

3.4. Платежный баланс

В третьем квартале 2012 года, в условиях сохранения высоких темпов экономической активности, дефицит текущего счета по сравнению с тем же периодом предыдущего года снизился. Улучшение позиции текущего счета по сравнению с тем же периодом предыдущего года

²⁶ Это средневзвешенный показатель по валютам основных стран-партнеров.

было обусловлено, в основном, снижением дефицита торгового баланса и ростом денежных переводов физических лиц. Хотя чистый приток счетов капитала и финансовых средств уменьшился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, однако превысил дефицит текущего счета.

3.4.1. Текущий счет

В 2012 году показатель “Дефицит текущего счета/ВВП” составит примерно 9,0% вместо 10,9% предыдущего года. В третьем квартале 2012 года, в условиях замедления темпов восстановления мировой экономики и сохранения высоких темпов роста активности внутренней экономики, дефицит текущего счета снизился г/г на 68,5 млн. долларов США и составил 107,5 млн. долларов США. В январе-сентябре 2012 года, согласно оценкам ЦБ РА, показатель “Дефицит текущего счета/ВВП” снизился на 1,5 пп.

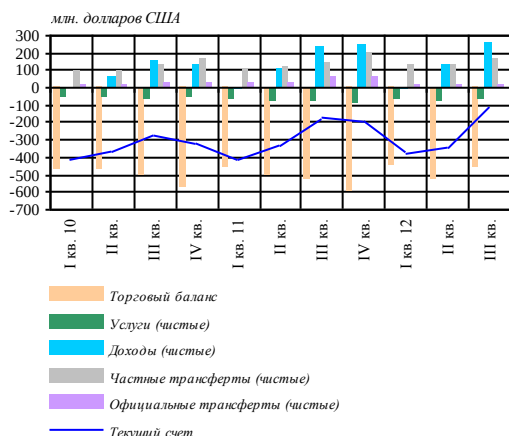
Дефицит товарного баланса снизился в третьем квартале 2012 года на 60,7 млн. долларов и составил 461,9 млн. долларов США. В условиях слабого внешнего спроса и снижения цен на экспорт, тем не менее был отмечен высокий рост реальных объемов экспорта, обусловленный сохранением высоких темпов роста в промышленности РА. На фоне снижения цен на экспорт долларовая стоимость экспорта товаров снизилась по сравнению с третьим кварталом предыдущего года на 5,3%²⁷. Снижение долларовой стоимости экспорта было обусловлено отрицательным содействием товаров группы “Драгоценные и полудрагоценные камни, драгоценные металлы и изделия из них”, “Наземный, воздушный и водный транспорт” и “Сырьевая продукция” на 5,7, 5,4 и 3,2 пп. В то же время группа “Готовая пищевая продукция” оказала положительное содействие на 5,1 пп²⁸.

В условиях сохранения высоких темпов роста внутренней экономической активности и замедления темпов снижения долларовых цен на импорт, в третьем квартале 2012 года, по сравнению с тем же периодом предыдущего года, был отмечен низкий темп реального роста импорта товаров, а темпы долларовых цен на импорт снизились на 8,7% г/г. Снижение долларовой стоимости импорта товаров²⁹ было обусловлено отрицательным содействием товаров группы “Драгоценные и полудрагоценные камни, драгоценные металлы и изделия из них” и “Готовая пищевая продукция” на 4,1 и 1,5 пп соответственно. Импорт товаров группы “Продукция растительного происхождения” оказал положительное содействие на 1,9 пп.

С точки зрения географии распределения внешней торговли, снижение торгового баланса было обусловлено уменьшением г/г дефицита торгового баланса с группой “Прочие страны” на 92,0 млн. долларов США, что было обусловлено, в основном, снижением дефицита торгового баланса с Китаем, Турцией, а со Швейцарией сформировался профицит торгового баланса.

Дефицит баланса услуг снизился г/г в третьем квартале 2012 года на 6,0 млн. долларов США и составил 70,7 млн. долларов США. В результате снижения дефицита товарного баланса наблюдается снижение баланса по транспортным услугам, а показатель г/г баланса по статье “Ту-

В 3-ем квартале 2012 г. дефицит текущего счета снизился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года



²⁷ Снижение обусловлено также импортом товаров группы “Наземный, воздушный и водный транспорт” на 20,0 млн. долларов США в сентябре 2011 года.

²⁸ Показатели экспорта и импорта по отраслям и географическому распределению представлены по ценам FOB и CIF соответственно.

²⁹ В третьем квартале 2012 года почти во всех товарных группах импорта было отмечено снижение г/г.

ризм” увеличится. Рост г/г экспорта и импорта услуг составил в третьем квартале 2012 года 8,5% и 4,9% соответственно.

Темпы роста г/г денежных переводов физических лиц в третьем квартале сохранились³⁰, что, в основном, обусловлено развитиями экономики России³¹. В третьем квартале 2012 года чистый приток доходов от сезонных выездных работников увеличился г/г на 10,0% и составил 371,9 млн. долларов США, что значительно превысило чистый отток по статье “Доходы от инвестиций”. В результате по статье “Доходы” был отмечен чистый приток на 251,7 млн. долларов США. Чистый приток частных трансфертов увеличился в текущем квартале на 17,3% г/г и составил 162,9 млн. долларов США.

3.4.2. Счет капитала и финансовых средств³²

В третьем квартале 2012 года чистый приток по счетам капитала и финансовым средствам снизился г/г на 268,8 млн. долларов США и составил 129,0 млн. долларов США. Чистый приток превысил дефицит текущего счета, в результате чистые внешние активы Центрального банка РА увеличились в третьем квартале на 21,5 млн. долларов США.

Чистый приток капитальных трансфертов составил 29,8 млн. долларов США (в том же квартале предыдущего года – 24,1 млн. долларов США).

Чистый приток иностранных прямых инвестиций в текущем квартале составил 74,1 млн. долларов США (в том же квартале предыдущего года – 133,1 млн. долларов США). Чистый приток государственных кредитов составил 14,4 млн. долларов США (в том же квартале предыдущего года – 100,5 млн. долларов США).

Чистые внешние активы частного сектора уменьшились в третьем квартале 2012 года на 10,8 млн. долларов США. В том числе, чистые внешние активы остального частного сектора (без банков) увеличились на 36,7 млн. долларов США, а чистые внешние активы банковского сектора уменьшились на 47,5 млн. долларов США.

3.5. Внешняя среда

Третий квартал 2012 года охарактеризовался определенными шагами, предпринятыми США и Евросоюзом в сфере экономической политики, направленными на стимулирование экономического роста и решения долговых проблем. В частности, следует отметить решение Федеральной резервной системы США о третьей количественной экспансии, продление еще на один год проведения политики низких процентных ставок до 2015 года, а также решение ЕЦБ о покупке на специальных условиях облигаций государств с долговыми проблемами на вторичном рынке.

По оценкам США, мировой экономический рост составит в 2012 году 3,3% вместо отмеченного в 2011 году 3,8% роста. Такое замедление обусловлено, в основном, замедлением *экономического роста развитых стран* в 2012 году на 1,3%, что влияет и на экономический рост развивающихся стран: для 2012 года он составит 5,3%, вместо отмеченного в 2011 году 6,2% роста.

В 3-ем квартале 2012 г. чистый приток средств по счетам капитала и финансовых средств снизился г/г, превысив дефицит текущего счета

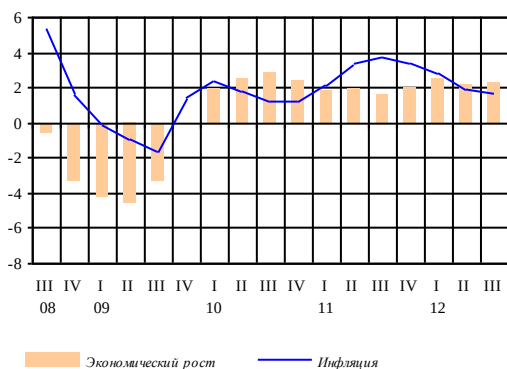


³⁰ В третьем квартале 2012 г. был отмечен рост г/г чистого притока некоммерческих переводов физических лиц по банковской системе на 11,1%.

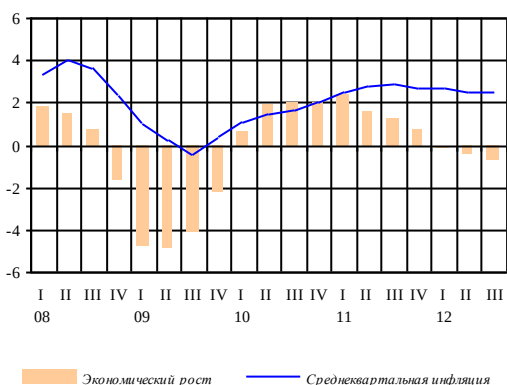
³¹ По предварительным оценкам Государственной статистической службы России экономический рост России в третьем квартале 2012 года составил 2,9% г/г.

³² Показатели третьего квартала 2012 г. по статье “Счет капитала и финансовых средств” являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

В 3-ем квартале 2012 г. экономическая активность в США продолжила медленное восстановление



В еврозоне продолжилось замедление экономического роста



В третьем квартале 2012 года темп роста экономики **США** почти не изменился по сравнению с предыдущим кварталом, а безработица сохранилась на высоком уровне. Согласно предварительным оценкам Бюро анализа Министерства торговли США, во втором квартале в США был отмечен 2,3% среднегодовой экономической рост кв/кв, вместо 2,3% в предыдущем квартале. Положительное содействие экономическому росту оказали частные затраты, вложения и государственные расходы, а экспорт оказал отрицательное содействие. Что касается импорта, то по сравнению с предыдущим кварталом он сократился. Отмеченная в третьем квартале 2012 года среднеквартальная инфляция в США продолжала снижаться и составила г/г 1,7% вместо 1,9% в предыдущем квартале. Экономический рост США в 2012 году оценивается примерно 2,2%, в результате, экономика все еще остается на уровне ниже потенциального, а инфляция составит примерно 2%.

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 оценкам Евростата в **еврозоне** в июле-августе промышленное производство снизилось г/г, что свидетельствует о том, что замедление экономического роста продолжится и в третьем квартале 2012 года. Согласно оценкам МВФ экономический спад в 2012 году оценивается 0,4%.

Индекс потребительских цен в еврозоне в третьем квартале повысился г/г в среднем на 2,5%, оставаясь почти на уровне предыдущего квартала. Показатель средней инфляции в Евросоюзе в 2012 году оценивается 2,3%, что, тем не менее, продолжает оставаться выше целевого уровня в 2%.

Несмотря на сохранение высокого уровня инфляции, Европейский центральный банк, под воздействием экономических проблем в еврозоне, снизил в начале квартала процентную ставку рефинансирования на 0,25 пп, установив ее на уровне 0,75%.

В течение квартала **обменный курс доллара США** изменился по отношению к евро, и, после непрерывного укрепления, проявил в августе-сентябре тенденции ослабления. Тем не менее, в течение квартала доллар США укрепился по отношению к евро на 2,5%, и средний обменный курс доллара составил 1,25 доллара США за евро (укрепление г/г составило 12,8%).

Темпы экономического роста **России**, в условиях ускорения темпов инфляции, в третьем квартале 2012 года замедлились. Согласно пересмотренным в октябре прогнозам МВФ, экономического роста в 2012 году снизится и составит 3,7%. Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы России, в третьем квартале экономический рост составил 2,9% г/г, вместо 4,0% в предыдущем квартале. Замедление темпов экономического роста обусловлено, в основном, высоким ростом во втором полугодии предыдущего года. В третьем квартале 2012 года в отраслях экономики были отмечены следующие развития: в отрасли промышленности темпы роста несколько увеличились, составив 2,5% г/г вместо 2,3% в предыдущем квартале. В оптовой торговле темпы роста замедлились, составив в третьем квартале 4,6% г/г. В то же время, в строительстве было отмечено снижение г/г на 2,7%.

В третьем квартале 2012 года, по сравнению с тем же периодом предыдущего года, вследствие развитий мировой и внутренней экономик позиция г/г текущего счета ослабла, а чистый отток капитала замедлился. Профицит текущего счета уменьшился г/г на 4,8 млрд. долларов и составил 9,0 млрд. долларов США вместо 19,6 млрд. долларов США в

том же квартале предыдущего года. В текущем квартале резервы Центрального банка России увеличились на 1,5 млрд. долларов США.

В третьем квартале 2012 года на фоне потоков платежного баланса значительно ослабили давления на обменный курс рубля, что выразилось в постепенном сокращении вмешательства Центрального банка России на инвалютном рынке (чистый объем в долларах США составил в третьем квартале 1,88 млрд. долларов США вместо 2,5 млрд. долларов США в предыдущем квартале). Ослабление курса рубля в третьем квартале составило 10,1% г/г.

Параллельно с замедлением экономического роста было отмечено ускорение темпов инфляции. В сентябре рост потребительских цен увеличился с 4,3% г/г в июне до 6,5%. В результате, в третьем квартале инфляция составила 6,0% г/г вместо 3,8% в предыдущем квартале. Рост цен был обусловлен ростом цен на мировом рынке на продовольствие, а также ростом регулируемых цен. Целевой же показатель инфляции 2012 года Центрального банка России составляет 5-6%.

После последнего изменения процентной ставки в декабре прошлого года, Центральный банк России принял решение о повышении процентной ставки рефинансирования на 0,25 пп лишь в сентябре 2012 года, установив на уровне 8,25%. Основанием для этого послужило расширение инфляционной среды, в результате увеличились риски отклонения инфляции от среднесрочного целевого показателя.

В третьем квартале 2012 года в *Китае* продолжилось замедление темпов экономического роста – 7,7%, а среднеквартальная инфляция снизилась по сравнению с тем же показателем предыдущего квартала, составив 1,99% г/г. Экономический рост в Китае в 2012 году оценивается 7,8% вместо 9,2% в 2011 году.

В условиях вышеуказанных развитий в третьем квартале 2012 года *цена на золото* выросла на 2,7%, составив в среднем 1657 долларов США за 1 тройскую унцию (снижение г/г – 2,6%). Рост г/г цены на золото в 2012 году оценивается примерно 7,3%.

В третьем квартале 2012 года *цена на нефть на мировом рынке* проявила тенденцию на повышение, что было обусловлено, в основном, третьей количественной экспансией, проводимой Федеральной резервной системой США. Средняя цена за баррель нефти выросла по сравнению с предыдущим кварталом на 0,9%, составив в среднем 110 долларов США за баррель (снижение г/г - 2,2%). Цена на нефть в течение года проявила высокую волатильность – в пределах 112 долларов США за баррель. Тем не менее, по сравнению с предыдущим годом, снижение цены на нефть в 2012 году составит всего лишь 1%.

Среди промышленных металлов *цена на медь* в третьем квартале 2012 года снизилась на 1,5%, составив в среднем 7732 доллара США за тонну (снижение г/г – 14 %). Согласно предварительным оценкам, снижение г/г средней цены на медь в 2012 году составит 9%.

В третьем квартале на мировых рынках некоторых продовольственных товаров были отмечены проблемы, связанные с предложением. Индекс цен на продовольствие, публикуемый Продовольственной и сельскохозяйственной организацией Объединенных Наций (ФАО), повысился в третьем квартале в среднем на 3,7% кв/кв, что все еще ниже на 6,7% того же показателя предыдущего года. Мировые цены *на пшеницу* выросли в третьем квартале на 29,9% кв/кв, составив в среднем 9,5 доллара США за бушель (рост г/г – 10,7%) обусловленные сокращением урожая пшеницы из-за засушливой погоды в России, Казахстане и США. Согласно оценкам ЦБ РА, в 2012 году мировая цена на пшеницу останется на текущем высоком уровне и в среднем будет почти равна показателю 2011 года.

Индекс мировых цен *на сахарный песок* снизился в третьем квартале на 1,4%, в результате снижения г/г составило 27,0%. Согласно оценкам ЦБ РА, средняя цена в 2012 году будет в среднем ниже средней цены, сформировавшейся в 2011 году, на 15-18%.

Мировые цены *на рис* в отчетном квартале повысились на 2,4%. Средняя цена на рис составила 15,5 доллара США за один американский центнер (45,3 кг/ снижение г/г – 9,3%). Тем не менее, в годовом разрезе ожидается снижение цены на рис примерно на 3%.

Таким образом, в условиях неопределенностей относительно политических решений долговых проблем развитых стран, 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 продолжаются дефляционные тенденции.