

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

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

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики.
1-ый квартал, 2014 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 4-го квартала 2013 г.*

Содержание

1. Краткий обзор	4
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	12
3. Фактические развития четвертого квартала 2013 года	15
3.1. Инфляция.....	15
3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции	15
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей	17
3.1.3. Инфляционные ожидания	18
3.2. Совокупный спрос и предложение	19
3.2.1. Совокупное предложение	19
3.2.2. Совокупный спрос	20
3.2.3. Рынок труда	21
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	22
3.3. Деньги и развития финансового рынка	23
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты	23
3.3.2. Обменный курс	26
3.4. Платежный баланс	27
3.4.1. Текущий счет	27
3.4.2. Счета капитала и финансовых средств	28
3.5. Внешняя среда	28
4. Заключение	31

С января 2006 года Центральный банк РА перешел к стратегии инфляционного таргетирования. В свете этой политики большое место занимает обеспечение постоянной обратной связи ЦБ с общественностью. Одной из форм такой связи является опубликование квартальных обзоров инфляции. Первый раздел Обзора инфляции состоит из Программы денежно-кредитной политики последующего квартала, в которой представлены новые квартальные прогнозы инфляции и другие макроэкономические показатели и основные направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом горизонте. Второй раздел состоит из отчета о выполнении программы денежно-кредитной политики предыдущего квартала, где представлены фактические экономические и денежно-кредитные развития.

Опубликование прогноза инфляции по целевому показателю и вытекающих из этого предположений делает денежно-кредитную политику максимально прозрачной, понятной и прогнозируемой, что существенно укрепляет доверие общественности к Центральному банку. Центральный банк убежден, что понятная для общественности и заслуживающая доверия денежно-кредитная политика эффективно содействует удержанию инфляционных ожиданий и снижению расходов по обеспечению стабильности инфляции.

В рамках выполнения стратегии инфляционного таргетирования, начиная с 2012 года ЦБ публикует прогноз безусловной инфляции в трехгодичном горизонте, в течение которого денежно-кредитная политика нацелена на сведение к минимуму отклонений будущей инфляции от 4% целевого показателя.

Прогнозы в настоящем отчете составлены на основании фактической информации на дату до 11 февраля 2014 года - дня утверждения процентной ставки рефинансирования, результатов опросов Центрального банка и выводов, сделанных на основе информации о будущих макро-экономических развитиях.

Все ранее опубликованные “Обзоры инфляции” доступны на официальном сайте ЦБ РА, где размещены также и другие публикации, относящиеся к денежно-кредитной политике.

1. КРАТКИЙ ОБЗОР¹

В краткосрочном периоде 12-месячная инфляция продолжит снижаться до нижней границы допустимых колебаний.

Согласно прогнозам ЦБ, в краткосрочном периоде 12-месячная инфляция продолжит снижаться до нижней границы допустимых колебаний, приблизившись к концу 2014 года к целевому показателю, и будет колебаться вокруг этого показателя в среднесрочном отрезке. Экономический рост в 2014 году ускорится и стабилизируется на своем долгосрочном равновесном уровне.

В четвертом квартале 2013 года экономическая активность частично восстановилась, а инфляционная среда значительно смягчилась, но, тем не менее, **экономический рост** был ниже, чем ожидался, а **12-месячная инфляция** была близка к верхней границе допустимого целевого диапазона. Сформировавшаяся в 2013 году макроэкономическая среда отличалась некоторыми особенностями. Например, с начала года было отмечено **непрерывное замедление темпов экономического развития**, в основном, вследствие спада в отрасли строительства, удорожания тарифов на энергоносители, и проводимой с начала года сдерживающей налогово-бюджетной политики. В то же время, **инфляционная среда**, проявив до мая месяца сравнительную стабильность, **значительно расширилась**, в основном, вследствие прямых и второстепенных воздействий удорожания тарифов на энергоносители (в целом - на 3,0 пп), а также инфляционных ожиданий, сформировавшихся ввиду плохих природно-климатических условий. С сентября инфляция стала убывать, когда в условиях сохранения низкой экономической активности и сдерживающей налогово-бюджетной политики, ужесточение со стороны ЦБ денежно-кредитных условий существенно смягчило инфляционные ожидания. По результатам года **12-месячная инфляция составила 5,6%**, почти совпав с верхней границей допустимого целевого диапазона. В 2013 году аналогичную динамику проявила и базовая инфляция, 12-месячный показатель которой достиг с 3,5%, отмеченных в начале года, до 5,7% в августе, а затем снизился к концу года, составив 3,7%.

12-месячная инфляция составила 5,6%, почти совпав с верхней границей допустимого целевого диапазона.

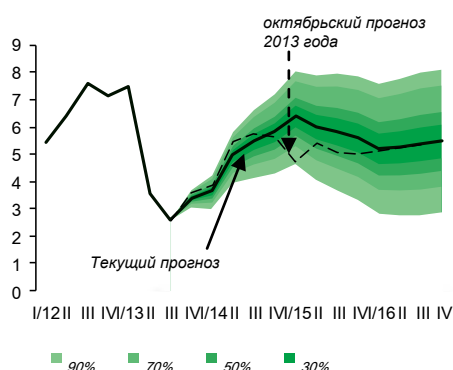
В четвертом квартале 2013 года сохранились низкие темпы роста частного потребления, в результате показатель роста частного потребления в январе-декабре составил 1,8% г/г вместо 9% того же периода предыдущего года. В четвертом квартале инвестиционная среда была ниже прогноза, что было обусловлено в большей мере снижением вложений в строительство, в результате к концу декабря снижение частных вложений составило 13,1% в годовом исчислении. В результате ожидается, что экономический рост в январе-декабре 2013 года составит 3,3-3,6%.

*Согласно краткосрочным прогнозам, в 2014 году рост частного потребления составит 5,3%, частные вложения увеличатся на 3,9%, а в результате предусматриваемой в течение года расширяющей налогово-бюджетной политики налогово-бюджетный импульс будет расширяющим на 1,5 пп. По результатам 2014 года реальный рост экспорта товаров и услуг составит 11-13%, реальный рост импорта – 3-5%, а темпы роста денежных переводов физических лиц - 7-9%. Ввиду вышеуказанного **экономический рост в 2014 году оценивается в 5,4-6,1%**, обусловленный в основном, ростом отрасли промышленности и сферы услуг (общее содействие – примерно 3,5 пп). **В прогнозируемом горизонте** экономический рост стабилизируется в пределах 5-6,0% и будет близок к*

В 2014 году экономический рост составит 5,4-6,1%.

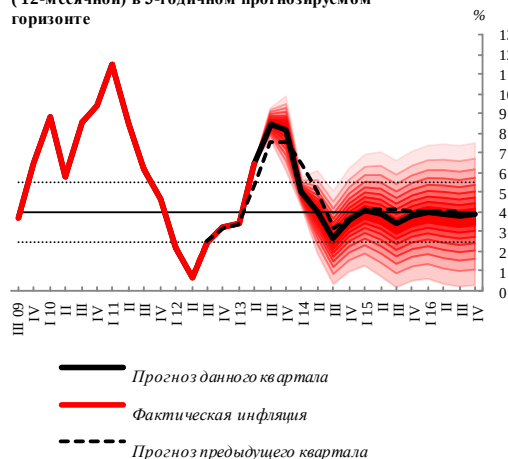
¹ Денежно-кредитная политика разработана на основе опубликованного выпуска НСС РА о социально-экономическом состоянии РА в период с января по декабрь 2013 года (по состоянию на 31-ое января 2014 года).

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



Согласно прогнозам ЦБ, инфляция в 2014 году продолжит снижаться, и ожидается, что будет колебаться в пределах 2,5-5,5%.

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



своему долгосрочному равновесному уровню, благодаря стабилизации темпов роста частного потребления и медленному восстановлению частных вложений.

Таким образом, *в прогнозируемом горизонте*, в результате стабилизации частного потребления и нейтрального воздействия налогово-бюджетной политики, *внутренний спрос* будет иметь *неинфляционное воздействие*.

В четвертом квартале 2013 года *мировой спрос* вновь остался слабым, обусловленный, преимущественно, развитиями экономик развивающихся стран. В этих условиях *на основных мировых рынках сырья и продовольствия* сохранилась неинфляционная среда.

В *прогнозируемом горизонте* ожидается медленное восстановление мирового экономического роста, в условиях которого из мировых рынков основных сырьевых и продовольственных товаров инфляционных давлений ожидать не будет.

В четвертом квартале 2013 года, как уже отмечалось, *12-месячная инфляция* проявила понижающую динамику, подойдя вплотную к верхней границе допустимого целевого диапазона. В этих условиях, учитывая отсутствие в краткосрочном периоде инфляционных давлений из внешней и внутренней экономик, и сдержанные, уже в четвертом квартале, инфляционные ожидания, сформировавшиеся вследствие шока предложения, Центральный банк ослабил к концу года *денежно-кредитные условия*, снизив ставку рефинансирования на 0,75 пп, установив ее в конце декабря на уровне 7,75% (подробнее см. в разделе “3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции”).

Согласно прогнозам ЦБ, *инфляция в 2014 году продолжит снижаться*, ожидается, что в третьем квартале года она окажется у нижней границы допустимого целевого диапазона, ввиду нейтрализации воздействия удорожания тарифов на энергоносители. К концу года 12-месячная инфляция стабилизируется вокруг целевого диапазона, под лаговым воздействием ослабления денежно-кредитных условий и в результате расширяющей налогово-бюджетной политики, а *в прогнозируемом горизонте* будет колебаться в пределах целевого диапазона. В этих условиях *в первом квартале 2014 года ЦБ продолжит ослабление денежно-кредитных условий, реагируя на сохраняющуюся слабую экономическую активность и ослабление инфляционной среды*. В контексте ослабления денежно-кредитных условий ЦБ принял решение также и о снижении 4% лимита обязательного резервирования в драмах до 2%.

Дальнейшие направления денежно-кредитной политики ЦБ будут обусловлены проявлениями неопределенностей во внешней и внутренней экономиках (подробнее см. в разделе 2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодовом горизонте).

Риски отклонения инфляции *от прогнозированной величины* будут равносторонними, как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах. Причем, основные риски связаны с перспективами экономических развитий развивающихся стран и изменениями внутреннего спроса, в результате которых сохраняются неопределенности вокруг прогнозированной величины инфляции. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном периоде.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда ²

В прогнозируемом горизонте в условиях восстановления мировой экономики инфляционных давлений во внешнем секторе не будет.

В прогнозируемом горизонте в условиях восстановления мировой экономики инфляционных давлений во внешнем секторе не ожидается.

В начале 2014 года МВФ пересмотрел прогноз мирового экономического роста, оценив экономический рост 2014 года в 3,7% (корректировка на повышение составила 0,1 пп), причем корректировка проведена исключительно за счет развитых стран.

Политика низких процентных ставок, проводимая Федеральной резервной системой **США**, несмотря на сокращение объема показателей программы количественной интервенции, сохранится и в 2014 году. В то же время, ослабление неопределенностей, связанных с налогово-бюджетной политикой, окажет содействие дальнейшему ускорению темпов экономического роста. В результате в 2014 году экономический рост составит 2,6%, в 2016 году – 2,9%.

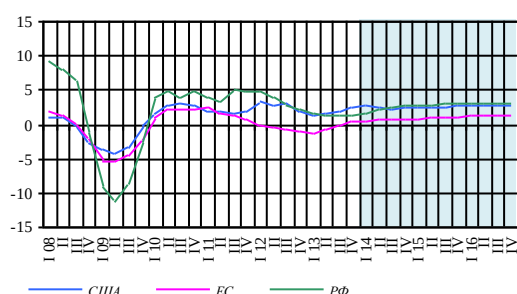
В **зоне евро**, восстановление экономической активности, начатое с конца 2013 года, продолжится и в 2014 году, а экономический рост составит в 2016 году примерно 1,3%. В то же время, в целях стимулирования экономики, Европейский центральный банк продолжит проведение политики низких процентных ставок.

Прогноз экономического роста **России** в среднесрочном периоде был пересмотрен в направлении снижения. Замедление экономического роста обусловлено, в основном, сокращением вложений и связанным с этим ослаблением экономической активности в различных отраслях экономики. Показатель инфляции окажется в 2013 году в пределах 7% Темп роста в 2014 году составит 2,2%, в 2016 году – 3%.

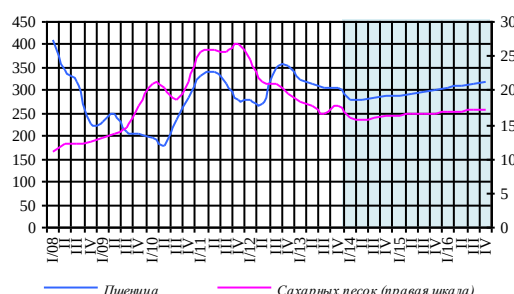
Неопределенности и риски, связанные с дальнейшим ходом мировой экономики **наиболее существенны** для развивающихся стран, ввиду оттока капитала из этих стран и сопряженного с этим замедления экономического роста.

В условиях ожидаемого медленного восстановления мирового экономического роста, **на рынках основных сырьевых и продовольственных товаров** существенных инфляционных тенденций не прогнозируется. Ввиду прогноза богатого урожая в 2013/2014 маркетинговом году, в краткосрочном отрезке будут отмечаться дефляционные тенденции на мировых рынках продовольствия. Вместе с этим, развития на рынках отдельных товаров будут обусловлены характерными для них фундаментальными основами. Например, риски, сопряженные с тарифами на энергоносители, будут обусловлены геополитическими развитиями, а цены на продовольственные товары – в основном, погодными условиями.

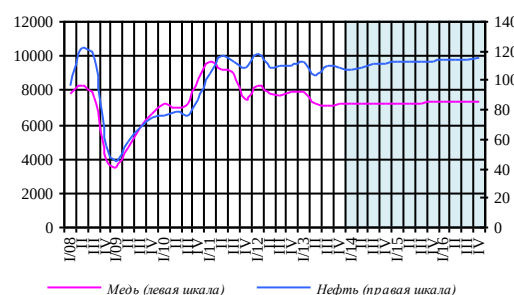
Экономический рост в странах-партнерах (%)



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

Согласно оценкам Международного энергетического агентства в 2014 году примерно 61% мирового спроса на нефть будет удовлетворен за счет выработки нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК (рост по отношению к предыдущему году составил 3,1%), в результате средний спрос на объемы выработок стран-членов ОПЕК составит 36,1 млн. баррелей в день. В 2014-2016 гг., параллельно с восстановлением мировой экономики, мировые цены на нефть проявят тенденции умеренного роста. Несмотря на то, что риски, обусловленные геополитическими развитиями, значительно снизились, однако на мировом рынке энергоносителей сопряженные инфляционные риски сохраняются.

В условиях восстановления мировой экономики в 2014-2016 гг., на рынках промышленных металлов будут наблюдаться умеренные инфляционные проявления.

Согласно январскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай зерновых в 2013/2014 маркетинговом году составит 712,7 млн. тонн (по сравнению с предыдущим годом объем производства вырос примерно на 56,3 млн. тонн). При этом ввиду опережающего роста производства по отношению к спросу, в прогнозируемом интервале ожидается рост объемов запаса (по сравнению с предыдущим годом запасы увеличатся на 9,3 млн. тонн). Несмотря на дефляционные темпы, отмеченные в конце 2013 года и начале 2014 года, в среднесрочном отрезке будет отмечаться, в основном, тенденция стабилизации мировых цен на зерновые.

В 2013/2014 маркетинговом году объем мирового производства риса составит 471,2 млн. тонн (по сравнению с предыдущим годом - на 1,7 млн. тонн больше). В то же время, ввиду роста потребления ожидается некоторое снижение запасов (по сравнению с предыдущим годом запасы уменьшатся на 2 млн. тонн). В результате мировые цены на рис проявят, в основном, тенденцию к стабилизации.

Вследствие прогноза богатого урожая в 2013/2014 маркетинговом году, в краткосрочном отрезке будут отмечены тенденции снижения мировой цены на сахарный песок. Тем не менее, в среднесрочном отрезке ожидается стабилизация цен.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение

Прогнозы, проведенные в первом квартале 2014 года, существенно не отличаются от прогнозов четвертого квартала 2013 года, так как макроэкономические развития сохранились, в основном, в соответствии с прогнозами. В результате, учитывая постепенное ускорение экономической активности в 2014 году, экономический рост для периода с января по декабрь 2014 года оценивается в 5,4-6,1% в годовом исчислении³, а в **прогнозируемом горизонте** – стабилизируется в пределах 5-6%, находясь близко к своему долгосрочному равновесному уровню.

В отраслях экономики прогнозируются следующие развития.

В отрасли **промышленности** в 2014 году ожидается 6-8% рост добавленной стоимости, который будет обеспечен, в основном, за счет сохранения существующего на мировом рынке в настоящее время уровня

Постепенное ускорение экономической активности в 2014 году обусловит 5,4-6,1% экономический рост.

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

цен на цветные металлы, в случае сдачи в эксплуатацию тегутского рудника - ожидаемого роста горнорудного производства и металлургии, роста производства продовольствия, напитков, лекарственных средств и выработки электроэнергии - в результате вложений предыдущих лет в сферу переработки пищевых продуктов, фармацевтику и энергетику, а также роста объемов производства строительных материалов, обусловленного реализацией предусматриваемых строительных программ. **В прогнозируемом горизонте** рост промышленности стабилизируется в пределах 5,7-6,3%, находясь близко к своему долгосрочному равновесному уровню.

В отрасли **строительства** в 2014 году ожидается 3,5-8,5% рост добавленной стоимости, которому окажут содействие, в основном, работы по строительству дорог, ирригационной системы, систем водоснабжения, северных пограничных пунктов и модернизации Ереванского метрополитена. **В прогнозируемом горизонте** в результате постепенного исчезновения неравновесия, возникшего между предложением и спросом в отрасли строительства, ожидается стабилизация роста в пределах 1-3%.

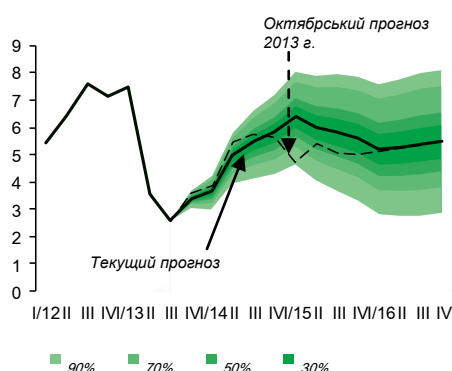
В сфере **услуг** реальный рост добавленной стоимости будет в пределах 5-6,5%, обусловленный ожидаемым ростом частных и государственных затрат, который отразится как на объеме товарооборота, так и на объеме прочих оказанных услуг. **В прогнозируемом горизонте** естественные темпы роста услуг сохранятся, соответствуя среднесрочным прогнозам по внутреннему спросу.

В отрасли **сельского хозяйства** реальный рост добавленной стоимости прогнозируется в 2014 году в пределах 4,5-6,5%. Росту окажет содействие ожидаемый рост как растениеводства, так и животноводства, обусловленный расширением парниковых хозяйств, ростом посевных площадей, урожайности и поголовья скота вследствие вложений государственного и частного секторов в сферу. **В прогнозируемом горизонте** естественный темп роста, в основном, сохранится.

В прогнозируемом горизонте риски экономического роста относительно базового сценария оцениваются как равносторонние, обусловленные дальнейшими развитиями мировой и внутренней экономик. В частности, риски из внутренней экономики зависят, в основном, от хода реализации намеченной налогово-бюджетной политики и темпов восстановления частных вложений.

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

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



Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП

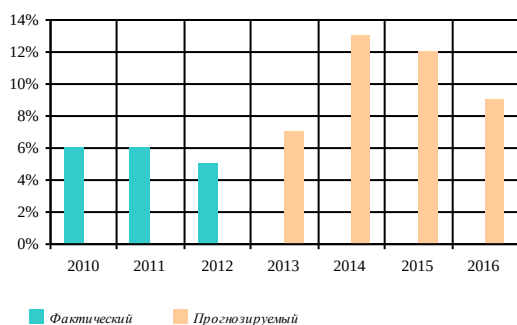
Период	диапазон 90% вероятности		диапазон 30% вероятности	
	Мин.	Макс.	Мин.	Макс.
2013 январь-декабрь / 2012 январь-декабрь	3.3%	3.6%	3.1%	3.7%
2014 январь-декабрь / 2013 январь-декабрь	5.4%	6.1%	4.3%	7.2%
2015 январь-декабрь / 2014 январь-декабрь	5.1%	6.1%	3.3%	7.9%
2016 январь-декабрь / 2015 январь-декабрь	4.9%	6.1%	2.8%	8.1%

Рынок труда⁴. Прогнозы показателей рынка труда на 2014-16 годы существенно не изменились. В условиях прогнозируемого экономического роста и развития инфляции, а также политики Правительства РА,

⁴ Данные по рынку труда за 2013 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях третьего квартала и октября-ноября 2013 года. Показатели роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

В 2014 году ожидается рост уровня средней номинальной заработной платы в экономике на 13%, вместо 6,5% роста, отмеченного в 2013 году.

Рост г/г средней заработной платы



В 2014 году темп роста совокупного спроса будет выше среднего и составит 6,1%.

направленной на повышение заработной платы, в 2014-16 годах темп роста номинальной заработной платы ускорится, а уровень безработицы будет стабильно понижаться.

В частности, в 2014 году ожидается рост уровня *средней номинальной заработной платы* в экономике на **13% вместо 6,5% роста, отмеченного в 2013 году**. Ускорению темпов роста номинальной заработной платы в течение года окажут содействие повышение порога минимальной зарплаты с 45000 драмов до 50000 драмов РА, существенное повышение заработных плат в государственном секторе, в основном, во второй половине года. Более того, повышение заработных плат в государственном секторе приведет к некоторому повышению заработных плат в частном секторе, ввиду межотраслевой конкуренции в двух секторах. Вследствие повышения затрат предприятий в частном секторе, во второй половине года ожидаются слабые инфляционные давления в 0,2 пп на стоимость единицы рабочей силы.

В условиях ожидаемого экономического роста в 2014 году продолжится тенденция снижения уровня безработицы. Например, согласно оценкам ЦБ, в 2014 году средний уровень безработицы составит 14,9%, снизившись по отношению к предыдущему году на 0,9 пп. В условиях ожидаемого экономического роста в **2015-16 годах** продолжится тенденция стабильного снижения безработицы.

На фоне ожидаемого экономического роста и развитий инфляции, снижения уровня безработицы, а также сохранения политики Правительства по повышению заработной платы, в 2015-16 годах номинальная заработная плата продолжит повышаться более быстрыми темпами по сравнению с 2013 годом. Последствия существенного повышения заработных плат в государственном секторе во второй половине 2014 года сохранятся и в первом полугодии 2015 года, что приведет к сохранению в этом отрезке высоких темпов роста совокупной заработной платы.

Таким образом, можно утверждать, что ввиду повышения заработных плат в государственном секторе во второй половине 2014 года значительно ускорится также темп роста заработных плат в частном секторе, что приведет к увеличению затрат предприятий в частном секторе. В результате, по оценкам ЦБ, на потребительском рынке со стороны предложения возникнут слабые инфляционные давления на 0,2 пп, которые нейтрализуются в первом полугодии 2015 года, и в прогнозируемом горизонте инфляционных давлений из рынка труда не будет⁵.

Совокупный спрос⁶

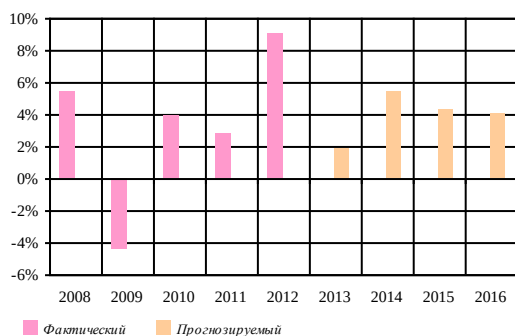
В результате расширяющей налогово-бюджетной политики в 2014 году темп роста совокупного спроса будет выше среднего и составит 6,1%. Затем, параллельно с ослаблением воздействия налогово-бюджетной политики, начиная со второй половины 2015 года, совокупный спрос повысится более медленными, но устойчивыми темпами, которые будут соответствовать темпам экономического роста.

Оценка темпа роста *частного потребления* в 2014 году не изменилась по сравнению с предыдущими прогнозами, она составит 5,3%, что значительно выше роста в 1,8%, отмеченного в 2013 году.

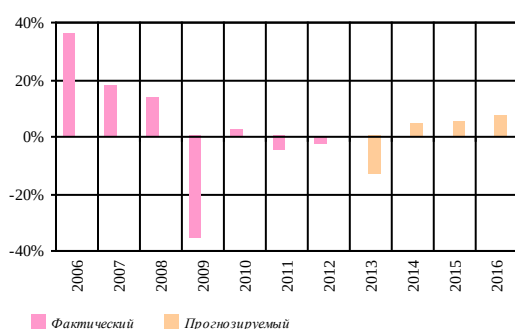
⁵ В среднесрочном отрезке рост заработной платы приведет также к инфляции спроса (подробнее см. в разделе "Совокупный спрос").

⁶ 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 третьего квартала 2013 года. Оценки реального роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

Рост г/г частного потребления



Рост г/г частных вложений



Рост реального экспорта товаров и услуг в 2014 году составит 11-13%.

Показатель реального роста импорта товаров и услуг в 2014 году составит 3,0-5,0%.

Высокая инфляция, вызванная удорожанием тарифов на энергоносители, а также замедление темпов роста объемов кредитования являются теми факторами, которые обусловили низкий темп роста частного реального потребления во втором полугодии 2013 года и в начале 2014 года.

В прогнозируемой общей экономической среде в 2014 году ожидается заметное повышение государственных заработных плат и пенсий, что приведет к росту располагаемых доходов населения. Вследствие этого роста, со второго квартала 2014 года значительно ускорятся темпы роста частного потребления и останутся на высоком уровне в начале 2015 года, затем, в 2014-16 годах постепенно стабилизируются на уровне 4,0%.

Инвестиционная активность в экономике в четвертом квартале 2013 года была слабее, чем прогнозировалось, о чем свидетельствуют уменьшение объемов выпуска в отрасли строительства в октябре-декабре⁷, а также результаты опросов ЦБ РА по вложениям⁸. Учитывая вышесказанное, в 2014 году темп роста частных вложений составит 4%. Внедрение в 2014 году новой пенсионной системы станет некоторым стимулом для формирования сбережений в экономике, следовательно, окажет положительное воздействие на частные вложения. В 2015-16 годах, параллельно с восстановлением экономической активности в отрасли строительства, частные вложения медленно восстановятся, обеспечив прогнозируемый для этого периода экономический рост.

В условиях вышеперечисленных развитий в сферах частного потребления и частных вложений, в 2014 году темпы роста затрат частного сектора постепенно ускорятся, а в конце прогнозируемого периода установятся на уровне 4,5%. В результате, в начале прогнозируемого горизонта показатель разлома частных затрат будет отрицательный, к концу 2014 года обнулится, и в первом полугодии 2015 года обретет небольшое положительное значение, постепенно приближаясь к нулю к концу прогнозируемого горизонта.

В свете вышесказанного в первом полугодии 2014 года частные затраты окажут на инфляцию сдерживающее воздействие на 0,8-0,9 пп. Вследствие описанного выше повышения государственных расходов, дефляционные давления частных затрат ослабеют со второй половины 2014 года и нейтрализуются к концу года. В начале 2015 года воздействие частных затрат будет незначительно инфляционным – 0,2-0,3 пп, и станет нейтральным в 2015-16 годах.

В условиях развитий мировой и внутренней экономик в 2013 году, показатель “дефицит текущего счета /ВВП” составит по предварительным оценкам 8,5-8,8%.

Учитывая новые прогнозы мировой экономики в течение 2014 года, а также вероятность дополнительного роста горнорудного производства и металлургии в результате сдачи в эксплуатацию тегутского рудника, показатель роста экспорта был пересмотрен. Прогнозируется, что показатель “дефицит текущего счета/ВВП” 2014 года снизится по сравнению с тем же показателем предыдущего года.

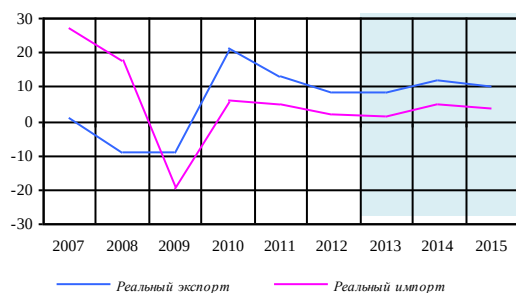
Показатель темпа роста реального экспорта товаров и услуг в 2014 году был пересмотрен в направлении роста, составив 11-13%. В условиях ускорения темпов роста внутренней экономики и расширяющей налогово-кредитной политики в 2014 году прогнозируется ускорение темпов реального роста импорта товаров и услуг на 3,0-5,0%.

В условиях восстановления частных вложений, расширяющей налогово-кредитной политики показатель реального роста импорта товаров и услуг в 2014 году составит 3,0-5,0%.

⁷ См: <http://www.armstat.am/file/doc/99479513.pdf>

⁸ См: <https://www.cba.am/AM/Economic%20Activity%20and%20Business%20Climate%20Indices/BAI,%20BCI2013.2.pdf>

Реальный экспорт и импорт (г/г %)



В 2014 году показатель налогов-бюджетного будет 1,5 расширяющим.

В свете корректировки прогнозов роста экономики России в направлении снижения некоммерческие переводы физических лиц увеличатся в 2014 году на 7,0-9,0%.

В результате вышеуказанных корректировок, показатель “текущий счет/ВВП” продолжит снижаться и в 2014 году сформируется на уровне 7,0-8,0%, достигнув в среднесрочном отрезке 5,0-6,0%.

В 2014 году **воздействие налогово-бюджетной политики** на целостный спрос оценивается на базе показателей закона РА “О государственном бюджете РА 2014 года”, по которому ожидается неизменный уровень показателя “налоги/ВВП” и 0,8 пп и рост показателя “расходы/ВВП” по отношению к предварительным показателям 2013 года. Причем, рост расходов предусматривается как за счет капитальных⁹, так и за счет текущих расходов. Обусловлено это предусмотренным в начале года повышением пенсий и заработных плат работников силовых структур, а с 1-го июля - заработных плат госслужащих. В результате показатель “дефицит/ВВП” составит в 2014 году 2,3%.

В 2014 году, по сравнению с 2013 годом, вследствие исключительно расширяющего воздействия расходов на целостный спрос, воздействие налогово-бюджетной политики будет расширяющим: показатель импульса составит 1,5¹⁰. Это окажет содействие стимулированию экономической активности. Причем, расширяющее воздействие особенно проявится во второй половине года. Развития внутренней экономики, тем не менее, будут зависеть от исполнения государственного бюджета.

В прогнозируемом горизонте прогнозы **налогово-кредитной политики** основаны на прогнозах основных показателей “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2014-2016 гг.”. **В среднесрочном отрезке** программа государственных расходов ориентирована на обеспечение дефицита, адекватного стабильности государственного долга, и воздействие налогово-кредитной политики в этом периоде будет, по оценкам, **неинфляционным**.

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетной политики					
% в ВВП	2012	2013	2014	2015	2016
Доходы государственного бюджета	23.7	23.9	24.0	23.6	23.9
Расходы государственного бюджета	25.2	24.1	26.4	25.6	25.9
Процентные платежи по долгу	1.01	1.09	1.34	1.17	1.18
Баланс государственного бюджета	-1.5	-0.2 ¹¹	-2.3	-2.0	-2.0
Первичный бюджет*	-0.5	0.8	-1.0	-0.8	-0.8
Единоновременные/временные потоки**	-0.3	0.5	-0.2	-0.4	-0.3
Скорректированный баланс***	-0.2	0.3	-0.8	-0.4	-0.5
Циклический баланс****	0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	-0.5	0.5	-0.8	-0.4	-0.5
Налогово-кредитная позиция*****		-1.0	1.3	-0.4	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 разлома ВВП и коэффициентов гибкости доходов и расходов к ВВП.
 ***** Оценка ЦБ: изменение з/г структурного баланса, отражающая дискреционный характер налогово-кредитной политики (положительный знак означает фискальное расширение, отрицательный знак - сдерживание).

⁹ Рост капитальных расходов обусловлен реализацией инвестиционной программы “Транспортный коридор Север-Юг”, а также иных программ.

¹⁰ Показатели государственного бюджета 2013 года представлены в движениях потоков наличности.

¹¹ Показатель дефицита 2013 года является предварительным.

Таким образом, в первом полугодии 2014 года целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены будет дефляционным – 0,4-0,5 пп, а во второй половине года станет нейтральным. Целостное воздействие указанных факторов с конца 2014 года до первой половины 2015 года будет слабым инфляционным - 0,6-0,7 пп, вследствие расширяющей в указанном периоде налогово-бюджетной политики и ожидаемых развитий на рынке труда. Со второй половины 2015 года 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 были приняты фактические показатели и оценки макроэкономической среды, сформировавшейся в четвертом квартале 2013 года, а также информация о будущих развитиях.

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%
I кв. 2014	0.0%	85.1%	14.9%	0.0%	0.0%
II кв.	12.1%	75.9%	11.7%	0.3%	0.0%
III кв.	44.5%	52.9%	2.5%	0.0%	0.0%
IV кв.	24.6%	63.7%	11.0%	0.7%	0.0%
I кв. 2015	17.6%	61.6%	18.4%	2.2%	0.2%
II кв.	23.3%	56.5%	17.2%	2.6%	0.4%
III кв.	32.3%	53.5%	12.4%	1.6%	0.2%
IV кв.	25.8%	54.4%	16.6%	2.7%	0.5%
I кв. 2016	23.3%	53.3%	18.9%	3.7%	0.8%
II кв.	25.8%	51.2%	18.2%	3.9%	0.9%
III кв.	27.5%	50.7%	17.3%	3.6%	0.9%
IV кв.	26.2%	50.4%	18.3%	4.1%	1.0%

Ввиду существующих долговых и геополитических рисков **экономический рост развитых стран в прогнозируемом горизонте** сохранит медленные темпы восстановления. В развивающихся странах имеются существенные неопределенности, связанные с экономическими проблемами, обусловленными колебаниями потоков капитала. 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.

В четвертом квартале **проявились признаки восстановления экономической активности**, однако активность **была ниже, чем ожидалось**. Восстановлению экономической активности способствовали резкая остановка спада строительства и рост добавленной стоимости в сельском хозяйстве. Воздействие на спрос оказала **стимулирующая налогово-бюджетная политика**. Ослабление денежно-кредитных условий в чет-

вертом квартале способствовало ускорению темпов роста кредитования в драмах, что также оказало положительное воздействие на совокупный спрос. Разлом ВВП в четвертом квартале остался на отрицательном уровне третьего квартала, способствуя более быстрому, чем прогнозировалось, ослаблению темпов базовой инфляции. Такое ослабление, вместе с уменьшением инфляционных ожиданий и снижением инфляции продовольственных продуктов, привело к резкому спаду темпов общей инфляции, которая составила к концу года 5,6%, вплотную приблизившись к верхней границе допустимого целевого диапазона.

По прогнозам ЦБ, в 2014 году инфляция продолжит снижаться и в третьем квартале года окажется у нижней границы допустимого диапазона колебаний, ввиду прекращения воздействия удорожания тарифов на энергоносители в июле 2013 года. Вместе с этим, ослабление денежно-кредитных условий, снижение с февраля 2014 года лимита обязательного резервирования в драмах с 4% до 2%¹², ожидаемая стимулирующая налогово-бюджетная политика окажут содействие сокращению отрицательного разлома ВВП и формированию уже во втором полугодии 2014 года положительного разлома (инфляционные давления спроса). Это окажет воздействие на стабилизацию инфляции к концу года в пределах допустимого целевого диапазона.

Начало 2014 года охарактеризовалось увеличением неопределенностей, связанных как с внешними, так и внутренними будущими развитиями.

Неопределенность во внешней среде обусловлена перспективами развития экономики развивающихся стран (особенно России). Сокращение программы количественной экспансии со стороны Федеральной резервной системы США подстегнуло отток капитала из развивающихся стран, **приведший к ослаблению валют развивающихся стран и некоторому замедлению экономического роста.** В настоящее время неопределенности связаны с перспективами стабилизации финансовых рынков развивающихся стран в условиях колебания потоков капитала и восстановления темпов роста экономики, а также перемещения возможного влияния этих факторов на сырьевые и продовольственные рынки.

Неопределенность во внутренней экономике связана с **темпами восстановления частных капитальных вложений и исполнением государственного бюджета РА.** Эти факторы могут существенно воздействовать на совокупный спрос и развития инфляции. В то же время, пока нет четкого прогноза относительно воздействия **вступления Армении в Таможенный союз** на экономические развития, поскольку условия вступления находятся еще на стадии обсуждений. Лишь после детализации условий ЦБ сможет представить в своих последующих публикациях оценки воздействия.

В свете вышеуказанных факторов **12-месячная инфляция** в 2014 году оценивается **в пределах 2,5-5,5%**, а **экономический рост** составит по результатам 2014 года **5,4-6,1%.**

В соответствии с ожидаемой макроэкономической средой в первом квартале 2014 года ЦБ продолжит ослабление денежно-кредитных условий, реагируя на сохраняющуюся низкую экономическую активность и смягчение инфляционной среды, а дальнейшие направления денежно-кредитной политики ЦБ будут обусловлены, главным образом, проявлениями вышеупомянутых неопределенностей.

В прогнозируемом горизонте темпы роста кредитования сохранятся на прежнем уровне. ЦБ будет гибко реагировать на изменения спроса на ликвидность, обеспечивая адекватное предложение денег на спрос на деньги, в целях сохранения процентных ставок на целевом уровне.

Начало 2014 года охарактеризовалось увеличением неопределенностей, связанных как с внешними, так и внутренними будущими развитиями.

Неопределенность во внешней среде обусловлена перспективами развития экономики развивающихся стран (особенно России). Основная неопределенность во внутренней экономике связана с темпами восстановления частных капитальных вложений и исполнением государственного бюджета РА.

На сегодняшний день нет четкого прогноза относительно воздействия вступления Армении в Таможенный союз на экономические развития, поскольку условия вступления находятся еще на стадии обсуждений. Лишь после детализации условий ЦБ сможет представить в своих последующих публикациях оценки воздействия.

¹² Решение Совета ЦБ РА No.299-Н от 24.12.2013 г.

Риски отклонения инфляции *от прогнозированного уровня* оцениваются в настоящее время как равносторонние, как в краткосрочном, так и среднесрочном отрезках. Причем, основные риски связаны с перспективами экономических развитий развивающихся стран и развитиями внутреннего спроса, в результате которых значительно выросла неопределенность относительно прогнозированного уровня инфляции. В случае проявления таких рисков ЦБ предпримет соответствующие шаги, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном периоде.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ЧЕТВЕРТОГО КВАРТАЛА 2013 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

К концу года сформировалась 5,6% 12-месячная инфляция, вплотную подойдя к верхней границе допустимого диапазона колебаний.

В 4-ом квартале 2013 г. инфляционная среда смягчилась более быстрыми темпами, в результате 12-месячная инфляция приблизилась к своей верхней границе допустимого диапазона колебаний почти на полугодие раньше



Учитывая сформировавшуюся в третьем квартале 2013 года макроэкономическую среду, которая отличилась большим, чем прогнозировалось, ослаблением и некоторым смягчением высокой инфляционной среды, а также учитывая воздействие ужесточения в течение квартала со стороны ЦБ денежно-кредитных условий, направленных на обуздание инфляционных ожиданий, *в последнем квартале года ожидалось снижение темпов инфляции*. В результате, по прогнозу, 12-месячная инфляция должна была составить 6,5-7,0%, а уже в первой половине 2014 года - вернуться в границы целевого диапазона.

По фактическим результатам, в период до конца года 12-месячная инфляция снизилась более быстрыми темпами, и уже к концу декабря сформировалась на уровне ниже прогноза более чем на 1,0 пп. В частности, в четвертом квартале инфляция составила 2,3% вместе 4,8% того же периода предыдущего года, в результате *к концу года сформировалась 5,6% 12-месячная инфляция*, вплотную подойдя к верхней границе допустимого диапазона колебаний. Содействие инфляции, отмеченной в течение квартала, в большей мере оказало повышение цен на продовольственные товары, особенно цены на товары группы "Овощи и картофель". Цены на товары группы "Фрукты" вместо сезонного повышения снизились, что и определило формирование инфляции на уровне ниже прогнозированного.

12-месячная инфляция по товарам, оказавшим основное содействие инфляции						
Наименование	сентябрь 2013 (г/г)		декабрь 2013 (г/г)		четвертый квартал 2013	
	Рост	Содействие	Рост	Содействие	Рост	Содействие
ИПЦ	8.2		5.6		2.3	
Продовольственные товары	8.0	4.3	4.0	2.1	4.0	2.2
хлеб	6.1	0.6	1.6	0.2	-0.1	0.0
молочные продукты	12.2	0.5	10.9	0.5	1.0	0.0
мясные продукты	4.0	0.4	2.3	0.2	0.1	0.0
фрукты	20.6	0.8	0.9	0.0	-0.6	0.0
овощи и картофель	12.4	0.8	1.7	0.1	57.6	3.6
растительное масло и животный жир	12.5	0.4	3.3	0.1	-2.1	-0.1
яйца	38.6	0.5	24.6	0.3	-1.6	0.0
Непродовольственные товары	3.4	0.5	3.5	0.5	1.8	0.3
Услуги	10.9	3.4	9.7	3.0	-0.6	-0.2

В четвертом квартале базовая 12-месячная инфляция также проявила понижательную динамику, составив к концу декабря 3,7% по отношению к сентябрьскому 5,3% уровню.

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. **В начале 2013 года**, послужившего началом одногодичного горизонта, сформировалась слабая инфляционная среда, а в течение года, вследствие угасания шока предложения сельского хозяйства во внутренней экономике и ожидаемых из внешней среды неинфляционных воздействий, ожидалось умеренное расширение инфляционной среды и постепенное повышение 12-месячной инфляции. В свете вышесказанного **12-месячная инфляция должна была ускориться в первом полугодии 2013 года**, а затем **закрепиться в диапазоне целевого показателя**. В результате ЦБ РА предусматривал проведение в течение года **нейтральной денежно-кредитной политики**¹³.

Фактически, до мая 2013 года инфляционная среда развивалась в соответствии с прогнозируемыми направлениями. В результате постепенного расширения инфляционной среды **12-месячная инфляция с 3,2% конца предыдущего года достигла к концу апреля 3,9%**, что почти совпадало с целевым показателем.

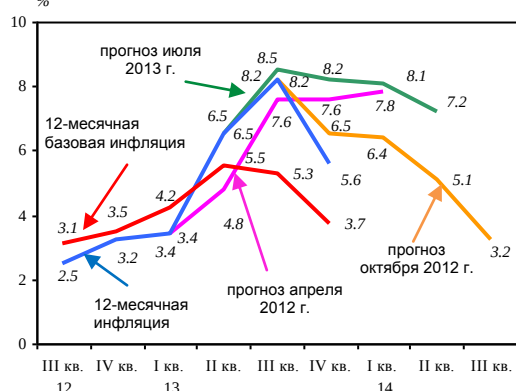
Однако в мае ситуация существенно изменилась. Вследствие **развитий в сельском хозяйстве (сильного града и частичной задержки начала вегетационного периода) и роста цен на некоторые услуги**, в экономике накопился существенный инфляционный потенциал. В то же время, была опубликована информация о **вероятном пересмотре тарифов на энергоносители** с третьего квартала. Эти факторы фактически явились шоком предложения и содержали серьезные инфляционные риски. В результате, в мае-августе инфляционная среда значительно расширилась, инфляция составила 0,6% вместо 4,5% дефляции в том же периоде предыдущего года, и 12-месячная инфляция достигла в августе самого высоко уровня за последний двухлетний отрезок - 9,3% (рост тарифов на энергоносители оказал содействие на 3,0 пп, рост цен на продовольственные товары - 0,7 пп и рост цен на некоторые услуги - 0,7пп).

Ввиду вышеуказанных факторов **прогнозы инфляции** в апреле и июле были пересмотрены **в направлении роста**. Оценивалось, что до второй половины 2014 года 12-месячная инфляция будет колебаться в среднем в пределах 8,0%, затем снижаясь, окажется в диапазоне допустимых колебаний и в среднесрочном отрезке будет колебаться в пределах целевого 4% показателя.

Причем, если исключить прямые и косвенные воздействия удорожания тарифов на энергоносители на формирование показателя 12-месячной инфляции, то показатель был близок к верхней границе допустимого диапазона колебаний.

На вышеупомянутые инфляционные развития с начала 2013 года до августа ЦБ отреагировал **политикой сохранения денежно-кредитных условий, оставив уровень инструмента политики на уровне 8%**. 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

В условиях значительного смягчения инфляционной среды в 4-ом квартале 2013 г. и сдерживания инфляционных ожиданий прогнозы 12-месячной инфляции в конце года были пересмотрены в направлении резкого спада



¹³ 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%.

внешней и внутренней экономиках. *И, несмотря на то, что в мае-июле 2013 года в краткосрочном 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.*

В августе, в ответ на продолжающееся расширение инфляционной среды (12-месячная инфляция также повысилась: с 3,5% с конца предыдущего года до 3,5% в конце августа), и усиление инфляционных ожиданий в краткосрочном отрезке, связанное с удорожанием тарифов на энергоносители, ЦБ повысил процентную ставку рефинансирования на 0,5 пп - 8,5%, сохранив этот уровень 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.

С сентября инфляционная среда стала постепенно смягчаться, обусловленная сохранением низких темпов экономического роста из-за низкого уровня вложений и замедления темпов роста частного потребления, ужесточением со стороны ЦБ денежно-кредитных условий, а также меньшим, чем прогнозировалось, сезонным повышением цен на некоторые продовольственные товары. В частности, в течение последних четырех месяцев года инфляция составила всего лишь 2,0%, вместо 5,7% за тот же период предыдущего года. В результате к концу декабря 12-месячная инфляция снизилась до 5,6%, подойдя вплотную к верхней границе допустимого диапазона колебаний. Причем, в том же периоде снизилась также и базовая инфляция - на 2 пп, почти сравнявшись с целевым показателем инфляции. В результате средняя инфляция в 2013 году составила 5,8%.

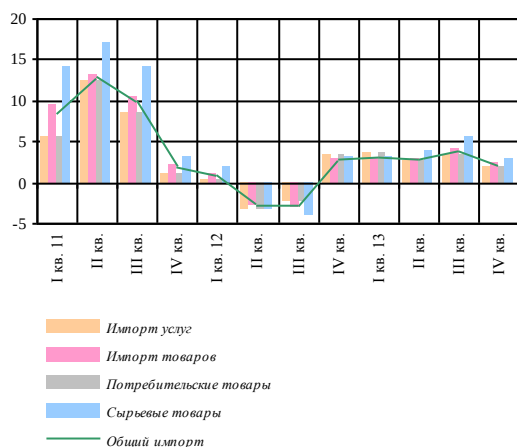
В свете создавшейся ситуации, учитывая большее, чем ожидалось, смягчение инфляционной среды, прекращение в краткосрочном периоде инфляционного воздействия удорожания тарифов на энергоносители на внутренние цены, а также неинфляционные ожидания в среднесрочном отрезке из внешней и внутренней экономик, ЦБ постепенно ослабил денежно-кредитные условия. До конца года ЦБ снизил процентную ставку рефинансирования в целом на 0,75 пп, установив ее в декабре на уровне 7,75%.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

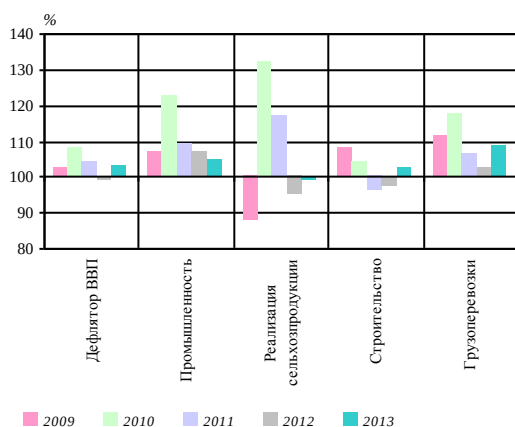
Цены на импорт. В четвертом квартале 2013 года долларовые цены на товары промежуточного потребления повысились, за исключением цен на золото и нефть. Тенденцию к повышению проявили также и долларовые цены на импорт потребительских товаров. В результате общие долларовые цены на импорт выросли кв/кв на 1,1%, а рост в годовом исчислении составил 2,2%, вместо 3,9% г/г в предыдущем квартале.

Рост г/г долларовых цен на импорт товаров промежуточного потребления был обусловлен, в основном, низким уровнем цен на газ в четвертом квартале предыдущего года. Однако следует добавить, что долларовые цены на золото, пшеницу, сахарный песок и нефть остаются ниже среднего уровня четвертого квартала предыдущего года, в результате их воздействие на цены товаров промежуточного потребления является отрицательным. Рост г/г цен на потребительские товары был обусловлен, в основном, ростом долларовых цен зоны евро.

В 4-ом квартале 2013 года темп роста г/г цен на импорт замедлился, %



В январе-декабре 2013 г. наибольший рост цен был отмечен по части промышленности и грузоперевозок



Цены производителей¹⁴. В четвертом квартале 2013 года почти во всех отраслях экономики был отмечен рост индекса цен, в результате в январе-декабре дефлятор ВВП, согласно оценкам ЦБ, составил примерно 103,2 г/г.

Рост г/г цен в **отрасли промышленности** составил в четвертом квартале 4,5%, в результате рост за январь-декабрь составил 4,7% г/г, что было обусловлено, в основном, ростом цен в обрабатывающей промышленности на 3,8% и ростом тарифов в производстве и распределении энергии и газа - на 20,6%, как следствие непрерывного восстановления мирового и внутреннего спросов и удорожания с 1-го июля 2013 года тарифов на энергоносители.

Хотя в течение квартала в **сельском хозяйстве** было отмечено повышение г/г цен на 1,8%¹⁵, однако снижение за январь-декабрь составило 1% г/г, обусловленное повышением цен в растениеводстве на 2,9% и снижением цен на 3% в животноводстве. Причем, инфляция в растениеводстве была обусловлена ростом цен на картофель и овощно-бахчевые культуры на 10,1% г/г, грибы - 14,1%, зерновые - на 2,5% и бахчевые культуры на 80%, в условиях снижения цен на пищевые культуры на 80,1%. Высокая инфляция бахчевых культур была обусловлена градом в апреле-мае, повредившем посевные площади арбуза и дыни. Дефляция животноводства явилась следствием снижения, в основном, цен на мясо на 5,5%.

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

В течение квартала рост цен **грузоперевозок** составил 15,6% г/г, в результате рост цен за январь-декабрь составил 8,4% г/г, обусловленный ростом тарифов на железнодорожный (0,9%), воздушный (3,1%), автомобильный (2,2%) и трубопроводный (20,4%) транспорт. Причем, высокий рост тарифов на трубопроводный транспорт явился следствием удорожания тарифов на энергоносители.

3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки

В четвертом квартале 2013 года ЦБ РА продолжил практику проведения опроса по некоторым макроэкономическим показателям среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств.

По результатам текущего опроса, в финансовой системе сохранились устойчивые инфляционные ожидания, несмотря на то, что в четвертом квартале наблюдалось значительное смягчение инфляционной среды. Причем, подобная устойчивость прогнозов финансовой системы совпала с текущими развитиями инфляции, поскольку в разрезе последних двух кварталов инфляция проявила, в целом, стабильность. Инфляционные ожидания банков 12-месячной инфляции в одногодичном горизонте составили по результатам опросов в среднем колебания в пределах 5,3%, а кредитных организаций - в пределах 4,2%. Инфляционные ожидания домашних хозяйств слегка смягчились: по результатам предыдущего опроса рассчитанный средний уровень инфляции составил 5,2%, в текущем квартале - 4,9%.

Согласно результатам опроса финансовой системы, рыночные процентные ставки для одногодичного горизонта сохраняются на стабильном уровне.

¹⁴Изменение индексов цен за январь-декабрь 2013 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹⁵Представлены цены производителя на реализацию сельхозпродукции.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹⁶

Показатель *экономического роста* третьего квартала 2013 года, опубликованный НСС РА, составил всего лишь 1,4% г/г, в результате рост в январе-сентябре составил 2,6% г/г. Причем, по сравнению с 0,6% ростом г/г в предыдущем квартале, ускорение темпа экономического роста в третьем квартале явилось следствием, в основном, роста в отрасли промышленности, убыстряющего роста в сельском хозяйстве и спада в строительстве.

В условиях некоторого ускорения экономической активности в четвертом квартале 2013 года показатель экономической активности в январе-декабре составил 3,5% г/г (в январе-сентябре – 3,2% г/г).

Несмотря на небольшое ускорение экономической активности в четвертом квартале по сравнению с предыдущим кварталом, его уровень остается низким. Во второй половине 2013 года, низкая, по сравнению с предыдущими годами, экономическая активность была обусловлена, в свою очередь, слабым ростом мировой экономики, сокращением вложений во внутренней экономике и негативным воздействием удорожания тарифов на энергоносители. В частности, в результате удорожания тарифов на газ и электроэнергию увеличились расходы предприятий, действующих в различных сферах экономики, что стало причиной, в условиях ограниченных финансовых ресурсов, сокращения средств, предусмотренных для инвестирования предприятий. Более того, сократилась их рентабельность, вызвав сокращение вложений во многие отрасли экономики и снижение спроса. Общее повышение уровня цен вследствие удорожания тарифов на энергоносители снизило также объемы реального потребления, отразив во втором полугодии ослабление внутреннего спроса в экономике РА¹⁷, которое также оказало содействие замедлению экономической активности.

Учитывая также и то, что предусмотренное строительство крупной дорожной магистрали было осуществлено частично, а также сохранившийся низкий уровень темпа роста внутреннего спроса, прогнозы экономического роста были пересмотрены в направлении снижения относительно базового сценария. В результате ожидается, что в январе-декабре экономический рост составит 3,3-3,6%.

6,8% рост объемов производства отрасли *промышленности* в течение 2013 года обусловил показатель роста добавленной стоимости в отрасли в январе-декабре, который был оценен в 3,8-4,8% г/г. Показатель сформировался, в основном, в результате роста объемов горнорудного производства (8,6%), пищевой промышленности¹⁸ (3%), металлургии (9,2%), строительных материалов (7,9%), напитков¹⁹ (17,9%) и табака (19,6%).

Ожидается, что в январе-декабре 2013 года показатель экономического роста сформируется в пределах 3,3-3,6%.

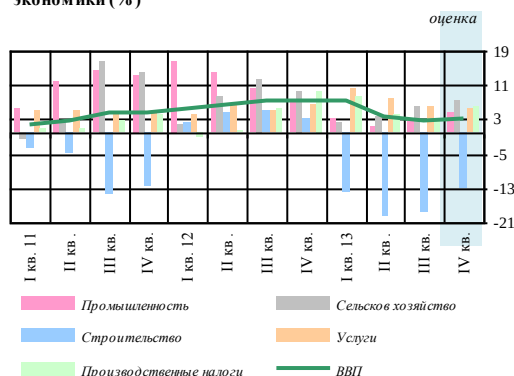
¹⁶ Показатели реального роста добавленной стоимости отраслей экономики за первые девять месяцев 2013 года являются прогнозами ЦБ РА, а показатели подотраслей отражают темпы роста з/г выпуска продукции за январь-сентябрь 2013 года, если иное не указывается.

¹⁷ См. в разделе “Совокупный спрос”.

¹⁸ Рост производства продуктов питания был отмечен за счет роста объемов производства растительного масла (75,1%), макаронных изделий (15,4%), консервов (8%), кондитерских изделий (14,6%), мяса (9,9%), мясных полуфабрикатов (27%), творога (19%), мацуна (13%), молока (6,2%), сметаны (1,5%) и мороженого (13,6%).

¹⁹ Рост производства напитков был отмечен, в основном, за счет роста объемов производства шампанского (12%), вина (12,3%), пива (45,2%), коньяка (9,6%), натуральных соков (16,7%), бутилированной воды (33,3%), минеральной воды (31,0%) и безалкогольных напитков (36,2%).

Темпы роста фактического реального ВВП и отраслей экономики (%)



В 2013 году показатель годового роста частного потребления составил 1,8%.

Учитывая сокращение объемов фактического выпуска отрасли **строительства** в январе-декабре 2013 года на 8,1% г/г, снижение роста добавленной стоимости в отрасли составит за этот период 13-15% г/г. Причем, спад объемов строительства, за исключением строительства за счет средств населения (31,1% рост) и гуманитарной помощи (11,7% рост), был отмечен в строительстве, осуществляемом за счет всех остальных источников финансирования. В частности, сократились объемы строительства за счет средств предприятий (на 22,5%), международных кредитов (на 9,6%), средств государственного бюджета (на 6,8%) и за счет средств общин (46,1%).

В сфере **услуг** рост добавленной стоимости в январе-декабре оценен 5-5,5% г/г, что является следствием роста объемов оказанных услуг и торговли на 3,6% и 1,2% соответственно. Причем, росту объема оказанных услуг в большей мере оказал содействие рост услуг в сфере информатики и связи (10,2%), финансовой и страховой деятельности (9,5%), культуры, развлечений и отдыха (15,6%), общественного питания (18,6%) и здравоохранения (13,3%). Рост торговли был обусловлен ростом объемов оборота розничной и оптовой торговли на 1,0% и 3,2% соответственно.

В сельском хозяйстве рост добавленной стоимости в январе-декабре 2013 года составил 6,5-7,5% г/г за счет роста животноводства, рыбного хозяйства и растениеводства на 7,8%, 30,4% и 6,6% соответственно. Причем, рост в животноводстве был полностью обусловлен ростом объемов производства молока и реализации убойного скота и птицы на 6,3% и 12,7% соответственно.

Показатель подотрасли растениеводства был обусловлен ростом зерновых и злаковых культур (20,3%), картофеля (2,1%), овощей (3,2%), бахчевых культур (1,5%) и плодов и плодово-ягодных культур (1,9%).

3.2.2. Совокупный спрос²⁰

В четвертом квартале 2013 года сохранилась отмеченная в течение года тенденция низкого роста частного потребления, составив 1,8%. Показатель годового роста частного потребления составил 1,8%, что значительно ниже 9% роста частного потребления в 2012 году.

Причиной низкого роста частного потребления по сравнению с предыдущим годом послужило постепенное угасание воздействия большого роста, отмеченного в сельском хозяйстве в 2012 году, замедление темпов роста объемов кредитования и высокая инфляция во втором полугодии, обусловленная удорожанием тарифов на газ и электроэнергию. В частности, высокая инфляционная среда, обусловленная удорожанием тарифов на газ и электроэнергию, в условиях ограниченных доходов, отрицательно отразилась на реальных доходах населения и сократила расходы на удовлетворение спроса частного сектора.

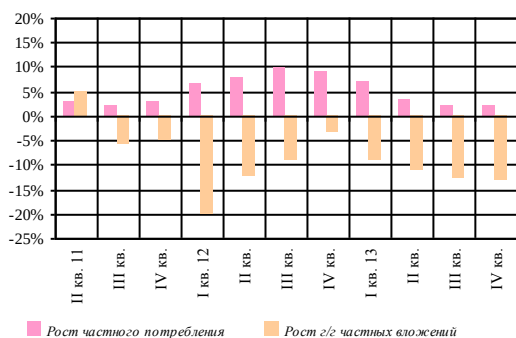
О вышеуказанных развитиях частного потребления свидетельствует также динамика рассчитываемого ЦБ РА индекса доверия потребителей²¹. В частности, в четвертом квартале 2013 года, по сравнению с тем же периодом предыдущего года, индекс доверия потребителей снизился на 7,8% и составил 40,9, что свидетельствует о низких темпах роста потребления в четвертом квартале 2013 года.

²⁰ Показатели по частным затратам, частному потреблению и частным вложениям четвертого квартала 2013 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных третьего квартала 2013 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

²¹ <https://www.cba.am/am/SitePages/statsscci.aspx>

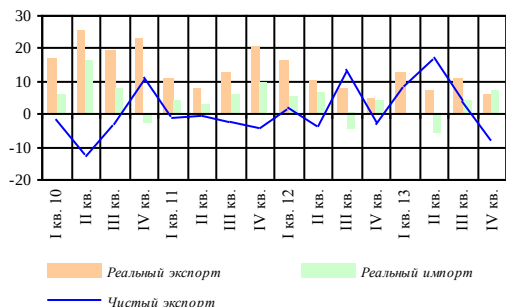
Уменьшение частных вложений в 2013 году
составило 13,1%.

Рост г/г частного потребления и вложений



Отрицательный остаток чистого экспорта увеличился в 4-ом квартале 2013 г.

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



В четвертом квартале 2013 года инвестиционная среда была слабее, чем ожидалось, вследствие, в основном, сохранения тенденции сокращения объемов выпуска в строительстве и большим, чем ожидалось, замедлением экономической активности. В результате в четвертом квартале 2013 года вложения сократились на 13,7%, а сокращение вложений в январе-декабре составило 13,1%.

О низкой инвестиционной активности свидетельствуют также результаты проведенного ЦБ РА опроса среди предприятий по вложениям²².

В частности, в четвертом квартале 2013 года в сферу промышленности инвестировали 23% опрошенных предприятий, что ниже показателя того же периода предыдущего года на 3 пп. Причем, снижение удельного веса инвестировавших предприятий было отмечено по всем отраслям экономики, кроме промышленности. Что касается сферы промышленности, то доля инвестировавших в эту сферу предприятий составила в четвертом квартале 32%, превысив показатель того же периода предыдущего года на 2 пп.

В четвертом квартале 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 четвертом квартале 2013 года частные затраты по сравнению с тем же периодом предыдущего года снизились на 2,2%, что в условиях повышения государственных расходов на 2,5% обусловило сокращение внутреннего спроса на 1,6%. В результате в 2013 году частные затраты снизились на 1%, что в условиях 6,4% роста государственных расходов обусловило неизменный уровень внутреннего спроса по сравнению с предыдущим годом.

В свете вышеуказанных развитий частного потребления и инвестиций в четвертом квартале 2013 года разрыв затрат частного сектора был отрицательным и его воздействие на инфляцию было сдерживающим – 0,9-1,0 пп.

В четвертом квартале 2013 года темпы роста реального экспорта товаров и услуг замедлились и составили 6,0% г/г, что явилось следствием некоторого замедления роста в отрасли обрабатывающей промышленности. Темп роста реальных объемов импорта товаров и услуг²³ ускорился и составил 6,9% г/г.

В четвертом квартале 2013 года сохранились высокие темпы роста чистого притока некоммерческих переводов физических лиц через банковскую систему, составив 11,3% г/г.

3.2.3. Рынок труда²⁴

Фактические развития в октябре-ноябре 2013 года наметили соответствие темпа роста номинальной заработной платы в четвертом квартале 2013 года предыдущим прогнозам, который составил 6,9%, в результате в январе-декабре рост номинальной заработной платы составил 6,5%. Причем, рост заработной платы в частном секторе был значительно выше, чем в государственном секторе. В четвертом квартале 2013 года рост заработной платы в частном секторе составил 8,6%, а в государственном секторе – 5,8%.

²² <https://www.cba.am/am/SitePages/statsseabci.aspx>

²³ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

²⁴ Данные по рынку труда 2013 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях третьего квартала 2013 года и октября-ноября 2013 года. Оценки роста в подразделе даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

Росту номинальной зарплаты в частном секторе в 2013 году, и особенно, в четвертом квартале, содействовало повышение порога минимальной зарплаты в течение года и снижение уровня безработицы.

В четвертом квартале 2013 года уровень безработицы снизился на 0,6 пп, что соответствовало прогнозам ЦБ: он составил 15,4%. В результате средний уровень безработицы составил в январе-декабре 2013 года 15,8%, уступив показателю того же периода предыдущего года на 1,5 пп.

В свете указанных развитий в четвертом квартале 2013 года существенных неравновесий на рынке труда не наблюдалось. В указанном периоде воздействие рынка труда на инфляцию было нейтральным.

3.2.4. Налогово-бюджетная политика²⁵

В четвертом квартале 2013 года, в отличие от трех предыдущих кварталов, исполнение государственного бюджета проходило с обеспечением меньшего роста налоговых доходов и с большими расходами. В результате, налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос несколько большее, чем прогнозировалось, расширяющее воздействие: показатель налогово-бюджетного импульса составил 2,5 вместо прогнозированного 2,2 расширяющего воздействия. Причем, как и ожидалось, расширяющее воздействие проявилось и по части доходов, и по части расходов.

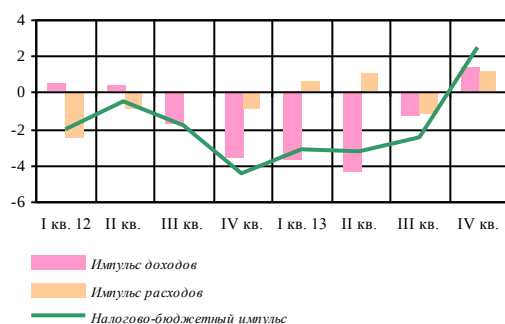
Доходы совокупного бюджета увеличились по сравнению с четвертым кварталом предыдущего года на 4,6%, причем рост налоговых доходов составил 3,7%. В структуре налогов удельный вес косвенных налогов снизился по сравнению с четвертым кварталом предыдущего года на 5 пп, составив 49% налоговых доходов, на 4 пп увеличился удельный вес прямых налогов, составивший 42%. Рост подоходного налога²⁶ в прямых налогах составил 14,5%. В результате рост прямых налогов составил 14% г/г, а снижение косвенных налогов – 6% г/г.

По сравнению с тем же периодом предыдущего года в четвертом квартале был отмечен рост по всем статьям расходов, в результате рост общих расходов составил 6,5%. Текущие расходы выросли по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 10,7% г/г, где **государственное потребление** выросло на 10,4% г/г. А снижение по части статьи **“Операции с нефинансовыми активами”**, или снижение капитальных расходов, составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 11,1%. Расходы в четвертом квартале составили примерно 31,3% расходов в течение года, что превышает показатель запланированных квартальных пропорций (некоторая часть сэкономленных в предыдущем квартале расходов реализована в текущем квартале). Однако по части расходов, финансируемых из зарубежа, было отмечено недополучение средств, обусловленное, в основном, медленной реализацией проекта “Север-Юг”. В четвертом квартале государственные расходы (включая чистое кредитование) оказали на совокупный спрос 1,6 расширяющее воздействие.

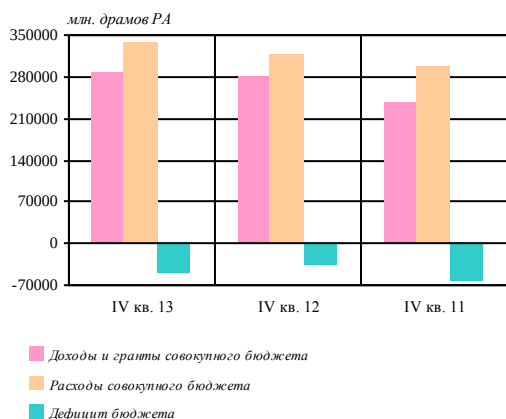
²⁵ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен по предварительным показателям совокупного бюджета, составленным на базе предварительных фактических показателей за четвертый квартал (включая показатели групп по реализации проектов). Причем, воздействие доходов рассчитано по сравнению с прогнозированным номинальным показателем ВВП, а воздействие расходов – с оцененным потенциальным показателем ВВП.

²⁶ Рост произошел из-за роста 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 году.

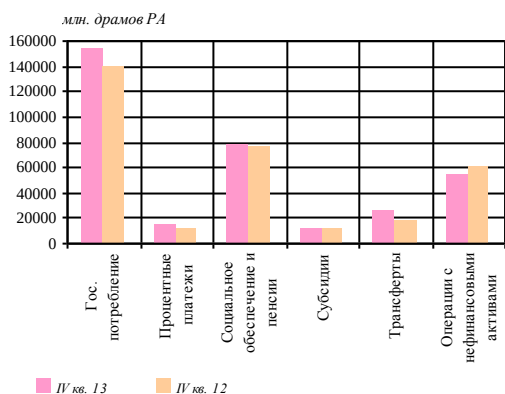
В 4-ом квартале 2013 г. расширяющее воздействие налогово-бюджетной политики обусловили расширяющее воздействие как доходов, так и расходов



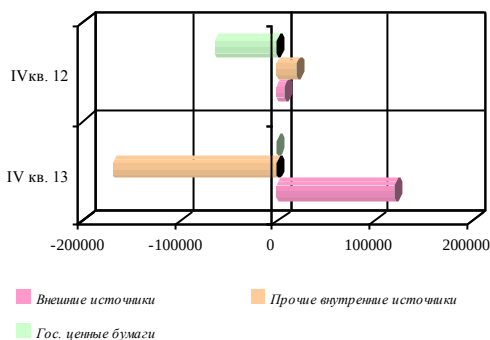
Динамика основных показателей совокупного бюджета



В расходах бюджета РА в 4-ом квартале 2013 года был отмечен рост почти по всем расходным статьям



В 4-ом квартале 2013 г. сформировался дефицит бюджета, в отличие от предыдущих кварталов (млн. драмов РА)



По результатам года налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос 1,2 сдерживающее воздействие.

В результате вышеуказанных развитий доходов и расходов в четвертом квартале сформировался дефицит бюджета, составивший 18,3 млрд. драмов.

Причем, дефицит был финансируван главным образом за счет внешних источников, где следует упомянуть зачисления, вследствие перераспределения государственных облигаций в инвалюте в размере 279,9 млрд. драмов²⁷.

В целом, **по результатам года** доходы государственного бюджета составили 1037,5 млрд. драмов, что превышает утвержденный законом показатель на 0,5 %. Причем, налоговые доходы составили 999,5 млрд. драмов, перевыполнив запланированный показатель на 6,4 млрд. драмов. Рост налоговых доходов по сравнению с тем же периодом предыдущего года составил 13,8% или 121,1 млрд. драмов, вследствие, главным образом, роста налога на добавленную стоимость, подоходного налога, 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 6,4%.

По результатам года налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос 1,2 сдерживающее воздействие, обусловленное сдерживающим воздействием доходов в 1,6 и расширяющим воздействием расходов в 0,4.

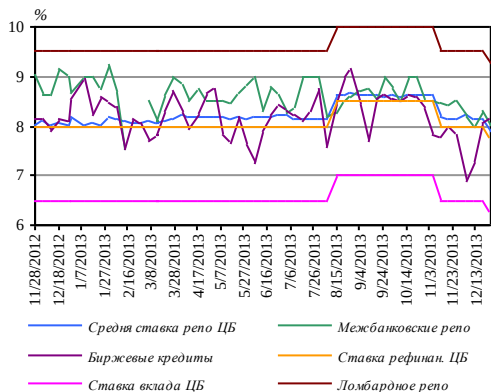
3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

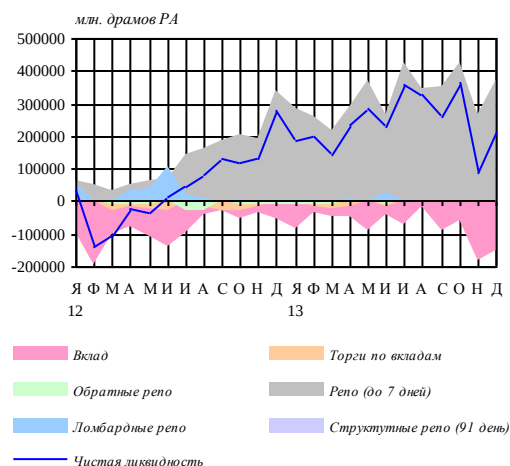
В четвертом квартале 2013 года Совет ЦБ отреагировал на понижающую тенденцию инфляции и замедление темпов экономического роста постепенным смягчением денежно-кредитных условий, снизив ставку рефинансирования на 0,5 пп, а в конце декабря – на 0,25 пп, установив ее на уровнях 8,0% и 7,75% соответственно.

Параллельно со снижением процентной ставки политики снизилась также ставка основного инструмента ЦБ – ставка соглашений репо: в декабре средняя процентная ставка снизилась по сравнению с сентябрьской на 0,6 пп, составив 8,0%.

В течение квартала краткосрочные процентные ставки снизились



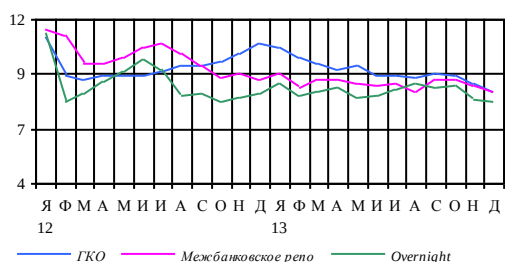
Объем операций, осуществленных ЦБ РА



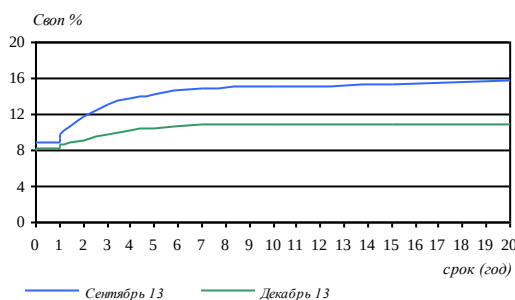
Операции, совершенные ЦБ РА						
Период	Репо (до 7 дней)		Привлеченные средства		Ломбардные репо	
	Объем (млн. драмов)	Средневзвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средневзвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средневзвешенная ставка %
I кв. 2012 г.	151932.32	11.15	387600	5.00	59093.88	11.00
II кв.	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	9.50
III кв.	1121106.19	8.42	176300	6.75	5278.56	9.50
IV кв.	1064987.41	8.31	392300	6.71	500.00	10.00

²⁷ Из указанного зачисления 195,7 млрд. драмов были выделены на полное погашение долга, существующего по части кредита, выделенного в рамках соглашения, заключенного в 2009 году между Правительством РА "О предоставлении Республики Армения государственного кредита".

В течение квартала краткосрочные ставки проявили тенденцию понижения в свете снижения ЦБ процентной ставки рефинансирования



В 4-ом квартале 2013 г. ставки на рынке гособлигаций снизились



На изменение в четвертом квартале 2013 года объемов и процентных ставок по вкладам и кредитам в банковской системе наибольшее воздействие оказали изменение норматива обязательного резервирования с июня 2013 года и усиление конкуренции в финансовой системе.

Изменение в четвертом квартале процентной ставки рефинансирования со стороны ЦБ сопровождалось постепенным снижением краткосрочных процентных ставок на финансовом рынке. Снижение процентных ставок как основного инструмента ЦБ, так и других ставок финансового рынка наиболее полно отразилось на средних показателях декабря. Средний квартальный показатель процентной ставки биржевых межбанковских кредитов (overnight) снизился по сравнению с показателем предыдущего квартала на 0,43 пп, а в декабре средняя процентная ставка снизилась по отношению к сентябрьской ставке на 0,66 пп и составила 7,74%. Среднеквартальная процентная ставка рыночного репо снизилась в декабре на 0,56 пп по отношению к сентябрю и составила 8,20% (среднеквартальный показатель упал на 0,1 пп). Динамика понижения процентных ставок была отмечена и на рынке государственных краткосрочных облигаций, на которую оказали воздействие не только импульс политики ЦБ, но и политика управления государственным долгом, осуществляемая министерством финансов РА.

Вкладыш 2

Рынок государственных облигаций

На изменение процентной ставки рефинансирования ЦБ соответствующим образом отреагировали процентные ставки по краткосрочным государственным облигациям. Среднему месячному снижению ставок по КГО оказала содействие также политика, осуществляемая в сфере управления государственным долгом. В результате среднеквартальная процентная ставка по облигациям со сроком погашения до одного года снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 0,3 пп и составила 8,66%, а средняя ставка в декабре снизилась по отношению к сентябрьской на 0,83 пп, составив 8,22%.

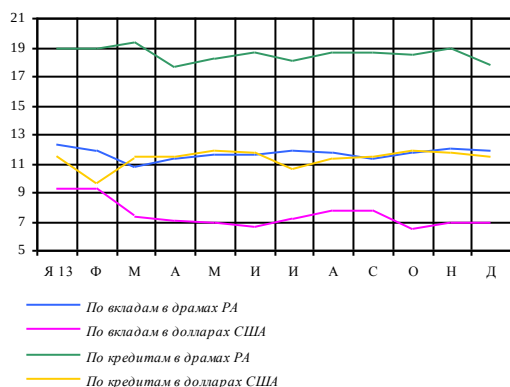
Снижение процентной ставки политики отразилось и на кривых доходности. Доходность облигаций на вторичном рынке снизилась по всей длине кривой, особенно на среднесрочном и долгосрочном отрезках. Долгосрочная ставка кривой доходности своп снизилась на 4,8 пп и составила 10,9%. Разность между долгосрочными и краткосрочными процентными ставками составила в декабре 2,98 пп, снизившись по отношению к сентябрю на 3,86.

На изменение в четвертом квартале 2013 года объемов и процентных ставок по вкладам и кредитам в банковской системе наибольшее воздействие оказали изменение норматива обязательного резервирования с июня 2013 года и усиление конкуренции в финансовой системе.

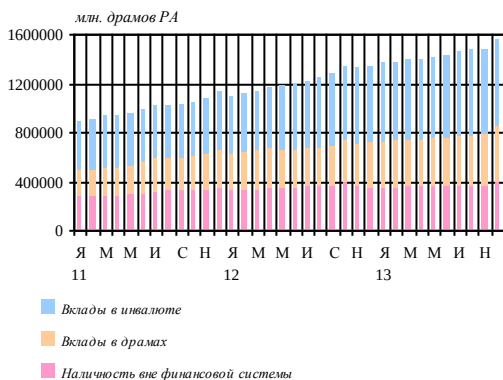
В результате среднемесячная процентная ставка по вкладам в драмах повысилась по отношению к предыдущему кварталу на 0,2пп, составив 11,9%, проявив начавшуюся еще с предыдущего периода тенденцию повышения (в декабре средняя ставка возросла по отношению к сентябрю на 0,5 пп). В условиях сформировавшихся процентных ставок объемы вкладов в драмах выросли в течение квартала на 14,5%, за счет, в основном, срочных вкладов в драмах.

Процентная ставка по кредитам в драмах, кроме указанных изменений, подверглась также и воздействию структурных изменений в объемах кредитов. В общем объеме драмовых кредитов в течение квартала преобладали бизнес-кредиты, выданные по сравнению с предыдущим периодом по более низким процентам, тогда как в предыдущем квартале преобладали потребительские кредиты, что привело к росту

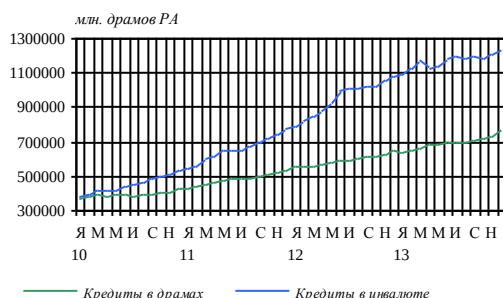
Динамика процентных ставок по средствам в драмах и инвалюте



В 4-ом квартале 2013 г. выросли лишь вклады в драмах, а вклады в инвалюте остались почти без изменений



В 4-ом квартале 2013 г. в объеме кредитования преобладали кредиты в инвалюте, однако рост кредитования в драмах превысил рост инвалютного кредитования



процентных ставок. Средний квартальный уровень процентных ставок по драмовому кредитованию снизился примерно на 0,1 пп и составил 18,4%, а в декабре средняя ставка снизилась по отношению к сентябрьской ставке на 0,9 пп и составила 17,8%. В четвертом квартале наблюдалось ускорение темпа роста кредитования. Рост объемов кредитования в течение квартала составил 5,3% (рост г/г - 16,4%), рост в абсолютном выражении - 99,3 млрд. драмов вместо 39,1 млрд. драмов (2,2%) в предыдущем квартале. В инвалютной структуре кредитования продолжилась тенденция предыдущего квартала, рост объема кредитов в драмах превысил рост объема кредитов в инвалюте. Рост объема кредитов в драмах составил 8,0%.

Динамика объемов и процентных ставок по кредитованию соответствовала также результатам опроса об условиях кредитов, предоставляемых банками и кредитными организациями РА, согласно которым в четвертом квартале был отмечен рост темпов упрощения процедуры кредитования по всем видам кредитов.

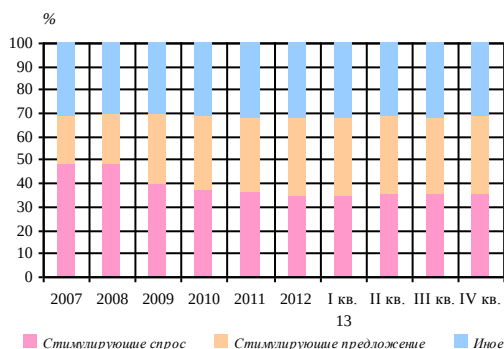
Вкладыш 3

Согласно результатам проведенного в четвертом квартале 2013 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, в четвертом квартале 2013 года было отмечено ускорение темпов упрощения процедур кредитования как малых и средних, так и крупных предприятий, в отличие от предыдущего квартала, где наблюдалось ужесточение процедуры кредитования крупных предприятий. Среди изменений в условиях предоставления кредитов есть существенное увеличение срока среднесрочного кредита. Был удлинён также средний срок погашения других видов кредитования (ипотечного и потребительского). Спрос на кредиты, выдаваемые предприятиям, существенно вырос по отношению к спаду в третьем квартале, причем, преимущественно вырос спрос на кредиты под капитальные вложения, финансирование оборотных средств и оборотного капитала. В четвертом квартале наблюдалось упрощение процедур и условий кредитования домохозяйств (потребительские и ипотечные кредиты). В частности, рост темпа упрощения процедур был отмечен в выдаче ипотечных кредитов, в противоположность замедлению темпов упрощения в третьем квартале. Продолжился рост упрощения процедур потребительских кредитов, однако здесь был отмечен спад спроса, обусловленный снижением кредитоспособности домохозяйств. Спрос на ипотечные кредиты не изменился. Прогноз первого квартала 2014 года предусматривает рост темпа упрощения процедур кредитования по всем видам кредитов и рост спроса на потребительские кредиты, однако, по сравнению с ростом четвертого квартала 2013 года, ожидается ослабление темпов роста спроса на кредиты, выдаваемые предприятиям, и на ипотечные кредиты.

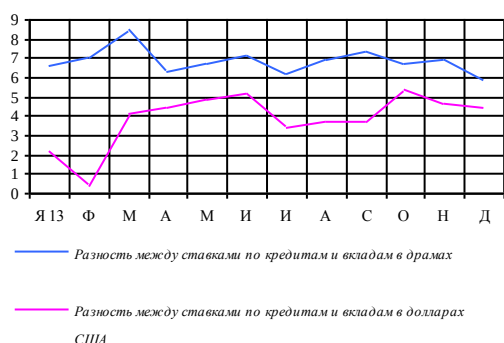
На условия кредитования положительно скажется снижение с февраля 2014 года норматива обязательного резервирования по привлеченным средствам в драмах с 4% до 2%, в результате ликвидность в финансовой системе увеличится на 10 млрд. драмов.

В отличие от объема и процентных ставок по драмовым средствам, процентные ставки по инвалютным вкладам снизились в течение квартала на 0,8 пп и составили 6,8%, в условиях почти неизменного объема инвалютных вкладов. Уменьшение объема вкладов от предприятий нейтрализовало рост вкладов от домохозяйств. Процентные ставки по инвалютным кредитам выросли, вследствие роста спроса на бизнес-кредиты в течение квартала. Среднеквартальная процентная ставка повысилась по отношению к предыдущему кварталу на 0,5 пп и составила 11,7%. Рост объема инвалютных кредитов составил 3,16% (без учета воздействия изменения процентной ставки – на 3,07%).

Был отмечен рост кредитов, стимулирующих предложение



В 4-ом квартале разность между ставками по драмовым кредитам и вкладам сократилась



Причем, по кредитам, выданным по областям, в кредитном портфеле растет, хотя и медленными темпами, доля кредитов, стимулирующих предложение²⁸.

В четвертом квартале сохранилась наблюдаемая в течение последних лет тенденция сокращения разности между процентными ставками по кредитам и вкладам. Разность между процентными ставками по драмовым кредитам и вкладам в предыдущем квартале снизилась: с сентябрьских 7,3 пп до 5,9 пп в декабре, тогда как разность между процентными ставками по иввалютным кредитам и вкладам выросла, вследствие снижения ставок по иввалютным вкладам, и составила 4,5 пп в декабре.

Почти неизменный уровень иввалютных вкладов (незначительное уменьшение) в течение четвертого квартала 2013 года отразился на показателе долларизации экономики: в течение квартала уровень долларизации (иввалютные вклады/денежная масса) снизился на 2,73 пп. О снижении уровня долларизации свидетельствует также и динамика показателя иввалютного кредитования, темп роста которого уступает темпу роста кредитования в драмах.

Вкладыш 4

В условиях указанных развитий финансового рынка и финансовой системы денежная масса увеличилась в течение четвертого квартала на 6,0% и составила 1,545 трлн. драмов, а драмовая масса - на 11,6% и составила 848 млрд. драмов.

12-месячные тенденции денежно-кредитных показателей проявились следующим образом. К концу 2013 года драмовые вклады увеличились на 31,0%, иввалютные вклады - на 14,6% (без учета воздействия изменения обменного курса - 14,0%), что привело к снижению уровня долларизации на 0,1 пп, а объем наличности вне финансовой системы почти не изменился. 12-месячный рост денежной массы и рост драмовой массы почти совпали, и составили 14,8% и 14,9% соответственно. Денежная база выросла на 29,9%, а драмовая база - на 8,6%. Рост денежного и рост драмового мультипликаторов составили к концу 2013 года 1,74 и 1,31 вместо 1,97 и 1,23 в том же периоде предыдущего года.

3.3.2. Обменный курс

В четвертом квартале 2013 года средний взвешенный обменный курс валют стран-партнеров РА укрепился кв/кв на 0,8%, что в основном было обусловлено среднеквартальным укреплением евро и российского рубля. Тенденцию к укреплению номинального обменного курса драма РА продолжила в четвертом квартале. В указанном периоде Центральный банк РА выступил на рынке в качестве лишь покупателя валюты, сглаживая резкую волатильность на рынке.

В результате вышеуказанных развитий в четвертом квартале 2013 года средний номинальный обменный курс драма РА укрепился кв/кв на 0,8%, а укрепление реального обменного курса составило по отношению к третьему кварталу 0,4% кв/кв²⁹. Реальный обменный курс проявил высокий темп укрепления по отношению к тому же периоду предыдущего года 7,3% г/г, что в условиях высоких темпов ослабления г/г иранского реала было обусловлено также высокой инфляцией в РА по сравнению с партнерами.

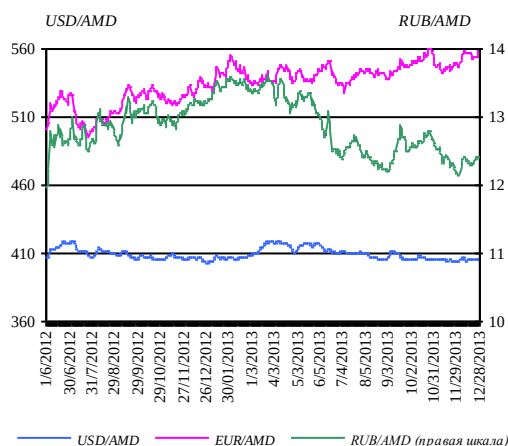
²⁸ В число кредитов, стимулирующих предложение, из общей структуры кредитования были условно отобраны кредиты, предоставленные промышленности, сельскому хозяйству, сфере транспорта и связи.

²⁹ Показатель реального обменного курса четвертого квартала 2013 года является оценкой ЦБ РА.

В 4-ом квартале 2013 г. темп укрепления г/г реального эффективного обменного курса значительно замедлился, % (положительный знак - укрепление)



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



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	IV кв. 13
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	-3.8	-2.9	-5.1	-5.7	-4.4	-6.4	-1.6	7.9	7.3
Средняя инфляция в РА	3.3	1.0	2.4	3.4	2.5	3.0	5.2	8.7	6.5
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	0.2
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	4.0	3.5	4.1	4.3	4.0	4.5	4.4	4.3	3.7
Средневзвешенный номинальный обменный курс стран – торговых партнеров (+ укрепление)	-2.9	-6.9	-7.6	-1.7	-4.7	-0.4	-1.1	-3.2	-4.4

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

Вкладыш 5

Обменный курс

Средний рыночный обменный курс драма к доллару США составил к концу четвертого квартала 2013 года 405,64 драма: ослабление драма по сравнению с концом предыдущего квартала составило 0,09%. Средний рыночный обменный курс драма РА в 2013 году составил 409,63, ослабление по отношению к предыдущему году составило 1,92%.

Динамика обменного курса драма РА в четвертом квартале 2013 г. к доллару США, евро и российскому рублю

Динамика кв/кв обменного курса драма РА в четвертом квартале 2013 г.			
Валютная пара	Обменный курс на 30.09.2013 г. (драм РА)	Обменный курс на 30.12.2013 г. (драм РА)	% (укрепление “+”, ослабление “-“)
USD/AMD	405.29	405.64	-0.09
EUR/AMD	546.82	559.54	-2.27
RUB/AMD	12.51	12.44	+0.56
Динамика среднего обменного курса драма РА в четвертом квартале 2013 г.			
Валютная пара	Средний обменный курс в четвертом квартале 2012 г.	Средний обменный курс в четвертом квартале 2013 г.	% (укрепление “+”, ослабление “-“)
USD/AMD	406.45	405.48	+0.24
EUR/AMD	527.37	552.11	-4.48
RUB/AMD	13.09	12.46	+5.06

Совокупный объем операций доллар США - драм РА, осуществленных на инвалютном рынке в течение квартала, составил 2,7 млрд. долларов США, что на 8,0% больше показателя предыдущего квартала (2,5 млрд. долларов США).

Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро - драм РА, составил 325,4 млн. евро вместо объема в 245,9 млн. евро за предыдущий квартал³⁰.

В целях смягчения резких колебаний обменного курса драма к доллару США на инвалютном рынке Центральный банк РА купил четвертом квартале у банков в 36,79 млн. долларов США, а в течение 2013 года - 72,17 млн. долларов США.

³⁰ Скорректирован объем операций евро-драм в 252,4 млн. евро третьего квартала 2013 года.

3.4. Платежный баланс

В четвертом квартале 2013 г. тенденция снижения дефицита текущего счета сменилась повышением, ввиду опережающего темпа импорта по отношению к экспорту. Чистый приток по счетам капитала и финансовых средств сократился, обусловленный погашениями по кредитам государственного сектора, которые преобладали по отношению к поступлениям. В результате развития платежного баланса чистые внешние активы ЦБ уменьшились, ввиду масштабного погашения государственного долга.

3.4.1. Текущий счет³¹

В четвертом квартале 2013 года согласно оценкам, показатель “дефицит текущего счета/ВВП” увеличился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года на 0,4 пп. В условиях медленного восстановления мировой экономики и небольшого ускорения темпа роста экономической активности РА, дефицит текущего счета по сравнению с тем же периодом предыдущего года увеличился на 57,4 млн. долларов США и составил 277,4 млн. долларов США. В результате показатель “дефицит текущего счета/ВВП” в 2013 году составит 8,5-8,8%.

В условиях некоторого ослабления темпа роста обрабатывающей промышленности темп роста г/г реальных объемов экспорта товаров замедлился. Ввиду ускорения снижения г/г цен на экспорт долларовой стоимость экспорта товаров увеличилась в четвертом квартале 2013 года всего лишь на 1,6%. По результатам 2013 года ожидается 7,0% рост долларовой стоимости экспорта.

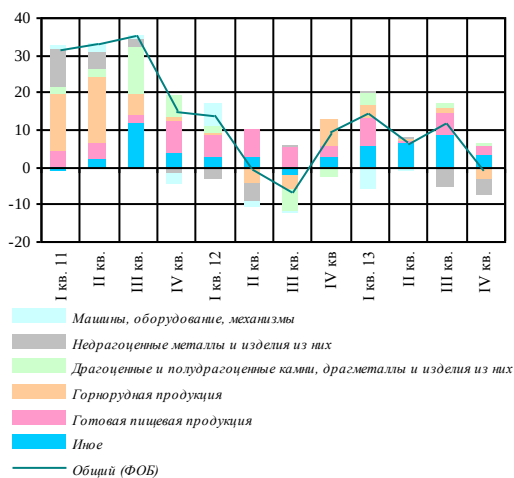
В четвертом квартале 2013 года наблюдались следующей развития по группам экспортируемых товаров. Положительное содействие оказали товары групп “Готовая пищевая продукция”, “Живая рыба и птица, продукты животного происхождения” на 2,5 и 1,2 пп соответственно. Товары групп “Горнорудная продукция” и “Недрагоценные металлы и изделия из них” оказали отрицательное содействие на 3,2 и 4,3 пп соответственно³².

В условиях ускорения темпа роста активности внутренней экономики в четвертом квартале, укрепления реального эффективного обменного курса было отмечено ускорение роста реальных объемов импорта товаров. В результате роста г/г долларовых цен на импорт, рост долларовой стоимости импорта составил в четвертом квартале 10,3% г/г, а по результатам года – 4,4%.

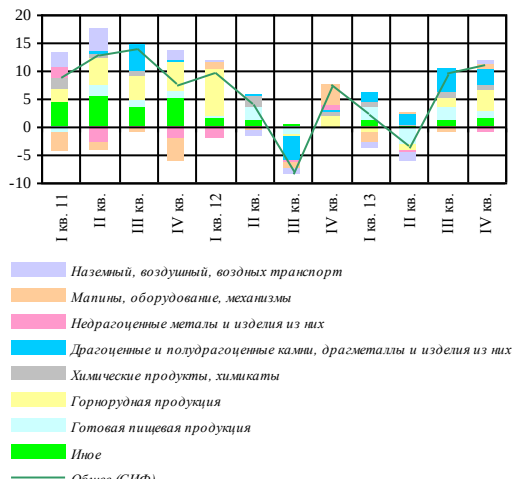
Рост г/г долларовых цен на импорт в четвертом квартале 2013 года был обусловлен положительным содействием цен на товары групп “Готовая пищевая продукция”, “Горнорудная продукция” и “Драгоценные и полудрагоценные камни, драгметаллы и изделия из них” на 1,5, 3,6 и 2,8 пп соответственно.

В результате изменений реальных объемов экспорта и импорта и ухудшения условий торговли, дефицит торгового баланса увеличился г/г в четвертом квартале 2013 года на 106,0 млн. долларов США и составил 750,5 млн. долларов США.

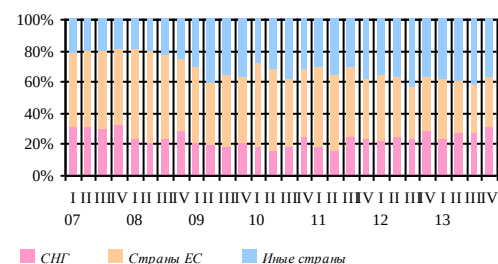
Изменение г/г экспорта и содействие основных групп товаров, %³²



Изменение г/г импорта и содействие основных групп товаров, %



Структура экспорта по странам

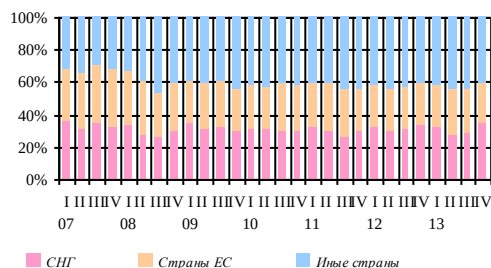


³¹ Показатели текущего счета четвертого квартала 2013 г. являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

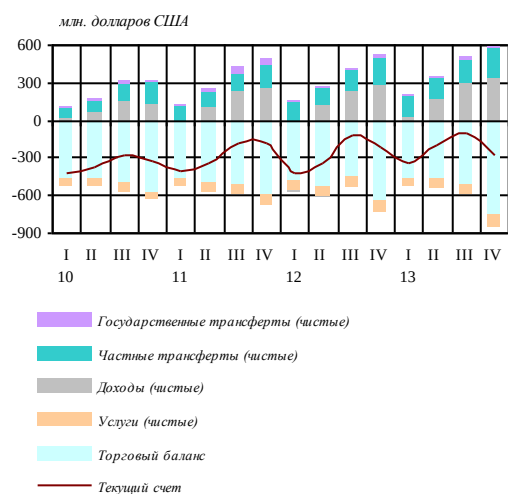
³² Показатели экспорта и импорта по группам товаров и по странам представлены по ценам ФОБ и СИФ соответственно, а показатели экспорта и импорта текущего счета – по кредиту и дебету соответственно.

³³ Положительные тенденции были отмечены по части экспорта некоторых групп товаров с малым удельным весом.

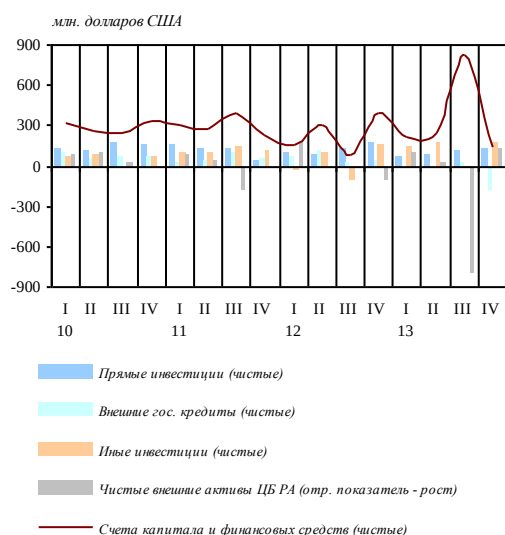
Структура импорта по странам



В 4-ом квартале 2013 г. дефицит текущего счета увеличился



В 4-ом квартале 2013 г. чистый приток капитала и финансовых средств ослабел



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

Дефицит баланса по статье “Услуги” в четвертом квартале увеличился на 9,0 млн. долларов США и составил 109,0 млн. долларов США. Рост г/г экспорта и импорта услуг составил 5,1% и 6,3% соответственно.

Высокие темпы роста г/г денежных переводов физических лиц сохранились и в четвертом квартале. В частности, чистый приток доходов от сезонных выездных работников увеличился г/г на 15,2% и составил 481,6 млн. долларов США, что значительно превысило чистый отток по статье “Доходы от вложений”. В результате по статье “Доход” был отмечен чистый приток на сумму 325,7 млн. долларов США. Чистый приток частных трансфертов увеличился в текущем квартале на 15,4% г/г и составил 237,7 млн. долларов США. Рост частных трансфертов в 2013 году составил 14,5%.

3.4.2. Счет капитала и финансовых средств³⁴

Чистый приток капитала и финансовых средств снизился г/г в четвертом квартале 2013 года на 243,3 млн. долларов США и составил 148,4 млн. долларов США. Уменьшение было обусловлено, в основном, погашением долга России, превысившее получение кредитов со стороны государственного сектора. В результате потоков платежного баланса чистые внешние активы ЦБ снизились на 129,0 млн. долларов США. Несмотря на снижение в четвертом квартале чистого финансового притока, по оценкам 2013 года чистый приток капитала и финансовых средств значительно прибавился (в основном, благодаря притоку в предыдущем квартале, связанном с еврооблигациями), что привело к росту чистых внешних активов ЦБ РА на 560,8 млн. долларов по отношению к 2012 году.

Чистый приток капитальных трансфертов составил в четвертом квартале 2014 года 24,4 млн. долларов США, вместо 30,1 млн. долларов США в том же периоде предыдущего года.

Чистый приток иностранных прямых инвестиций в текущем квартале убавился г/г на 32,2 млн. долларов США и составил 132,8 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. Погашения по части государственных кредитов (преобладающая часть – погашения долга России) превысили поступления, в результате был отмечен чистый отток на 183,4 млн. долларов, вместо чистого притока на 38,9 млн. долларов в четвертом квартале предыдущего года.

Чистый приток по статье “Прочие вложения” составил 173,9 млн. долларов США. В том числе, чистые внешние активы банков уменьшились на 404,2 млн. долларов США, а чистые внешние активы по статье “Иной частный сектор” увеличились на 230,3 млн. долларов США.

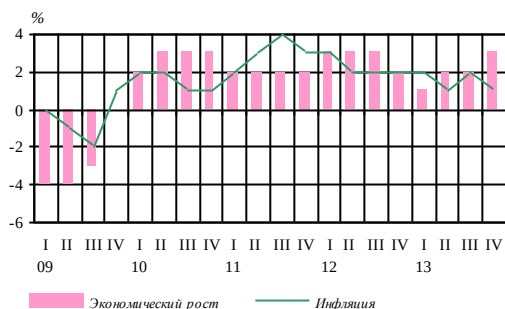
3.5. Внешняя среда

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

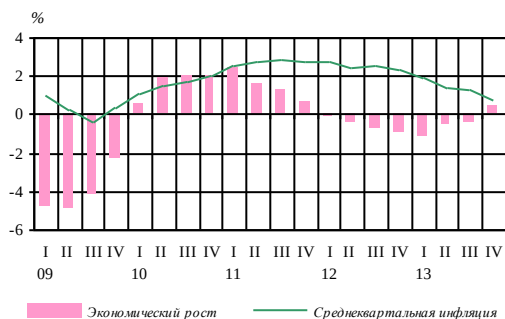
Согласно предварительным оценкам Бюро анализа Министерства торговли **США**, в четвертом квартале 2013 года в Соединенных Штатах Америки был отмечен 3,2 % экономический рост кв/кв в годовом исчис-

³⁴ Показатели счетов капитала и финансовых средств четвертого квартала 2013 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

В 4-ом квартале экономический рост в США ускорился



В 4-ом квартале 2013 г. в зоне евро был отмечен положительный экономический рост



лении (рост г/г в четвертом квартале составил 2,7%), причем положительное содействие экономическому росту оказали частные расходы, вложения и чистый экспорт, а государственные расходы оказали отрицательное содействие. **В четвертом квартале 2013 года** в США средняя квартальная инфляция составила 1,2% г/г, вместо 1,6% в предыдущем квартале. Таким образом, в 2013 году экономический рост оценивается в 1,9%, а инфляция – в 1,5%.

Согласно предварительным оценкам Евростата, в четвертом квартале 2013 года в **зоне евро** экономический рост составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 0,5%. В целом экономический спад в зоне евро составил в 2013 году около 0,4%, вместо 0,7% в предыдущем году. Вместе с этим, индекс потребительских цен повысился в четвертом квартале 2013 года в целом на 0,8% г/г, вместо 1,3% в предыдущем квартале.

Европейский центральный банк снизил процентную ставку рефинансирования в четвертом квартале - она составила 0,25%.

В четвертом квартале 2013 года евро по отношению к доллару США укрепился на 2,8% (укрепление г/г – 4,9%), и средний обменный курс доллара США составил 1,36 доллара США за один евро.

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы России, в четвертом квартале 2013 года экономический рост составил 1,3 % г/г. В отраслях экономики были отмечены следующие развития: в отрасли промышленности был отмечен рост на 0,3% г/г вместо 0% в предыдущем квартале. В розничной торговле и в отрасли сельского хозяйства темпы роста составили 4% г/г и 14,8% г/г соответственно³⁵. В строительстве в четвертом квартале был отмечен спад на 2,4%. Рост потребительских цен остался в четвертом квартале без изменений по отношению к третьему кварталу - 6,4% г/г. Экономический рост в 2013 году в России оценивается 1,3%, инфляция – 6,8%.

В четвертом квартале 2013 года **цена на сырую нефть марки "Brent"** на бирже "Intercontinental Exchange" (ICE) снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 0,6%, составив в среднем 109 долларов США за один баррель (снижение г/г – 0,9%). **Цена на медь** на Лондонской бирже металлов выросла в четвертом квартале 2013 года на 1,0%, составив в среднем 7170 долларов США за одну тонну (снижение г/г – 9%).

По данным Департамента сельского хозяйства США, цена экспортируемых сортов твердой краснозерной **пшеницы** выросла в четвертом квартале на 1,7% кв/кв, составив в среднем 8,5 доллара США за бушель (снижение г/г – 12,5%).

Индекс цен на необработанный **сахар** на бирже "New York Board-Intercontinental Exchange" (NYB-ICE) повысился в четвертом квартале 2013 года на 6% (снижение г/г – 9,8%). Цена на **рис** на бирже "Chicago Board of Trade" (CBOT) повысилась на 0,2%, и средняя цена за один американский центнер (45,3 кг) составила 15,6 долларов США (рост г/г – 1,3%).

Вместе с восстановлением мирового спроса, на рынке сырьевых товаров инфляционных развитий не наблюдалось, а к концу квартала на рынках продовольственных товаров наблюдались некоторые дефляционные тенденции.

Таким образом, вместе с восстановлением мирового спроса, на рынке сырьевых товаров инфляционных развитий не наблюдалось. Хотя в четвертом квартале по части продовольственных товаров были отмечены некоторые инфляционные развития, к концу квартала на рынках продовольственных товаров наблюдались некоторые дефляционные тенденции.

³⁵ Высокий экономический рост в сельском хозяйстве является исключительно следствием низких показателей предыдущего года.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В четвертом 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 инфляционных давлений не будет. Таким образом, *в прогнозируемом горизонте*, внешний сектор будет оказывать *неинфляционное воздействие*.

В четвертом квартале 2013 года наблюдалось некоторое восстановление экономической активности и значительное ослабление инфляционной среды. Тем не менее, *экономический рост* был ниже прогнозированного 3,3-3,6%, а *12-месячная инфляция* оказалась у верхней границы допустимого диапазона колебаний, составив 5,6%.

В прогнозируемом горизонте ожидается стабилизация темпов роста реального потребления и медленное восстановление частных вложений, в результате экономического роста приблизится к равновесному уровню. Причем, на смену сдерживающей налогово-бюджетной политики 2013 года в 2014 году придет расширяющая политика, которая окажет существенное влияние на ускорение темпов экономического роста и расширение инфляционной среды. В результате оживления *в среднесрочном периоде* частного спроса и проведения нейтральной налогово-кредитной политики, *в прогнозируемом горизонте* внутренний спрос окажет *неинфляционное воздействие* на цены.

Инфляция *в прогнозируемом горизонте* стабилизируется в пределах 4% целевого уровня. Тем не менее, *в 2014 году инфляция продолжит снижаться*, и в третьем квартале года окажется у нижней границы допустимого диапазона колебаний, а к концу года вновь повысится, приблизившись к целевому показателю. *В этой ситуации в первом квартале 2014 года ЦБ продолжит смягчение денежно-кредитных условий, что будет соответствовать все еще слабой экономической активности и смягчению инфляционной среды. Что касается дальнейших направлений денежно-кредитной политики ЦБ, то они будут обусловлены, главным образом, проявлениями существующих неопределенностей относительно внешнего и внутреннего экономического развития.*

Риски отклонения инфляции *от прогнозированной величины* оцениваются как равносторонние, как в краткосрочном, так и долгосрочном периодах. Причем основные риски связаны с перспективами экономических развитий развивающихся стран и развитиями внутреннего спроса, в результате которых сохранились неопределенности вокруг прогнозированной величины инфляции. В случае проявления подобных рисков ЦБ предпримет ответные шаги, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном периоде.