

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
за номером 162-А*

Обзор инфляции

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



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 3-го квартала 2013 г.*

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	6
2.1. Внешняя среда.....	6
2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос.....	7
2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте	13
3. Фактические развития третьего квартала 2013 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	18
3.1.3. Инфляционные ожидания	19
3.2. Совокупный спрос и предложение	19
3.2.1. Совокупное предложение	19
3.2.2. Совокупный спрос	21
3.2.3. Рынок труда	22
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	22
3.3. Деньги и развития финансового рынка	24
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты	24
3.3.2. Обменный курс	27
3.4. Платежный баланс	28
3.4.1. Текущий счет	28
3.4.2. Счета капитала и финансовых средств	29
3.5. Внешняя среда	30
4. Заключение	32

С января 2006 года Центральный банк РА перешел к стратегии инфляционного таргетирования. Реализация этой стратегии предусматривает осуществление денежно-кредитной политики ЦБ, сводящей до минимума отклонения инфляции от ее запланированного 4% целевого уровня.

Ранее ЦБ РА представлял ежеквартальный прогноз условной инфляции на ближайшие 12 месяцев, исходя из предположения о неизменности уровня процентных ставок. Прогноз опубликовывался в Программах денежно-кредитной политики. Вместе с этим прогнозировалась соответствующая динамика процентной ставки, и намечались направления денежно-кредитной политики.

За последние годы система прогнозирования и анализа политики ЦБ была усовершенствована: 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 - он составляет три года вместо прежнего одного года. ЦБ также включил в отчет безусловную инфляцию вместо прежней условной инфляции.

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

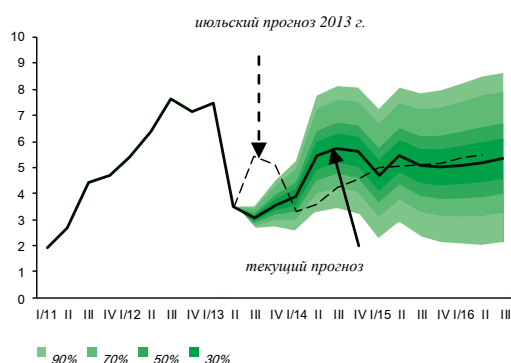
1. КРАТКИЙ ОБЗОР¹

Согласно прогнозам ЦБ РА, 12-месячная инфляция в ближайшем трехгодичном горизонте будет постепенно снижаться и колебаться в пределах целевого показателя, а экономический рост в 2014 году несколько ускорится и стабилизируется на своем долгосрочном равновесном уровне.

Для развитий экономики РА в третьем квартале характерным было замедление темпов экономического развития и сформировавшаяся высокая инфляционная среда.

В 2013 г. экономический рост составит 3,4-3,8%, обусловленный в основном, ростом сельского хозяйства и сферы услуг (общее содействие инфляции - 3,8 пп).

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



В прогнозируемом горизонте экономический рост установится в пределах 4,6-6,0% и будет находиться близко к своему долгосрочному равновесному уровню.

Согласно прогнозам ЦБ РА 12-месячная инфляция в ближайшем трехгодичном горизонте будет постепенно снижаться и колебаться в пределах целевого показателя, а экономический рост в 2014 году несколько ускорится и стабилизируется на своем долгосрочном равновесном уровне. Тем не менее, для развитий экономики РА в третьем квартале характерным было **замедление темпов экономического развития и сформировавшаяся высокая инфляционная среда**. Замедление темпов экономического роста было обусловлено преимущественно снижением частных и государственных вложений вследствие сокращения объемов строительства и проводимой с начала года налогово-кредитной политики, а высокой инфляции исключительное содействие оказали прямые и косвенные воздействия удорожания тарифов на энергоносители (в целом - на 3 пп). По результатам третьего квартала **12-месячная инфляция составила 8,2%**, а показатель базовой инфляции был близок к верхней границе допустимого целевого диапазона 12-месячной инфляции, составив 5,3%.

На фоне сформировавшейся высокой инфляционной среды и замедления темпов экономического роста в третьем квартале замедлились также темпы роста частного потребления, в результате показатель роста частного потребления в январе-сентябре составил 2,5% г/г. В третьем квартале частные вложения снизились больше, чем предусматривалось прогнозом: для периода с января по сентябрь оценка составила 9% г/г, что было обусловлено исключительно снижением добавленной стоимости в отрасли строительства.

Согласно краткосрочным прогнозам, рост частного потребления в 2013 году составит 2,7%, темпы снижения частных вложений замедлятся до 7,0%, а по результатам года воздействие налогово-кредитной политики будет сдерживающим - примерно на 1,0 пп. Реальный рост экспорта товаров и услуг в 2013 году составит 7,0-9,0%, а реальный рост импорта - 0,0-1,0%. В результате экономический рост составит 3,4-3,8%, обусловленный в основном, ростом сельского хозяйства и сферы услуг, оказав общее содействие на 3,8 пп. Учитывая расширяющий характер планируемой налогово-кредитной политики 2014 года, в этом периоде ожидается ускорение темпов экономического роста. **В прогнозируемом горизонте** экономический рост установится в пределах 4,6-6,0% и будет находиться близко к своему долгосрочному равновесному уровню, благодаря стабилизации темпов роста частного потребления и медленному восстановлению частных вложений.

Таким образом, **в прогнозируемом горизонте**, в результате некоторого оживления частного спроса и прогнозируемого, в целом, расширяющего воздействия налогово-кредитной политики, ожидается, что **воздействие внутреннего спроса на цены будет слегка инфляционным**.

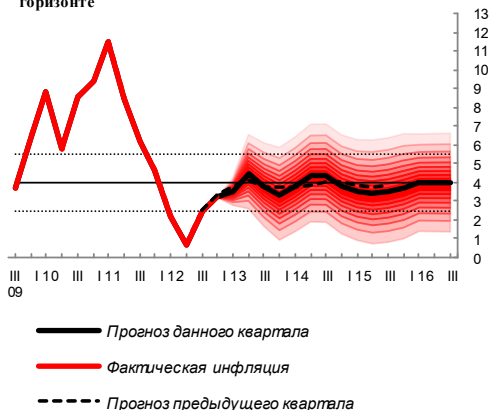
В третьем квартале 2013 года **во внешнем секторе** мировой спрос вновь остался слабым, обусловленный, преимущественно, развитиями экономики России. В этих условиях **на основных мировых рынках сырья и продовольствия** существенных инфляционных тенденций не наблюдалось.

¹ Денежно-кредитная политика разработана на основе опубликованного выпуска НСС РА о социально-экономическом состоянии РА в период с января по сентябрь 2013 года (по состоянию на 31-ое октября 2013 года).

В прогнозируемом горизонте ожидается медленное восстановление мирового экономического роста, и на мировых рынках основных сырьевых и продовольственных товаров сформируется стабильная низкая инфляционная среда.

В третьем квартале, как и прогнозировалось, вследствие прямых и косвенных воздействий удорожания тарифов на энергоносители, 12-месячная инфляция сохранила повышательную динамику, составив на конец сентября 8,2%.

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



В четвертом квартале 2013 года ЦБ смягчит денежно-кредитные условия, что будет соответствовать замедлению мировой экономики и смягчению инфляционной среды. Что касается дальнейших направлений денежно-кредитной политики ЦБ, то они будут обусловлены также процессом реализации налогово-кредитной политики.

В *прогнозируемом горизонте* ожидается медленное восстановление мирового экономического роста, и на мировых рынках основных сырьевых и продовольственных товаров сформируется стабильная низкая инфляционная среда.

В третьем квартале, как и прогнозировалось, вследствие прямых и косвенных воздействий удорожания тарифов на энергоносители, **12-месячная инфляция** сохранила повышательную динамику, составив на конец сентября 8,2%. В целях сдерживания инфляционных ожиданий и смягчения вторичных воздействий удорожания тарифов на энергоносители Центральный банк ужесточил в августе денежно-кредитные условия, повысив ставку рефинансирования на 0,5 пп, установив ее на уровне 8,5% (подробнее см. в разделе 3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции).

Тем не менее, в результате, в основном, большего, чем ожидалось, ослабления внутреннего спроса и действий ЦБ в четвертом квартале сформируется низкая инфляционная среда, в условиях которой инфляция будет снижаться быстрее, чем прогнозировалось. Согласно прогнозам ЦБ, к концу 2013 года инфляция снизится до 6,5-7,0% г/г, что, однако, все еще выше верхней границы допустимого диапазона колебаний. Однако снижение инфляции продолжится и в первой половине 2014 года, и во втором полугодии вернется в границы целевого диапазона. В этих условиях в четвертом квартале 2013 года **ЦБ смягчит денежно-кредитные условия, что будет соответствовать замедлению мировой экономики и смягчению инфляционной среды.** Что касается дальнейших направлений денежно-кредитной политики ЦБ, то они **будут обусловлены также процессом реализации налогово-кредитной политики.**

Риски отклонения инфляции *от прогнозированной величины* в настоящее время оцениваются как равносторонние, как в краткосрочном, так и долгосрочном периодах. Основные риски связаны с темпами восстановления мировой экономики и развития внутреннего спроса. В случае проявления этих рисков ЦБ предпримет ответные шаги, обеспечив целевой уровень инфляции в краткосрочном периоде.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда ²

В условиях медленного восстановления мировой экономики во внешнем секторе сформируется стабильная низкая инфляционная среда.

В условиях медленного восстановления мировой экономики во внешнем секторе сформируется стабильная низкая инфляционная среда.

В октябре 2013 года МВФ вновь снизил перспективу мирового экономического роста, оценив экономический рост на 2013 и 2014 годы в 2,9% и 3,6% соответственно (корректировка на снижение составила для 2013 года 0,3 пп, для 2014 года – 0,2 пп), причем корректировка в направлении снижения проведена исключительно за счет развивающихся стран.

Политика низких процентных ставок, проводимая Федеральной резервной системой **США**, несмотря на ожидаемое вероятное сокращение объема показателей программы количественной интервенции, сохранится в 2014 году. Постепенное ускорение темпов экономического роста продолжится также и в 2014 году, достигнув 2,7% в 2016 году.

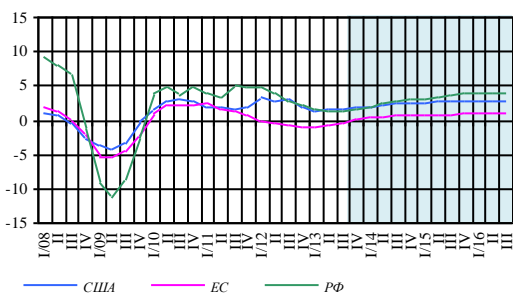
В *зоне евро* восстановление экономики начнется с 2014 года, и экономический рост достигнет во втором полугодии 2016 года примерно 1,2%. В то же время, в целях стимулирования экономики, Европейский центральный банк продолжит проведение политики низких процентных ставок.

Прогноз экономического роста **России** в 2013 году был снижен до 1,4%, вследствие замедления темпов вложений и слабой внешней среды. Восстановление экономической активности ожидается с 2014 года, к концу 2016 года этот показатель достигнет примерно 4%. Показатель инфляции окажется в 2013 году в пределах 7%.

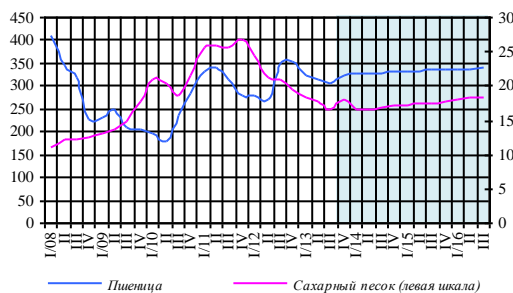
Сохранятся неопределенности и риски относительно дальнейшего хода развития мировой экономики. Причем наиболее существенными они будут для *развивающихся стран*.

В условиях ожидаемого медленного восстановления мирового экономического роста, на рынках **основных сырьевых и продовольственных товаров** существенных инфляционных тенденций не прогнозируется. В то же время, развития на рынках отдельных товаров будут обусловлены характерными для них фундаментальными основами, включая перебои с поставками. В частности, риски, сопряженные с развитиями цен на энергоносители, будут обусловлены геополитическими развитиями, цены на металлы – перспективами развития мировой экономики, а цены на продовольственные товары – в большей степени погодными условиями.

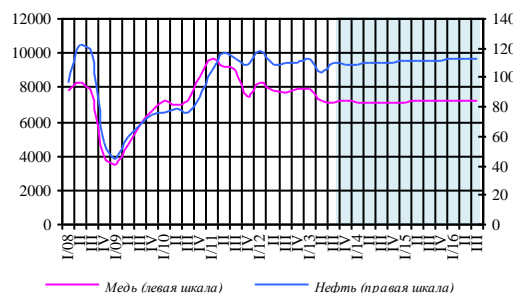
Экономический рост в странах-партнерах (%)



Продовольственные товары (доллары США)



Сырьевые товары (доллары США)



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.

Товарные рынки в прогнозируемом горизонте

В 2014 году примерно 61,2% мирового спроса на нефть будет удовлетворено за счет выработки нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК (рост по сравнению с предыдущим годом – 3,3%), в результате средний спрос на объемы выработок стран-членов ОПЕК составит 35,7 млн. баррелей в день. В 2013-2016 гг., параллельно с восстановлением мировой экономики, мировые цены на нефть проявят тенденции умеренного роста. Тем не менее, на мировых рынках энергоносителей будут отмечаться инфляционные риски, обусловленные геополитическими развитиями.

В 2013-2016 гг., в результате восстановления мировой экономики, на рынках промышленных металлов будут наблюдаться умеренные инфляционные проявления. Тем не менее, в прогнозируемом горизонте рынки промышленных металлов будут функционировать в условиях больших неопределенностей.

Согласно ноябрьскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай зерновых в 2013/2014 маркетинговом году составит 706,4 млн. тонн (по сравнению с предыдущим годом объем производства вырос примерно на 51,2 млн. тонн). Несмотря на инфляцию, отмеченную в начале четвертого квартала 2013 года, обусловленную ожиданием низкого урожая в Аргентине и странах Черноморского региона, мировые цены на зерновые в среднесрочном отрезке проявят, в основном, тенденцию к стабилизации.

В 2013/2014 маркетинговом году объем мирового производства риса составит 476,8 млн. тонн. В условиях прогнозируемого спроса в 474,6 млн. тонн, мировые запасы риса составят в 2013/2014 гг. 107 млн. тонн. В результате мировые цены на рис проявят, в основном, тенденцию к стабилизации.

В результате крупного пожара, случившегося в октябре текущего года в складах бразильского порта Сантос, цены на сахар в начале четвертого квартала 2014 года поднялись. Тем не менее, благодаря ожиданиям богатого урожая в 2013-2014 маркетинговом году, сформировавшийся ранее уровень мировой цены на сахар восстановится. В среднесрочном отрезке ожидается, в основном, тенденция стабилизации цен.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение

Учитывая текущие макроэкономические развития³, медленное восстановление мировой экономики⁴ и ухудшение ожиданий хозяйствующих субъектов относительно будущей экономической ситуации⁵, прогнозы экономического роста в 2013 году были пересмотрены в направлении убывания относительно базового сценария. В результате экономический рост в 2013 году составит 3,4-3,8%, а в прогнозируемом горизонте – стабилизируется в пределах 4,6-6%⁶, находясь близко к своему долгосрочному равновесному уровню.

Экономический рост в 2013 году составит 3,4-3,8%, а в прогнозируемом горизонте – стабилизируется в пределах 4,6-6%, находясь близко к своему долгосрочному равновесному уровню.

³ Подробнее см. в разделе “Совокупное предложение и совокупный спрос” главы 3 “Фактические развития второго квартала 2013 года”.

⁴ Подробнее см. в разделе “Внешняя среда” данной главы.

⁵ Подробнее см. в разделе “Показатели деловой активности и деловой среды” 2013 г. 3-ий квартал, стр. 4, <https://www.cba.am>.

⁶ См. колебания по 30% вероятности в графике прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП.

В отраслях экономики прогнозируются следующие развития.

В отрасли **промышленности** прогноз пересмотрен в направлении убывания, что обусловлено как текущими развитиями в отрасли в течение первых девяти месяцев, так и ожидаемым замедлением внешнего и внутреннего спросов. Рост промышленности будет обеспечен, в основном, за счет горнорудного производства, металлургии, производства продовольствия и напитков, производства бриллиантов и лекарственных средств. В результате **реальный рост** добавленной стоимости в отрасли промышленности составит **3-4% з/з**.

Реальный рост добавленной стоимости в отрасли промышленности составит в 2013 г. 3-4% з/з. В прогнозируемом горизонте рост промышленности стабилизируется в пределах 5,7-6,3%, находясь близко к своему долгосрочному равновесному уровню.

В прогнозируемом горизонте рост промышленности стабилизируется в пределах 5,7-6,3%, находясь близко к своему долгосрочному равновесному уровню.

Причем, в среднесрочном отрезке ускорение темпа роста будет обусловлено как расширением производственного потенциала организаций, осуществляющих экономическую деятельность в отрасли благодаря инвестициям последних трех лет, так и непрерывностью политики Правительства, направленной на стимулирование экспорта, и эксплуатацией Техутского рудника.

В отрасли **строительства** прогноз добавленной стоимости был пересмотрен в направлении убывания на основании отмеченного с начала года двузначного снижения показателя добавленной стоимости, определенного ухудшения ожиданий предприятий, работающих в этой отрасли⁷, и задержкой программы строительства дорожной магистрали. В результате в 2013 году в отрасли строительства ожидается **снижение** добавленной стоимости на **11-13% з/з**.

В 2013 году в отрасли строительства ожидается снижение добавленной стоимости на 11-13% з/з. В прогнозируемом горизонте ожидается стабилизация роста в пределах 0-3%.

В прогнозируемом горизонте в результате постепенного исчезновения неравновесия, возникшего между предложением и спросом в отрасли строительства, ожидается **стабилизация роста в пределах 0-3%**. Рост будет обусловлен, в основном, реализацией крупных строительных программ, направленных на улучшение инфраструктур.

В сфере **услуг** прогноз не изменился, в результате в 2013 году **реальный рост з/з** добавленной стоимости в сфере услуг ожидается в пределах **6-7%**.

В 2013 году реальный рост з/з добавленной стоимости в сфере услуг ожидается в пределах 6-7%. В прогнозируемом горизонте рост сферы услуг стабилизируется на уровне 5,8-6%.

В прогнозируемом горизонте рост сферы услуг стабилизируется на уровне 5,8-6%, соответствуя среднесрочным прогнозам относительно внутреннего спроса.

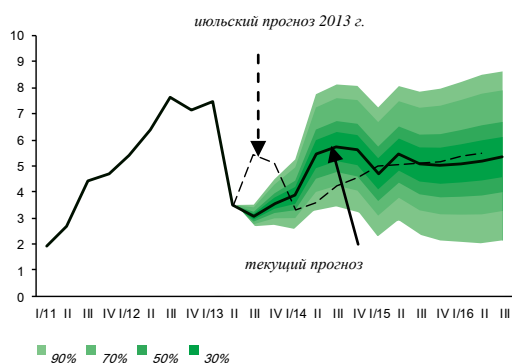
В отрасли **сельского хозяйства** прогнозы были пересмотрены в направлении роста, ввиду благоприятных погодных условий и роста посевных площадей, а также расширения парниковых хозяйств. В результате **реальный рост** добавленной стоимости в отрасли прогнозируется в 2013 году пределах **5,5-6,5%**.

Реальный рост добавленной стоимости в отрасли сельского хозяйства прогнозируется в 2013 году пределах 5,5-6,5%. В прогнозируемом горизонте рост стабилизируется на уровне 5-6,5%.

В прогнозируемом горизонте рост сельского хозяйства стабилизируется на уровне 5-6,5%. Причем, сохранение довольно высоких темпов роста в среднесрочном отрезке будет обусловлено расширением парниковых хозяйств, ростом посевных площадей, урожайности и поголовья скота в результате реализации комплексных мер, принимаемых Правительством по развитию сельского хозяйства.

⁷ Подробнее см. в разделе "Показатели деловой активности и деловой среды" 2013 г. 3-ий квартал, стр. 4, <https://www.cba.am>.

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



В прогнозируемом горизонте риски экономического роста относительно базового сценария оцениваются как равносторонние, обусловленные дальнейшими развитиями мировой и внутренней экономик.

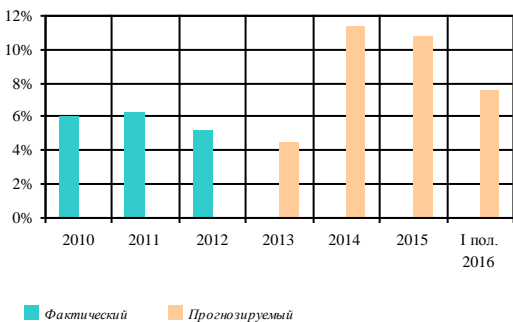
Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП				
Период	диапазон 90% вероятности		диапазон 30% вероятности	
	Мин.	Макс.	Мин.	Макс.
2013 январь-декабрь / 2012 январь-декабрь	2,6%	4,5%	3,4%	3,8%
2014 январь-декабрь / 2015 январь-декабрь	5%	6,2%	3,1%	8,1%
2015 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	4,3%	5,7%	2%	8%

Рынок труда⁸. Прогнозы спроса на рабочую силу, следовательно, и занятости, были пересмотрены в направлении небольшого убывания относительно базового сценария. Основанием для этого послужило ожидание более слабой, чем прогнозировалось, экономической активности. Несмотря на эти ожидания, прогноз темпов роста номинальных заработных плат в 2013 году не был существенно изменен, ввиду роста, слегка превысившего ожидания. При условии сохранения предусмотренных базовым сценарием показателей экономического роста и развитий инфляции, а также сохранения политики Правительства по повышению заработной платы, *в среднесрочном отрезке* ускорятся темпы повышения номинальной заработной платы, а уровень безработицы станет стабильно снижаться.

В 2013 году ожидается рост уровня средней номинальной заработной платы в экономике на 4,4%, обусловленный, в основном, ростом заработных плат в частном секторе в условиях малого роста заработных плат в государственном секторе.

В частности, в 2013 году ожидается рост уровня **средней номинальной заработной платы** в экономике на **4,4%**, обусловленный, в основном, ростом заработных плат в частном секторе в условиях малого роста заработных плат в государственном секторе. В четвертом квартале года росту заработных плат в частном секторе продолжают оказывать содействие умеренный рост производительности и повышение в третьем квартале текущего года размера минимальной заработной платы с 35 тыс. драмов до 45 тыс. драмов.

Рост г/г средней заработной платы



Ввиду более низкого, чем ранее прогнозировалось, экономического роста ожидается более медленное снижение безработицы. Согласно прогнозам ЦБ, средний уровень безработицы в 2013 году снизится по сравнению с предыдущим годом на 1,5 пп и составит 15,8%.

В условиях ожидаемого экономического роста *в среднесрочном отрезке* продолжится тенденция стабильного снижения безработицы.

Ожидается, что параллельно с предусмотренным в базовом сценарии экономическим ростом, инфляцией и убывающим уровнем безработицы, в 2014 году повысится порог минимальной заработной платы, а также существенно увеличится заработная плата работников государственного сектора. В результате *в среднесрочном отрезке* существенно повысится заработная плата в экономике. Кроме этого, рост заработной платы в государственном секторе приведет к определенному росту заработной платы в частном секторе, вследствие межотраслевой конкуренции меж-

⁸ Данные по рынку труда за 2013 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях второго квартала и июля-августа 2013 года. Показатели роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

ду этими двумя секторами. В результате в среднесрочном отрезке на потребительском рынке возникнут слабые инфляционные давления.

В условиях вышеуказанных развитий в 2013 году на рынке труда неравновесий, влияющих на инфляцию, не ожидается. В среднесрочном отрезке, ввиду роста заработных плат в государственном секторе, ускорятся также темпы роста заработных плат в частном секторе, что приведет к увеличению расходов предприятий частного сектора. В результате, согласно оценкам ЦБ, на потребительском рынке со стороны предложения возникнут слабые инфляционные давления, которые составят 0,2-0,3 пп⁹.

Совокупный спрос¹⁰.

Оценки совокупного потребления в 2013 году были пересмотрены в направлении снижения относительно предыдущих прогнозов, вследствие, в основном, оценок более медленного роста частных затрат. В среднесрочном отрезке, ввиду расширяющей налогово-кредитной политики, рост совокупного спроса ожидается выше, чем в предыдущих прогнозах, а к концу прогнозируемого горизонта ожидания темпов роста совокупного спроса существенно не изменятся. Во второй половине 2013 года темпы роста частного потребления замедлятся, отразив процесс затухания избыточного роста частного потребления в 2012 году.

Оценка темпов роста **совокупного потребления** в 2013 году была пересмотрена в направлении снижения относительно предыдущего прогноза и составила 2,7%.

Замедление по сравнению с 2012 годом темпов роста объема выпуска сельхозпродукции и объема кредитования экономики, а также рост тарифов на энергоносители обусловят низкие темпы роста частного потребления к концу 2013 года и к началу 2014 года.

Параллельно с экономическими развитиями, предусмотренными в базовом сценарии, в 2014 году ожидается существенное повышение государственных заработных плат и пенсий, что приведет к росту располагаемых доходов населения. В результате темпы роста частного потребления значительно ускорятся со второго квартала и в 2015-2016 годах постепенно установятся на уровне 4,0%.

Инвестиционная активность в экономике в третьем квартале 2013 года была слабее, чем ожидалось, о чем свидетельствуют уменьшение объемов выпуска в отрасли строительства в июле-сентябре, а также результаты опросов ЦБ РА относительно вложений¹¹. Учитывая большее, чем оценивалось ЦБ РА, снижение частных вложений в третьем квартале, прогнозы относительно **частных вложений 2013 года** были пересмотрены в направлении снижения. В частности, ожидается, что в 2013 году частные вложения сократятся на 7,0%, вместо роста на 1% согласно предыдущим прогнозам.

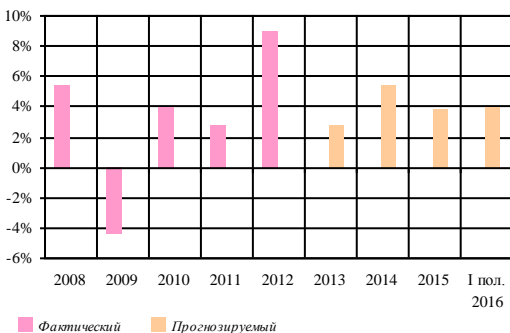
⁹В среднесрочном отрезке рост заработной платы приведет также к инфляции спроса (подробнее см. в разделе “Совокупный спрос”).

¹⁰ Показатели реального роста потребления и вложений частного сектора за 2013 г являются оценками ЦБ РА. Фактические величины указанных показателей представлены на основании опубликованных НСС РА данных второго квартала 2013 года. Оценки реального роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

¹¹См. <https://www.cba.am/AM/Economic%20Activity%20and%20Business%20Climate%20Indices/BAI,%20BCI2013.2.pdf>

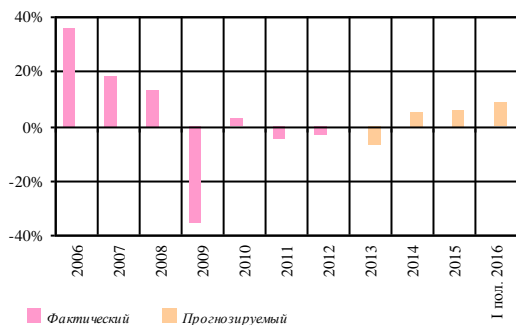
Оценка темпов роста совокупного потребления в 2013 году составила 2,7%.

Рост г/г частного потребления



Ожидается, что в 2013 году частные вложения сократятся на 7,0%.

Рост г/г частных вложений



Параллельно с ростом заработной платы государственного сектора и пенсий, начиная со второго квартала 2014 года темпы роста частного потребления ускорятся, и к концу прогнозируемого периода стабилизируются в пределах 4,5-5%.

Показатель "Дефицит текущего счета/ВВП" составит в 2013 году 7,0%-8,0% вместо 11,3% в 2012 году. Темпы роста некоммерческих переводов физических лиц составят в 2013 году 9,0-11,0%.

В среднесрочном отрезке, параллельно с восстановлением экономической активности в строительстве, частные вложения восстановятся медленными темпами, обеспечив прогнозируемый в этом отрезке экономический рост. Следует отметить, что внедрение в 2014 году новой пенсионной системы окажет стимулирующее воздействие на рост сбережений в экономике, следовательно, и на рост вложений.

Тем не менее, фактические развития частных вложений в 2013 году предусматривают более медленное, чем ранее прогнозировалось, восстановление частых вложений в среднесрочном отрезке.

В условиях вышеперечисленных развитий в сферах частного потребления и частных вложений, **к концу 2013 года и в начале 2014 года** темпы роста затрат частного сектора сохранятся на сравнительно низких уровнях. Параллельно с повышением государственных заработных плат и пенсий, начиная со второго квартала 2014 года темпы роста частного потребления ускорятся, и к концу прогнозируемого периода стабилизируются в пределах 4,5-5%. В результате, в начале прогнозируемого горизонта показатель разлома частных затрат будет отрицательный, во втором полугодии он станет положительным и постепенно достигнет нулевой отметки к концу прогнозируемого горизонта.

В свете вышесказанного, начиная с конца 2013 года до первого квартала 2014 года частные затраты окажут на инфляцию сдерживающее воздействие на 0,9-1,0 пп. Вследствие описанного выше повышения государственных расходов со второй половины 2014 года частные затраты создадут на потребительском рынке инфляционные давления в 0,4-0,5 пп, во втором квартале 2015 года достигнут нулевой отметки, а к концу прогнозируемого горизонта воздействие частных затрат на инфляцию будет нейтральным.

Внешний спрос. В условиях медленного восстановления мировой экономики и ожидаемых развитий внутренней экономики в четвертом квартале 2013 года тенденция снижения дефицита текущего счета сохранится. В результате ожидается, что 2013 год завершится опережающим ростом реальных объемов экспорта по отношению к импорту, в условиях которого снизится долларовое значение дефицита торгового баланса, несмотря на прогноз ухудшения условий торговли. По результатам 2013 года реальный рост экспорта товаров и услуг составит 7,0-9,0%, а рост импорта товаров и услуг – 0,0-1,0%. Темпы роста некоммерческих переводов физических лиц составят в 2013 году 9,0-11,0%.

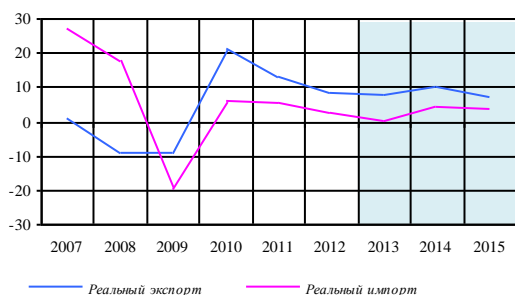
В результате вышеуказанных развитий показатель "Дефицит текущего счета/ВВП" снизится и составит в 2013 году 7,0%-8,0% вместо 11,3% в 2012 году.

В 2014 году, в условиях медленного восстановления мировой экономики, ускорения активности внутренней экономики и расширяющей налогово-кредитной политики процесс улучшения текущего счета будет отсрочен и показатель "Текущий счет/ВВП" сохранится на уровне 2013 года. В частности, опережающий рост реальных объемов экспорта по сравнению с ростом реальных объемов импорта сохранится.

Несмотря на медленное восстановление мировой экономики, в условиях прогноза высоких темпов роста промышленности ожидается, что рост реального экспорта товаров и услуг составит 9,0-11,0%. В условиях ускорения темпов роста внутренней экономики и расширяющей налогово-кредитной политики в 2014 году прогнозируется ускорение темпов реального роста импорта товаров и услуг на 3,0-5,0%.

Темпы роста некоммерческих переводов физических лиц составят в 2013 году 9,0-11,0%.

Реальный экспорт и импорт (г/г%)



Темпы роста некоммерческих переводов физических лиц сохранятся и в 2014 году, составив 8,0-10,0%.

В результате вышеуказанных корректировок, показатель “Текущий счет/ВВП” сохранится в 2014 году на уровне 7,0-8,0%.

В среднесрочном отрезке продолжится процесс улучшения позиции текущего счета, и показатель “Текущий счет/ВВП” достигнет 5,0-6,0%.

Учитывая исполнение государственного бюджета в течение первых девяти месяцев 2013 года, обеспечившее предусмотренные девятимесячной программой доходы и экономию расходов (см. раздел 3.2.3. Налогово-бюджетная политика), ожидается, что экономия расходов может реально составить до 7,0% относительно годового программного показателя¹². В 2013 году предусматривается **рост показателя “Налоги/ВВП” более чем на 1,0 пп и снижение показателя “Расходы/ВВП” на 0,5 пп** относительно соответствующих показателей 2012 года. Основной причиной снижения показателя расходов является медленная реализация строительства транспортной магистрали “Север-Юг”.

В 2013 году предусматривается рост показателя “Налоги/ВВП” более чем на 1,0 пп и снижение показателя “Расходы/ВВП” на 0,5 пп. Показатель “Дефицит/ВВП” составит 0,4%.

В четвертом квартале 2013 года ожидается расширяющая налогово-кредитная политика, которая будет преимущественно обусловлена расширяющим воздействием расходов. Однако по результатам года воздействие налогово-кредитной политики будет **сдерживающим**, являясь следствием сдерживающей политики доходов в течение первых девяти месяцев года. Таким образом, ожидается, что в 2013 году показатель “Дефицит/ВВП” составит 0,4%¹³.

В 2014 году **воздействие налогово-кредитной политики** на целостный спрос оценено на основе показателей проекта закона РА “О государственном бюджете РА 2014 года”, согласно которому предусматривался нулевой рост показателя “Налоги/ВВП” и рост на 2,0 пп показателя “Расходы/ВВП”. Рост указанного показателя был обусловлен предусмотренным с начала года повышением пенсий и зарплат работников силовых структур, и повышением, с 1-го июля, зарплат госслужащих. **В 2014 году показатель “Дефицит/ВВП” составит 2,3%**. В результате налогово-кредитная политика окажет расширяющее воздействие в 2,0 пп, которое со второй половины года окажет содействие формированию положительного разрыва ВВП, вызвав инфляционные давления.

В 2014 году показатель “Дефицит/ВВП” составит 2,3%. В результате налогово-кредитная политика окажет расширяющее воздействие в 2,0 пп.

В прогнозируемом горизонте налогово-кредитная политика будет основана на прогнозах основных показателей “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2014-2016 гг.”, которая ориентирована на обеспечение в среднесрочном отрезке дефицита, адекватного стабильности государственного долга. В итоге, воздействие налогово-кредитной политики в среднесрочном отрезке будет, по оценкам, **неинфляционным**.

¹² Оценка ЦБ РА.

¹³ Оценка ЦБ РА.

Среднесрочное воздействие налогово-бюджетного сектора, рассчитанное согласно макроэкономическим показателям, составляющим основу проекта закона РА “О государственном бюджете РА 2014 года” и среднесрочных расходных программ на 2014-2016 гг., разработанных Министерством финансов, будет в 2014 году – расширяющим, а для 2015 и 2016 годах – нейтральным.

	2012	2013	2014	2015	2016
Доходы государственного бюджета	23.7	24.3	24.0	23.6	23.9
Расходы государственного бюджета	25.2	24.7	26.4	25.6	25.9
Процентные платежи по долгу	1.01	1.21	1.19	1.17	1.18
Баланс государственного бюджета ¹⁴	-1,5	-0,4 ¹⁵	-2,3	-2,0	-2,0
Первичный бюджет *	-0,5	0,8	-1,1	-0,8	-0,8
Единовременные/временные потоки **	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3
Скорректированный баланс ***	-0,2	1,0	-0,9	-0,4	-0,5
Циклический баланс ****	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	-0,5	1,0	-1,0	-0,4	-0,5
Налогово-кредитная позиция *****			2,0	-0,6	0,1

* Баланс бюджета за вычетом процентных выплат по долгу.
 ** Временные или единовременные поступления в бюджет. Здесь рассматриваются чистые остатки кредитования (знак “+” означает предоставление средств, знак “-” - возврат средств).
 *** Первичный бюджет, скорректированный с учетом единовременных или временных поступлений.
 **** Оценка ЦБ: та часть баланса бюджета, которая зависит от колебаний делового цикла. Компоненты зависят от гена ВВП и коэффициентов гибкости доходов и расходов к ВВП.
 ***** Оценка ЦБ: изменение % структурного баланса, отражающая дискреционный характер налогово-кредитной политики (положительный знак означает фискальное расширение, отрицательный знак - сдерживание).

Таким образом, в течение периода с конца 2013 года до конца первого полугодия 2014 года целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены будет дефляционным – 0,3-0,4 пп. В течение периода со второй половины 2014 года до первого полугодия 2015 года целостное воздействие указанных выше факторов будет инфляционным – 0,8-0,9 пп, особенно ввиду расширяющей налогово-кредитной политики этого периода. К концу прогнозируемого горизонта воздействие внутреннего спроса и рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

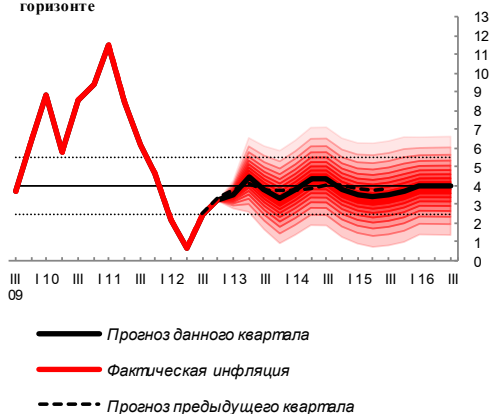
2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом 3-летнем горизонте

За основу прогнозов основных квартальных макропоказателей и оценки направлений денежно-кредитной политики была принята фактическая макроэкономическая среда, сформировавшаяся в третьем и начале четвертого кварталов 2013 года, и вся существующая информация о будущих развитиях.

¹⁴ В баланс бюджета включены расходы бюджета по пенсионной системе, предусматриваемые в 2014 году (5%, удельный вес в ВВП в 2014-2016 гг. – в среднем 0,49%).

¹⁵ Показатель дефицита государственного бюджета 2013 года является оценкой ЦБ РА, согласно которой предусматривается выполнение программы по части доходов, а экономия по части расходов будет ниже своего годового показателя на 7,0%, вследствие недополучения группами по реализации проектов средств из внешних источников.

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



Период	Вероятность нахождения инфляции в данном диапазоне				
	< 2,5%	2,5 - 5,5%	5,5 - 7,0%	7,5 - 9,0%	> 9,0%
IV кв. 2013	0,0%	0,9%	98,3%	0,9%	0,0%
I кв. 2014	0,0%	21,1%	62,6%	15,3%	1,0%
II кв.	2,0%	60,5%	34,7%	2,7%	0,1%
III кв.	30,9%	64,1%	4,9%	0,1%	0,0%
IV кв.	20,1%	69,5%	10,0%	0,4%	0,0%
I кв. 2015	14,0%	68,8%	16,1%	1,0%	0,0%
II кв.	14,1%	68,5%	16,2%	1,1%	0,1%
III кв.	14,3%	68,2%	16,4%	1,1%	0,1%
IV кв.	15,3%	67,3%	16,2%	1,2%	0,1%
I кв. 2016	17,2%	65,8%	15,7%	1,3%	0,1%
II кв.	17,3%	65,5%	15,9%	1,3%	0,1%
III кв.	17,4%	65,1%	16,0%	1,3%	0,1%

Предполагается, что ввиду существующих долговых и геополитических рисков *мировой экономической рост в прогнозируемом горизонте* сохранит медленные темпы восстановления. В условиях подобных развитий мировой экономики *на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров* не ожидается инфляционных давлений, вызванных факторами спроса. Тем не менее, на рынках отдельных товаров могут наблюдаться специфические проблемы, связанные с предложением, в основном, сопряженные с геополитическими, природно-климатическими и прочими явлениями.

Развития внутренней экономики в третьем квартале характеризуются *большим, чем ожидалось, ослаблением экономической активности*, вследствие изменений внутреннего спроса. Внутренний спрос снизился из-за уменьшения частных и государственных вложений, в основном, за счет сокращения строительства и в результате проводимой с начала года налогово-кредитной политики. И, несмотря на то, что спрос существенно опередил ожидания и привел к повышению цен на рынках отдельных товаров, он так и не возместил ослабление внутреннего спроса. В итоге, по данным третьего квартала разрыв ВВП составил небольшую отрицательную величину, которая в четвертом квартале окажет содействие большему, чем ожидалось, снижению темпов базовой инфляции. При условии сохранения цен на продукты и регулируемых цен в пределах прогноза, инфляционные давления также существенно ослабеют, что нейтрализует опасения, связанные с ростом предстоящих инфляционных ожиданий.

В течение ближайших кварталов фактический показатель ВВП все еще будет находиться ниже своего потенциального уровня, и содействие этому окажет также и сдержанность потребления в зимние месяцы, ввиду значительного повышения коммунальных расходов домохозяйств.

В четвертом квартале 2013 года и в течение будущего года налогово-кредитная политика, направленная на увеличение дефицита государственного бюджета, окажет содействие восстановлению совокупного спроса в течение будущего года.

Прогнозируется, что в течение ближайших кварталов фактический показатель ВВП все еще будет находиться слегка ниже своего потенциального уровня, и содействие этому окажет также и сдержанность потребления в зимние месяцы, ввиду того, что коммунальные расходы домохозяйств значительно повысятся (из-за ограниченного бюджета они будут вынуждены частично экономить на потреблении прочих товаров и услуг). Однако в четвертом квартале текущего года и в течение будущего года налогово-кредитная политика, направленная на увеличение дефицита государственного бюджета (особенно путем значительного повышения зарплат в государственном секторе с половины будущего года), окажет содействие восстановлению совокупного спроса в течение будущего года, сформировав во второй половине года даже положительный разрыв ВВП (инфляционные давления спроса).

Согласно оценкам ЦБ, к концу 2013 года инфляция снизится до 6,5-7,0% г/г, и продолжит снижение в первой половине 2014 года, достигнув целевого уровня.

В то же время, как и ожидалось, инфляция постепенно снизится и в течение 2014 года вернется к своему целевому показателю¹⁶. Кроме этого, в краткосрочном отрезке, ввиду большего, чем ожидалось, замедления экономического роста, инфляция снизилась быстрее, чем было прогнозировано. В результате, вследствие, в основном, большего, чем предусматривалось, ослабления внутреннего спроса и действий, предпринятых ЦБ РА, в начале четвертого квартала сформировалась слабая инфляционная среда, в условиях которой инфляция и в дальнейшем будет снижаться быстрее, чем ожидалось. Согласно оценкам ЦБ, к концу 2013 года инфляция снизится до 6,5-7,0% г/г, и продолжит снижение в первой половине 2014 года, достигнув целевого уровня.

В этих условиях ослабление денежно-кредитных условий будет соответствовать замедлению экономической активности и смягчению инфляционной среды, а дальнейшие направления денежно-кредитной политики ЦБ будут обусловлены также течением налогово-кредитной политики. Согласно оценкам ЦБ, в 2013 году рост ВВП составит 3,4 – 3,8%, и инфляция в среднесрочном отрезке вернется в диапазон 4,6-6,0%.

В прогнозируемом горизонте, параллельно с темпами экономического роста, слегка замедлятся темпы роста кредитования. Однако по абсолютным показателям рост объема кредитования останется на высоком уровне, обеспечивая адекватное предложение денег на спрос на деньги.

В прогнозируемом горизонте, параллельно с темпами экономического роста, слегка замедлятся темпы роста кредитования. Однако по абсолютным показателям рост объема кредитования останется на высоком уровне, обеспечивая адекватное предложение денег на спрос на деньги, а содействие этому окажут соответствующие действия ЦБ на спрос на ликвидность.

Риски отклонения инфляции **от прогнозируемого уровня** оцениваются в настоящее время как равносторонние, как в краткосрочном, так и долгосрочном отрезках. Основные риски связаны с темпами восстановления мировой экономики и развития внутреннего спроса. В случае проявления таких рисков ЦБ предпримет ответные шаги, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном периоде.

¹⁶ См. главу 2.3. “Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом 3-летнем горизонте”, “Отчет инфляции (Программа денежно-кредитной политики, 3-ий квартал 2013 г., Отчет о выполнении Программы денежно-кредитной политики 2-го квартала 2013 г.)”.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ТРЕТЬЕГО КВАРТАЛА 2013 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

Согласно базовому сценарию программы денежно-кредитной политики третьего квартала, *в третьем квартале 2013* года, учитывая воздействие удорожания с июля тарифов на энергоносители на внутренние цены и инфляционные ожидания хозяйствующих субъектов, *ожидалось расширение инфляционной среды*, в результате 12-месячная инфляция в третьем квартале должна была повыситься до 8,5%, а затем постепенно снизиться в 2014 году, достигнув своего целевого уровня.

12-месячная инфляция в третьем квартале продолжала повышаться, достигнув 6,5% в июне до 8,2%. Росту инфляции оказало, в основном, содействие прямого и косвенного воздействия удорожания тарифов на энергоносители с июля - на 2,5 и примерно 0,5 пп соответственно.

В 3-м квартале 2013 г. инфляционная среда продолжала расширяться, в результате в августе 12-месячная инфляция достигла своей наивысшей отметки за последние 2 года - 9,3%



По фактическим результатам, в течение третьего квартала, который считается, как правило, дефляционным, была отмечена 0,5% инфляция относительно 1,1% дефляции того же периода предыдущего года. Содействие инфляции в большей мере оказали прямые и косвенные воздействия удорожания с июля тарифов на энергоносители на 2,5 и примерно 0,5 пп соответственно. В течение квартала сохранилась сезонность колебаний цен на продовольственные товары, вследствие спада цен на товары групп “Фрукты”, “Овощи и картофель”, смягчив инфляционные воздействия на 1,8 пп. В результате указанных изменений, 12-месячная инфляция в третьем квартале продолжала повышаться, достигнув с 6,5%, отмеченных в июне, до 8,2%.

Наименование	12-месячная инфляция по товарам, оказавшим основное содействие инфляции					
	июнь 2013 (г/г)		сентябрь 2013 (г/г)		третий квартал 2013	
	Рост	Содействие	Рост	Содействие	Рост	Содействие
ИПЦ	6.5		8.2		0.5	
Продовольственные товары	8.7	4.7	8.0	4.3	-3.2	-1.8
хлеб	10.4	1.1	6.1	0.6	0.4	0.0
молочные продукты	10.1	0.4	12.2	0.5	0.6	0.0
мясные продукты	4.2	0.4	4.0	0.4	0.5	0.1
фрукты	18.4	0.7	20.6	0.8	-21.8	-0.8
овощи и картофель	17.9	1.1	12.4	0.8	-27.5	-1.7
растительное масло и животный жир	10.2	0.3	12.5	0.4	0.9	0.0
яйца	18.8	0.3	38.6	0.5	10.6	0.1
Непродовольственные товары	4.8	0.8	3.4	0.5	0.7	0.1
Услуги	3.4	1.0	10.9	3.4	7.5	2.2

В течение третьего квартала базовая 12-месячная инфляция проявила сравнительно стабильную динамику, составив к концу сентября 5,3%.

Ниже представлены доводы и ожидания, на основании которых в предыдущем одногодичном горизонте был спрогнозирован целевой показатель инфляции и осуществлено обеспечение достижения этого показателя. Здесь также изложены возникшие в этом периоде существенные отклонения, вызвавшие дальнейший пересмотр прогнозов. Учиты-

вая, что в начале предыдущего одногодичного горизонта, *начавшегося с четвертого квартала 2012 года*, сформировалась слабая инфляционная среда и, вследствие угасания шока предложения сельского хозяйства во внутренней экономике и ожидаемых из внешней среды инфляционных воздействий, в течение последующего года ожидалось умеренное расширение инфляционной среды и постепенное повышение 12-месячной инфляции, ЦБ РА предусматривал проведение *нейтральной денежно-кредитной политики* в краткосрочном периоде¹⁷. Достигнутая уже к концу 2012 года определенная инфляционная стабильность могла быть поддержана в течение 2013 года в силу неинфляционных ожиданий из внутренней и внешней экономик. В этих условиях *12-месячная инфляция должна была ускориться в первом полугодии 2013 года*, а затем, стабилизироваться *в диапазоне колебаний целевого показателя*.

Фактически, как и ожидалось, с октября 2012 года по апрель 2013 года было отмечено постепенное расширение инфляционной среды: *12-месячная инфляция с сентябрьских 2,5% достигла к концу апреля 3,9%*, что почти совпадает с целевым показателем.

Однако в мае ситуация изменилась. Вследствие *развитий в сельском хозяйстве (сильные ливни с градом и частичная задержка начала вегетационного периода) и роста цен на некоторые услуги*, в экономике накопился существенный инфляционный потенциал. В то же время, была опубликована информация о *вероятном пересмотре тарифов на энергоносители*, также фактически содержащая инфляционные риски.

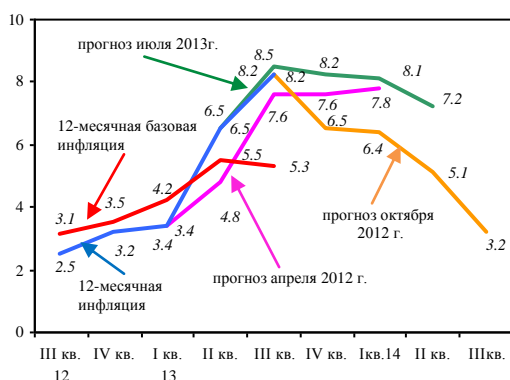
Составленные в апреле и июле *прогнозы инфляции были пересмотрены* на основе указанных факторов *в направлении роста*. Предусматривалось, что до второго полугодия 2014 года инфляция будет колебаться в среднем в пределах 8,0%, а затем снизится, достигнув уровня допустимого диапазона колебаний, и будет колебаться в пределах 4% целевого показателя.

По фактическим результатам второго и третьего кварталов, 12-месячная инфляция повысилась на 4,8 пп, составив к концу сентября 8,2%¹⁸, который, при условии исключения прямых и косвенных воздействий удорожания тарифов на энергоносители, является верхней границей допустимого диапазона колебаний.

На вышеупомянутые инфляционные развития одногодичного горизонта, предшествующего третьему кварталу 2013 года, ЦБ ответил *политикой сохранения денежно-кредитных условий, оставив уровень инструмента политики на уровне 8% до августа текущего года*. Основным аргументом для этого явилось ожидаемое прекращение в этом периоде воздействия на инфляцию сезонного спада цен на сельхозпродукцию, отмеченного летом 2012 года и, как следствие, постепенное повышение 12-месячной инфляции, а также прогноз сохранения в течение всего прогнозируемого горизонта слабой инфляционной среды во внешней и внутренней экономиках. *И, несмотря на то, что в мае-июле текущего года в среднесрочном отрезке было отмечено ускорение инфляции, ЦБ продолжил проведение нейтральной денежно-кредитной политики, с учетом того, что инфляция в среднесрочном отрезке должна вернуться к своему целевому уровню ввиду низкого уровня базовой инфляции и сдерживаемых инфляционных ожиданий*.

Учитывая сильные ливни с градом в мае 2013 г. и частичную задержку начала вегетационного периода, а также вероятную перспективу пересмотра тарифов на энергоносители в июле, апрельский и июльский прогнозы инфляции были пересмотрены в направлении роста.

Во 2-ом и 3-ьем кварталах 2013 г. существенное расширение инфляционной среды и имеющиеся инфляционные ожидания явились основанием для корректировки краткосрочного прогноза 12-месячной инфляции в направлении повышения



На инфляционные развития одногодичного горизонта, предшествующего третьему кварталу 2013 года, ЦБ ответил политикой сохранения денежно-кредитных условий, оставив уровень инструмента политики на уровне 8% до августа текущего года. В августе ЦБ РА повысил процентную ставку рефинансирования на 0,5 пп, установив ее на уровне 8,5%.

¹⁷ Нейтральная денежно-кредитная политика подразумевает равновесие ставки политики с оцененной нейтральной процентной ставкой, в результате которой инфляция находится на целевом уровне, а ВВП – на своем равновесном уровне. В настоящее время нейтральная процентная ставка составляет примерно 8%.

¹⁸ По результатам третьего квартала 12-месячная базовая инфляция составила 5,3%.

В августе, в ответ на продолжающееся расширение инфляционной среды (12-месячная инфляция также повысилась: с 3,1% того же периода предыдущего года до 5,3% в конце сентября), и усиление инфляционных ожиданий в краткосрочном отрезке, ЦБ РА повысил процентную ставку рефинансирования на 0,5 пп - 8,5%, сохранив ее и в сентябре. Сохранение **положительных реальных процентных ставок** было направлено на сдерживание инфляционных ожиданий, сформировавшихся вследствие внутренних развитий, и смягчение вторичных воздействий удорожания тарифов на энергоносители.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

Цены на импорт. В третьем квартале 2013 года, в условиях развитий мировой экономики, а также ослабления доллара США по сравнению с евро, рост кв/кв долларовых цен на импорт товаров и услуг был почти нулевым. Темпы роста г/г долларовых цен на импорт ускорились, составив в третьем квартале 2013 года, согласно оценкам ЦБ, 2,6%, вместо 1,3% г/г в предыдущем квартале.

Повышение г/г долларовых цен на импорт было обусловлено, в основном, повышением г/г цен на импорт товаров, в основном, цен на сырьевые товары, среди которых рост цены на металл превысил воздействие снижения цен на другие сырьевые товары (золото, пшеницу, сахарный песок).

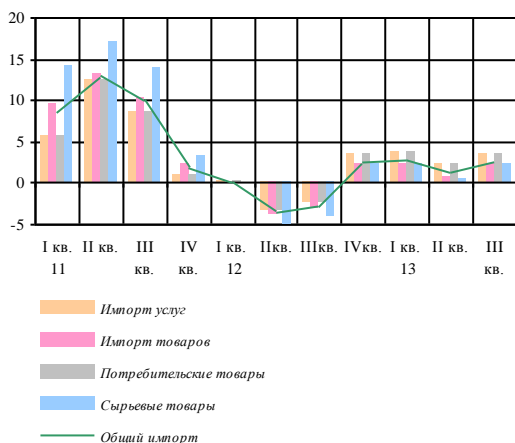
Следует отметить, что в условиях 2,6% роста г/г долларовых цен на импорт в течение третьего квартала 2013 года и 0,5% укрепления среднего номинального обменного курса драм РА/доллар США, темпы роста г/г драмовых цен на импортные товары, включенные в потребительскую корзину, замедлились и составили, в среднем 6,0% г/г.

Цены производителей¹⁹. В третьем квартале 2013 года почти во всех отраслях экономики был отмечен рост индекса цен, в результате в январе-сентябре дефлятор ВВП, согласно оценкам ЦБ, составил примерно 103,5 г/г.

Рост г/г цен в **отрасли промышленности** составил в третьем квартале 4,7%, в результате рост за январь-сентябрь составил 4,8% г/г, что было обусловлено, в основном, ростом цен в обрабатывающей промышленности на 5,3% и в производстве и распределении энергии и газа - на 14,3%, как следствие непрерывного восстановления мирового и внутреннего спроса и удорожания в 1-го июля 2013 года тарифов на энергоносители.

Хотя в течение квартала в **сельском хозяйстве** было отмечено повышение г/г цен на 2,5%²⁰, однако снижение за январь-сентябрь составило 2,3% г/г, обусловленное небольшим - 0,5% - ростом г/г цен в растениеводстве и снижением цен на 6,4% в животноводстве. Причем, небольшой рост цен в растениеводстве был обусловлен ростом цен на картофель и овощно-бахчевые культуры на 8,9% г/г и бахчевые культуры на 80%, в условиях снижения цен на пищевые культуры на 13,1% и на товары группы "Фрукты, плоды, ягоды" на 16,8% г/г. Спад цен в животноводстве явился следствием снижения, в основном, цен на мясо на 7,1% г/г, и молоко и молочные продукты на 0,4% г/г.

В 3-ем квартале 2013 г. рост г/г цен на импорт ускорился, г/г %



¹⁹ Изменение индексов цен за январь-сентябрь 2013 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

²⁰ Представлены цены производителя на реализацию сельхозпродукции.

В январе-сентябре 2013 г. наибольший рост цен был отмечен в сфере грузоперевозок и в промышленности



В *строительстве* в третьем квартале был отмечен рост г/г цен на 2,7%, в результате инфляция в январе-сентябре составила 2,5% г/г, что было обусловлено, в основном, повышением заработной платы в отрасли и удорожанием строительных материалов.

В течение квартала рост цен *грузоперевозок* составил 14,4% г/г, в результате рост цен за январь-сентябрь составил 6% г/г, обусловленный ростом тарифов на *железнодорожный (0,4%), воздушный (4%), автомобильный (2,3%) и трубопроводный (13,6%)* транспорт. Причем, высокий рост тарифов на трубопроводный транспорт явился следствием удорожания тарифов на энергоносители.

3.1.3. Инфляционные ожидания

В третьем квартале 2013 года ЦБ РА продолжил практику проведения опроса об инфляционных ожиданиях среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств.

Несмотря на то, что в третьем квартале продолжилось расширение инфляционной среды, и был отмечен высокий уровень 12-месячной инфляции, тем не менее, судя по результатам опроса, инфляционные ожидания финансовой системы были сравнительно стабильными. Причем воздействия вероятного повышения тарифов на энергоносители уже отразились на результатах предыдущего опроса, за счет которых инфляционные ожидания финансовой системы усилились. По результатам опроса, оценка банков 12-месячной инфляции в одногодичном горизонте составила в среднем 5,6%, что почти совпадает со средней оценкой предыдущего опроса, и является верхней отметкой диапазона допустимых колебаний намеченного 4% целевого уровня. Инфляционные ожидания кредитных организаций слегка смягчились: по результатам предыдущего опроса 12-месячная инфляция намечалась на уровне в среднем 4,8%, а по последнему опросу – 4,0%. Часть инфляционных ожиданий домохозяйств, в отличие от ожиданий финансовой системы, вызванная удорожанием тарифов на энергоносители, была уже отражена в предыдущем квартале, а остальная часть – в третьем квартале. По результатам опроса средний уровень ожидаемой инфляции повысился с 4,7% предыдущего квартала до 5,2%.

Согласно результатам опроса финансовой системы, рыночные процентные ставки для одногодичного горизонта сохранятся на стабильном уровне, и лишь по привлеченным вкладам и предоставленным кредитам в драмах ожидается небольшой рост.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупный спрос²¹

Показатель *экономического роста* второго квартала 2013 года, опубликованный НСС РА, составил всего лишь 0,6% г/г, в результате рост в январе-июне составил 3,5% г/г. Причем, по сравнению с 7,5% ростом в первом квартале, сокращение темпа экономического роста в первом

²¹ Показатели реального роста добавленной стоимости отраслей экономики в течение первых девяти месяцев 2013 года являются прогнозами ЦБ РА, а показатели подотраслей отражают темпы роста г/г выпуска за январь-сентябрь 2013 года, если иное не указывается.

В условиях замедления экономической активности в третьем квартале 2013 года показатель экономической активности в январе-сентябре составил 3,2% г/г, вместо 4,4%, отмеченного в январе-июне.

Ожидается, что в январе-сентябре экономический рост составит 2,9-3,2%.

полугодии явилось следствием углубления спада в строительстве, замедления темпов роста сферы услуг и отрасли промышленности, которое было слегка смягчено убыстряющимся ростом отрасли сельского хозяйства.

В условиях замедления экономической активности в третьем квартале 2013 года показатель экономической активности в январе-сентябре составил 3,2% г/г, вместо 4,4%, отмеченного в январе-июне.

Учитывая влияние ужесточения налогового администрирования на экономическую активность, временную отсрочку строительства крупной дорожной магистрали, и ожидаемое замедление темпов роста внутреннего спроса, прогнозы экономического роста были пересмотрены в направлении снижения относительно базового сценария. В результате ожидается, что в январе-сентябре экономический рост составит 2,9-3,2%.

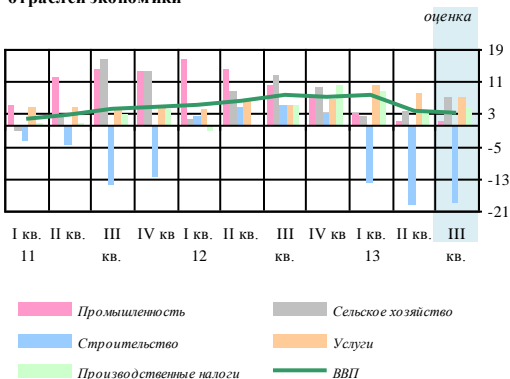
Учитывая 7% рост объемов производства отрасли **промышленности** в течение первых девяти месяцев 2013 года, рост добавленной стоимости в отрасли за этот период был оценен в 3-4% г/г. Показатель обусловлен, в основном, ростом объемов горнорудного производства (10,1%), пищевой промышленности (2,6%)²², металлургии (8,8%), строительных материалов (3,8%), производства напитков (17,7%)²³ и табачных изделий (60,7%), который явился следствием непрерывного восстановления как внутренней, так и внешней экономик.

Учитывая сокращение объемов фактического выпуска отрасли **строительства** в течение первых девяти месяцев 2013 года на 8,8%, снижение роста добавленной стоимости в отрасли составит за этот период 18-20% г/г. Причем, спад объемов строительства, за исключением строительства за счет средств населения (19,4% рост) и гуманитарной помощи (10,1% рост), был отмечен в строительстве, осуществляемом за счет всех остальных источников финансирования. В частности, сократились объемы строительства за счет средств предприятий (на 17,2%), международных кредитов (на 33,5%), средств государственного бюджета (на 11,7%) и за счет средств общин (13,1%).

В сфере **услуг** рост добавленной стоимости в течение первых девяти месяцев оценен 6,7-7,2% г/г, что является следствием роста объемов оказанных услуг и торговли на 2,8% и 2,1% соответственно. Причем, росту объема оказанных услуг в большей мере оказал содействие рост услуг в сфере информатики и связи (9,7%), финансовой и страховой деятельности (7,3%), культуры, развлечений и отдыха (16,2%), общественного питания (19,7%) и здравоохранения (13,1%). Рост торговли был обусловлен ростом объемов оборота розничной и оптовой торговли на 1,8% и 4,7% соответственно.

В **сельском хозяйстве** рост добавленной стоимости в течение первых девяти месяцев 2013 года составил 6,5-7,5% г/г за счет роста животноводства, рыбного хозяйства и растениеводства на 2,7%, 31,8% и 7% соответственно. Причем, рост в животноводстве был полностью обусловлен ростом объемов производства молока и реализации убойного скота и птицы на 5,4% и 14%.

Темпы роста г/г ф фактического реального ВВП и отраслей экономики



²² Рост производства продуктов питания был отмечен за счет роста объемов производства растительного масла (в 2,3 раза), макаронных изделий (16,9%), консервов (9,6%), кондитерских изделий (15,5%), творога (17%), мацуна (13,9%), молока (4,6%), сметаны (16%) и мороженого (13%).

²³ Рост производства напитков был отмечен, в основном, за счет роста объемов производства шампанского (55,6%), вина (35,3%), пива (38,4), коньяка (7,41%), натуральных соков (19,2%), бутилированной воды (33,4%), минеральной воды (25%) и безалкогольных напитков (40%).

3.2.2. Совокупный спрос²⁴

По сравнению с высокими темпами роста, отмеченными в течение предыдущего года, тенденция замедления темпов роста частного потребления в третьем квартале 2013 года была спрогнозирована ЦБ РА. Однако следует отметить, что замедление темпов роста частного потребления в третьем квартале 2013 года было больше, чем ожидалось. В частности, рост частного потребления в третьем квартале текущего года составил 1,3%, в результате рост частного потребления в январе-сентябре составил 2,5%.

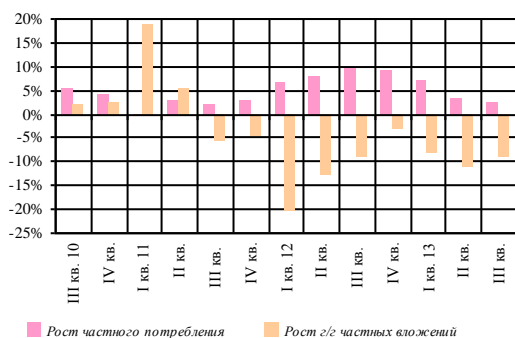
В третьем квартале 2013 г. рост частного потребления в третьем квартале текущего года составил 1,3%, в результате рост частного потребления в январе-сентябре составил 2,5%.

Замедление темпов роста частного потребления по сравнению с предыдущим годом было обусловлено, в свою очередь, постепенным угасанием эффекта большого экономического роста, отмеченного в сельском хозяйстве в предыдущем году, замедлением темпов роста объемов кредитования и высокой инфляцией, отмеченной в третьем квартале 2013 года.

О вышеуказанных развитиях свидетельствует также динамика рассчитываемого ЦБ РА индекса доверия потребителей²⁵. В третьем квартале 2013 года, по сравнению с тем же периодом предыдущего года, индекс доверия потребителей снизился на 9,9% и составил 41,9, свидетельствуя о сохранении тенденции замедления темпов роста потребления в третьем квартале.

В третьем квартале 2013 года вложения сократились на 6,8%, а сокращение вложений в январе-сентябре составило 9,0%.

Рост г/г частного потребления и частных вложений



В третьем квартале 2013 года инвестиционная среда была слабее, чем ожидалось, в основном, вследствие сохранения тенденции сокращения в третьем квартале объемов выпуска в строительстве на 8,8% и большим, чем ожидалось, замедлением экономической активности в этом периоде. В результате в третьем квартале 2013 года вложения сократились на 6,8%, а сокращение вложений в январе-сентябре составило 9,0%.

О низкой инвестиционной активности свидетельствуют также результаты проведенного ЦБ РА опроса среди предприятий относительно вложений²⁶.

В частности, в третьем квартале 2013 года в сферу промышленности инвестировали 21% опрошенных предприятий, что ниже на 5 пп показателя того же периода предыдущего года. Причем, снижение среди опрошенных предприятий удельного веса инвестировавших предприятий было отмечено по всем отраслям экономики. В первом полугодии 2013 года в качестве финансового источника для инвестиций вновь послужили кредитные средства, полученные предприятиями от местных банков.

В условиях замедления темпов роста частного потребления и сокращения инвестиций в третьем квартале 2013 года, рост частных затрат по сравнению с тем же периодом предыдущего года снизился на 0,6%, что в условиях снижения государственных расходов на 0,4% обусловило сокращение внутреннего спроса на 0,6%.

В свете вышеуказанных развитий частного потребления и инвестиций в третьем квартале 2013 года разрыв затрат частного сектора был отрицательным и его воздействие на инфляцию было сдерживающим – 0,4-0,5 пп.

В третьем квартале 2013 года высокие темпы роста реального экспорта товаров и услуг продолжились и составили 8,2% г/г, рост реальных объемов импорта товаров и услуг составил 5,7% г/г, а рост чистого притока некоммерческих переводов физических лиц составил 10,6% г/г.

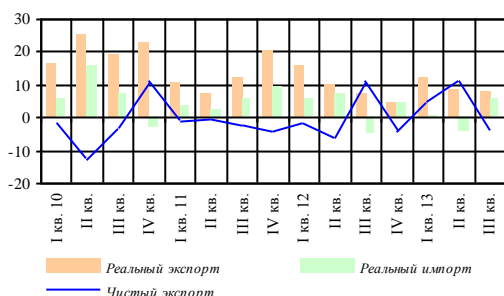
²⁴ Показатели по частным затратам, частному потреблению и частным вложениям третьего квартала 2013 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных второго квартала 2013 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

²⁵ <https://www.cba.am/am/SitePages/statsscci.aspx>

²⁶ <https://www.cba.am/am/SitePages/statsseabci.aspx>

Отрицательный остаток чистого экспорта увеличился в 3-м квартале 2013 г.

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



В третьем квартале 2013 года высокие темпы роста реального экспорта товаров и услуг продолжились и составили 8,2% г/г, что в условиях слабого внешнего спроса явилось следствием развитий в отрасли промышленности.

Рост реальных объемов импорта товаров и услуг²⁷ составил 5,7% г/г, что в условиях замедления темпов внутренней экономической активности отражает базовое воздействие снижения, отмеченного в третьем квартале предыдущего года.

В третьем квартале 2013 года сохранились высокие темпы роста чистого притока некоммерческих переводов физических лиц, составив 10,6% г/г.

3.2.3. Рынок труда²⁸

Фактические развития в июле-августе 2013 года наметили соответствие темпа роста номинальной заработной платы в третьем квартале 2013 года предыдущим прогнозам, который составлял 5,5%, в результате в январе-сентябре рост номинальной заработной платы составил 4,0%. Причем, рост заработной платы в частном секторе был значительно выше, чем в государственном секторе. В третьем квартале 2013 года рост заработной платы в частном секторе составил 8,5%, а в государственном секторе – 3,4%.

Росту номинальной зарплаты в частном секторе существенное воздействие оказало повышение размера минимальной зарплаты и продолжение процесса сокращения уровня безработицы.

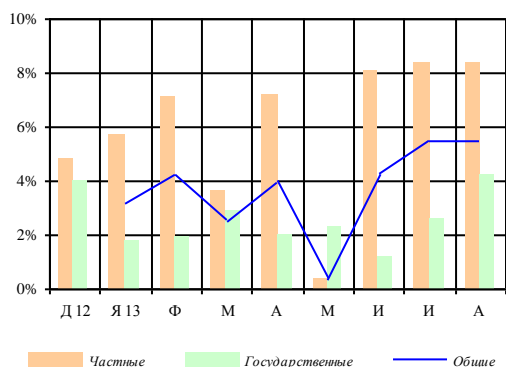
Вследствие более слабой, чем ожидалось, экономической активности во втором и третьем кварталах 2013 года, снижение уровня безработицы в третьем квартале было медленнее, чем прогнозировалось. В третьем квартале уровень безработицы снизился по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 0,6 пп и составил 15,4%. В результате средний уровень безработицы составил в январе-сентябре 2013 года 16,2%, а снижение по сравнению с тем же периодом предыдущего года составило 1,7 пп.

В условиях указанных развитий в третьем квартале 2013 года существенных неравновесий на рынке труда не наблюдалось. Следовательно, можно утверждать, что в указанном периоде воздействие рынка труда на инфляцию было нейтральным.

3.2.4. Налогово-бюджетная политика²⁹

В третьем квартале 2013 года исполнение государственного бюджета проходило с экономией по некоторым статьям расходов и обеспечением доходов в соответствии с запланированными пропорциями. В этих

Рост г/г номинальных заработных плат



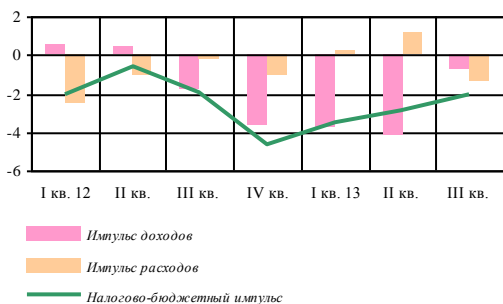
Показатель налогово-бюджетного импульса составил 2,0, вместо прогнозируемого для квартала нейтрального воздействия.

²⁷ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

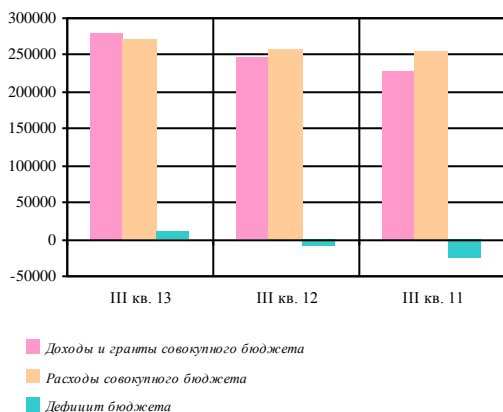
²⁸ Данные по рынку труда 2013 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях второго квартала 2013 года и июля-августа 2013 года. Оценки роста в подраздела даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

²⁹ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен по предварительным показателям совокупного бюджета, составленным на базе предварительных фактических показателей за третий квартал (включая показатели групп по реализации проектов). Причем, воздействие доходов рассчитано по сравнению с прогнозированным номинальным показателем ВВП, а воздействие расходов – с оцененным потенциальным показателем ВВП. Сравнительный анализ фактических развитий проведен относительно скорректированных пропорций государственного бюджета.

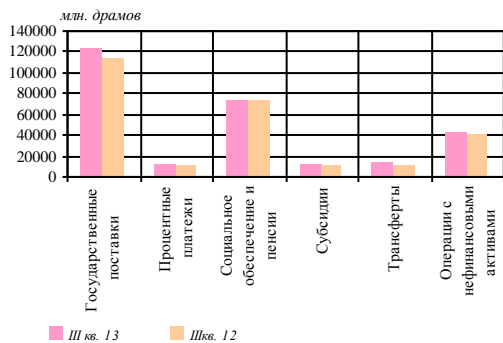
В 3-м квартале 2013 г. сдерживающая налогово-бюджетная политика была обусловлена преимущественно сдерживающим воздействием расходов



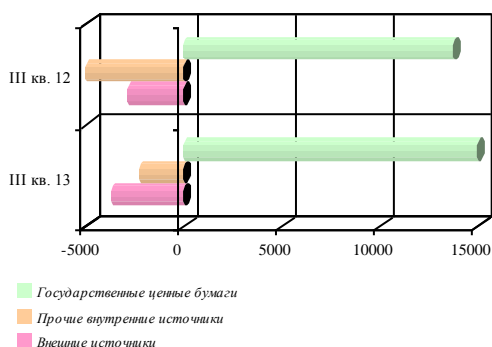
Основные показатели совокупного бюджета РА в 3-х кварталах 2011-2013 гг.: впервые за последние годы бюджет 3-го квартала был профицитным



В расходах бюджета в 3-м квартале 2013 года был отмечен рост почти по всем расходным статьям



В 3-м квартале 2013 г. сформировался профицит бюджета



условиях налогово-кредитная политика продолжала оказывать на совокупный спрос сдерживающее воздействие: показатель налогово-бюджетного импульса составил 2,0, вместо прогнозируемого для квартала нейтрального воздействия. Обусловлено это было отклонением расходов от квартального плана³⁰, в результате вместо расширяющего 0,4 воздействия было отмечено 1,3 сдерживающее воздействие. Воздействие доходов было 0,7 сдерживающим, вместо 0,3 сдерживающего воздействия, вследствие ожидания более низкого уровня ВВП, чем прогнозировалось для квартала.

Доходы совокупного бюджета увеличились по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 13%, что, в основном, было обеспечено за счет роста налоговых доходов. Причем, в структуре налогов и пошлин удельный вес косвенных налогов снизился на 5 пп, составив 50% налоговых доходов, и на 3 пп увеличился удельный вес прямых налогов, составивший 39%. Рост подоходного налога³¹ в прямых налогах составил 24,2%. В результате темп роста прямых налогов (21%) превысил темп роста косвенных налогов (3%).

Несмотря на то, что по части государственных расходов было отмечено исполнение квартальной программы на 85,3%, тем не менее, по сравнению с тем же периодом предыдущего года был отмечен рост почти по всем статьям. Расходы совокупного бюджета в третьем квартале выросли по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 6,6%. Причем текущие расходы выросли на 7,1% г/г. В текущих расходах рост был отмечен почти по всем статьям, а *государственное потребление* выросло на 4,3% г/г. Рост по части статьи *“Операции с нефинансовыми активами”*, или рост капитальных расходов, составил 3,7% г/г. В текущих расходах государственное потребление выросло на 8,5% г/г. Квартальное отклонение от запланированных пропорций обусловлено, в основном, экономией расходов и реализацией программ, финансируемых из зарубежья, в частности, медленной реализацией проекта “Север-Юг”.

В условиях вышеуказанных показателей доходов и расходов в третьем квартале также сформировался профицит бюджета, составивший 9,4 млрд. драмов вместо запланированного для квартала дефицита в 30,1 млрд. драмов.

В целом, по результатам первых девяти месяцев года доходы государственного бюджета составили 757,5 млрд. драмов, обеспечив исполнение девятимесячной программы.

Рост налоговых доходов составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 18,2% или 113,8 млрд. драмов, что обусловлено, в основном, ростом выплат налога на добавленную стоимость, таможенных пошлин и платежей за загрязнение окружающей среды и специальное природопользование. Рост государственных расходов (включая средства групп по реализации программ) составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 7,3%.

³⁰ Отклонение показателя расходов обусловлено большей частью медленным ходом работ по реализации инвестиционного проекта по строительству транспортной магистрали “Север-Юг” и, вследствие этого, получением недостаточных средств.

³¹ Рост произошел из-за роста полученных поступлений вследствие изменения, внесенного с 2013 года в налоговое законодательство по установлению единого подоходного налога (вместо платежей по подоходному налогу и социальному обеспечению), и частично из-за зачисления прошлых обязательств по линии указанных налогов в текущем квартале, равно как и в течение первых шести месяцев.

По результатам девяти месяцев образовался профицит бюджета, составивший 39,2 млрд. драмов, вместо предусмотренного для этого периода дефицита в 76,9 млрд. драмов, а налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос 2,6 сдерживающее воздействие, обусловленное, в большей мере, сдерживающим воздействием доходов.

3.3. Деньги и развития финансового рынка

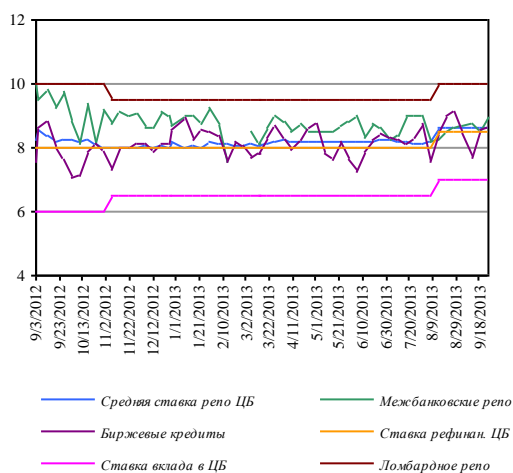
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

В третьем квартале Совет ЦБ РА повысил процентную ставку рефинансирования на 0,5 пп, установив ее на уровне 8,5%. Решение Совета было направлено на сдерживание инфляционных ожиданий, сформировавшихся вследствие внутренних развитий, и смягчение вторичных воздействий удорожания тарифов на энергоносители, учитывая важность сохранения положительных реальных процентных ставок.

В третьем квартале Совет ЦБ РА повысил процентную ставку рефинансирования на 0,5 пп, установив ее на уровне 8,5%. Решение Совета было направлено на сдерживание инфляционных ожиданий, сформировавшихся вследствие внутренних развитий, и смягчение вторичных воздействий удорожания тарифов на энергоносители, учитывая важность сохранения положительных реальных процентных ставок. В то же время, ЦБ передал рынку сигнал о том, что при условии постепенного снижения инфляции и замедления экономического роста он отреагирует ослаблением денежно-кредитных условий.

В условиях повышения процентной ставки политики, процентная ставка основного инструмента ЦБ операций репо выросла по сравнению со вторым кварталом: средняя ставка репо в сентябре составила 8,6%, что выше июньского показателя на 0,4 пп. Несмотря на рост процентной ставки, объем операций репо, совершенных ЦБ, увеличился примерно на 190 млн. драмов.

В течение квартала краткосрочные процентные ставки повысились

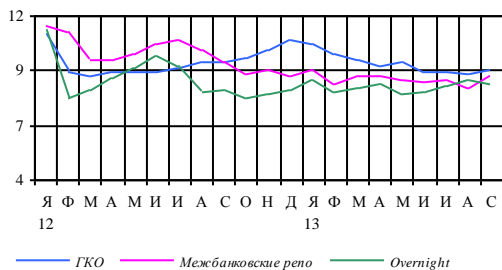


Изменение в третьем квартале процентной ставки рефинансирования со стороны ЦБ наиболее отчетливо проявилось в краткосрочном отрезке финансового рынка.

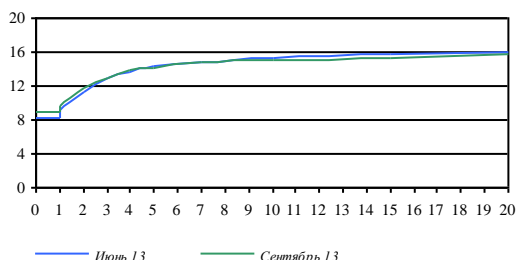
Операции, совершенные ЦБ РА						
Период	Репо (до 7 дней)		Привлеченные средства		Ломбардные репо	
	Объем (млн. драмов)	Средневзвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средневзвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средневзвешенная ставка %
I кв. 2012 г.	151932,32	11,15	387600	5,00	59093,88	11,00
II кв.	185000,00	10,29	317950	5,05	179437,37	10,77
III кв.	488921,68	9,03	158200	5,51	32524,98	10,50
IV кв.	741880,51	8,09	140150	6,22	5631,79	9,50
I кв. 2013 г.	763825,90	8,09	163700	6,50	944,60	9,50
II кв.	929077,62	8,19	176300	6,50	38652,30	9,5
III кв.	1121106,19	8,42	176300	6,75	5278,56	9,5

Изменение в третьем квартале процентной ставки рефинансирования со стороны ЦБ наиболее отчетливо проявилось в краткосрочном отрезке финансового рынка. Рост ставки рефинансирования в середине августа на 0,5 пп сопровождался постепенным ростом краткосрочных процентных ставок. В результате средний квартальный показатель процентной ставки биржевых межбанковских кредитов (overnight) вырос по сравнению с показателем предыдущего квартала на 0,33 пп, а в сентябре средняя среднеквартальная процентная ставка повысилась на 0,37 пп, составив 8,4%. Среднеквартальная процентная ставка рыночного репо выросла в сентябре на 0,3 пп относительно июня и составила 8,76% (в среднеквартальных показателях рост выражен слабо). Аналогичная динамика процентных ставок была отмечена и на рынке государственных краткосрочных облигаций.

Краткосрочные процентные ставки проявили в течение квартала тенденцию к росту в условиях повышения ставки рефинансирования ЦБ

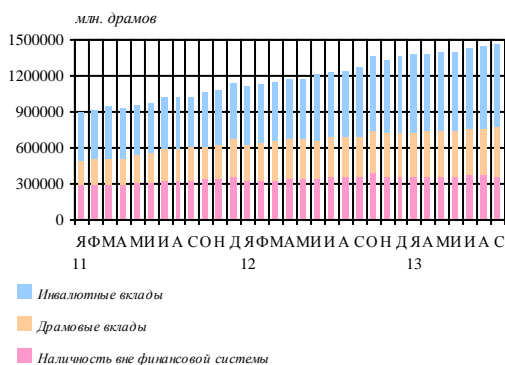


На рынке гособлигаций в 3-м квартале 2013 г. процентные ставки повысились*

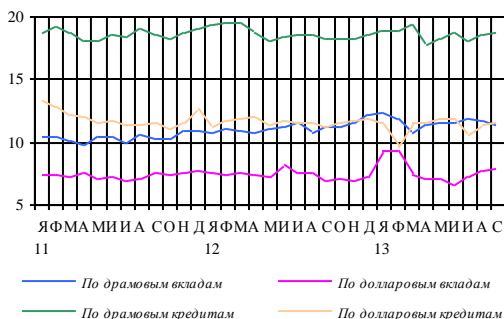


* В июле 2013 г. была внедрена новая методика построения кривых доходности ГО и расчета параметров кривой. См. www.cba.am, Решение Председателя ЦБ РА номер 1/467 А от 7.06.2013 г.

В 3-м квартале 2013 г. рост инвалютных вкладов превысил рост драмовых вкладов



В 3-м квартале 2013 г. сократилась разница между процентными ставками по инвалютным кредитам и инвалютным вкладам



В третьем квартале продолжилась тенденция замедления темпов роста кредитования в силу замедления темпов экономической активности.

Вклады 2

Рынок государственных облигаций

Реакция процентных ставок краткосрочных государственных облигаций на августовское изменение ставки рефинансирования ЦБ проявилась в сентябре. Тенденция снижения ставок с начала года, продолжившаяся до августа, отразилась на среднеквартальном показателе доходности в направлении снижения: средняя процентная ставка снизилась по сравнению с показателем предыдущего квартала на 0,23 пп и составила 8,96%, а средняя ставка в сентябре повысилась по сравнению с июнем на 0,1 пп, составив 9,05%.

Рост процентной ставки отразился и на кривых доходности. Доходность облигаций на вторичном рынке повысилась, в основном, на краткосрочном отрезке кривой. Коэффициент наклона кривой снизился на 2,3, составив 6,4, что говорит о сокращении разности между долгосрочными и краткосрочными процентными ставками.

В третьем квартале в банковской системе был отмечен определенный рост процентных ставок по вкладам в драмах: средний показатель за квартал повысился по сравнению с тем же показателем предыдущего квартала на 0,2 пп, составив 11,7%. В условиях сформировавшихся процентных ставок объемы вкладов в драмах выросли на 6,7%, за счет, в основном, вкладов до востребования в драмах, привлеченных от предприятий. Процентные ставки по инвалютным вкладам повысились на 0,7 пп, составив 7,6%, объемы инвалютных вкладов - на 7,0% (без учета воздействия изменения процентной ставки рост составил 8,2%), в основном, за счет срочных вкладов, привлеченных от домохозяйств.

Рост инвалютных вкладов в третьем квартале 2013 года отразился на показателе долларизации экономики: в течение периода уровень долларизации (инвалютные вклады/денежная масса) повысился на 0,7 пункта.

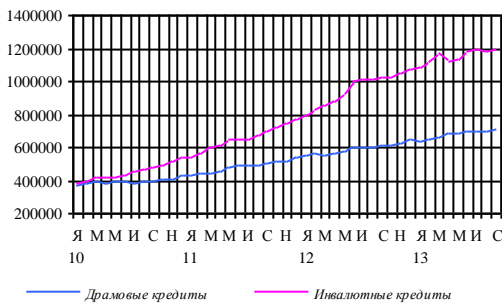
Воздействие изменения процентной ставки рефинансирования ЦБ в третьем квартале 2013 года на процентные ставки по кредитам не было односторонним. Вследствие структурного изменения в объемах кредитов, процентные ставки по кредитам, выраженным в драмах и инвалюте, проявили различную динамику. В частности, в условиях роста спроса на потребительские кредиты, среднеквартальный уровень процентных ставок по драмовым кредитам вырос в течение квартала на 0,3 пп, составив 18,5%.

Процентные ставки по инвалютным кредитам, в отличие от роста процентных ставок, наблюдаемого в различных секторах финансового рынка, в третьем квартале 2013 года снизились: среднеквартальный уровень процентных ставок снизился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,5 пп и составил 11,2%. Согласно результатам опроса третьего квартала 2013 года об условиях предоставления кредитов со стороны банков и кредитных организаций РА, спад спроса в третьем квартале на бизнес кредиты и ипотечные кредиты мог привести к снижению ставки.

В третьем квартале продолжилась наблюдаемая в течение последних лет тенденция сокращения разности между процентными ставками по кредитам и вкладам, однако, в результате произошедших изменений в структуре кредитования (роста спроса на драмовые потребительские кредиты и спада спроса на инвалютные кредиты), разность между процентными ставками по драмовым кредитам и вкладам по сравнению с показателем предыдущего квартала почти не изменилась, а разность между процентными ставками по инвалютным кредитам и вкладам существенно сократилась: с 5,2 пп в июне до 3,7 пп в сентябре.

В третьем квартале продолжилась тенденция замедления темпов роста кредитования в силу замедления темпов экономической активности, о чем отмечалось также и в опросе третьего квартала 2013 года об условиях предоставления кредитов со стороны банков и кредитных организаций РА. Рост объемов кредитования составил 2,2% (рост г/ - 16,7%), а рост в абсолютном выражении составил 39,7 млрд. драмов вместо 38,1 млрд. драмов в предыдущем квартале. В инвалютной структуре кредитования произошли изменения, в частности, рост объема кредитов в драмах превысил рост объема кредитов в инвалюте. Рост объемов вкладов в драмах и инвалюте составил 2,33% и 0,77% соответственно (без учета воздействия изменения процентной ставки рост объема инвалютных кредитов составил 1,88%). Согласно результатам опроса третьего квартала 2013 года об условиях предоставления кредитов со стороны банков и кредитных организаций РА, указанные развития обусловлены спадом спроса на бизнес и ипотечные кредиты.

В 3-м квартале 2013 г.в общем объеме кредитования преобладали инвалютные кредиты, однако рост драмовых кредитов был больше



Вклады 3

Согласно результатам проведенного в третьем квартале 2013 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, темпы упрощения процедур кредитования предприятий (малых и средних) в третьем квартале 2013 года остались те же, однако процедура кредитования крупных предприятий ужесточилась по сравнению со вторым кварталом. На замедление процедуры упрощения существенно повлияли ожидания замедления общего экономического роста и экономической активности в отрасли. Вышеуказанные факторы воздействовали также и на спрос на кредитование крупных предприятий, который снизился по сравнению со вторым кварталом. В третьем квартале продолжилось упрощение процедур и улучшение условий кредитования домохозяйств (потребительские и ипотечные кредиты). В смысле изменения процедур кредитования был отмечен рост темпов упрощения процедур потребительского кредитования, чего нельзя сказать о процедурах ипотечного кредитования, где картина прямо противоположная. В третьем квартале наблюдалось замедление темпов упрощения процедур ипотечного кредитования, намеченное в результатах проведенного во втором квартале 2013 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА. Факторами, воздействовавшими на замедление темпов упрощения процедур, явились ограничения нормативных актов на привлекаемые финансовые ресурсы, и ожидания замедления общей экономической активности. Спрос на ипотечные кредиты также снизился по сравнению с предыдущим кварталом. В четвертом квартале ожидается рост как спроса на все виды кредитования, так и рост темпов упрощения процедур.

Вклады 4

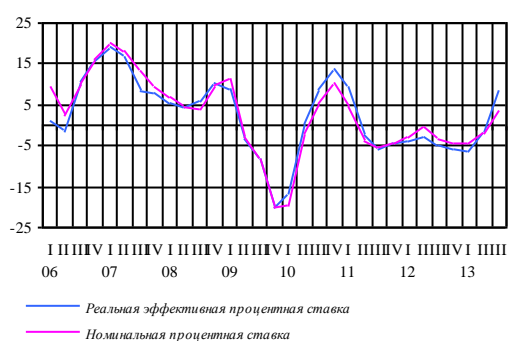
В условиях указанных развитий финансового рынка и финансовой системы денежная масса увеличилась в течение третьего квартала на 5,41% и составила 1,458 трлн. драмов, а драмовая масса - на 3,97% и составила 760,2 млрд. драмов.

12-месячные тенденции денежно-кредитных показателей проявились следующим образом. По сравнению с тем же периодом предыдущего года драмовые вклады увеличились на 21,4%, инвалютные вклады - на 20,7% (без учета воздействия изменения обменного курса - 21,0%), что привело к росту долларизации на 2,2 пп, а объем наличности вне финансовой системы почти не изменился. Это привело к опережающему росту денежной массы по сравнению с ростом драмовой массы на 10,3% и 15,0% соответственно. Денежная база выросла на 19,7%, а драмовая база - на 6,1%. Рост денежного и рост драмового мультипликаторов составили 2,02 и 1,28 вместо 2,10 и 1,23 в том же периоде предыдущего года.

3.3.2. Обменный курс

В третьем квартале 2013 года средний взвешенный обменный курс валют стран, являющихся торговыми партнерами РА, ослабел кв/кв на 4,5%, основная часть которого - 3,7 пп - была обусловлена обвалом обменного курса иранского реала с июля месяца (в июле - примерно на 90,0%). Что касается номинального обменного курса драма РА, то в третьем квартале он проявил определенную тенденцию к укреплению в условиях ускорения инвалютных потоков, в частности, высоких темпов роста трансфертов. В указанном периоде Центральный банк РА выступил на рынке в качестве лишь покупателя валюты, сглаживая резкую волатильность на рынке.

В 3-ьем квартале 2013 г. реальная эффективная процентная ставка проявила высокие темпы удорожания г/г

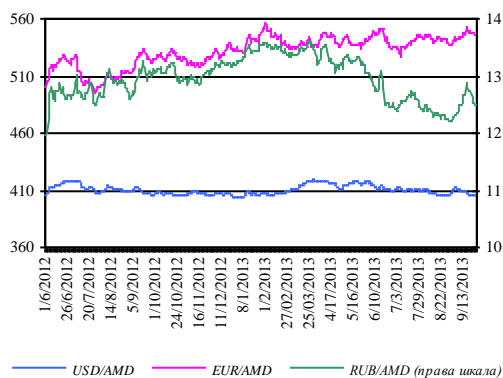


Реальный эффективный обменный курс проявил в третьем квартале 2013г. высокие темпы укрепления г/г								
рост г/г, %	I кв. 12	II кв. 12	III кв. 12	IV кв. 12	2012	I кв. 13	II кв. 13	III кв. 13
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	-3,8	-2,9	-5,1	-5,7	-4,4	-6,4	-1,6	8,7
Средняя инфляция в РА	3,3	1,0	2,4	3,4	2,5	3,0	5,2	8,6
Номинальный средний обменный курс драм РА/Доллар США (+ укрепление)	-5,7	-6,8	-10,2	-6,3	-7,3	-5,1	-3,3	0,5
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	4,0	3,5	4,1	4,3	4,0	4,5	4,4	3,6
Средневзвешенный номинальный обменный курс стран – торговых партнеров (+ укрепление)	-2,9	-6,9	-7,6	-1,7	-4,7	-0,4	-1,1	-3,3

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

В результате вышеуказанных развитий в третьем квартале 2013 года средний номинальный обменный курс драма РА укрепился кв/кв на 1,5%, а укрепление реального обменного курса составило по отношению ко второму кварталу 6,7% кв/кв³². Что касается изменения по отношению к тому же периоду предыдущего года, то были отмечены серьезные темпы укрепления реального обменного курса - 8,7% г/г, что в условиях высоких темпов ослабления г/г иранского реала было обусловлено также высокой инфляцией в РА.

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



Вкладыш 5

Обменный курс

Средний рыночный обменный курс драма к доллару США составил к концу третьего квартала 2013 года 405,29 драма: укрепление драма по сравнению с концом предыдущего квартала составило 1,14%. Динамика обменного курса драма РА в третьем квартале 2013 года к доллару США, евро и российскому рублю представлена в таблице.

Динамика кв/кв обменного курса драма РА в 2013 г.			
Валютная пара	Обменный курс на 30.06.2013 г. (драм РА)	Обменный курс на 30.09.2013 г. (драм РА)	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	409.90	405.29	+1.14
EUR/AMD	535.25	546.82	-2.12
RUB/AMD	12.53	12.51	+0.16

³² Показатель реального обменного курса третьего квартала 2013 года является оценкой ЦБ РА.

Динамика среднего обменного курса драма РА в третьем квартале

Валютная пара	Средний обменный курс в третьем квартале 2012 г.	Средний обменный курс в третьем квартале 2013 г.	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	410.66	408.65	+0.49
EUR/AMD	513.56	541.65	-5.19
RUB/AMD	12.85	12.47	+3.05

Совокупный объем операций доллар США - драм РА, осуществленных на инвалютном рынке в течение квартала, составил 2,5 млрд. долларов США, что на 8,7% больше показателя предыдущего квартала (2,3 млрд. долларов США).

Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро - драм РА, составил 252,4 млн. евро вместо объема в 225,8 млн. евро за предыдущий квартал.

В целях смягчения резких колебаний обменного курса драма к доллару США на инвалютном рынке Центральный банк РА купил в третьем квартале 59,05 млн. долларов США.

3.4. Платежный баланс ³³

В третьем квартале 2013 г. тенденция снижения дефицита текущего счета продолжилась в условиях слабого роста экономической активности и высоких темпов роста частных трансфертов. В текущем квартале Правительство разместило еврооблигации, за счет этого по счетам капитала и финансовых средств были отмечены большие объемы чистого притока средств. В результате развития платежного баланса чистые внешние активы ЦБ увеличились.

3.4.1. Текущий счет

В третьем квартале 2013 года согласно оценкам, показатель "Дефицит текущего счета/ВВП" снизился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года на 1,0 пп. В условиях медленного восстановления мировой экономики и медленного роста активности экономики РА, дефицит текущего счета по сравнению с тем же периодом предыдущего года сократился на 22,8 млн. долларов США и составил 99,0 млн. долларов США.

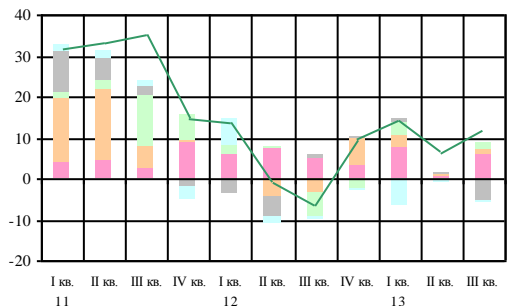
В условиях продолжающегося слабого внешнего спроса сохранение высоких темпов роста реальных объемов экспорта было обусловлено положительными развитиями в обрабатывающей промышленности. В условиях снижения г/г цен на экспорт долларовой стоимости экспорта товаров увеличилась в третьем квартале 2013 года на 6,5%.

Рост г/г долларовой стоимости экспорта в третьем квартале был обусловлен в основном, положительным воздействием товаров групп "Готовая пищевая продукция", "Живая рыба и птица, продукты животного происхождения" и "Горнорудная продукция" на 5,9, 2,5 и 1,6 пп соответственно. Товары группы "Недрагоценные металлы и изделия из них" оказали отрицательное воздействие на 5,6 пп.

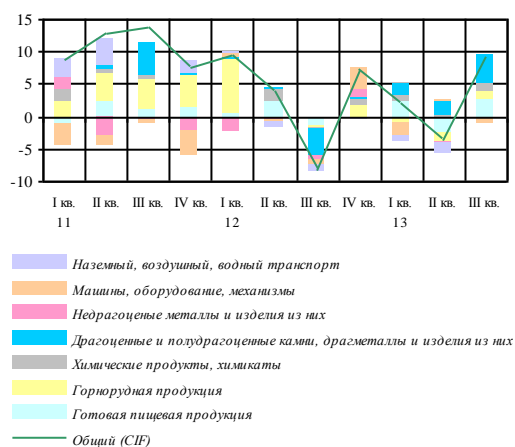
³³ Показатели третьего квартала 2013 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

³⁴ В базе данных по внешней торговле РА 2012 года (годовой - по месяцам) и января-сентября 2013 года НСС РА внесены корректировки.

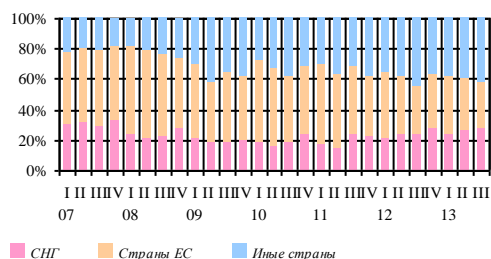
Рост г/г экспорта и товары, оказавшие содействие росту ³⁴



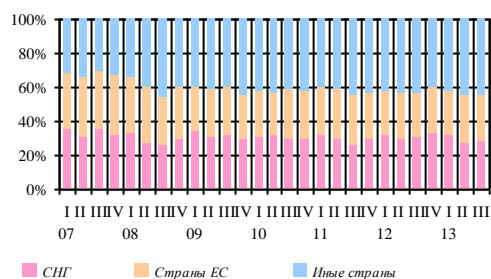
Рост г/г импорта и товары, оказавшие содействие росту



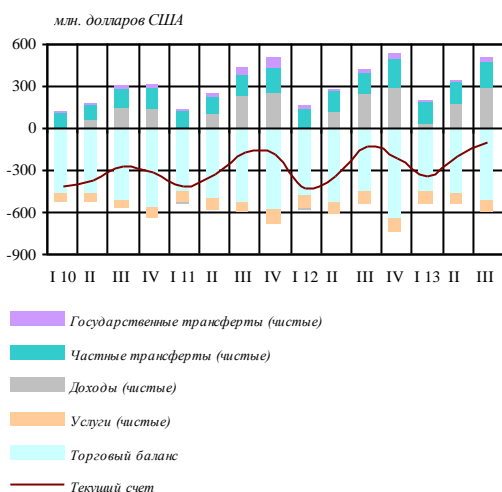
Структура экспорта по странам



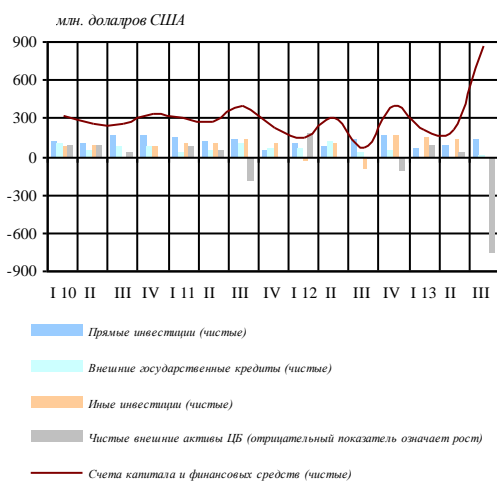
Структура импорта по странам



В 3-ем квартале 2013 г. продолжилась тенденция сокращения дефицита текущего счета



В 3-ем квартале 2013 г. был отмечен большой объем притока счетов капитала и финансовых средств



Несмотря на слабые темпы роста внутренней экономической активности, в условиях укрепления реального эффективного обменного курса был отмечен рост реальных объемов импорта товаров. В результате роста г/г долларовых цен на импорт, рост долларовой стоимости импорта составил в третьем квартале 9,3% г/г.

Рост г/г долларовых цен на импорт в третьем квартале 2013 года был обусловлен положительным содействием цен на товары групп “Готовая пищевая продукция” и “Драгоценные и полудрагоценные камни, драгметаллы и изделия из них” на 2,6 и 4,3 пп соответственно.

В результате изменений реальных объемов экспорта и импорта и ухудшения условий торговли, дефицит торгового баланса увеличился г/г в третьем квартале 2013 года на 54,0 млн. долларов США, составив 514,0 млн. долларов США.

Дефицит баланса по статье “Услуги” в третьем квартале увеличился и составил 81,8 млн. долларов США. Рост г/г экспорта и импорта услуг составил 6,4% и 6,5% соответственно.

Высокие темпы роста г/г денежных переводов физических лиц³⁵, отмеченные в предыдущем квартале, сохранились в третьем квартале. Чистый приток доходов от сезонных выездных работников увеличился г/г на 13,9% и составил 404,9 млн. долларов США, что значительно превысило чистый отток по статье “Доходы от вложений”. В результате по статье “Доход” был отмечен чистый приток на сумму 289,3 млн. Долларов США. Чистый приток частных трансфертов увеличился в текущем квартале на 15,3% г/г и составил 176,5 млн. долларов США.

3.4.2. Счет капитала и финансовых средств³⁶

В третьем квартале 2013 года Правительство разместило еврооблигации, за счет чего по счетам капитала и финансовых средств были отмечены большие объемы чистого притока средств - 862,8 млн. долларов США. В результате развития платежного баланса чистые внешние активы ЦБ увеличились на 764,0 млн. долларов США³⁷.

Чистый приток капитала составил в третьем квартале 2013 года 35,3 млн. долларов США, вместо 31,3 млн. долларов США в предыдущем году.

Чистый приток иностранных прямых инвестиций в текущем квартале остался почти без изменений по сравнению с тем же кварталом предыдущего года и составил 133,3 млн. долларов США. В результате размещения еврооблигаций портфельные обязательства Правительства увеличились на 689,7 млн. долларов США. Чистый приток государственных кредитов составил 14,2 млн. долларов США вместо чистого притока в 19,7 млн. долларов США в том же квартале предыдущего года.

Чистый приток по статье “Прочие вложения” составил 9,6 млн. Долларов США. В том числе, чистые внешние активы банков уменьшились на 83,4 млн. долларов США, а чистые внешние активы по статье “Иного частного сектора” увеличились на 93,0 млн. долларов США.

³⁵ Чистый приток некоммерческих переводов физических лиц по банковской системе увеличился в третьем квартале 2013 года на 10,6%.

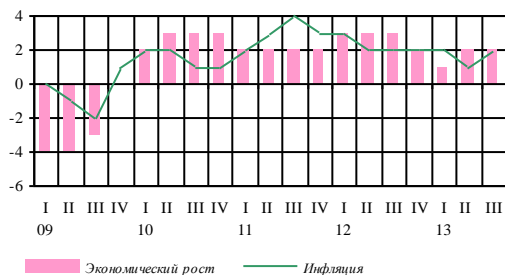
³⁶ Показатели счетов капитала и финансовых средств третьего квартала 2013 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

³⁷ В начале четвертого квартала началось погашения долга РФ в размере 480,0 млн. Долларов США: на указанную сумму в четвертом квартале уменьшатся чистые активы ЦБ РА.

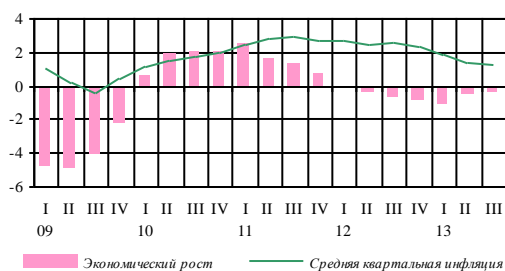
3.5. Внешняя среда

В третьем квартале 2013 года среди стран-партнеров РА была отмечена тенденция восстановления экономической активности.

В 3-ьем квартале 2013 г. экономическая активность в США несколько ускорилась



В 3-ьем квартале 2013 г. темпы спада экономической активности замедлились



Вместе с восстановлением мирового спроса, мировые цены на нефть проявили тенденцию к повышению. Хотя к концу текущего квартала на некоторых мировых рынках продовольственных товаров наблюдались инфляционные тенденции, тем не менее, по части продовольственных товаров в третьем квартале были отмечены дефляционные развития.

В третьем квартале 2013 года среди стран-партнеров РА была отмечена тенденция восстановления экономической активности.

Согласно предварительным оценкам Бюро анализа Министерства торговли США, в третьем квартале 2013 года в Соединенных Штатах Америки был отмечен 2,8% экономический рост кв/кв в годовом исчислении (рост г/г в третьем квартале составил 1,6%), вместо 2,5% в предыдущем квартале, причем все составляющие компоненты оказали положительное содействие экономическому росту.

Среднеквартальная инфляция в США составила в третьем квартале 2013 года 1,6% г/г вместо 1,4% в предыдущем квартале.

Согласно предварительным оценкам Евростата, в третьем квартале 2013 года в зоне евро экономический спад составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 0,4%.

Индекс потребительских цен в зоне евро в третьем квартале 2013 года в среднем повысился г/г на 1,3%, вместо 1,4% в предыдущем квартале.

Следует также отметить, что Европейский центральный банк не изменил процентную ставку рефинансирования в третьем квартале, она осталась на уровне 0,5%.

В третьем квартале 2013 года евро по отношению к доллару США укрепился на 1,3%, и средний обменный курс доллара США составил 1,32 доллара США за евро (укрепление г/г – 5,9%).

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы России, в третьем квартале 2013 года экономический рост составил 1,2% г/г. В отраслях экономики были отмечены следующие развития: в отрасли промышленности был отмечен нулевой рост г/г вместо 0,3% в предыдущем квартале. В розничной торговле и в отрасли сельского хозяйства темпы роста составили 3,8% г/г и 1,6% г/г соответственно. В строительстве был отмечен нулевой рост вместо спада г/г на 3,6% в предыдущем квартале.

В текущем квартале было отмечено некоторое замедление темпов инфляции. Рост потребительских цен составил в третьем квартале 6,4% г/г, вместо 7,2% во втором квартале. После повышения процентной ставки рефинансирования в сентябре 2012 года, Центральный банк России оставил ее в третьем квартале 2013 года без изменения (8,25%).

В третьем квартале 2013 года цена на сырую нефть марки "Brent" на бирже "Intercontinental Exchange" (ICE) повысилась по сравнению с предыдущим кварталом на 7%, составив в среднем 110 долларов США за один баррель (рост г/г – 0,5%). Цена на медь на Лондонской бирже металлов снизилась в третьем квартале 2013 года на 1,2%, составив в среднем 7105 доллара США за одну тонну (снижение г/г – 8,1%).

По данным Департамента сельского хозяйства США, цена экспортных сортов твердой красной пшеницы снизилась в третьем квартале на 2,7% кв/кв, составив в среднем 8,3 доллара США за бушель (снижение г/г – 12,5%).

Индекс цен на необработанный сахар на бирже "New York Board-Intercontinental Exchange" (NYB-ICE) снизился в третьем квартале 2013 года на 2,6%, в результате снижения по сравнению с тем же кварталом предыдущего года составило 17%. Цена на рис на бирже "Chicago Board

of Trade” (СВОТ) повысилась на 0,1%, и средняя цена за один американский центнер (45,3 кг) составила 15,6 долларов США (рост г/г – 0,8%).

Таким образом, вместе с восстановлением мирового спроса, мировые цены на нефть проявили тенденцию к некоторому повышению. Хотя к концу текущего квартала на некоторых мировых рынках продовольственных товаров наблюдались инфляционные тенденции, тем не менее, по части продовольственных товаров в третьем квартале были отмечены дефляционные развития.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В третьем квартале 2013 года спрос во *внешнем секторе* остался низким, на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров инфляционных тенденций не наблюдалось. *В прогнозируемом горизонте* ожидается медленное восстановление темпов роста мировой экономики, в условиях которого на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров сформируется стабильная инфляционная среда. Таким образом, *в прогнозируемом горизонте*, внешний сектор будет оказывать стабильное слабое инфляционное *воздействие*.

В третьем квартале 2013 года развития экономики РА охарактеризовались замедлением темпов экономического роста и формированием высокой инфляционной среды. По результатам третьего квартала ожидается, что *экономический рост* составит *2,9-3,2% г/г*, а *12-месячная инфляция* составила к концу сентября *8,2% г/г*. Высокой инфляции, как и указывалось в Программе денежно-кредитной политики третьего квартала, основное содействие оказало удорожание тарифов на энергоносители.

В прогнозируемом горизонте ожидается стабилизация роста реального потребления и медленное восстановление частных вложений, в результате экономического роста приблизится к равновесному уровню. Причем, сдерживающей налогово-бюджетной политике 2013 года последует в 2014 году расширяющая, которая окажет существенное влияние на ускорение темпов экономического роста и формирование определенных инфляционных давлений. В результате оживления *в среднесрочном периоде* частного спроса и проведения нейтральной налогово-кредитной политики, *в прогнозируемом горизонте* внутренний спрос окажет слабое *инфляционное воздействие* на цены.

Инфляция *в прогнозируемом горизонте* стабилизируется в пределах 4% целевого уровня. Тем не менее, сформировавшаяся в настоящее время высокая инфляция сменится в четвертом квартале низкой инфляционной средой, вследствие большего, чем предусматривалось, ослабления внутреннего спроса и предпринимаемых ЦБ РА действий. Инфляция продолжит снижаться и в первом полугодии 2014 года и вернется к целевому уровню. В этой ситуации в четвертом квартале 2013 года ЦБ смягчит денежно-кредитные условия, что будет соответствовать замедлению мировой экономики и смягчению инфляционной среды. Что касается дальнейших направлений денежно-кредитной политики ЦБ, то они *будут обусловлены также процессом реализации налогово-кредитной политики*.

В четвертом квартале 2013 года ЦБ смягчит денежно-кредитные условия, что будет соответствовать замедлению мировой экономики и смягчению инфляционной среды, а дальнейшие направления денежно-кредитной политики ЦБ будут обусловлены также процессом реализации налогово-кредитной политики.

Риски отклонения инфляции *от прогнозированной величины* в настоящее время оцениваются как равносторонние, как в краткосрочном, так и долгосрочном периодах. Основные риски связаны с темпами восстановления мировой экономики и развития внутреннего спроса. В случае проявления подобных рисков ЦБ предпримет ответные шаги, обеспечив целевой уровень инфляции в краткосрочном периоде.

© Центральный банк Республики Армения, 2013

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