

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
20.05.2014 за номером
131-А*

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики.
2-ой квартал, 2014 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 1-го квартала 2014 г.*

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	6
2.1. Внешняя среда	6
2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос	7
2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте	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	18
3.2.1. Совокупное предложение	18
3.2.2. Совокупный спрос	19
3.2.3. Рынок труда	20
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	21
3.3. Деньги и развития финансового рынка	22
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты	22
3.3.2. Обменный курс	24
3.4. Платежный баланс	26
3.4.1. Текущий счет	27
3.4.2. Счета операций с капиталом и финансовые счета	28
3.5. Внешняя среда	29
4. Заключение	30

С января 2006 года Центральный банк РА перешел к стратегии инфляционного таргетирования. В свете этой политики большое место занимает обеспечение тесной коммуникативности ЦБ с общественностью. Одной из форм такой коммуникативности является выпуск квартальных обзоров инфляции. Первый раздел Обзора инфляции состоит из Программы денежно-кредитной политики последующего квартала, в которой представляются 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 13 мая 2014 года - дня утверждения процентной ставки рефинансирования, результатов опросов Центрального банка и выводов, сделанных на основе информации о будущих макроэкономических развитиях.

Со всеми предыдущими выпусками “Обзоров инфляции” можно ознакомиться на официальном сайте ЦБ РА, где размещены также и другие публикации, относящиеся к денежно-кредитной политике.

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

12-месячная инфляция продолжит снижаться: в третьем квартале 2014 года сформируется у нижней границы допустимых колебаний, а во втором квартале 2015 года приблизится к целевому показателю, и в течение оставшегося периода прогнозируемого горизонта будет колебаться вокруг этого показателя.

Экономический рост в 2014-2015 гг. ускорится и в течение оставшегося периода прогнозируемого горизонта стабилизируется в рамках своего потенциала.

Согласно прогнозам ЦБ, в краткосрочном периоде 12-месячная инфляция продолжит снижаться: в третьем квартале 2014 года сформируется у нижней границы допустимых колебаний, а во втором квартале 2015 года приблизится к целевому показателю, и в течение оставшегося периода прогнозируемого горизонта будет колебаться вокруг этого показателя. Экономический рост в 2014-2015 гг. ускорится и в течение оставшегося периода прогнозируемого горизонта стабилизируется в рамках своего потенциала.

В первом квартале 2014 года, ввиду медленных темпов роста строительства и низкого роста объемов выпуска промышленности, *сохранилась среда слабой активности экономики*. Слабая экономическая активность частично выразилась также в сохранении проявившихся еще в предыдущем году низких темпах роста частного потребления и слабой инвестиционной активности: в первом квартале 2014 года рост частного потребления составил 1,8%, а частные вложения снизились на 4,5% в годовом исчислении. В результате ожидается, что рост первого квартала составит 3,2-3,5% в годовом исчислении.

Краткосрочный прогноз предусматривает ускорение темпов роста частного потребления и стабильную инвестиционную среду, в результате рост частного потребления составит в 2014 году 4,6%, а частные вложения останутся почти на прежнем уровне. В результате прогнозируемой в течение года расширяющей налогово-бюджетной политики налогово-бюджетный импульс будет расширяющим на 0,7 пп. По результатам 2014 года реальный рост экспорта товаров и услуг составит 5,5-7,5%, реальный рост импорта – 1,5-3,5%, а темпы роста денежных переводов физических лиц – 4,5-6,5%. Ввиду вышеуказанного, *экономический рост в 2014 году оценивается 4,1-4,8%*, обусловленный в основном, ростом *показателей* отрасли сельского хозяйства и сферы услуг (общее содействие – 3,0 пп).

В прогнозируемом горизонте экономический рост стабилизируется в пределах своего потенциала, благодаря стабилизации темпов роста частного потребления и медленному восстановлению частных вложений.

Таким образом, в прогнозируемом горизонте, в результате стабилизации частного потребления и нейтрального, в целом, воздействия налогово-бюджетной политики, *расширения инфляционной среды по части внутреннего спроса не ожидается*.

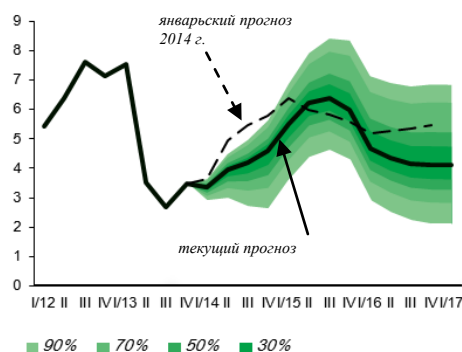
В первом квартале 2014 года *мировой спрос* вновь остался слабым: в основных странах партнерах РФ, за исключением зоны евро, была отмечена тенденция замедления экономической активности. В этих условиях на основных мировых рынках сырья и продовольствия наблюдалась преимущественно дефляционная тенденция.

В прогнозируемом горизонте ожидается медленный темп восстановления мирового экономического роста, в результате из мировых рынков основных сырьевых и продовольственных товаров *инфляционных давлений не будет*.

В первом квартале 2014 года 12-месячная инфляция постепенно снизилась с отмеченного в конце предыдущего года 5,6% до 3,8%, приблизившись к целевому показателю. В первом квартале понижательную динамику проявила также базовая инфляция: 12-месячный показатель снизился с отмеченного в начале года 3,7% до 1,8% в марте.

В первом квартале 2014 года ЦБ продолжил ослабление денежно-кредитных условий, снизив процентную ставку рефинансирования на

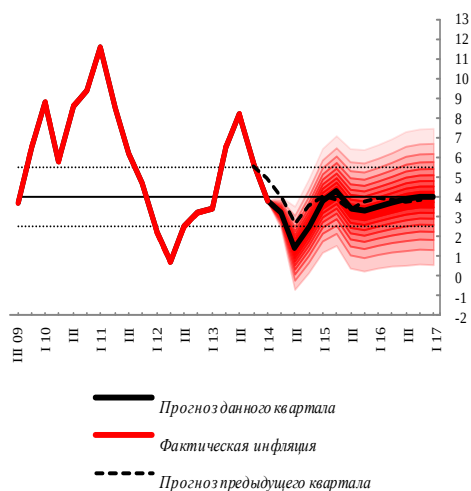
Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозируемом горизонте



В прогнозируемом горизонте ожидаются медленные темпы восстановления мирового экономического роста, в результате из мировых рынков основных сырьевых и продовольственных товаров существенных инфляционных давлений не ожидается.

Во втором квартале 2014 года ЦБ продолжит ослабление денежно-кредитных условий.

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



12-месячная инфляция будет находиться в течение 2014 года, в основном, в интервале 2,5-5,5%.

0,25 пп, установив в марте на уровне 7,5% (подробнее см. в разделе “3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции”). Еще одним шагом по ослаблению денежно-кредитных условий явилось **снижение с февраля 2014 года норматива обязательного резервирования в драмах с 4% до 2%.**

Согласно прогнозам ЦБ, инфляция сохранил снижение более быстрыми, чем ожидалось, темпами и сформируется в третьем квартале года у нижней границы допустимого целевого диапазона. Обусловит такое снижение также и нейтрализация воздействия удорожания в июле 2013 года тарифов на энергоносители. **Во втором квартале 2014 года ЦБ продолжит ослабление денежно-кредитных условий**, что, в сочетании с проводимым до сих пор смягчением денежно-кредитных условий и ожидаемой в течение года расширяющей фискальной политикой, приведет к расширению совокупного спроса и восстановлению темпов инфляции. В результате в ближайшем периоде темпы экономической активности заметно ускорятся, оказывая содействие стабилизации инфляции в прогнозируемом горизонте вокруг своего целевого уровня.

Согласно прогнозам ЦБ, **12-месячная инфляция** будет находиться в течение 2014 года, в основном, в пределах 2,5-5,5%.

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 развитиями внутреннего спроса, в результате которых сохраняются неопределенности относительно прогнозированной величины инфляции. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда ¹

В прогнозируемом горизонте восстановление мировой экономики сформирует во внешнем секторе слабую инфляционную среду.

В прогнозируемом горизонте восстановление мировой экономики сформирует во внешнем секторе слабую инфляционную среду.

В апрельском докладе МВФ 2014 г. перспектива развития мирового экономического роста была пересмотрена: прогноз экономического роста 2014 года составил 3,6% (корректировка на снижение составила 0,1 пп), причем корректировка обусловлена развитиями развивающихся стран.

В течение 2014 года ожидается, что проводимая Федеральной резервной системой **США** политика количественного расширения завершится. Тем не менее, политика низких процентных ставок сохранится в течение прогнозируемого горизонта. Вместе с этим, ослабление неопределенностей, связанных с налогово-бюджетной политикой, окажет содействие дальнейшему ускорению темпов экономического роста. В результате в 2014 году экономический рост составит 2,5%, достигнув к началу 2017 года примерно 3,0%.

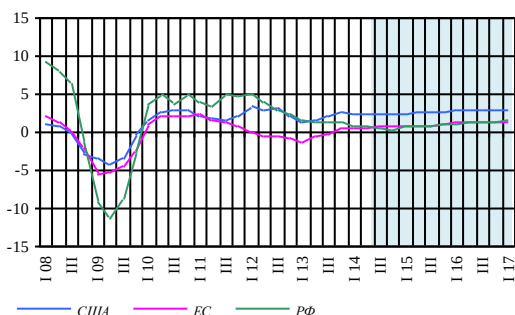
В **зоне евро** восстановление экономической активности продолжится и в 2014 году, и к началу 2017 года экономический рост составит примерно 1,5%. В то же время, в целях стимулирования экономики, Европейский центральный банк продолжит проведение политики низких процентных ставок.

Прогноз экономического роста **России** в среднесрочном периоде вновь был пересмотрен в направлении снижения, ввиду геополитических развитий, связанных с Украиной. Замедление темпов экономического роста обусловлено, в основном, слабой инвестиционной средой и оттоком капитала. Темп роста в 2014 году составит 0,6%, достигнув 1,5% в 2017 году.

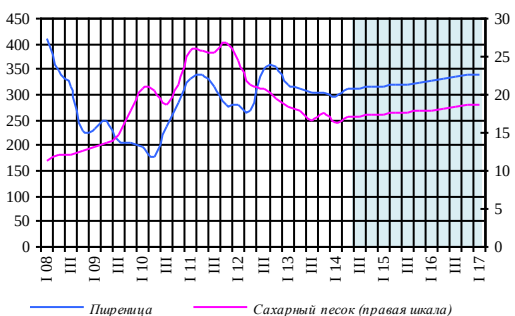
Неопределенности и риски, связанные с дальнейшим ходом мировой экономики, **имеют наиболее существенное значение** для развивающихся стран. Они обусловлены оттоком капитала из развивающихся стран в развитые страны и сопряженным с этим замедлением экономического роста.

Медленное восстановление мировой экономики обусловит отсутствие существенных инфляционных тенденций, **на рынках основных сырьевых и продовольственных товаров**. В то же время, развития рынков отдельных товаров будут обусловлены характерными для них фундаментальными основами, в частности, риски, сопряженные с тарифами на энергоносители, будут обусловлены геополитическими развитиями, а цены на продовольственные товары — в основном, погодными условиями.

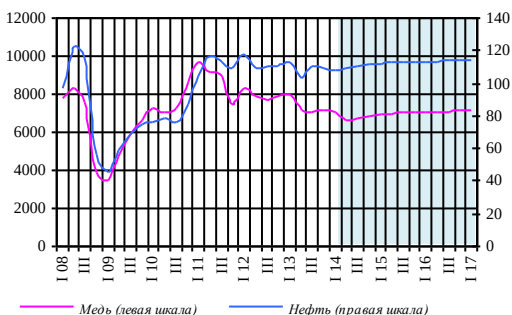
Экономический рост в странах-партнерах (%)



Продовольственные товары (доллары США)



Сырьевые товары (доллары США)



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

Товарные рынки в прогнозируемом горизонте

Согласно апрельским оценкам Международного энергетического агентства, в 2014 году примерно 60% мирового спроса на нефть будет удовлетворено за счет выработки нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК (рост по отношению к предыдущему году составил 2,7%), в результате средний спрос на объемы выработок стран-членов ОПЕК составит 36,5 млн. баррелей в день. В прогнозируемом горизонте, 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 сохранятся.

В 2014-2017 гг., при условии восстановления мировой экономики, на рынках промышленных металлов будут наблюдаться умеренные инфляционные проявления.

Согласно майскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай зерновых в 2014/2015 маркетинговом году составит 697 млн. тонн (по сравнению с предыдущим годом объем производства сократился примерно на 17 млн. тонн). При этом, ввиду опережающего роста производства по отношению к спросу, в прогнозируемом интервале ожидается определенный рост объемов запаса (по сравнению с предыдущим годом запасы увеличатся на 1 млн. тонн). В результате в среднесрочном отрезке мировые цены на зерновые проявят тенденцию к стабилизации.

В 2014/2015 маркетинговом году объем мирового производства риса составит 480,7 млн. тонн (по сравнению с предыдущим годом - на 4,6 млн. тонн больше). В то же время, ввиду роста потребления ожидается некоторое сокращение запасов (по сравнению с предыдущим годом запасы уменьшатся на 1,5 млн. тонн). В результате мировые цены на рис также проявят тенденцию к стабилизации.

На мировом рынке сахарного песка в среднесрочном отрезке будет отмечаться стабильная тенденция роста цен.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос**Совокупное предложение**

В условиях существенного сокращения темпов роста экономики ввиду формирования пессимистических ожиданий относительно перспектив экономического роста России - крупного торгового и инвестиционного партнера Армении, осуществления более слабой, чем ожидалось, стимулирующей фискальной политики, и изменения сроков ввода в эксплуатацию тегутского рудника², **прогноз экономического роста был пересмотрен в направлении снижения.**

В результате в 2014 году ожидается 4,1 – 4,8%³ рост экономики. Причем, предусмотренные тенденции экономического роста продолжатся в прогнозируемом горизонте, и экономический рост стабилизируется в диапазоне своего потенциала.

В 2014 году ожидается 4,1 – 4,8% рост экономики.

² Согласно информации, поступившей от компании “Валекс Групп”, эксплуатацию рудника предусмотрено начать до конца текущего года.

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

Прогноз отрасли **промышленности** был пересмотрен в понижательном направлении. В частности, был снижен ожидаемый рост горнорудного производства и металлургии, ввиду снижения цен на цветные металлы на мировых рынках и коррекции сроков ввода в эксплуатацию тегутского рудника. В направлении снижения были также пересмотрены темпы роста объемов производства стройматериалов продовольствия и напитков, вследствие замедления темпов ожидаемого роста отрасли строительства, внешнего и внутреннего спроса. В результате в отрасли промышленности в 2014 году ожидается 3,7-5,2% рост добавленной стоимости.

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

В отрасли **строительства** прогноз добавленной стоимости также был пересмотрен в направлении снижения, на основании более низкой, чем ожидалось, активности отрасли в первом квартале. В результате в отрасли строительства в 2014 году прогнозируется 2,5-4,5% рост добавленной стоимости, которому окажут содействие, в основном, работы по строительству дорог, ирригационной системы, систем водоснабжения, северных пограничных пунктов и модернизации Ереванского метрополитена, осуществляемые за счет государственного бюджета, бюджетных средств общин и международных организаций.

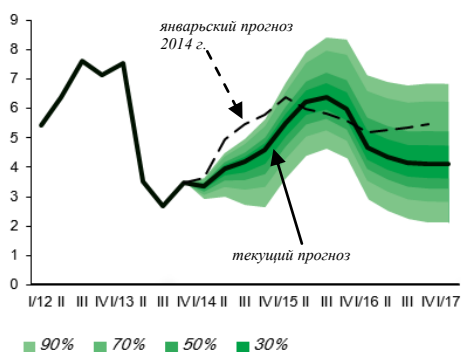
В прогнозируемом горизонте в результате постепенного исчезновения неравновесия, возникшего между предложением и спросом в отрасли строительства, ожидается стабилизация роста в пределах 1-2%.

Прогноз сферы **услуг** также был пересмотрен в направлении снижения, что было обусловлено пересмотром прогнозов внутреннего спроса, что отразится как на объеме товарооборота, так и на объеме прочих оказанных услуг. В результате реальный рост добавленной стоимости в сфере услуг ожидается в пределах 4,2-5,7%. **В прогнозируемом горизонте** темп роста услуг стабилизируется в пределах 4,5-5%, соответствуя среднесрочным прогнозам внутреннего спроса.

В отрасли **сельского хозяйства** прогноз почти не изменился, так как текущие развития отрасли еще сохраняются на фоне варианта прогноза роста добавленной стоимости, составленного по самому низкому риску. Реальный рост добавленной стоимости отрасли прогнозируется в 2014 году в пределах 4,5-6,5%. Росту окажет содействие ожидаемый рост как растениеводства, так и животноводства, обусловленный расширением парниковых хозяйств, увеличением посевных площадей, урожайности и поголовья скота вследствие инвестиций государственного и частного секторов в сферу. **В прогнозируемом горизонте** в сельском хозяйстве естественный темп роста, в основном, сохранится, составив 5,0-6,5%.

В прогнозируемом горизонте риски экономического роста относительно базового сценария будут равносторонние, они связаны как с внешними, так и внутренними факторами. Причем, в течение 2014 года преобладают, хотя и небольшие, риски в направлении снижения, обусловленные осуществлением менее расширяющей, чем планировалось, фискальной политикой и медленным, по сравнению с посткризисным периодом, восстановлением частных вложений. Что касается периода 2015 – 2016 гг., ввиду проявления более высоких, чем ожидалось, рисков, связанных с частными вложениями, будут преобладать риски ускорения экономического роста. Причем, рост вложений ожидается как в результате увеличения совокупных внутренних сбережений вследствие перехода к накопительной пенсионной системе, так и в случае вхождения РА в Таможенный союз.

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



<i>Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП</i>				
Период	диапазон 30% вероятности		диапазон 90% вероятности	
	Мин.	Макс.	Мин.	Макс.
2014 январь-декабрь / 2013 январь-декабрь	4,1%	4,8%	2,6%	5,6%
2015 январь-декабрь / 2014 январь-декабрь	5,6%	6,6%	4,3%	8,4%
2016 январь-декабрь / 2015 январь-декабрь	3,6%	4,8%	2,1%	6,9%

Рынок труда⁴. Прогнозы показателей рынка труда на 2014-16 годы были слегка скорректированы, ввиду изменения прогнозов экономического роста. В частности, по сравнению с прежним прогнозом, ожидается более медленный темп роста средней заработной платы и более медленное снижение уровня безработицы.

В 2014 году рост уровня *средней номинальной заработной платы* в экономике составит **11% вместо 6,0% роста, отмеченного в 2013 году**.

Ускорению темпов роста номинальной заработной платы в течение года окажут содействие повышение порога минимальной зарплаты и существенное повышение заработных плат в государственном секторе, в основном, во второй половине года. 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 на стоимость единицы рабочей силы в частном секторе, во второй половине года на потребительском рынке ожидаются слабые инфляционные давления примерно на 0,2 пп, которые исчезнут во второй половине 2015 года.

В условиях ожидаемого экономического роста в 2014 году, по прогнозу ЦБ средний уровень безработицы составит 15,8%, снизившись по отношению к предыдущему году на 0,3 пп. В **2015-16 годах** тенденция стабильного снижения безработицы сохранится.

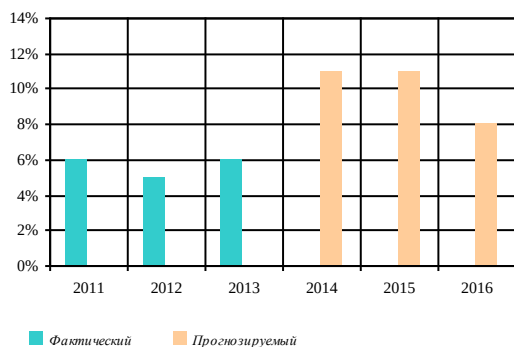
На фоне ожидаемого экономического роста, развития инфляции, снижения уровня безработицы и сохранения политики Правительства по повышению заработной платы, в 2015-16 годах номинальная заработная плата продолжит повышаться более быстрыми темпами по сравнению с 2013 годом. Воздействие существенного повышения заработных плат в государственном секторе во второй половине 2014 года сохранится 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 и повышения порога минимальной зарплаты, 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, исходящих от рынка труда, не будет⁵.

В 2014 году рост уровня средней номинальной заработной платы в экономике составит 11% вместо 6,0% роста, отмеченного в 2013 году.

В 2014 году средний уровень безработицы составит 15,8%, снизившись по отношению к предыдущему году на 0,3 пп.

Рост г/г средней номинальной зарплаты



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

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

Совокупный спрос⁶

В результате расширяющей налогово-бюджетной политики, со второй половины 2014 года до конца 2015 года темп роста совокупного спроса будет выше среднего и составит 5%. Затем, параллельно с ослаблением воздействия расширяющей политики, начиная с конца 2015 года, совокупный спрос станет повышаться более медленными, но устойчивыми темпами, которые будут соответствовать темпам экономического роста.

Вследствие, в основном, ожидаемого замедления роста экономики РА, в 2014 году темп роста *частного потребления* был скорректирован по сравнению с предыдущими прогнозами в направлении снижения, составив 4,6%. Несмотря на такую коррекцию, ожидаемый в 2014 году рост частного потребления будет значительно выше 1,8% роста, отмеченного в 2013 году.

Высокая инфляция, вызванная удорожанием тарифов на энергоносители, а также замедлением 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.

Постепенное прекращение негативного воздействия тарифов на энергоносители, расширяющая фискальная и монетарная политика ускорят уже во втором квартале 2014 года темпы роста частного потребления.

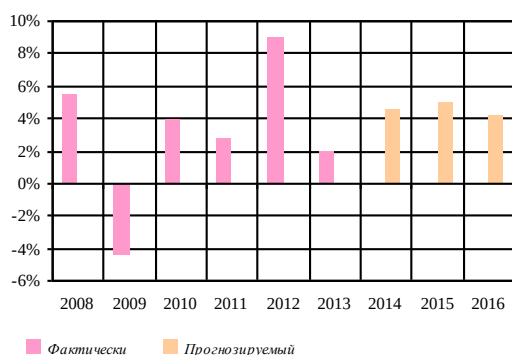
Заметное повышение государственных заработных плат во второй половине года приведет к росту располагаемых доходов населения: со второго квартала 2014 года темпы роста частного потребления значительно ускорятся, сохранив высокий уровень в начале 2015 года, а затем, в 2015-16 годах, постепенно стабилизируются на уровне 4,0%.

Инвестиционная активность в экономике в первом квартале 2014 года была слабой, как и прогнозировалось, о чем свидетельствуют малые объемы выпуска в отрасли строительства в январе-марте⁷, а также опросы, проведенные ЦБ РА по вложениям⁸.

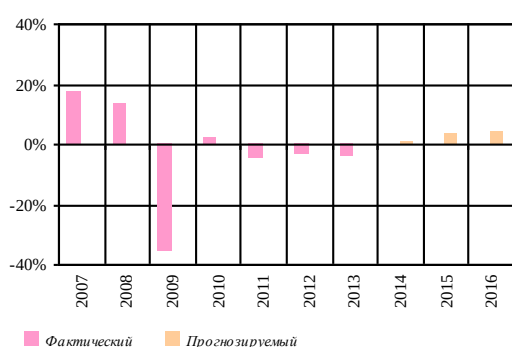
Параллельно с ускорением экономического роста в течение 2014 года ожидается некоторое улучшение инвестиционной активности. Тем не менее, инвестиционная активность в 2014 году будет слабая, в результате частные вложения *в 2014 году* по сравнению с предыдущим годом не изменятся. *В 2015-2016 годах*, вместе со стабилизацией отрасли строительства и реализацией определенных проектов в частном секторе, будет отмечен очень умеренный рост частных вложений – на 3-4%, который обеспечит прогнозируемый для этого период экономический рост. В экономике преобладают риски в направлении роста вложений, в частности, переход к накопительной пенсионной системе в среднесрочном периоде может значительно увеличить объем совокупных национальных сбережений, следовательно, и частных вложений.

В условиях вышеперечисленных развитий в сферах частного потребления и частных вложений, в 2014 году темпы роста затрат частного сектора станут постепенно ускоряться, а в конце *прогнозируемого периода* установятся на уровне 4,0%. В результате, в течение 2014 года отрицательный показатель разлома частных затрат сохранится и к концу 2014 года обнулится. Ускорение темпов роста частных затрат в 2014 году, обусловленное лаговыми воздействиями расширяющей фискаль-

Рост г/г частного потребления



Рост г/г частных вложений



⁶ Показатели реального роста потребления и вложений частного сектора за 2014 г являются оценками ЦБ РА. Фактические величины указанных показателей представлены на основании опубликованных НСС РА данных четвертого квартала 2013 года. Оценки реального роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

⁷ См.: <http://armstat.am/file/doc/99482078.pdf>

⁸ См.: https://www.cba.am/AM/Economic%20Activity%20and%20Business%20Climate%20Indices/BAI,BCI_full_1.2013.pdf

ной и монетарной политик, приведет в 2015 году к небольшому положительному разлому частных затрат, которое постепенно обнулится в прогнозируемом горизонте.

В свете вышесказанного в течение 2014 года частные затраты окажут на инфляцию сдерживающее воздействие на 1,1-1,2 пп. Со второй половины 2014 года дефляционные давления частных затрат ослабеют и нейтрализуются к началу 2015 года. В 2015 году воздействие частных затрат будет инфляционным – 0,3-0,4 пп, и нейтрализуется в 2015-16 годах.

В 2014 году прогнозы отдельных элементов текущего счета были пересмотрены с учетом корректировок темпов роста мировой и внутренней экономик в направлении снижения. В результате показатель текущий счет/ВВП снизится по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года.

В частности, показатель темпа роста реального экспорта товаров и услуг в 2014 году был пересмотрен в направлении снижения, ввиду корректировки темпов роста мировой экономики в направлении снижения, а также пересмотра сроков ввода в эксплуатацию тегутского рудника, составив 5,5-7,5%.

Показатель темпа роста реального импорта товаров и услуг также был пересмотрен в направлении снижения, составив 2,0-4,0%, учитывая корректировку темпов роста экономики РА в направлении снижения.

В 2014 году замедлятся темпы роста денежных переводов физических лиц, что будет обусловлено, в основном, новыми прогнозами по экономике России. Рост составит 4,5-6,5%.

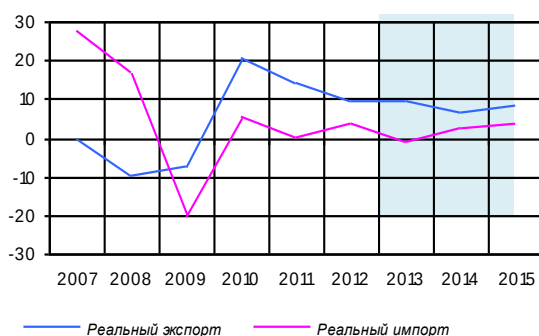
В результате вышеуказанных корректировок, показатель текущий счет/ВВП продолжит снижаться и в 2014 году сформируется на уровне 7,5-8,5%, достигнув в среднесрочном отрезке 5,0-6,0%.

Учитывая результаты исполнения *государственного бюджета* за первый квартал 2014 года с обеспечением доходов и экономией расходов по сравнению с запланированными квартальными объемами (более подробно см. раздел “4. Фактические развития налогового-бюджетной политики”). Программа на год была скорректирована в направлении 2,4% экономии⁹ утвержденного годового объема государственных расходов. В 2014 году ожидается, что рост показателя налоги/ВВП по отношению к фактическим показателям предыдущего года будет равен нулю, а рост показателя расходы/ВВП увеличится на 1,6% пп¹⁰. Причем рост расходов предусматривается за счет как ускоренного роста капитальных расходов, так и текущих расходов. В результате указанных развитий **в 2014 году ожидается более низкий уровень дефицита, чем предусмотрено законом.**

В 2014 году, по сравнению с 2013 годом, воздействие налогового-бюджетной политики на совокупный спрос будет небольшим 0,7 расширяющим, ввиду нейтрального воздействия доходов и расширяющего воздействия расходов на 0,7. Причем, расширяющее воздействие во втором и третьем кварталах составит 2,9 и 1,5 соответственно, а в четвертом квартале ожидается сдерживающее воздействие на 2,7.

В прогнозируемом горизонте прогнозы *налогово-кредитной политики* основаны на прогнозах основных макроэкономических показателей “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2015-2017 гг.”, которая ориентирована на эффективное управление долгом и сохранение в среднесрочном отрезке в среднем 1,9% соотношения дефицит/ВВП.

Реальный экспорт и импорт (г/г,%)



⁹ Оценка ЦБ РА.

¹⁰ Показатели государственного бюджета 2013 года представлены по движениям потоков наличности.

В результате, *воздействие налогово-бюджетной политики в 2015 году по сравнению с скорректированным прогнозом 2014 года будет небольшим инфляционным, а в 2016, 2017 годах неинфляционным.*

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетной политики					
% в ВВП	2013	2014	2015	2016	2017
Доходы государственного бюджета	24,3	24,5	24,3	24,1	24,3
Расходы государственного бюджета	24,5	26,1	26,3	25,9	26,1
Процентные платежи по долгу	1,09	1,36	1,07	1,06	1,06
Баланс государственного бюджета	-0,2 ¹¹	-1,6 ¹²	-2,0	-1,8	-1,8
Первичный бюджет*	0,9	0,7	-0,9	-0,8	-0,7
Единовременные/временные потоки**	0,5	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4
Скорректированный баланс***	0,5	0,0	-0,6	-0,4	-0,3
Циклический баланс****	-0,5	-0,3	0,1	0,0	0,0
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	1,0	0,3	-0,7	-0,4	-0,3
Налогово-кредитная позиция*****	-0,9	0,7	1,0	-0,3	-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 % структурного баланса, отражающая дискреционный характер налогово-кредитной политики (положительный знак означает фискальное расширение, отрицательный знак - сдерживание).					

Таким образом, целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены в течение 2014 года будет дефляционным – 0,8-0,9 пп и нейтрализуется в начале 2015 года. Целостное воздействие указанных факторов в течение 2015 года будет слабым инфляционным - 0,4-0,5 пп, вследствие воздействия на инфляцию начатых с 2014 года расширяющих политик и роста выше среднего заработных плат. С конца 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

В прогнозируемом горизонте *продолжится медленное восстановление экономического роста развитых стран, а в развивающихся странах сохранятся неопределенности, связанные с экономическими проблемами.* Особо следует отметить перспективу развития экономики России: прогноз экономического роста в среднесрочном отрезке был пересмотрен в направлении существенного снижения, ввиду замедления роста вложений и связанного с этим снижения активности в различных отраслях экономики.

¹¹ Показатели госбюджета 2013 г. представлены без учета внебюджетных средств, показатели госрасходов представлены по движению потоков наличности.

¹² Показатель дефицита госбюджета 2014 года является оценкой ЦБ, согласно которой доходы госбюджета будут соответствовать запланированному объему, а объем госрасходов будет на 2,4% меньше годового показателя (вследствие уже сформировавшейся в первом квартале экономики и учитывая тенденции исполнения госрасходов предыдущих лет).

В первом квартале на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров инфляционных давлений не наблюдалось.

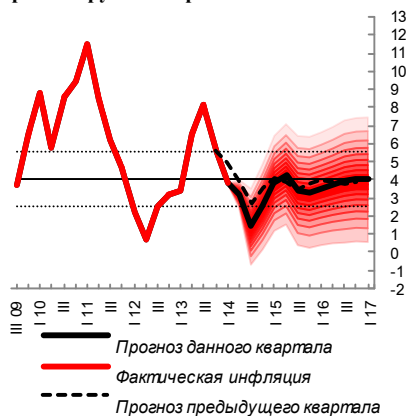
В условиях медленного восстановления мировой экономики **на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров** инфляционных давлений, вызванных факторами спроса, нет. Тем не менее, на рынках отдельных товаров могут наблюдаться специфические проблемы, связанные с предложением, в основном, сопряженные с геополитическими, природно-климатическими и прочими подобными явлениями.

В первом квартале 2014 года экономическая активность, находясь в пределах прогноза, продолжала оставаться на низком уровне, в основном, вследствие медленного восстановления активности в отрасли строительства и низкого роста объемов выпуска в отрасли промышленности. В свете вышеизложенных развитий сохранилась тенденция низкого роста частного потребления, сформировавшаяся еще в предыдущем году, и слабая инвестиционная активность. В то же время, ввиду существенного замедления экономической активности крупного торгового и инвестиционного партнера Армении – России, в течение квартала сформировалась более слабая, чем прогнозировалось, среда внешнего спроса. В результате в первом квартале 2014 года отрицательный разлом ВВП, который хотя и снизился по сравнению с предыдущим кварталом, был несколько больше, чем ожидалось, оказав содействие **более быстрому, чем прогнозировалось, снижению темпов инфляции**, составившей к концу квартала 3,8%, вплотную приблизившись к целевому показателю инфляции.

Говоря о прогнозах ЦБ следует отметить, что в условиях пессимистичных ожиданий относительно перспектив экономического роста России и менее расширяющей, чем прогнозировалось, фискальной политики, **в 2014 году темп роста экономики РА будет ниже прогноза и составит 4,1-4,8%.**

В 2014 году темп роста экономики РА будет ниже, чем ожидалось, и составит 4,1-4,8%.

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



Период	Вероятность нахождения инфляции в данном диапазоне				
	<1,0%	1,0-2,5%	2,5-5,5%	5,5-7,0%	>7,0%
II кв.	0,0%	7,2%	92,8%	0,0%	0,0%
III кв.	37,7%	42,8%	19,4%	0,1%	0,0%
IV кв.	14,9%	35,1%	48,1%	1,8%	0,1%
I кв. 2015	4,0%	16,8%	64,8%	12,1%	2,3%
II кв.	2,5%	11,8%	61,8%	18,4%	5,5%
III кв.	9,6%	21,6%	56,1%	10,2%	2,5%
IV кв.	10,9%	22,5%	54,6%	9,6%	2,4%
I кв. 2016	9,4%	20,5%	55,4%	11,4%	3,3%
II кв.	8,4%	18,6%	55,1%	13,3%	4,6%
III кв.	8,0%	16,9%	53,3%	15,2%	6,6%
IV кв.	7,5%	16,1%	52,9%	16,1%	7,5%
I кв. 2017	7,7%	16,1%	52,5%	16,1%	7,7%

В условиях слабой экономической активности **инфляция продолжит снижаться более быстрыми темпами, чем ожидалось**, и во втором квартале года сформируется у нижней границы диапазона допустимых колебаний целевого показателя, чему в большей мере окажет содействие также нейтрализация воздействия удорожания в июле 2013 года тарифов на энергоносители. В соответствии со сформированной и ожидаемой макроэкономической средой **во втором квартале 2014 года ЦБ продолжит ослабление денежно-кредитных условий**, что в сочетании с осуществляемым до сих пор смягчением денежно-кредитных условий и ожидаемой в течение года расширяющей фискальной политики приведет к расширению совокупного спроса и восстановлению

12-месячная инфляция будет оставаться в течение 2014 года в основном на уровне 2,5-5,5%.

темпов инфляции. В результате в ближайшем периоде темпы экономического восстановления значительно оживятся, способствуя стабилизации инфляции в среднесрочном отрезке вокруг целевого уровня.

В свете вышеуказанных факторов ожидается, что **12-месячная инфляция** будет оставаться в течение 2014 года, в основном, на уровне 2,5-5,5%.

Риски отклонения инфляции от прогнозированного уровня будут **равносторонние**, как в краткосрочном, так и среднесрочном отрезках. Причем, **риски внешнего сектора** будут связаны с перспективами экономических развитий развивающихся стран (особенно Россией) и передачей их вероятного воздействия на рынки сырьевых и продовольственных товаров. **Риски, исходящие от внутреннего сектора**, зависят, в основном, от развитий внутреннего спроса, в частности, от темпов восстановления капитальных вложений и хода выполнения госбюджета РА, а также, в зависимости от природно-климатических условий, от развитий отрасли сельского хозяйства. В случае проявления таких рисков ЦБ предпримет соответствующие шаги, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном периоде.

В прогнозируемом горизонте темпы роста кредитования в основном сохранятся. Путем обеспечения целевого уровня процентной ставки политики ЦБ будет реагировать соответствующим образом на изменения спроса на ликвидность, обеспечивая адекватное предложение денег на спрос на деньги.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ПЕРВОГО КВАРТАЛА 2014 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

В первом квартале 12-месячная инфляция сформировалась на уровне 3,8%.

В 1-ом квартале 2014 г. инфляционная среда продолжала постепенно смягчаться, и 12-месячная инфляция сформировалась в марте близко к целевому показателю



В соответствии с программой денежно-кредитной политики первого квартала 2014 года, 12-месячная инфляция в первом квартале постепенно снижалась, достигнув в марте целевого показателя. В первом квартале инфляция составила 1,2% по сравнению с 2,9% в аналогичном периоде предыдущего года, в результате **12-месячная инфляция сформировалась на уровне 3,8%**. Отмеченная в течение квартала инфляция была обусловлена исключительно ростом цен на продовольственные товары (содействие составило 2,3% или 1,2 пп), особенно ростом цен на товары группы “Овощи и картофель” – 22,6%, и оказала содействие общей инфляции на 1,4 пп. Снижение цен в этом квартале было отмечено среди товаров групп “Мясо” и “Животные и растительные жиры” на 2,8% и 4,2% соответственно, оказав общее содействие инфляции на -0,4 пп.

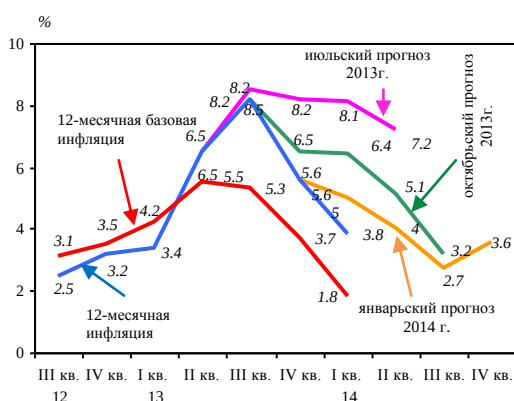
12-месячная инфляция по товарам, оказавшим основное содействие инфляции						
Наименование	2013 г. декабрь (г/г)		2014 г. март (г/г)		2014 г. первый квартал	
	Рост	Содействие	Рост	Содействие	Рост	Содействие
ИПЦ	5,6		3,8		1,2	
Продовольственные товары	4,0	2,1	1,7	0,9	2,3	1,3
хлеб	1,6	0,2	0,3	0,0	-0,4	0,0
молочные продукты	10,9	0,5	10,0	0,4	2,8	0,1
мясные продукты	2,3	0,2	-1,4	-0,1	-2,8	-0,3
фрукты	0,9	0,0	-8,4	-0,3	2,9	0,1
овощи и картофель	1,7	0,1	3,6	0,2	22,5	1,4
растительное масло и животный жир	3,3	0,1	-3,7	-0,1	-4,2	-0,1
яйца	24,6	0,3	8,5	0,1	-1,3	0,0
Непродовольственные товары	3,5	0,5	2,4	0,3	-0,6	-0,1
Услуги	9,7	3,0	8,6	2,6	0,1	0,0

В первом квартале продолжилась понижающая динамика **базовой 12-месячной инфляции**, составив к концу марта 1,8% по отношению к 3,7% в конце предыдущего года.

В первом квартале продолжилась понижающая динамика базовой 12-месячной инфляции.

Ниже представляются те 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 дальнейшие коррективы прогнозов. Хотя **в начале предыдущего одногодичного горизонта, то есть во втором квартале 2013 года**, была отмечена низкая инфляционная среда, тем не менее, в дальнейшем, в одногодичном разрезе, ожидалось значительное

Согласно прогнозам ЦБ, в результате прекращения воздействия удорожания тарифов на энергоносители 12-месячная инфляция сформируется в конце 3-го квартала у нижней границы диапазона допустимых колебаний, а затем стабилизируется вокруг целевого показателя



расширение инфляционной среды и повышение 12-месячной инфляции, обусловленное *воздействием угасания шока предложения сельского хозяйства, возможного повышения цен на сельхозпродукцию в результате майского града и вероятного пересмотра тарифов на энергоносители*. В этих условиях с третьего квартала 2013 года 12-месячная инфляция должна была превзойти допустимую верхнюю границу диапазона колебаний. В целях смягчения высокой инфляции в условиях окончательного решения об удорожании тарифов на энергоносители и ее вторичных воздействий, а также сдерживания инфляционных ожиданий ЦБ предусматривал коррекцию направлений денежно-кредитной политики путем повышения процентной ставки рефинансирования. После нейтрализации инфляционных ожиданий планировалось, что ЦБ вновь скорректирует направления своей политики по стимулированию, снизив ставку рефинансирования. В результате влияния указанных факторов **12-месячная инфляция должна была снизиться с третьего квартала 2014 года и установиться в диапазоне допустимых колебаний**.

В действительности, под влиянием вышеуказанных факторов, *в частности, развитием сельского хозяйства (сильного града и частичной задержки начала вегетационного периода,) роста цен на некоторые услуги и удорожания тарифов на энергоносители*, в апреле-августе была отмечена 0,5% инфляция вместо 5,1% дефляции в аналогичном периоде предыдущего года, в результате 12-месячная инфляция достигла в августе самого высокого 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 превысит 8,0%, затем снижаясь, окажется в диапазоне допустимых колебаний и в среднесрочном отрезке будет колебаться в пределах целевого 4% показателя.

На вышеупомянутые инфляционные развития до августа ЦБ отреагировал политикой сохранения денежно-кредитных условий, сохранив *инструмент политики на уровне 8%*. **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 5,7% 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 период с сентября 2013 года по март 2014 года инфляция составила всего лишь 3,2%**, вместо при-

В период с сентября 2013 года по март 2014 года ЦБ постепенно снизил процентную ставку рефинансирования в целом на 1,0 пп, установив ее в конце марта на уровне 7,5%.

С февраля 2014 года норматив обязательного резервирования под драмовые обязательства был снижен с 4% до 2%.

мерно 8,7% в аналогичном периоде предыдущего года. В результате к концу марта 12-месячная инфляция снизилась до 3,8%, приблизившись к целевому показателю. Причем, в том же периоде снизилась также и базовая инфляция - на 4 пп, составив к концу марта 1,8%.

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, исходящие от внешней и внутренней экономик, ЦБ постепенно ослабил денежно-кредитные условия. **В период с сентября 2013 года по март 2014 года** ЦБ постепенно снизил процентную ставку рефинансирования в целом на 1,0 пп, установив ее в конце марта на уровне 7,5%. В этом контексте еще одним шагом явилось снижение с февраля 2014 года норматива обязательного резервирования под драмовые обязательства с 4% до 2%.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

В первом квартале 2014 года долларовые цены на импорт товаров и услуг снизились, причем, снижение цен было отмечено как по части потребительских товаров, так и товаров промежуточного потребления. Исключение составило повышение цен на золото, молибден и алюминий, хотя средний уровень цен на эти товары все еще остается низким по сравнению со средним уровнем цен в первом квартале предыдущего года. В результате долларовые цены на импорт снизились кв/кв в целом на 2,7%, при этом снижение в годовом исчислении составило 1,9%, вместо роста на 2,4% г/г в предыдущем квартале.

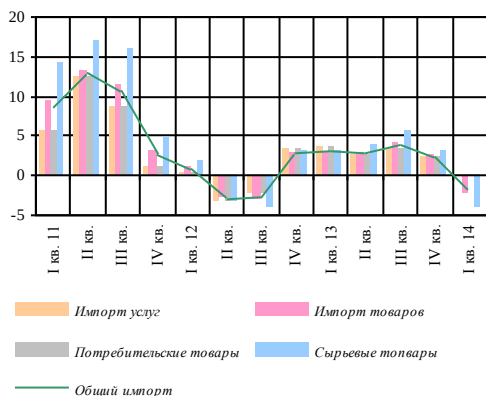
Снижение г/г долларовых цен на импорт товаров промежуточного потребления было обусловлено, в основном, негативным воздействием цен на газ, железо и золото на 0,9, 0,4 и 0,2 пп соответственно. Снижение г/г цен на потребительские товары было обусловлено, в основном, снижением г/г долларовых цен в Турции, России и Украине, которое было возмещено ростом г/г долларовых цен в зоне евро, Беларуси и Китае.

Цены производителей¹³. В первом квартале 2014 года почти во всех отраслях экономики был отмечен рост индекса цен, в результате в январе-марте дефлятор ВВП, согласно оценкам ЦБ, составил 103,7 г/г.

Рост г/г цен в **отрасли промышленности** составил в первом квартале 5,5%, вследствие роста цен на производство и распределение энергии и газа на 42,6% ввиду удорожания с 1-го июля 2013 года тарифов на энергоносители. В то же время, снижение цен было отмечено в горнорудном производстве, системе водоснабжения и переработке отходов, в отраслях перерабатывающей промышленности на 5,4%, 0,7% и 0,6% соответственно.

В течение квартала в **сельском хозяйстве** было отмечено повышение г/г цен на 3,4%¹⁴, обусловленное повышением цен в растениеводстве на 23,5% и снижением цен в животноводстве на 0,3%. Причем, инфляция в растениеводстве была обусловлена ростом цен на картофель и овощно-бахчевые культуры на 32,6% г/г, кормовые культуры – на 0,4%, и на фрукты, плоды и ягоды – на 1,1%. Дефляция животноводства явилась следствием снижения цены на мясо на 5,1%.

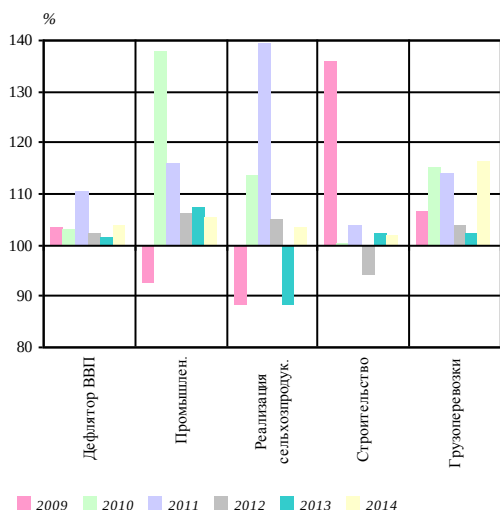
В 1-ом квартале 2014 г. долларовые цены импорта товаров и услуг снизились, г/г %



¹³Изменение индексов цен за январь-март 2014 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹⁴Представлены цены производителя на реализацию сельхозпродукции

В 1-ом квартале 2014 г. наибольший рост цен был отмечен по части грузоперевозок



В **строительстве** в первом квартале был отмечен рост г/г цен на 1,9%, что было обусловлено, в основном, повышением заработных плат в отрасли.

В течение квартала рост цен **грузоперевозок** составил 16,1% г/г, обусловленный ростом тарифов на **железнодорожный (13%)**, и **трубопроводный (40,8%)**, **воздушный (0,1%)**, **автомобильный (0,7%)** транспорт. Причем, высокий рост тарифов на трубопроводный транспорт явился следствием удорожания тарифов на энергоносители.

3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки

По результатам опроса, проведенного ЦБ в первом квартале 2014 года по некоторым макроэкономическим показателям среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств, инфляционные ожидания в финансовой системе были скорректированы в направлении снижения, что, в основном, соответствовало постепенному смягчению инфляционной среды. Инфляционные ожидания банков относительно 12-месячной инфляции в одногодичном горизонте составили по результатам опросов в среднем колебания инфляции в пределах 4,7% (в предыдущем опросе – 5,3%), а инфляционные ожидания кредитных организаций остались, в основном, на том же уровне - в пределах 4,2%. Инфляционные ожидания домашних хозяйств почти не изменились: рассчитанный средний уровень инфляции остался 4,9%.

Согласно результатам опроса финансовой системы, рыночные процентные ставки для одногодичного горизонта были скорректированы, в основном, ввиду снижения со стороны ЦБ норматива обязательного резервирования под драмовые обязательства с 4% до 2%. В результате ожидания процентных ставок по привлеченным и размещенным средствам в драмах проявляют повышательные тенденции, а по средствам в инвалюте – понижательные тенденции.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹⁵

Показатель **экономического роста** четвертого квартала 2013 года, опубликованный НСС РА, составил 5,1% г/г, в результате рост в январе-декабре составил 3,5% г/г. Причем, по сравнению с 1,5% ростом г/г в предыдущем квартале, ускорение темпа экономического роста в четвертом квартале явилось следствием, в основном, роста в отрасли промышленности, ускоряющегося роста в сельском хозяйстве и замедления спада в строительстве.

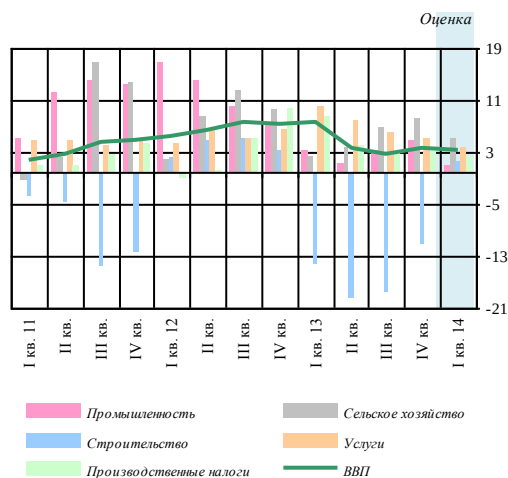
Несмотря на ускорение экономической активности в первом квартале 2014 года, его уровень остается низким – 3,3% в годовом исчислении, что соответствует прогнозу. В частности, низкая, по сравнению с предыдущими годами, экономическая активность была обусловлена медленным восстановлением мировой экономики, сокращением вложений во внутреннюю экономику и ослаблением внутреннего спроса в результате удорожания тарифов на энергоносители.

Ожидается, что в первом квартале 2014 года экономический рост составит 3,2-3,5%¹⁶.

В первом квартале 2014 года уровень экономической активности продолжал оставаться низким – 3,3%.

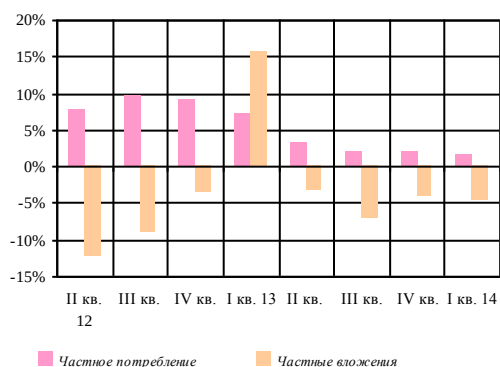
¹⁵ Показатели реального роста добавленной стоимости отраслей экономики за первый квартал 2014 года являются прогнозами ЦБ РА, а показатели подотраслей отражают темпы роста г/г выпуска продукции за январь-март 2014 года, если иное не указывается.

Темпы роста г/г фактического реального ВВП и отраслей экономики (%)



В первом квартале рост частного потребления, составил 1,8%.

Рост г/г частного потребления и частных вложений



Показатель роста добавленной стоимости в отрасли **промышленности** в первом квартале 2014 года был оценен 0,8-1,3% г/г, в основном, ввиду роста объемов горнорудного производства металлургии (6,3%), табака (2,3%), медикаментов (11,5%) и водоснабжения (3%). Причем сокращение темпов роста в сфере явилось результатом, в основном, замедления внутреннего и внешнего спроса.

Основываясь на росте объемов фактического выпуска отрасли **строительства** в первом квартале 2014 года на 0,7% г/г, рост добавленной стоимости в отрасли составит за этот период 1,0-1,5% г/г. Причем, рост объемов строительства за счет средств предприятий (14,2%), обладающих довольно высоким удельным весом в объеме источников финансирования, нейтрализовал спад объемов строительства, осуществляемого за счет средств населения (6,5%), международных кредитов (25,4%), государственного бюджета (11,4%), гуманитарной помощи (28,7% рост) и средств общин (46,1%).

В сфере **услуг** рост добавленной стоимости в первом квартале 2014 года оценен 3,2-3,7% г/г, что является следствием роста объемов оказанных услуг и торговли на 3,5% и 4,5% соответственно. Причем, росту объема оказанных услуг содействие оказал преимущественно рост услуг в сфере финансовой и страховой деятельности (3,4%), культуры, развлечений и отдыха (22,1%), деятельности в сфере операций с недвижимостью (17,6%), информатики и связи (0,9%) и здравоохранения (5%). Рост торговли был обусловлен ростом объемов оборота розничной и оптовой торговли на 1,6% и 11,9% соответственно.

В **сельском хозяйстве** рост добавленной стоимости в первом квартале 2014 года составил 5,0-5,5% г/г за счет роста животноводства, рыбного хозяйства и растениеводства на 4,7%, 18,6% и 19% соответственно. Причем, рост в животноводстве был полностью обусловлен ростом объемов производства молока и реализации убойного скота и птицы на 5,9% и 4,6% соответственно.

3.2.2. Совокупный спрос¹⁷

В первом квартале 2014 года сохранилась отмеченная в течение 2013 года тенденция сравнительно низкого роста **частного потребления**, составив 1,8%.

Причиной низкого роста частного потребления в первом квартале 2014 года послужило сохранение негативных последствий удорожания тарифов на газ и электроэнергию во втором полугодии предыдущего года.

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 потребителей**¹⁸. В частности, в первом квартале 2014 года, по сравнению с тем же периодом предыдущего года, индекс доверия потребителей снизился на 7,5% и составил 40,8, что свидетельствует о замедлении темпов роста потребления в первом квартале.

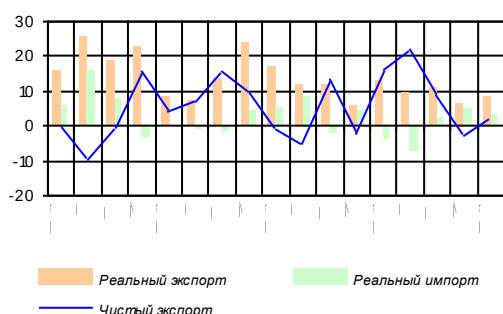
¹⁶ См. колебания по 30% вероятности в графике прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП.

¹⁷ Показатели по частным затратам, частному потреблению и частным вложениям за первый квартал 2014 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных четвертого квартала 2013 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

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

В первом квартале 2014 года уменьшение вложений составило 4,5%.

Отрицательный остаток чистого экспорта уменьшился в 1-ом квартале 2014 г.
(чистый реальный экспорт г/г %, положительный знак - улучшение)



В первом квартале 2014 года рост номинальной заработной платы составил 7,0%.

В первом квартале 2014 года уровень безработицы составил 17,1%.

В первом квартале 2014 года **инвестиционная активность** в экономике была низкой, как и ожидалось, вследствие, в основном, сохранения в первом квартале низкого уровня объемов выпуска в строительстве и слабой деловой активности. В результате в первом квартале 2014 года вложения сократились на 4,5%.

О низкой инвестиционной активности в первом квартале свидетельствуют также результаты проведенного ЦБ РА опроса среди предприятий по вложениям¹⁹.

В первом квартале 2014 года в сферу промышленности инвестировали 18% опрошенных предприятий, что ниже показателя того же периода предыдущего года на 1 пп. Причем, согласно опросам, количество инвестировавших предприятий снизилось в отраслях промышленности, строительства и сфере торговли.

В условиях замедления темпов роста частного потребления и сокращения инвестиций, в первом квартале 2014 года **частные затраты** выросли по сравнению с тем же периодом предыдущего года всего лишь на 1,2%, что в условиях повышения государственных расходов на 0,8% обусловило рост внутреннего спроса на 1,0%.

В свете вышеуказанных развитий частного потребления и инвестиций в первом квартале 2014 года разрыв затрат частного сектора был отрицательным и его воздействие на инфляцию было сдерживающим – 1,1-1,2 пп.

В первом квартале 2014 года темп **роста реальных объемов экспорта товаров и услуг** превысил темп роста реальных объемов импорта товаров и услуг и составил 8,2% г/г. Темп **роста реальных²⁰ объемов импорта товаров и услуг** замедлился, составив 3,0% г/г.

Темп роста чистого притока некоммерческих переводов физических лиц через банковскую систему замедлился в первом квартале 2014 года, составив 6,0% г/г.

3.2.3. Рынок труда²¹

Фактические развития в январе-феврале 2014 года наметили соответствие темпа **роста номинальной заработной платы** в первом квартале 2014 года предыдущим прогнозам, который составил 7,0%.

Причем, рост заработной платы в частном секторе был значительно выше, чем в государственном секторе. В первом квартале 2014 года рост заработной платы в частном секторе составил 8,3%, а в государственном секторе – 5,4%. Росту номинальной зарплат в частном секторе содействовало повышение порога минимальной зарплат в предыдущем году и снижение уровня безработицы в условиях умеренного экономического роста.

В первом квартале 2014 года **уровень безработицы** г/г слегка повысился, составив 17,1%. Небольшое повышение уровня безработицы, по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года, обусловлено сравнительно низким темпом экономического роста в первом квартале.

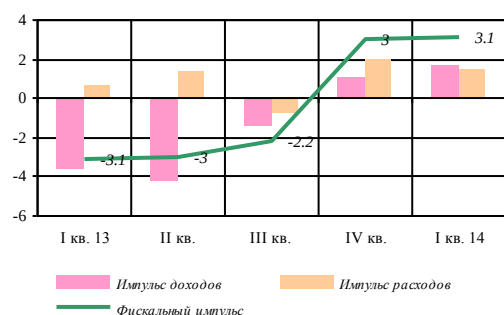
В свете указанных развитий в первом квартале 2014 года существенных неравновесий на рынке труда не наблюдалось. И, следовательно, можно утверждать, что в указанном периоде воздействие рынка труда на инфляцию было нейтральным.

¹⁹ <https://www.cba.am/am/SitePages/statsseabci.aspx>.

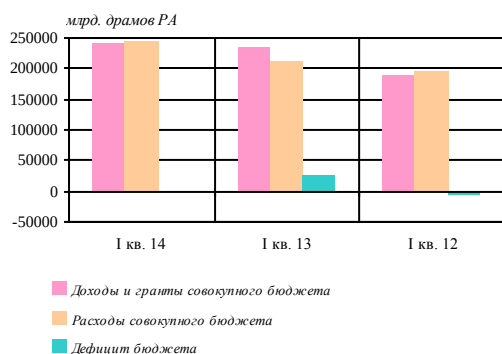
²⁰ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

²¹ Данные по рынку труда 2014 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях четвертого квартала 2013 года и января-февраля 2014 года. Оценки роста в подразделе даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

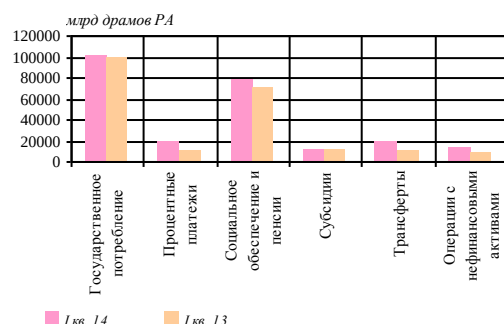
В 1-ом квартале 2014 г. расширяющее воздействие фискальной политики было обусловлено расширяющим воздействием как доходов, так и расходов



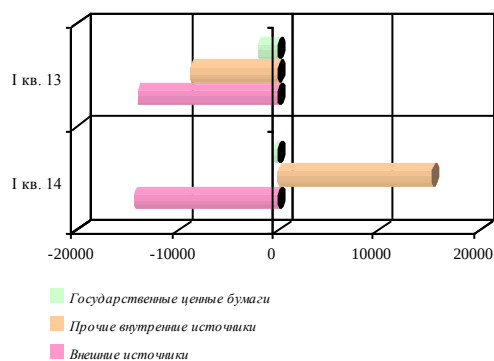
Динамика основных показателей совокупного бюджета



В расходах бюджета РА в 1-ом квартале 2014 г. был отмечен рост по всем расходным статьям



В 1-ом квартале 2014 г. сформировался небольшой дефицит бюджета (млрд. драмов РА)



3.2.4. Налогово-бюджетная политика²²

В первом квартале 2013 года исполнение государственного бюджета проходило с обеспечением доходов и экономией расходов по некоторым статьям в сравнении с запланированными квартальными объемами. Налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос согласно показателю налогово-бюджетного импульса меньшее расширяющее воздействие - 3,1, чем могло быть при условии обеспечения запланированных пропорций по расходам государственного бюджета. Причем импульс доходов был расширяющим 1,7, импульс расходов был расширяющим 1,4.

Доходы совокупного бюджета увеличились по сравнению с первым кварталом предыдущего года на 3,3% или 8,0 млн. драмов, благодаря, в основном, росту некоторых видов налогов и иных доходов. Рост налоговых доходов составил 1,7%, полностью обеспечив исполнение квартального плана. Косвенные налоги снизились по сравнению с первым кварталом предыдущего года на 0,7%, прямые налоги повысились на 1%. Причем удельный вес косвенных налогов снизился на 1 пп, составив 51%. Удельный вес прямых налогов не изменился - 39%.

Доходы по иным статьям превысили запланированный квартальный показатель примерно в 2,4 раза²³, рост г/г составил 72,5%.

По части государственных расходов исполнение бюджета было низким: 84,5% запланированных пропорций по расходам. Тем не менее, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, был отмечен рост расходов совокупного бюджета на 14,8%. Причем рост был отмечен как по части текущих, так и капитальных расходов на 13,2% и 53,7% соответственно. Был отмечен рост по всем статьям текущих расходов, а *государственное потребление* выросло по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 1,2%. Рост по части статьи *“Операции с нефинансовыми активами”*, или рост капитальных расходов был обусловлен ростом как расходов по части программ, финансируемых из зарубежа, и так расходов за счет внутренних источников финансирования.

В результате вышеуказанных развитий доходов и расходов в первом квартале сформировался дефицит бюджета, составивший всего 0,5 млрд. драмов, вместо предусмотренного скорректированной программой дефицита в 42,7 млрд. драмов. Дефицит был полностью financирован за счет внутренних источников финансирования.

²² Анализ налогово-бюджетного сектора проведен по предварительным показателям совокупного бюджета, составленным на базе предварительных фактических показателей за первый квартал 2014 года (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.

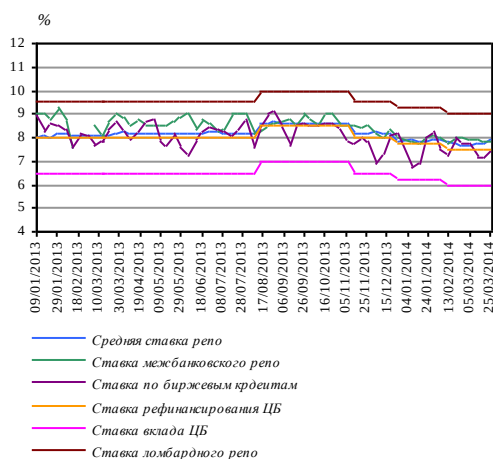
²³ Вследствие дохода, полученного в результате выдачи разрешения на использование некоторых радиочастот.

3.3. Деньги и развития финансового рынка

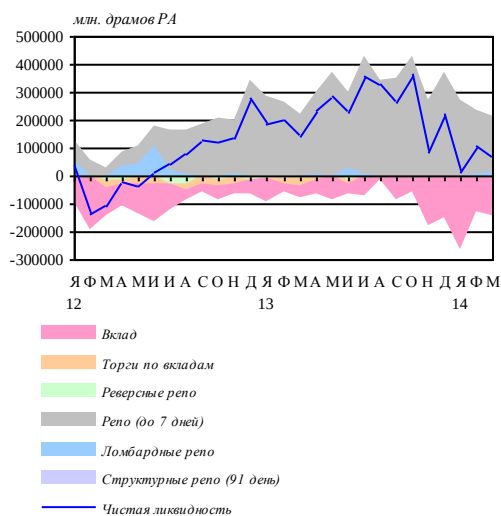
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

В первом квартале 2014 года Совет ЦБ продолжил ослабление денежно-кредитных условий, снизив в феврале ставку рефинансирования на 0,25 пп, установив ее на уровне 7,5%.

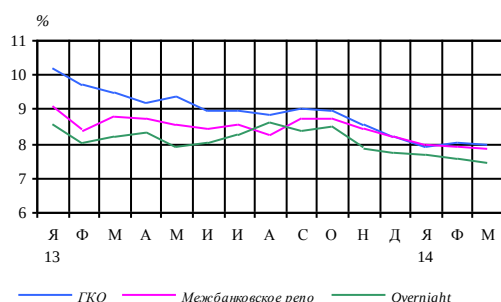
Краткосрочные процентные ставки снизились в течение квартала



Объем операций, осуществленных ЦБ РА



Краткосрочные процентные ставки проявили в течение квартала тенденцию снижения в условиях снижения ЦБ процентной ставки рефинансирования



В первом квартале 2014 года, в условиях снижения инфляции в опережающем прогнозе темпе и замедления темпов экономического роста, Совет ЦБ продолжил **ослабление денежно-кредитных условий, снизив в феврале ставку рефинансирования на 0,25 пп, установив ее на уровне 7,5%**. Этот период отличился существенными неопределенностями, и ЦБ послал финансовому рынку импульс о возможности дальнейшей корректировки процентной ставки политики, обеспечивающей в среднесрочном отрезке уровень целевой инфляции.

Параллельно со снижением процентной ставки политики в течение квартала снизилась также **ставка основного инструмента ЦБ** - на 0,25 пп. Средняя квартальная процентная ставка снизилась по сравнению со средней ставкой предыдущего квартала на 0,5 пп.

Период	Операции, совершенные ЦБ РА					
	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. 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	10.0
I кв. 2014 г.	705234.27	7.80	535000	6.17	19354.29	9.05

В условиях снижения в первом квартале 2014 года процентной ставки политики, а также снижения норматива обязательного резервирования под драмовые обязательства с 4% до 2%, продолжилась тенденция снижения **краткосрочных ставок финансового рынка**. Средний квартальный показатель процентной ставки биржевых межбанковских кредитов (overnight) снизился по сравнению с показателем предыдущего квартала на 0,47 пп, а в марте средняя процентная ставка снизилась по сравнению к средней декабрьской ставке на 0,3 пп и составила 7,44%. Среднеквартальная процентная ставка рыночного репо снизилась по отношению к предыдущему кварталу на 0,6 пп, а в марте средняя процентная ставка снизилась по отношению к средней декабрьской ставке на 0,34 пп и составила 7,86%. На рынке государственных краткосрочных облигаций процентные ставки также проявили понижательную динамику, на которую оказали воздействие и политика ЦБ, и политика управления государственным долгом, осуществляемая министерством финансов РА.

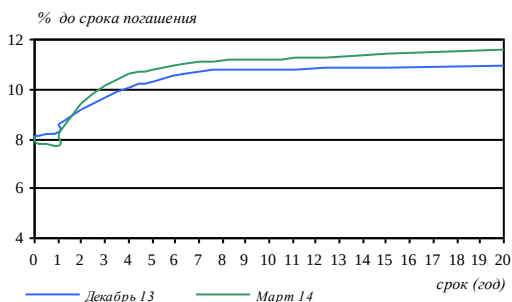
Вставка 2

Рынок государственных облигаций

Изменение процентной ставки рефинансирования ЦБ вызвало соответствующее изменение процентных ставок по краткосрочным государственным облигациям, на которые повлияла также и политика управления государственным долгом, проводимая Министерством финансов РА: среднеквартальная процентная ставка по облигациям со сроком погашения до одного года составила в марте и в первом квартале 7,98%, снизившись по сравнению с декабрем на 0,24 пп и по сравнению со средним показателем предыдущего квартала на 0,68 пп.

Изменение процентной ставки политики отразилось на вторичном рынке государственных облигаций в основном, в краткосрочном отрезке.

В 1-ом квартале 2014 г. на рынке государственных ценных бумаг среднесрочные и долгосрочные процентные ставки повысились



Согласно кривой доходности, доходность облигаций снизилась на отрезке срочности до 1 года, а на среднесрочном и долгосрочном отрезках наблюдалось некоторое повышение, которое было частично обусловлено резким спадом процентных ставок в результате проводимой еще с предыдущего квартала политики управления государственным долгом, что не могло носить постоянный характер и требовало корректировки в направлении повышения. В результате долгосрочная ставка кривой доходности повысилась на 0,65 пп и составила 11,6%. Разность между долгосрочными и краткосрочными процентными ставками составила в марте 3,48 пп, повысившись по отношению к декабрю на 0,5.

Ни ослабление денежно-кредитных условий, ни изменение норматива обязательного резервирования под драмовые обязательства со стороны банков, предполагающее увеличение ликвидности в системе более чем на 10 млрд. драмов, в первом квартале 2014 года не отразились на процентных ставках по драмовым вкладам и кредитам. На изменение объемов и процентных ставок по вкладам и кредитам в банковской системе наибольшее воздействие оказали валютное и структурное изменения объемов вкладов и кредитов. Среднемесячная процентная ставка по вкладам в драмах не изменилась по отношению к предыдущему кварталу, составив 11,9%. Объемы вкладов в драмах также почти не изменились в течение квартала: снижение драмовых вкладов до востребования было нейтрализовано увеличением срочных вкладов в драмах.

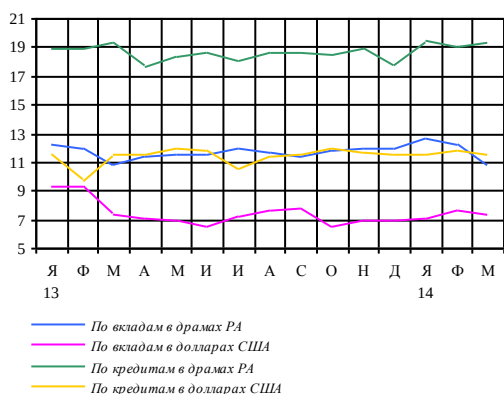
В течение квартала наблюдалось также повышение процентной ставки по кредитам в драмах, обусловленное увеличением доли потребительских кредитов в общем объеме кредитования. Средний квартальный уровень процентных ставок по драмовому кредитованию снизился примерно на 0,1 пп и составил 18,4%, а в декабре средняя ставка повысилась по отношению к предыдущему кварталу на 0,9 пп и составила 19,3%. Рост объемов кредитования в течение квартала составил 2,6% (рост г/г - 13,02), рост в абсолютном выражении - 48,9 млрд. драмов.

Процентные ставки по кредитам в инвалюте не изменились в первом квартале 2014 года, составив 11,6%. В условиях сформировавшихся процентных ставок в инвалютной структуре кредитования рост объема кредитов в инвалюте превысил рост объема кредитов в драмах. Рост объема кредитов в инвалюте составил 3,2%.

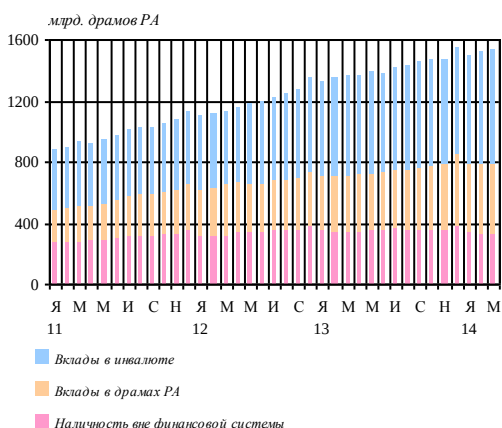
Процентные ставки по средствам, привлеченным в инвалюте, повысились в течение квартала на 0,6 пп и составили 7,4%, а объем увеличился на 7,2% - за счет средств, привлеченных от предприятий.

Динамика объемов и процентных ставок по кредитованию соответствовала также результатам опроса об условиях кредитов, предоставляемых банками и кредитными организациями РА, согласно которым в первом квартале было отмечено снижение темпов упрощения процедуры кредитования.

Динамика процентных ставок по средствам в драмах и инвалюте



В 1-ом квартале 2014 г. увеличились лишь вклады в инвалюте, вклады в драмах почти не изменились



Вставка 3

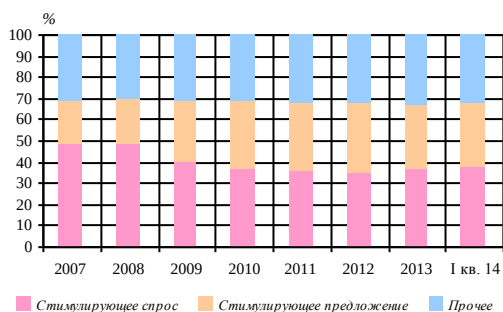
Согласно результатам проведенного в первом квартале 2014 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, в первом квартале продолжилось упрощение процедур кредитования предприятий и выдачи потребительских кредитов. Упрощение условий было отмечено также и по части предоставления кредитов предприятиям и ипотечных кредитов. Упрощение условий предоставления потребительских кредитов сохранилось за счет упрощения требований, предъявляемых

к залого, соотношения кредит/стоимость и условий оценки кредитоспособности. Был отмечен рост спроса на кредиты, выдаваемые предприятиям, и сокращение спроса на кредиты, выдаваемые домашним хозяйствам (потребительские и ипотечные кредиты). Спад спроса был обусловлен сокращением доходов клиентов, а также увеличением доли иных расходов в общих расходах. Во втором квартале 2014 года продолжится процесс упрощения процедур предоставления кредитов домашним хозяйствам. Что касается процедур и условий кредитования предприятий, то ожидается существенное упрощение процедуры кредитования малых и средних предприятий и рост спроса на все виды кредитов.

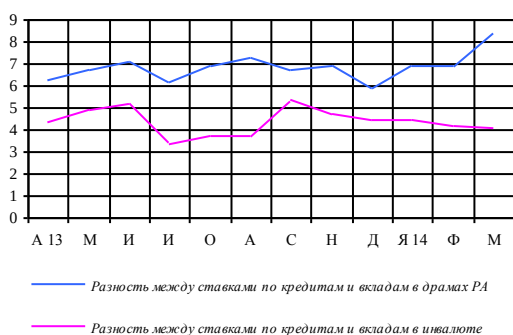
В общем объеме кредитования вырос удельный вес кредитов, стимулирующих предложение²⁴.

В общем объеме кредитования вырос удельный вес кредитов, стимулирующих предложение.

Структура кредитования экономики



В 1-ом квартале разность между ставками по инвалютным кредитам и вкладам уменьшилась



Вставка 4

В условиях указанных развитий финансового рынка и финансовой системы денежная масса в течение первого квартала почти не изменилась и составила 1 539 млрд. драмов, а драмовая масса сократилась на 6,7%, составив 791 млрд. драмов.

12-месячные тенденции денежно-кредитных показателей проявились следующим образом. Драмовые вклады увеличились на 25,3%, инвалютные вклады – на 14,95% (без учета воздействия изменения обменного курса – 16,4%), что привело к повышению уровня долларизации на 0,9 пп, а объем наличности вне финансовой системы сократился на 4,5%. 12-месячный рост денежной массы и рост драмовой массы составили 12,8% и 10,9% соответственно. Денежная база выросла на 20,8%, а драмовая база – на 1,7%. Денежный и драмовый мультипликаторы составили в первом квартале 2014 года 1,97 и 1,39 вместо 2,11 и 1,27 в аналогичном периоде предыдущего года.

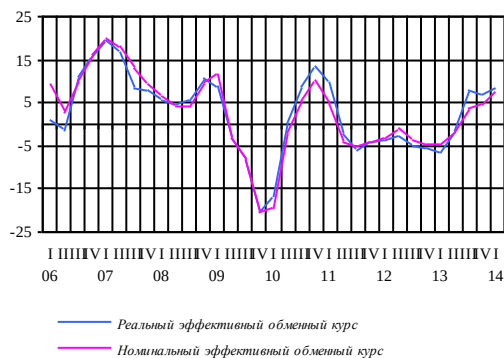
3.3.2. Обменный курс

В первом квартале 2014 года средний взвешенный обменный курс валют стран-партнеров РА резко ослабел кв/кв на 2,8%, что в основном было обусловлено ослаблением национальных валют России, Украины и Турции. Номинальный обменный курс драма РА проявил в первом квартале тенденцию ослабления. В указанном периоде Центральный банк РА выступил на рынке в качестве лишь продавца валюты, сглаживая резкую волатильность на рынке.

²⁴ В качестве кредитов, стимулирующих предложение, были условно отобраны кредиты, предоставленные строительству, потребительские и ипотечные кредиты.

В результате вышеуказанных развитий в первом квартале 2014 года средний номинальный обменный курс драма РА по отношению к доллару США ослаб кв/кв на 1,3%, а укрепление реального обменного курса²⁵ составило 3,4% кв/кв. Реальный обменный курс проявил высокий темп укрепления по отношению к тому же периоду предыдущего года 8,5% г/г, 8,0 пп которого было обусловлено за счет высоких темпов ослабления г/г средневзвешенного обменного курса стран-партнеров. Ослабление, в основном, обусловлено влиянием, оставшимся от ослабления иранского реала в третьем квартале предыдущего года, которое нейтрализуется уже во второй половине 2014 года.

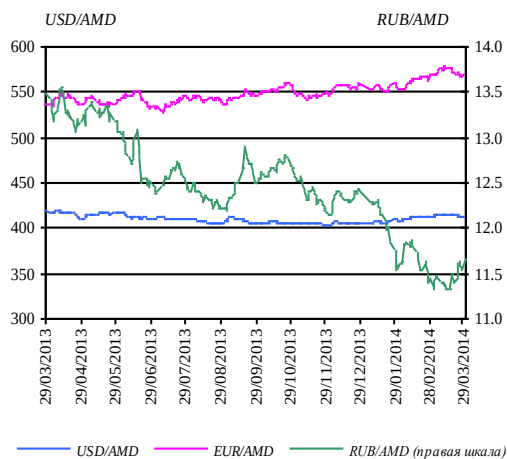
В 1-ом квартале 2014 г. темп укрепления г/г
эффективного обменного курса ускорился, %



рост г/г, %	I кв. 13	II кв. 13	III кв. 13	IV кв. 13	I кв. 14
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	-6.4	-1.6	7.9	6.8	8.5
Средняя инфляция в РА	3.0	5.2	8.7	6.4	4.6
Номинальный средний обменный курс драм РА/Доллар США (+ укрепление)	-5.1	-3.3	0.5	0.2	-0.4
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	4.5	4.4	4.3	4.0	3.6
Средневзвешенный номинальный обменный курс стран – торговых партнеров (+ укрепление)	-0.4	-1.1	-3.2	-4.3	-8.0

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

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



Вставка 5

Валютный рынок

Средний рыночный обменный курс драма к доллару США составил к концу первого квартала 2014 года 413,31 драма: ослабление драма по сравнению с концом предыдущего квартала составило 1,86%.

Динамика обменного курса драма РА в первом квартале 2014 г. к доллару США, евро и российскому рублю

Динамика кв/кв обменного курса драма РА в первом квартале 2014 г.			
Валютная пара	Обменный курс на 30.12.2013 г. (драм РА)	Обменный курс на 31.03.2014 г. (драм РА)	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	405.64	413.31	-1.86
EUR/AMD	559.54	569.91	-1.82
RUB/AMD	12.44	11.69	+6.42
Динамика среднего обменного курса драма РА в первом квартале 2014 г.			
Валютная пара	Средний обменный курс в первом квартале 2013 г.	Средний обменный курс в первом квартале 2014 г.	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	409.47	411.05	-0.38
EUR/AMD	541.01	562.93	-3.89
RUB/AMD	13.47	11.72	+14.93

²⁵ Показатель реального обменного курса первого квартала 2014 года является оценкой ЦБ РА.

Совокупный объем операций доллар США - драм РА, осуществленных на инвалютном рынке в течение квартала, составил 2,3 млрд. долларов США, что на 11,5% меньше показателя предыдущего квартала (2,6 млрд. долларов США).

Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро - драм РА, составил 192,7 млн. евро вместо объема в 231,8 млн. евро за первый квартал 2013 года.

В целях смягчения резкой волатильности обменного курса драма к доллару США на инвалютном рынке Центральный банк РА продал первом квартале 2014 года 132,9 млн. долларов США.

3.4. Платежный баланс²⁶

В первом квартале 2014 г. дефицит текущего счета в годовом исчислении снизился, вследствие, в основном, сокращения дефицита торгового баланса, а также роста частных трансфертов. Чистый приток по счетам операций с капиталом и финансовым счетам существенно сократился, что было обусловлено преимущественно сокращением чистого притока средств по статье “Прочие вложения”.

Вставка 6

О составлении данных в соответствии с принципами 6-го издания руководства МВФ по составлению платежного баланса¹

В 2009 году МВФ выпустил новое руководство по составлению платежного баланса (6-ое издание). Новая методология составления платежного баланса предусматривает изменение названий, подачи и подходов к формированию его отдельных статей. Наиболее заметными изменениями стали агрегированные показатели и статьи платежного баланса.

Начиная с 2011 года Центральный банк РА составлял платежный баланс РА согласно новой методологии, установленной руководством МВФ по составлению платежного баланса (КПБ6), вместе с этим сохраняя опубликование статистики по старой системе (КПБ5). С 2014 года платежный баланс будет опубликовываться только по новой методологии КПБ6.

Ниже представляется разница между старой и новой методологиями.

Упорядочение статей. Изменилась структура платежного баланса, теперь он состоит из 3 частей, вместо прежних 2: счет операций с капиталом рассматривается как отдельная часть. Текущий счет, в свою очередь, составляется из трех субсчетов: счет товаров и услуг (в прошлом они были разделены), счет начальных доходов (в прошлом - доходы) и счет вторичных доходов (в прошлом - текущие трансферты).

В финансовом счете прибавилось несколько статей, в частности статьи “Распределения СДР”, “Страховые и пенсионные программы”. Вместо прежней статьи “Прочие секторы”, охватывающей весь небанковский частный сектор, теперь идет разбивка на 2 части: финансовые организации - небанки и прочие секторы.

В финансовом счете изменился порядок отображения активов и обязательств. Введены новые понятия “Чистое приобретение активов” и “Чистое принятие обязательств”. Чистое положительное изменение означает увеличение активов или обязательств, а негативное - уменьшение активов или обязательств. То есть, баланс финансового счета совмещает текущий счет и счет операций с капиталом с одинаковым знаком (в прошлом - с противоположным знаком).

В смысле методологии, статьи “Товары” и “Капитальные трансферты” не включают личное имущество лиц, изменивших резидентность (трансферты миграционных работников). Услуги по переработке сырья заказчика будут включены по стоимости услуг в “Услуги по переработке материальных ресурсов”, а не в объемы импорта и экспорта товаров.

²⁶ Впредь показатели платежного баланса будут представляться согласно новой методике составления платежного баланса (ВРМ6). Показатели за первый квартал 2014 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

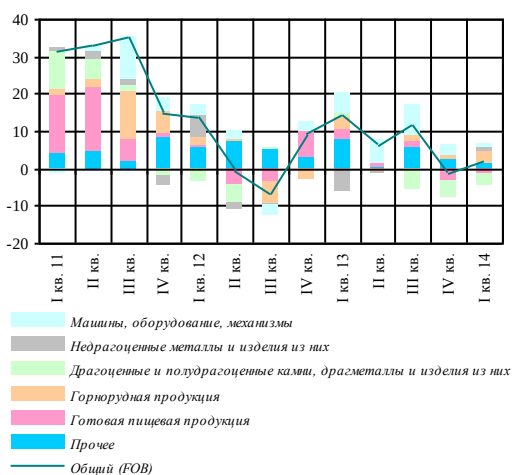
Ниже представляется платежный баланс за 2013 года, составленный по старой системе (КПБ5) и новой системе (КПБ6)

	КПБ5	КПБ6
ТЕКУЩИЙ СЧЕТ	- 1,093.0	- 1,098.7
ТОВАРЫ И УСЛУГИ	- 2,459.2	- 2,464.9
ТОВАРЫ	- 2,344.7	- 2,352.9
УСЛУГИ	- 114.5	- 112.1
НАЧАЛЬНЫЙ ДОХОД	540.9	540.8
ВТОРИЧНЫЙ ДОХОД	825.4	825.4
СЧЕТ ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ	73.9	77.0
ФИНАНСОВЫЙ СЧЕТ	951.4	- 947.6
Прямые инвестиции	353.5	- 353.5
Портфельные инвестиции	689.1	- 689.1
Финансовые деривативы	0.6	- 0.6
Прочие инвестиции	378.8	- 375.0
РЕЗЕРВНЫЕ АКТИВЫ	- 470.6	470.6
Чистые ошибки и пропуски	67.7	74.2

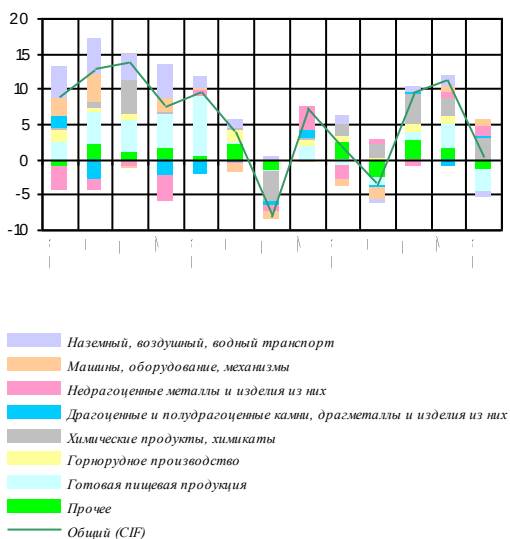
¹ Более подробное см. <https://www.cba.am/>

Storage/AM/downloads/stat_data_arm/Notice%20on%20revision.doc

Изменение г/г экспорта и содействие основных групп товаров, %²⁷



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



3.4.1. Текущий счет

В первом квартале 2013 года, согласно оценкам, показатель дефицит текущего счета/ВВП снизился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года на 3,7 пп. В течение квартала дефицит текущего счета по сравнению с тем же периодом предыдущего года снизился на 41,7 млн. долларов США и составил 347,3 млн. долларов США.

Хотя в первом квартале 2014 года был отмечен сравнительно высокий рост реальных объемов экспорта, рост г/г долларовой стоимости экспорта товаров в условиях снижения цен на экспорт составил 2,4%.

В первом квартале 2014 года рост г/г долларовой стоимости экспорта был обусловлен положительным содействием товаров “Драгоценные и полудрагоценные камни, драгметаллы и изделия из них”, “Текстильные изделия” и “Готовая пищевая продукция” на 3,4, 1,3 и 1,2 пп соответственно. Товары групп “Недрагоценные металлы и изделия из них” и “Горнорудная продукция” оказали отрицательное содействие на 3,4 и 1,3 пп соответственно.

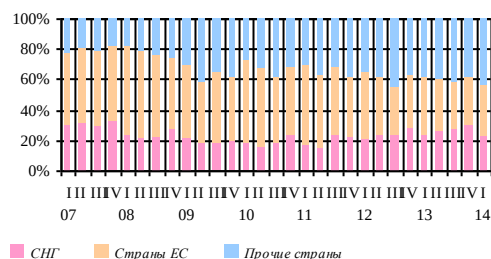
Ввиду низкой экономической активности внутренней экономики в первом квартале, было отмечено замедление роста реальных объемов импорта товаров. В результате снижения долларовых цен на импорт, рост долларовой стоимости импорта в годовом исчислении составил в первом квартале всего лишь 0,5%.

В первом квартале 2014 года по наблюдались следующие развития по группам импортируемых товаров. Товары групп “Горнорудная продукция”, “Готовая пищевая продукция” и “Продукты растительного происхождения” оказали отрицательное содействие на 3,1, 1,4 и 1,3 пп соответственно. Товары групп “Драгоценные и полудрагоценные камни, драгметаллы и изделия из них” и “Машины, оборудование, механизмы” оказали положительное содействие²⁸ на 2,9 и 1,3 пп соответственно.

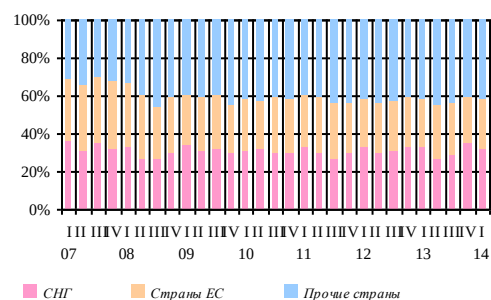
²⁷ Показатели экспорта и импорта по группам товаров и по странам представлены по ценам FOB и CIF соответственно, а показатели экспорта и импорта текущего счета – по кредиту и дебету соответственно.

²⁸ Положительное содействие оказали также некоторые товары с небольшим удельным весом.

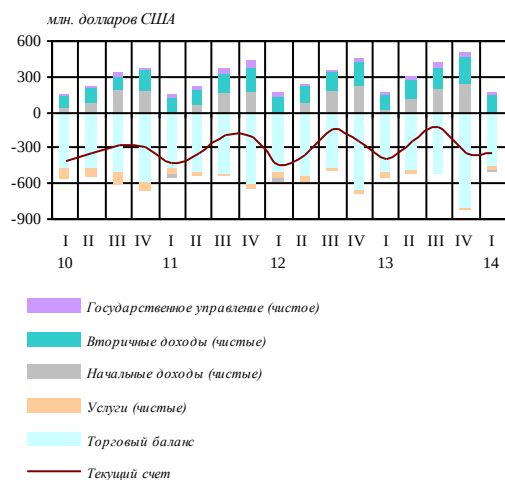
Структура экспорта по странам



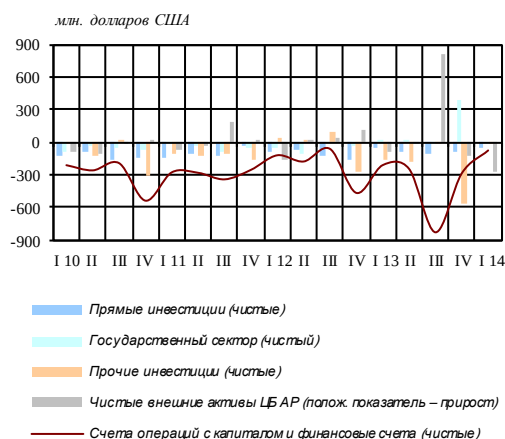
Структура импорта по странам



В 1-ом квартале 2014 г. дефицит текущего счета уменьшился



В 1-ом квартале 2014 г. чистый приток средств по счетам операций с капиталом и финансовым счетам уменьшился ("+" чистое кредитование, "-" чистый заем)



Дефицит торгового баланса, несмотря на ухудшение условий торговли, уменьшился в первом квартале 2014 года на 49,5 млн. долларов США и составил 454,7 млн. долларов США.

Дефицит баланса по статье "Услуги" уменьшился в первом квартале на 3,8 млн. долларов США в годовом исчислении и составил 48,3 млн. долларов США. Рост г/г экспорта и импорта услуг составил 6,0% и 3,1% соответственно.

В первом квартале 2014 года темпы роста г/г денежных переводов замедлились²⁹. В частности, чистый приток по статье "Вознаграждение работников" увеличился г/г на 5,5% и составил 106,8 млн. долларов США, что несколько ниже чистого оттока по статье "Инвестиционные доходы". В результате по статье "Начальные доходы" был отмечен чистый отток на 8,7 млн. долларов США. Чистый приток вторичных доходов (за исключением государственного управления) увеличился в текущем квартале на 5,6% г/г и составил 153,1 млн. долларов США.

3.4.2. Счета операций с капиталом и финансовые счета³⁰

В первом квартале 2014 года чистый приток средств по операциям с капиталом и финансовым счетам снизился г/г и составил 79,0 млн. долларов США. Уменьшение было обусловлено, в основном, снижением чистого притока средств по статье "Прочие вложения". В результате потоков платежного баланса чистые внешние активы ЦБ уменьшились на 268,3 млн. долларов США.

Чистый приток капитальных трансфертов составил в первом квартале 2014 года 10,5 млн. долларов США, вместо 13,1 млн. долларов США в аналогичном периоде предыдущего года.

Показатель чистого притока иностранных прямых инвестиций в текущем квартале остался почти на уровне аналогичного квартала предыдущего года и составил 62,8 млн. долларов США. Чистый приток государственных кредитов составил 18,8 млн. долларов США вместо чистого оттока в 5,0 млн. долларов США в том же квартале предыдущего года.

Чистый приток по статье "Прочие вложения" составил 8,4 млн. долларов США, вместо чистого притока с 158,6 млн. долларов США в том же квартале предыдущего года. В том числе, чистые внешние активы банков увеличились на 140,0 млн. долларов США, а чистые внешние активы по статье "Прочий частный сектор" уменьшились на 148,4 млн. долларов США.

²⁹ В первом квартале 2014 года был отмечен 6,0% рост з/г чистого притока некоммерческих переводов физических лиц по банковской системе.

³⁰ Показатели счетов операций с капиталом и финансовых счетов за первый квартал 2014 года являются прогнозами и оценками ЦБ РФ.

3.5. Внешняя среда

В первом квартале 2014 года среди стран-партнеров РА, за исключением стран зоны евро, была отмечена тенденция некоторого замедления экономической активности.

Согласно предварительным оценкам Бюро анализа Министерства торговли США, в первом квартале 2014 года в Соединенных Штатах Америки был отмечен 0,1 % экономический рост кв/кв в годовом исчислении (рост г/г в первом квартале составил 2,3%), причем положительное содействие экономическому росту оказали частные расходы, а государственные расходы, вложения и чистый экспорт оказали отрицательное содействие. Следует отметить, что замедление экономического роста США в первом квартале явилось следствием неблагоприятных погодных условий, и носило кратковременный характер. **В первом квартале 2014 года** в США средняя квартальная инфляция составила 1,4% г/г, вместо 1,2% в предыдущем квартале. Таким образом, в 2013 году экономический рост оценивается в 1,9%, а инфляция – в 1,5%. В то же время, в первом квартале Федеральная резервная система США сократила месячный объем приобретения ценных бумаг примерно на 15 млрд. долларов США.

Согласно предварительным оценкам Евростата, в четвертом квартале 2013 года в зоне евро экономический рост составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 0,9%. Вместе с этим, индекс потребительских цен повысился в первом квартале 2014 года в среднем на 0,7% г/г, вместо 0,8% в предыдущем квартале.

В первом квартале Европейский центральный банк оставил процентную ставку рефинансирования без изменения - 0,25%.

В первом квартале 2014 года евро по отношению к доллару США укрепился на 0,6% (укрепление г/г – 3,7%), и средний обменный курс доллара США составил 1,37 доллара США за евро.

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы России, в первом квартале 2014 года экономический рост составил 0,9 % г/г. В отраслях экономики были отмечены следующие развития: в отрасли промышленности был отмечен рост на 1,1% г/г вместо 1,4% в предыдущем квартале. В розничной торговле и в отрасли сельского хозяйства темпы роста составили 3,5% г/г и 1,1% г/г соответственно. В то же время, в строительстве в первом 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.

В первом квартале 2014 года **цена на сырую нефть марки "Brent"** на бирже "Intercontinental Exchange" (ICE) снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 1,4%, составив в среднем 108 долларов США за один баррель (снижение г/г – 4,4%). **Цена на медь** на Лондонской бирже металлов снизилась в первом квартале 2014 года на 2,3%, составив в среднем 7001 доллар США за одну тонну (снижение г/г – 12%).

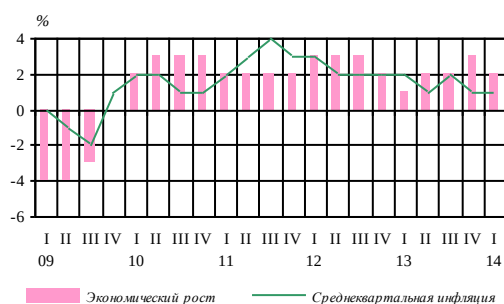
По данным Департамента сельского хозяйства США, цена экспортируемых сортов твердой краснозерной **пшеницы** снизилась в первом квартале на 2,3% кв/кв, составив в среднем 8, доллара США за бушель (снижение г/г – 7,6%).

Индекс цен на необработанный **сахар** на бирже "New York Board-Intercontinental Exchange" (NYB-ICE) снизился в первом квартале 2014 года на 7,3% (снижение г/г – 10,8%). Цена на **рис** на бирже "Chicago Board of Trade" (CBOT) снизилась в первом квартале на 0,7%, и средняя цена за один американский центнер (45,3 кг) составила 15,4 долларов США (снижение г/г – 0,6%).

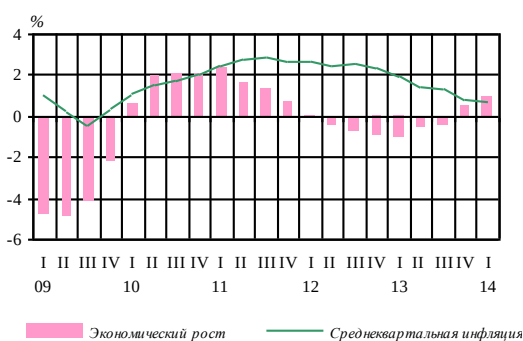
Таким образом, в первом квартале на рынке сырьевых и продовольственных товаров наблюдалась, в основном, дефляционная тенденция.

В первом квартале 2014 года среди стран-партнеров РА, за исключением стран зоны евро, была отмечена тенденция некоторого замедления экономической активности.

В 1-ом квартале 2014 г. экономический рост США замедлился



В 1-ом квартале 2014 г. экономический рост в зоне евро ускорился



В первом квартале на рынке сырьевых и продовольственных товаров наблюдалась, в основном, дефляционная тенденция.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В первом квартале 2014 года мировой спрос во *внешнем секторе* остался низким, на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров наблюдалась дефляционная тенденция. *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 первом квартале 2014 года сохранилась слабая экономическая активность и продолжилось ослабление инфляционной среды. В результате *экономический рост* составил 3,2-3,5%, а *12-месячная инфляция* составила 3,8%, что в пределах целевого показателя.

В прогнозируемом горизонте ожидается стабилизация темпов роста реального потребления и медленное восстановление частных вложений, в результате *экономический рост* составит 4-4,5%. В результате оживления частного спроса и проведения, в целом, нейтральной налогово-кредитной политики, *в прогнозируемом горизонте* внутренний спрос *не окажет расширяющее воздействие на инфляционную среду*.

Инфляция *в прогнозируемом горизонте* стабилизируется в пределах 4% целевого уровня. Тем не менее, в условиях слабой экономической активности, *инфляция продолжит снижаться опережающими прогноз темпами*, и в третьем квартале 2014 года сформируется у нижней границы допустимого диапазона колебаний, благодаря, в большей мере, нейтрализации воздействия удорожания в июле 2013 года тарифов на энергоносители. *В этой ситуации во втором 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 рисков, сопряженных с внешними и внутренними экономическими развитиями.*

Риски отклонения инфляции *от прогнозированной величины* будут *равносторонние*, как в краткосрочном, так и долгосрочном периодах. Причем основные риски связаны с перспективами экономических развитий развивающихся стран и развитиями внутреннего спроса. В случае проявления подобных рисков ЦБ предпримет ответные шаги, обеспечив целевой уровень инфляции *в прогнозируемом горизонте*.