

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 26 мая 2017г. N 166 А*

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики:
2-й квартал, 2017 г*



*Отчет о выполнении программы денежно-
кредитной политики 1-го квартала 2017 г*

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	7
2.1. Внешняя среда	7
2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос	8
2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте	14
3. 2 Фактические развития первого квартала 2017 года	17
3.1. Инфляция	17
3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции	17
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей	19
3.1.3. Инфляционные ожидания и ожидания процентной ставки ..	20
3.2. Совокупный спрос и совокупное предложение	21
3.2.1. Совокупное предложение	21
3.2.2. Совокупный спрос	22
3.2.3. Рынок труда	23
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	23
3.3. Деньги и развития финансового рынка	24
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты	24
3.3.2. Обменный курс	28
3.4. Платежный баланс	29
3.5. Внешняя среда	30

В свете политики инфляционного таргетирования большое значение имеет обеспечение коммуникативности ЦБ с общественностью, одной из форм которой является опубликование квартальных обзоров инфляции. Первый раздел Обзора инфляции состоит из Программы денежно-кредитной политики последующего квартала, в которой представлены новые квартальные прогнозы инфляции и другие макроэкономические показатели и основные направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом горизонте. Второй раздел состоит из отчета о выполнении программы денежно-кредитной политики предыдущего квартала, где представлены фактические экономические и денежно-кредитные развития.

Опубликование прогноза инфляции по целевому показателю и вытекающих из этого предположений позволяет повысить прозрачность и предсказуемость проводимой денежно-кредитной политики, и вносит вклад в укрепление доверия к Центральному банку РА. 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 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 основе всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования - 16 мая 2017 года, результатов опросов Центрального банка и выводов, вытекающих из информации о будущих макроэкономических развитиях.

Все ранее опубликованные “Обзоры инфляции” доступны на официальном сайте ЦБ РА www.cba.am, где размещены все пресс-релизы и другие материалы, относящиеся к денежно-кредитной политике.

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

ЦБ пересмотрел прогноз экономического роста на 2017 год в сторону повышения. В прогнозируемом горизонте темпы экономического роста ускорятся, постепенно приближаясь к долгосрочному равновесному уровню.

Инфляция продолжит расширяться до конца года и сформируется вблизи нижней границы допустимого диапазона колебаний, а в прогнозируемом горизонте укрепитесь вблизи целевого уровня.

Экономическая активность в первом квартале 2017 года была значительно выше прогнозов, обусловленная, в основном, ростом объема выпуска промышленности и услуг. Центральный банк, принимая во внимание это обстоятельство, пересмотрел прогноз экономического роста на 2017 год в сторону повышения. В прогнозируемом горизонте темпы экономического роста ускорятся, постепенно приближаясь к долгосрочному равновесному уровню. Дефляционная среда в первом квартале 2017 года в основном нейтрализовалась, и 12-месячная инфляция достигла в конце марта -0,1%, продолжив расширение в апреле до 1,2%. Инфляция по-прежнему продолжит расширяться до конца года и сформируется вблизи нижней границы допустимого диапазона колебаний, а в прогнозируемом горизонте укрепитесь вблизи целевого уровня.

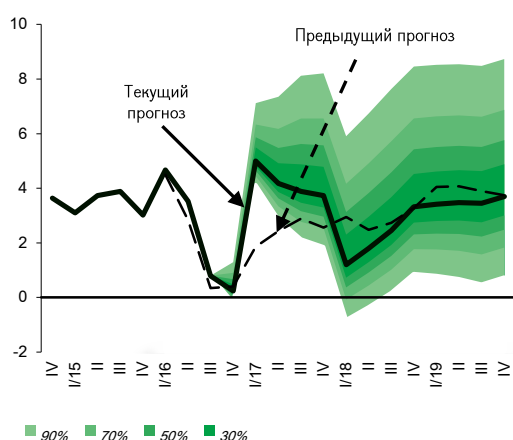
В первом квартале 2017 года рост экономической активности значительно превзошел ожидания ЦБ и составил **6,6%**, в результате экономический рост в первом квартале был пересмотрен в сторону роста, составив **5,0-5,4%**. Проводимые в 2015-2016 годах Правительством и ЦБ расширяющие денежно-кредитная и фискальная политики способствовали восстановлению внутреннего спроса, в соответствии с чем и были пересмотрены оцениваемые показатели по **частному потреблению** и **частным вложениям**, составив 5,0% и 3,7% (соответственно на 3,0 и 2,0 процентных пунктов выше предыдущих прогнозов). Причем, следует отметить, что восстановление внутреннего спроса происходит более быстрыми темпами. В первом квартале 2017 года показатель **чистого реального экспорта** ухудшился по сравнению с прогнозом из-за высокого реального роста импорта товаров и услуг: оценка составляет 11,5%, тогда как рост реального экспорта товаров и услуг составил 1,5%.

В первом квартале 2017 года дефляционная среда почти нейтрализовалась, и **показатель 12-месячной инфляции** составил в конце марта **-0,1%**, а в апреле достиг 1,2%. Учитывая, что в условиях ожидания формирования низких цен на некоторые непродовольственные товары по сравнению с предыдущим прогнозом и понижения тарифов на газ с января и на электроэнергию с февраля ожидалась более медленная траектория достижения целевого уровня инфляции, ЦБ понизил в феврале ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне **6,0%**, и оставил ее без изменения в марте из-за реализации некоторых рисков (подробнее – см. раздел «3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции»).

Согласно прогнозу ЦБ, в прогнозируемом горизонте не ожидаются существенные изменения темпов роста мировой экономики и развитий на мировых товарных рынках. В сторону роста пересмотрены только денежные переводы физических лиц, который обусловлен продолжением восстановления экономики России и

Экономический рост в 2017 году составит, по оценкам, 3,3-4,8%, причем увеличение обусловлено исключительно ростом внутреннего спроса.

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



ЦБ счел целесообразным оставить денежно-кредитные условия без изменений во втором квартале 2017 года.

пересмотрами укрепления курса рубля. В этих условиях **из внешнего сектора ожидается слабое инфляционное воздействие.**

ЦБ пересмотрел оценку экономического роста на 2017 год в сторону роста, в основном в результате зарегистрированного более высокого, чем ожидалось, роста экономической активности в первом квартале, и реализацией в сторону повышения некоторых рисков, предусматриваемых в предыдущей программе. Таким образом, **экономический рост в 2017 году составит, по оценкам, 3,3-4,8%**, причем увеличение обусловлено исключительно ростом внутреннего спроса. Высокий рост внутреннего спроса должен частично нейтрализовать влияние уменьшения внешнего спроса (из-за ухудшения чистого экспорта). В структуре внутреннего спроса прогнозируется реальный рост частного потребления на 4,3%, частных вложений – на 6,0%, а также экспорта товаров и услуг и импорта товаров и услуг – соответственно на 3,5-5,0% и 4,0-6,0%. Вместе с этим ожидается, что в 2017 году, по сравнению с предыдущим годом, налогово-бюджетная политика окажет на совокупный спрос сдерживающее влияние на 3,0 процентных пункта (предыдущий прогноз сохраняется), который будет пересматриваться в зависимости от хода реализации налогово-бюджетной политики. С точки зрения предложения экономическому росту окажет содействие рост предложения промышленности и сельского хозяйства.

Среднесрочные прогнозы не были пересмотрены: в 2018 году экономический рост составит **2,7-4,5%**, а в 2019 году – в интервале **3,1-5,2%**. Тем не менее, если сохранятся существующие высокие темпы экономического роста, среднесрочные прогнозы также будут пересмотрены в сторону повышения.

Таким образом, **в прогнозируемом горизонте, до второго квартала 2018 года дефляционное воздействие внутреннего спроса на внутренние цены постепенно ослабеет, а затем станет инфляционным до конца прогнозируемого горизонта, что совпадает с прогнозами предыдущей программы.**

Согласно прогнозам ЦБ, показатель инфляции, прогнозируемый на конец 2017 года, пересмотрен вверх по сравнению с предыдущим прогнозом в связи с ожиданиями более быстрого восстановления в течение 2017 года цен на непродовольственные товары и услуги из-за как зарегистрированного более высокого, чем ожидалось, роста цен на сезонные товары, так и ускоряющихся темпов восстановления совокупного спроса. По оценкам ЦБ, до конца года **12-месячная инфляция** будет находиться вблизи нижней границы допустимого коридора колебаний, а в течение оставшегося периода прогнозируемого горизонта – постепенно закрепится вблизи целевого уровня 4%.

Учитывая то, что существующие денежно-кредитные условия продолжают оставаться стимулирующими, способствующими восстановлению целостного спроса и закреплению инфляции вблизи целевого уровня, **ЦБ счел целесообразным оставить денежно-кредитные условия без изменений во втором квартале 2017 года.**

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



Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины будут в целом равнонаправленными, как в краткосрочном периоде, так и в среднесрочном периоде.

Риски, обусловленные внешним и внутренним секторами, связанные с постепенным восстановлением мировой экономики и вышеописанными развитиями и неопределенностями во внутренней экономике, в целом, также будут равнонаправленными.

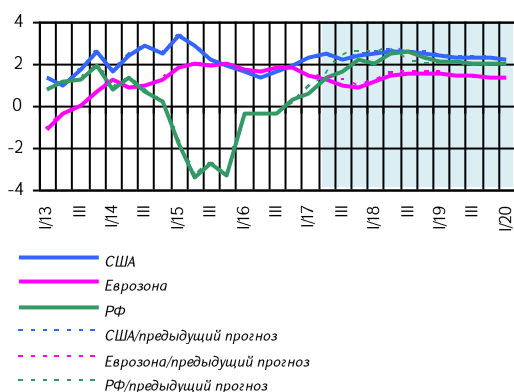
В случае проявления указанных рисков Центральный банк отреагирует должным образом, обеспечивая достижение целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

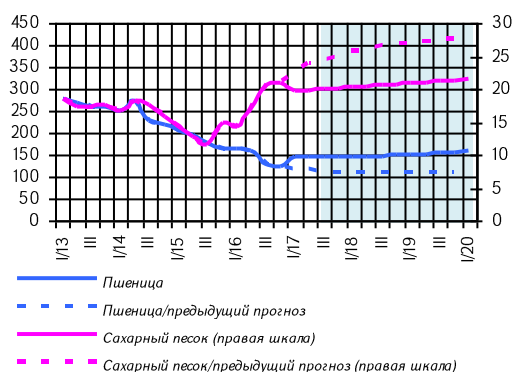
2.1. Внешняя среда¹

В 2017 году ожидается ускорение темпов роста мировой экономики. На международных рынках сырьевых и продовольственных товаров в 2017 году ожидаются слабые инфляционные тенденции.

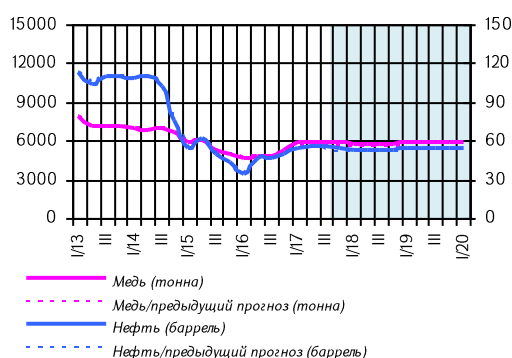
Экономический рост основных стран - торговых партнеров (%)



Продовольственные товары (доллары США)



Сырьевые товары (доллары США)



В 2017 году ожидается ускорение темпов роста мировой экономики. В частности, из основных стран - торговых партнеров РА - в США и РФ прогнозируется ускорение темпов экономического роста, в еврозоне – небольшое замедление.

На международных рынках сырьевых и продовольственных товаров в 2017 году ожидаются слабые инфляционные тенденции, за исключением рынка меди, где сформируется высокая инфляционная среда, а проявившиеся ранее инфляционные тенденции на рынке сахарного песка замедлятся.

В 2017 году рост экономики в США составит 2,4%, вместо предыдущих 2,3%, а в среднесрочном отрезке направление динамики роста будет совпадать в предыдущих прогнозах².

В еврозоне в 2017 году предусматривается примерно 1,2% экономический рост, вместо 1,3% по предыдущему прогнозу. Небольшой пересмотр обусловлен в основном, более медленным, чем ожидалось, восстановлением внутреннего спроса. В среднесрочном отрезке экономический рост не будет отличаться от значений, опубликованных в предыдущем прогнозе – сформируется на уровне 1,4%.

В России в 2017 году ожидается 1,6% экономический рост вместо 1,8% по предыдущему прогнозу, что обусловлено зарегистрированным в первом квартале более низким экономическим ростом, чем ожидалось. Тенденция понижения инфляции продолжится, и ожидается, что она достигнет своего целевого уровня раньше, чем прогнозировалось - во втором квартале 2017 года, а в среднесрочном отрезке закрепится вблизи уровня 4%. Ожидается, что ЦБР продолжит в 2017 году проведение начатой в начале года расширяющей денежно-кредитной политики, которая однако будет чуть более расширяющей, чем предусматривалось в предыдущем прогнозе.

В апрельском докладе МВФ 2017 года «Перспективы развития мировой экономики» прогноз мирового экономического роста в 2017 году составляет 3,4%, что на 0,1 процентного пункта выше, чем предусматривалось в январском докладе.

Существенное восстановление мирового спроса, а также соглашение о сокращении объемов выработки нефти оказали содействие восстановлению международных цен на сырьевых и товарных рынках после их низкого уровня в 2016 году, и уже ожидания отно-

¹ Прогнозы внешней среды составлены на базе информации, опубликованной различными авторитетными аналитическими, исследовательскими, рейтинговыми, финансовыми и информационными агентствами (в том числе, IMF, World Bank, The Economist, Economist Intelligence Unit, Global Insight, Financial Times и др.).

² Все прогнозы внешней среды основаны на данных на 25.04.2017г.

сительно международных цен в 2017 году, как и предусматривалось ранее, на сырьевые и некоторые продовольственные товары сформировались на сравнительно высоких уровнях. Риски, связанные с международными ценами на сырьевые и продовольственные товары, направлены вверх, в связи с ослаблением курса доллара из-за политических мотивов США.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение

Прогнозы ЦБ по экономическому росту на 2017 год были пересмотрены вверх, в основном из-за большей, чем ожидалось, экономической активности в первом квартале, которая, в свою очередь, была обусловлена реализацией предусматриваемых в предыдущих программах денежно-кредитной политики рисков роста объемов выпуска в сфере услуг и промышленности. В результате экономический рост на 2017 год оценивается в 3,3-4,8%. Среднесрочные прогнозы не были пересмотрены: в 2018 году экономический рост составит 2,7-4,5%, в 2019 году – 3,1-5,2%. Тем не менее, если существующие высокие темпы экономического роста сохранятся, среднесрочные прогнозы также будут пересмотрены вверх. Учитывая ожидаемую динамику основных экономических показателей внутренней и внешней среды, долгосрочный экономический рост в РА оценивается в соответствии с предыдущим значением – 4-5%.

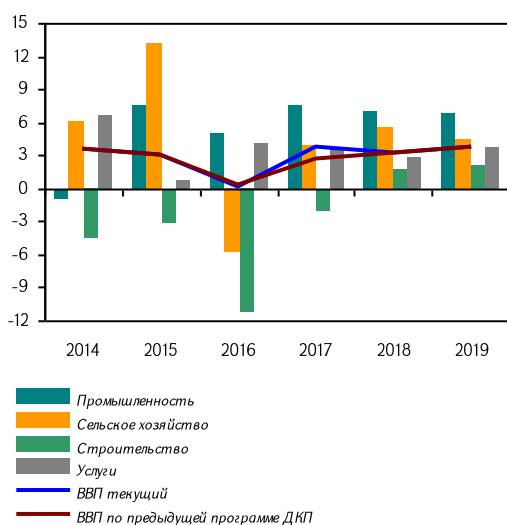
В прогнозируемом горизонте в отраслях экономики ожидаются следующие развития.

Прогнозы по **промышленности** на 2017 год пересмотрены в сторону существенного роста, обусловленного наблюдаемой в начале года экономической активности в перерабатывающей промышленности и ожидания более высокого уровня цен на горнорудную продукцию. В результате в 2017 году в отрасли промышленности прогнозируется 7,2-8,4% рост добавленной стоимости. Рост промышленности в 2018-2019 годах закрепится на уровне 6,0-7,0%, который близок к значениям предыдущих прогнозов.

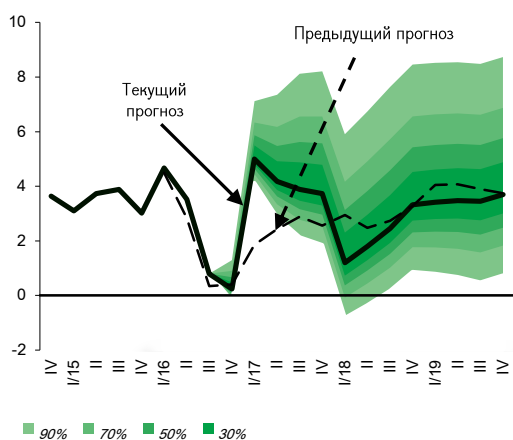
В строительстве и сельском хозяйстве прогнозы по добавленной стоимости не претерпели существенных изменений по сравнению с предыдущими. В частности, в 2017 году в сфере строительства ожидается спад на 1,8-2,5%, в сельском хозяйстве – рост на 3,6-4,4%. В 2018-2019 годах рост в перечисленных сферах закрепится на уровнях 1,8-2,2% и 4,5-5,6% соответственно, что также близко к значениям предыдущих прогнозов.

В сфере **услуг** рост добавленной стоимости на 2017 год прогнозируется на уровне 3,4-4,0%, что выше значений предыдущих прогнозов из-за высокой экономической активности, зарегистрированной в первом квартале. В 2018-2019 годах рост услуг составит 2,8-3,7%, что совпадает с предыдущими прогнозами.

Рост ВВП по отраслям экономики



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



Риски экономического роста в прогнозируемом горизонте двух-сторонние, хотя **преобладают риски, направленные вверх**. При- чем из рисков в сторону роста самым значительным риском является реализация ряда правительственных программ по улучше- нию бизнес среды и стимулированию вложений и их воздействие на экономический рост. Положительными рисками для экономического роста являются также освоение новых рынков для экспорта со стороны хозяйствующих субъектов РА и создание нового товарного ассортимента, что повысит уровень потенциала ВВП.

Из рисков в сторону снижения выделяется более медленное, чем ожидается, восстановление частного спроса. Более быстрое восста- новление мировой экономики по сравнению с базовым сценарием, неблагоприятные погодные условия, а также ход структурных ре- форм, стимулирующих экономический рост, являются двусторон- ними рисками.

Распределение вариантов прогноза реального роста ВВП		
период	диапазон 30% вероятности	диапазон 90% вероятности
2017 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	3.3% - 4.8%	1.8% - 8.2%
2018 январь-декабрь / 2017 январь-декабрь	2.7% - 4.5%	0.9% - 8.5%
2019 январь-декабрь / 2018 январь-декабрь	3.1% - 5.2%	0.6% - 9.1%
2017 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	3.3% - 4.8%	1.8% - 8.2%

Рынок труда³. Прогнозы по средней номинальной заработной плате на 2017-2019 годы были пересмотрены в сторону роста⁴, а уровень безработицы – в сторону снижения.

В **частном секторе** прогнозы средней номинальной заработной платы на 2017-2019 годы пересмотрены вверх на 0,4-0,6 процентного пункта, вследствие пересмотров прогнозов по инфляции и эконо- мического роста.

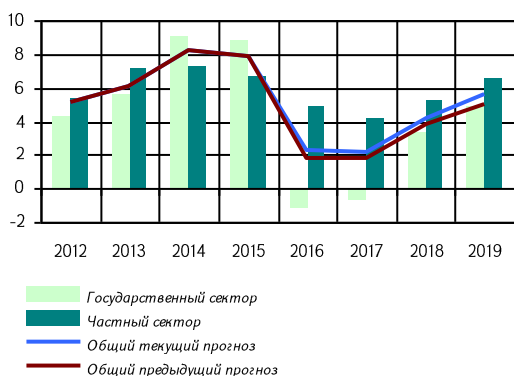
Таким образом, в 2017 году рост средних номинальных зарплат в частном секторе составит 4,2%, в 2018 году – 5,2%, в 2019 году – 6,5%.

В 2016 году ожидается 0,7% снижение средней номинальной заработной платы в **государственном секторе**, вместо 1% по предыдущему прогнозу. Показатель роста государственных зара- ботных плат на 2018-2019 годы пересмотрен вверх на 0,4-0,5 процентного пункта, вследствие пересмотров заработных плат в частном секторе, и составят соответственно 3,4% и 4,9%.

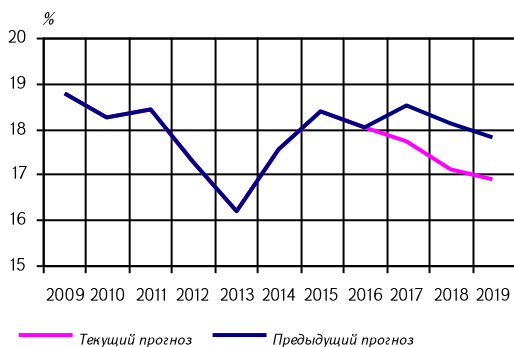
³ Показатели рынка труда за 2017-2019 гг. являются прогнозами ЦБ РА, основан- ными на фактических показателях за четвертый квартал 2016 года и январь- февраль 2017 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

⁴ Средняя номинальная заработная плата состоит из вознаграждения за труд и эквивалентных выплат (премии, компенсационные и стимулирующие выплаты и др).

Годовой прирост номинальной заработной платы



Уровень безработицы



В результате вышеописанных развитий **рост средней номинальной заработной платы** составит **в 2017 году** примерно **2%, в 2018 году - 4,0-4,4%, а в 2019 году - 5,4-5,8%.**

Прогноз среднего уровня безработицы на 2017 год пересмотрен вниз на 0,8 процентного пункта и составляет 17,7%. Прогноз на 2018 и 2019 годы составит 17,0-17,3% 16,7-17,0% соответственно, что на 0,9-1,0 процентного пункта ниже предыдущих прогнозов. Пересмотр прогнозов обусловлен как фактическими развитиями, так и пересмотром прогнозов экономического роста.

В условиях вышеописанных развитий **темп роста заработной платы в 2017 году будет выше темпа роста производительности, в результате на потребительском рынке возникнут инфляционные давления на 0,3-0,5%,** что несколько выше предыдущего прогноза. Воздействие рынка труда на инфляцию в 2018-2019 годах будет, как и прогнозировалось прежде, нейтральным.

Совокупный спрос⁵

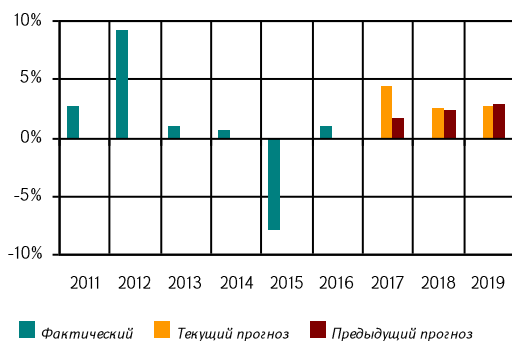
В условиях роста денежных переводов из РФ, реализации политики Правительства по стимулированию вкладов и смягчающихся денежно-кредитных условий ожидается, что в 2017 году темпы роста частных расходов ускорятся и составят 4,4-4,8%, что на 2,6 процентного пункта выше предыдущего прогноза. В среднесрочном отрезке, исходя из цели стабилизации долга, в 2017 году ожидается сокращение дефицита бюджета, которое, несмотря на то, что в краткосрочном отрезке будет иметь некоторое сдерживающее влияние на внутренний спрос, в долгосрочном отрезке будет способствовать повышению уровня доверия, стабилизации государственных финансов и росту вложений и экономической активности. В результате описанных развитий частных и государственных расходов рост внутреннего спроса в 2017 году составит 3,0-3,4%, который более чем на 3,0 процентного пункта выше значений предыдущих прогнозов. При ожидаемом более высоком росте в 2017 году отрицательный разрыв внутреннего спроса существенно сократится по сравнению с предыдущими прогнозами, и нейтрализуется в начале 2018 года. В соответствии с предыдущими прогнозами ожидается, что 2018-2019 годах внутренний спрос будет немного выше своего равновесного уровня, сформировав положительный разрыв.

Расходы частного сектора

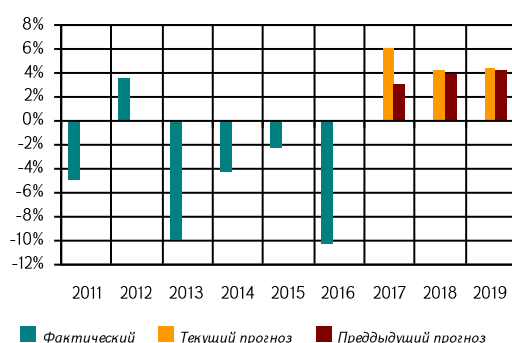
Ожидаемый в 2017 году рост денежных переводов из РФ, опередивший показатели, опубликованные в предыдущей программе, а

⁵ Показатели реального роста потребления и реального роста вложений по частному сектору на 2017-2019 годы являются оценками ЦБ РА. Фактические значения указанных показателей представлены на основе опубликованных НСС РА данных за четвертый квартал 2016 года. Оценки реального роста представлены по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

Частное потребление



Частные вложения



также прогноз более высокого роста внутренней экономики, увеличат рост реальных доходов домашних хозяйств. Учитывая эти факторы, а также ожидание увеличения объемов кредитования, рост частного потребления в 2017 году составит 4,3%, что на 2,5 процентного пункта больше предыдущего прогноза. Рост частного потребления в 2018-2019 годах будет соответствовать значениям предыдущих прогнозов: соответственно 2,2-2,6% и 2,5-2,9%.

В 2017 году прогнозируется восстановление инвестиционной активности и примерно 6% рост частных вложений, что на 3 процентных пункта выше предыдущих прогнозов. Пересмотр обусловлен новыми инвестиционными программами, предусматриваемыми в сферах альтернативной и традиционной энергетики, сельского хозяйства и водоснабжения. Рост частных вложений в 2018-2019 годах, в соответствии с предыдущими прогнозами, составит соответственно 3,9-4,3% и 4,1-4,5%.

Вышеописанные развития частного потребления и частных вложений обусловят 4,6% рост частных расходов в 2017 году, что выше показателя предыдущего прогноза на 2,6 процентного пункта. В 2018-2019 годах частные вложения повысятся на соответственно 2,5-2,9% и 2,8-3,2%, что соответствует прежним прогнозам.

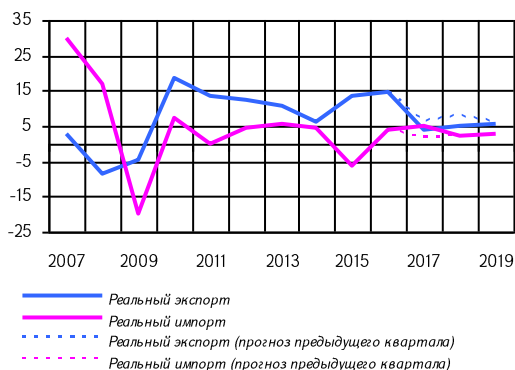
При указанном росте показателей частных расходов, в конце 2017 года исчезнет отрицательный разрыв частных расходов, а с первого квартала 2018 года до конца прогнозируемого горизонта разрыв будет положительный. Таким образом, до первого квартала 2018 года **разрыв частных расходов окажет на инфляцию в среднем сдерживающее влияние на 0,3-0,5 процентного пункта**, что меньше, чем предусматривалось в предыдущих прогнозах. Начиная со второго квартала 2018 года до конца прогнозируемого горизонта **он станет инфляционным - в среднем на 0,5-0,7 процентного пункта**, что также меньше предыдущего прогноза.

Счет текущих операций

Темпы роста долларовой стоимости экспорта товаров в первом квартале 2017 года, по оценкам ЦБ, были ниже прогноза предыдущего квартала. Обусловлено это, в основном, снижением показателей ассортимента групп «Продукция растительного происхождения» и «Драгоценные камни, металлы и изделия из них»⁶. Продолжился высокий рост экспорта алкогольных напитков и сырьевых товаров. Что касается экспорта услуг, то, судя по оценкам, здесь зарегистрирован высокий рост, обусловленный заметным ростом туризма, который был возмещен медленными, чем прогнозировалось, темпами роста экспорта товаров. Учитывая фактические

⁶ Беспрецедентный рост этой группы товаров в прошлом году обусловлен беспрецедентным ростом подгруппы «Другие изделия из драгметаллов и металлов», что не было зарегистрировано в первом квартале 2017 года.

Экспорт и импорт товаров и услуг в реальном выражении (в годовом выражении %)



развития экспорта товаров и пересмотр в сторону уменьшения экспорта товаров вышеуказанных двух групп, прогноз на 2017 год темпов роста экспорта товаров и услуг в реальном выражении пересмотрен в сторону замедления - 3,0-5,0%.

Развития по части импорта превысили ожидания: был зарегистрирован высокий рост импорта товаров и услуг, став отражением восстановления потребления. Учитывая фактические развития и последующие поквартальные пересмотры импорта в сторону повышения, в 2017 году рост импорта товаров и услуг в реальном выражении будет находиться в интервале 4,0-6,0%.

Денежные переводы физических лиц пересмотрены в сторону повышения: прогноз на 2017 год составляет 14,0-16,0%. Рост будет обусловлен продолжением восстановления экономики России, а также пересмотрами укрепления курса рубля.

В результате показатель «дефицит текущего счета/ВВП» в 2017 году ухудшится по сравнению с предыдущим прогнозом и будет составлять 1,0-3,0%.

Налогово-бюджетный сектор

Оценка **воздействия налогово-бюджетной политики** на совокупный спрос на 2017 год была составлена на базе показателей доходов и расходов, установленных законом РА «О государственном бюджете РА на 2017 год» и пересмотренных отдельными решениями Правительства РА⁷.

По сравнению с предыдущей программой денежно-кредитной политики, показатели налоговых доходов и расходов на целевые программы государственного бюджета на 2017 год увеличились на 57,1 млрд драмов каждый. В течение года ожидается сохранение положительной тенденции по сбору налогов, зарегистрированному в первом квартале года, в условиях ожидания более высокого экономического роста. Ожидается, что показатель «налоги/ВВП»⁸ увеличится по сравнению с 2016 годом на 1 процентный пункт, а показатель «расходы/ВВП» уменьшится на 1,5 процентного пункта. Дефицит государственного бюджета сформируется вблизи предусмотренного законом значения и составит 2,8% ВВП.

По сравнению с предыдущей программой, в 2017 году, по сравнению с 2016 годом, воздействие налогово-бюджетной политики на целостный спрос осталось на прежнем уровне – сдерживающее на 0,3 процентного пункта. Причем, доходы окажут 1,2, а расходы – 1,8 сдерживающее воздействие. Следует отметить, что сдерживающее воздействие ожидается и в течение остальных кварталов 2017 года.

По сравнению с предыдущей программой, в 2017 году, по сравнению с 2016 годом, воздействие налогово-бюджетной политики на целостный спрос осталось на прежнем уровне – сдерживающее на 0,3 п.п.

⁷ Установленные законом «О государственном бюджете РА» показатели пересматриваются отдельными решениями Правительства РА в рамках его компетенции, см. - <https://www.e-gov.am>

⁸ ВВП за 2017 год является прогнозом ЦБ РА.

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетного сектора					
% в ВВП	2015	2016	2017	2018	2019
Доходы государственного бюджета ⁹	22.4	22.4	22.6	23.4	23.5
Расходы государственного бюджета	27.2	28.0	25.4	26.0	25.5
Процентные платежи по долгу	1.5	1.9	2.2	2.0	2.0
Баланс государственного бюджета	-4.8	-5.6	-2.8	-2.6	-2.0
Первичный бюджет*	-3.3	-3.7	-0.6	0.6	0.0
Единоновременные/временные потоки**	-0.6	0.4	-0.1	-0.6	-0.8
Скорректированный баланс***	-2.7	-4.1	-0.5	0.0	0.8
Циклический баланс****	-0.2	-0.6	-0.2	0.0	0.2
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	-2.5	-3.5	-0.3	0.0	0.6
Налогово-бюджетная позиция*****			-3.2	-0.3	-0.6
* 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 разрыва ВВП и коэффициентов гибкости доходов и расходов к ВВП. ***** Оценка ЦБ: изменение структурного баланса в годовом исчислении, отражающая дискреционный характер налогово-кредитной политики (положительный знак означает фискальное расширение, отрицательный знак – сдерживание).					

Прогнозы налогово-бюджетной политики на прогнозируемый период базируются на основных макроэкономических показателях, на основании которых составляется проект **«Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2018-2020 г.г.»**.

В среднесрочном отрезке, как в соответствии с “Программой государственных среднесрочных расходов РА на 2017-2019 г.г.”, так и проектом новой “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2018-2020 г.г.”, для формирования стабильной деловой среды, налогово-бюджетная политика будет направлена на постепенное сокращение дефицита. Средний показатель «Дефицит/ВВП» на 2018-2019 годы прогнозируется 2,3%, что больше значения 1,85%, предусмотренного предыдущей Программой на 2018-2019 годы. Воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет в среднесрочном отрезке слегка сдерживающее, следовательно, неинфляционное.

Подведем итоги. Со второго квартала 2017 года до второго квартала 2018 года общие развития совокупного спроса и рынка труда создадут на потребительском рынке слабые дефляционные давления в среднем на 0,6-0,8 процентного пункта, что меньше значения предыдущего прогноза. В том числе, целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены будет

⁹ Показатели по государственному бюджету представлены без учета внебюджетных средств.

дефляционное - в среднем 1,0-1,2 процентного пункта, а воздействие чистого внешнего спроса - инфляционное на 0,3-0,5 процентного пункта.

На фоне устойчивого улучшения внутренних экономических условий совокупный спрос продолжит увеличиваться, достигнув положительного разрыва, в результате со второго полугодия 2018 года до конца прогнозируемого горизонта воздействия совокупного общего спроса и рынка труда будут инфляционными - в среднем на 0,6-0,8 процентного пункта, что мягче, чем прогнозировалось в предыдущей программе.

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

В 2017 года, темпы восстановления мирового спроса слегка ускорились по сравнению с предыдущими прогнозами. Кроме этого, из внешнего сектора ожидаются умеренные инфляционные давления в условиях инфляционных развитий на международных рынках сырьевых и продовольственных товаров. В то же время, предусматриваемые в предыдущих прогнозах неопределенности и риски относительно дальнейшего хода мировой экономики сохранились.

В условиях восстановления экономики России, а так значительного укрепления курса рубля по отношению к доллару США в первом квартале 2017 года зарегистрирован **высокий рост долларовой стоимости чистого притока частных трансфертов и заработной платы трудовых мигрантов**, а рост в 2017 году прогнозируется в интервале 14%-16%. В такой ситуации, по оценкам, разрыв частных реальных трансфертов в первом квартале 2017 года будет положительным и превысит предыдущий уровень.

Опубликованный показатель экономического роста за январь-декабрь 2016 года составил **0,2%**, что совпадает с предыдущими оценками ЦБ РА. В первом квартале 2017 года показатель экономической активности составил 6,6%, обусловленный, в основном, ростом показателей в сфере услуг, торговли и промышленности. В результате экономический рост в первом квартале, и в целом за весь 2017 год, пересмотрен вверх. По текущим оценкам, экономический рост за год составит 3,3-4,8%, значительно превышая предыдущие оценки.

Следует отметить, что влияние проведенной в 2015-2016 годах стимулирующей денежно-кредитной политики продолжает способствовать восстановлению внутреннего спроса. На фоне восстановления темпов роста частных трансфертов, продолжающегося роста объемов услуг и кредитования, темпы роста частного потребления, по оценкам на первый квартал, и в целом за весь 2017 год, пересмотрен в сторону повышения. С другой стороны, ожидается, что в течение 2017 года рост вложений будет выше предыдущих прогно-

зов благодаря реализации ряда инвестиционных программ в сферах альтернативной энергетики, водоснабжения и других сферах. В результате, в течение квартала темпы восстановления частных расходов и внутреннего спроса значительно ускорились по сравнению с предыдущими прогнозами. Следует отметить, что показатели реального роста экспорта товаров и услуг за первый квартал 2017 года остались в значениях, близких к предыдущим прогнозам, а показатели импорта превысили прогнозы. По последним прогнозам, показатель «дефицит текущего счета/ВВП» ухудшится по сравнению с предыдущим прогнозом, составив 1-3% в 2017 году.

По оценкам, в результате указанных развитий **разрыв ВВП** в первом квартале 2017 года **положительный**.

В первом квартале 2017 года, в целях передачи дополнительных импульсов восстановлению целостного спроса и инфляции и укрепления темпов, **ЦБ продолжил ослабление денежно-кредитных условий, снизив в феврале ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта до уровня 6%.**

Что касается среднесрочных прогнозов ЦБ, следует отметить, что темпы устойчивого роста чистого притока долларовой стоимости денежных переводов в условиях постепенного восстановления экономики России сохранятся в 2017-2019 годах, что постепенно нейтрализует негативное влияние существенного сокращения денежных переводов за предыдущие годы, оказав на разрыв ВВП положительное содействие. С другой стороны, налогово-бюджетный сектор, как ожидалось ранее, в 2017 году будет иметь сдерживающее влияние на целостный спрос, ослабив положительную динамику разрыва ВВП, а следовательно, и восстановления инфляции. По текущим прогнозам, ставка политики ЦБ продолжает оставаться стимулирующей, содействуя восстановлению целостного спроса и обеспечивая возврат инфляции к целевому уровню. **В указанных условиях ЦБ считает целесообразным сохранение во втором квартале денежно-кредитных условий без изменений.**

В результате прогноз уровня инфляции в конце года пересмотрен по сравнению с прогнозами, предусмотренными в предыдущей программе, в сторону повышения, в силу как более значительного, чем ожидалось, роста цен на сезонные товары, так и ожиданий более быстрого восстановления цен на непродовольственные товары и тарифы на услуги в условиях ускоряющихся темпов восстановления спроса. По оценке ЦБ, 12-месячная инфляция окажется в конце года у нижней границы допустимых колебаний, а в прогнозируемом горизонте закрепится вблизи целевого уровня 4%.

Под влиянием стимулирующей денежно-кредитной политики темпы роста частного потребления с 2017 года продолжают содействие восстановлению целостного спроса, закрепившись вблизи равновесного уровня в прогнозируемом горизонте. В то же время, в случае эффективной реализации политики Правительства по стимулированию вложений и запланированных инвестиционных программ, ожидается, что инвестиционная активность будет высокой также и в среднесрочном отрезке и будет содействовать сокраще-

нию отрицательного разрыва частных расходов. В среднесрочном отрезке сдерживающее влияние фискальной политики на целостный спрос постепенно нейтрализуется, в результате разрыв ВВП, войдя в область положительных значений, закроется в конце прогнозируемого горизонта, уравнив реальный сектор экономики.

Учитывая вышесказанное ожидается, что **темпы экономического роста постепенно приобретут устойчивость, составив в конце прогнозируемого горизонта 3,1%-5,2%**. Как и предполагалось ранее, большое содействие этому окажет экспортный сектор экономики, **благодаря внешней конкурентоспособности РА в условиях более низкой инфляции по сравнению со странами партнерами.**

Риски экономического роста в прогнозируемом горизонте направлены вверх, обусловленные восстановлением оптимизма и доверия к инвестиционной среде и экономическим перспективам, что вместе с усилиями Правительства может привести к увеличению вложений. Кроме этого, в связи с крупными капитальными вложениями, реализацией структурных и институциональных реформ, направленных на рост производительности, возможен пересмотр вверх уровня потенциала экономического роста.

Вместе с этим, по оценкам ЦБ, осуществленная денежно-кредитная политика оказала содействие нейтрализации дефляционной среды в 2017 году и создала достаточные стимулы для достижения в прогнозируемом горизонте целевого уровня инфляции.

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%
2017 II кв.	65.1%	34.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2017 III кв.	28.2%	46.8%	25.0%	0.1%	0.0%
2017 IV кв.	15.9%	38.6%	44.6%	1.0%	0.0%
2018 I кв.	17.2%	35.0%	45.8%	1.9%	0.1%
2018 II кв.	20.2%	34.9%	42.9%	1.9%	0.1%
2018 III кв.	23.5%	33.7%	40.5%	2.1%	0.2%
2018 IV кв.	18.6%	31.4%	46.3%	3.3%	0.4%
2019 I кв.	17.0%	30.1%	48.4%	4.0%	0.5%
2019 II кв.	12.4%	25.7%	53.9%	6.9%	1.2%
2019 III кв.	10.1%	21.9%	55.4%	10.1%	2.6%
2019 IV кв.	8.3%	19.6%	56.5%	12.1%	3.5%
2020 I кв.	5.7%	15.8%	57.0%	15.8%	5.7%

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины по оценкам, равнонаправленные, как для краткосрочного, так и среднесрочного периодов.

На фоне постепенного восстановления мировой экономики и вышеописанных развитий и неопределенностей внутренней экономики, риски, обусловленные внешним и внутренним секторами экономики, в целом, также равнонаправленные.

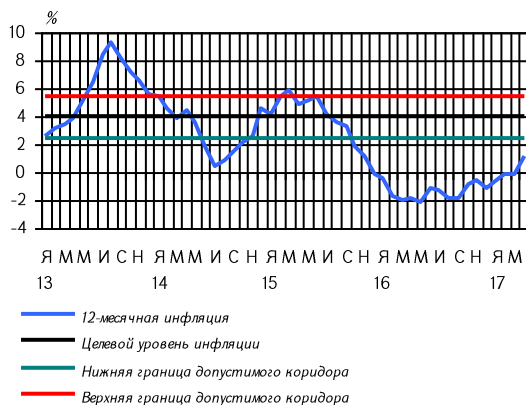
3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ПЕРВОГО КВАРТАЛА 2017 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

В первом квартале 2017 года инфляция составила **1,4%**, вместо 1,1% по предыдущему прогнозу, содействие которой, как и прогнозировалось, в основном оказал сезонный рост колеблющихся цен на продовольственные товары, в частности на товары групп «Фрукты» и «Овощи и картофель» – соответственно на 10% и 30,1% (квартальное содействие инфляции – около 2 процентных пунктов¹⁰). В то же время в первом квартале **2017 года рост показателя базовой инфляции составил 0,2%, совпав с прогнозом**, в результате показатель 12-месячной инфляции составил к концу марта – 0,9%. Этот уровень был обусловлен ростом цен в течение квартала на воздушный транспорт (-0,6% по отношению к предыдущему кварталу), а также на группы товаров «Рыба» (13,9% по отношению к предыдущему кварталу), «Мясные изделия» (0,8% по отношению к предыдущему кварталу), воздействие которых на базовую инфляцию значительно смягчило снижение цен на группы товаров «Одежда» (-5,1% по отношению к предыдущему кварталу) и «Обувь» (-7,5% по отношению к предыдущему кварталу). Следует отметить, что дефляционные давления на мировых рынках сырья и продовольствия в последние годы передались на развивающиеся страны, и особенно, на страны нашего региона, оказав существенное влияние на формирование низких уровней базовой инфляции. Дефляционные импульсы международных рынков поступали на потребительский рынок РА сравнительно медленно, поэтому их влияние на уровень базовой инфляции все еще продолжает ощущаться. Тем не менее ожидается, что указанные влияния угаснут в скором времени, что положительно скажется на ход восстановления базовой инфляции.

В 1-ом квартале 2017 года дефляционная среда почти нейтрализовалась



В 1-ом квартале 2017 года показатель 12-месячной дефляции составил в марте -0,1%, вместо предусматриваемого прогнозом уровня -0,4%.

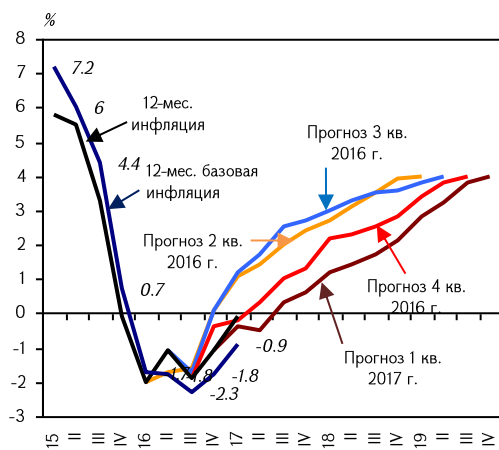
В условиях указанных выше развитий в первом квартале 2017 года дефляционная среда, как и ожидалось, почти нейтрализовалась, и **показатель 12-месячной дефляции составил в марте -0,1%, вместо -0,4%, как прогнозировалось ранее.**

По официальным данным НСС РА, инфляция в апреле составила 1%, в результате 12-месячная инфляция составила 1,2%. Указанные уровни показывают, что некоторые инфляционные риски, преду-

¹⁰ Вследствие особенностей статистической методологии расчета инфляции, между суммарным итогом содействия, оказанного различными ассортиментными товарами на инфляцию, и официально опубликованным показателем общей инфляции существует статистическое отклонение.

смаатриваемые в предыдущей программе, реализовались, что выразилось, с одной стороны, в пересмотре прогноза инфляции вверх, с другой стороны – уравнило риски отклонения инфляции от прогнозируемых уровней.

По прогнозам ЦБ, дефляционная среда постепенно нейтрализуется и в прогнозируемом горизонте закрепится вблизи целевого уровня 4%



Инфляция по группам товаров, оказавшим основное содействие ¹¹						
Группа товаров	Декабрь 2016 г. (в годовом выражении)		Март 2017 г. (в годовом выражении)		1-й квартал 2017 г.	
	Рост (%)	Содействие (%)	Рост (%)	Содействие (%)	Рост (%)	Содействие (%)
ИПЦ	-1.1		-0.1		1.4	
Продовольственные товары	-0.2	-0.1	3.3	1.5	4.8	2.2
хлеб						
мясные продукты	-3.70	-0.40	-0.88	-0.08	-0.15	-0.01
молочные продукты	-1.70	-0.20	-0.15	-0.01	0.78	0.07
фрукты	-3.40	-0.10	-2.81	-0.12	-0.15	-0.01
овощи и картофель	17.00	0.40	23.75	0.79	10.61	0.35
яйца	-1.00	-0.10	13.45	0.72	30.11	1.62
сахарный песок	-0.41	0.00	15.76	0.12	13.93	0.10
Непродовольственные товары	6.8	0.1	-1.16	-0.02	-0.63	-0.01
Услуги	14.6	0.1	14.91	0.13	2.71	0.02

В краткосрочном предыдущем периоде, охватывающем период со второго квартала 2016 года до второго квартала 2017 года, в соответствии с денежно-кредитной политикой второго квартала 2016 года, еще ожидалось влияние дефляционной среды внешнего мира на внутренние цены, которое, по прогнозу, должно было нейтрализоваться только во второй половине года. В то же время очевидным фактом было то, что в результате проведенной до этого последовательной денежно-кредитной политики инфляционные ожидания снижались сравнительно быстрыми темпами. На фоне этих развитий ЦБ считал, что **12-месячная дефляция должна была постепенно нейтрализоваться**, закрепившись в прогнозируемом горизонте вокруг целевого уровня. В подобной ситуации **ЦБ предусматривал продолжить в течение двух кварталов ослабление денежно-кредитных условий**, что в сочетании со смягчением денежно-кредитных условий с начала предыдущего года, привело бы к расширению совокупного спроса и закреплению инфляции вблизи целевого уровня.

В результате фактических инфляционных развитий во втором и третьем кварталах 2016 года, как и ожидалось, существующая деф-

¹¹ Показатели по ассортименту группы продовольственных товаров являются расчетами ЦБ с использованием данных из НСС РА, так как из-за применения НСС новой методологии расчета, информация не публикуется.

ляционная среда в основном сохранилась. Так например, в апреле-сентябре 2016 года дефляция составила 4,1% (за аналогичный период предыдущего года – 4,2%), в результате **12-месячная инфляция** колебалась вблизи уровня -1,9%. Наблюдаемому в этот период уровню дефляции главным образом содействовали передача влияния сохраняющихся на международных товарных рынках дефляционных тенденций на внутренние цены, слабый внутренний спрос и обусловленное высоким ростом сельского хозяйства формирование низких, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, цен на сельскохозяйственную продукцию. В соответствии с подобными инфляционными развитиями в указанном периоде ЦБ постепенно ослаблял денежно-кредитные условия: ставка была снижена в целом на 1,5 процентного пункта, достигнув в конце сентября **6,75%**.

Тем не менее, к существующим в конце третьего квартала дефляционным рискам прибавилось ожидание снижения в первом квартале 2017 года тарифов на газ и электроэнергию и фактор предусмотренной на 2017 год сдерживающей фискальной политики, поэтому ЦБ пересмотрел вверх прогнозы четвертого квартала 2016 года и первого квартала 2017 года.

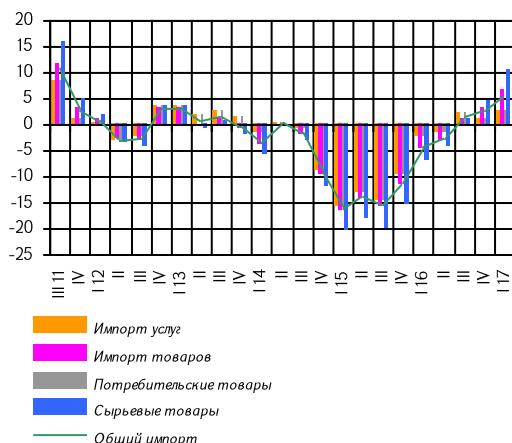
В результате фактических инфляционных развитий, с четвертого квартала 2016 года до апреля 2017 года дефляционная среда постепенно смягчилась, и **12-месячная инфляция** повысилась в конце марта до **-0,1%**. Тем не менее, учитывая зарегистрированную за этот период низкую экономическую активность, формирование ожидания низких, по сравнению с предыдущим прогнозом, цен на некоторые непродовольственные товары, а также ожидания влияния сдерживающей фискальной политики в 2017 году, предусмотренной Правительством, ЦБ продолжил ослабление денежно-кредитных условий, снизив ставку политики на 0,75 процентного пункта, и установив ее в конце февраля на уровне **6,0%**. В марте ЦБ не изменил денежно-кредитные условия, учитывая положительные развития как внешней, так и внутренней экономик и уже сформировавшиеся некоторые инфляционные риски.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

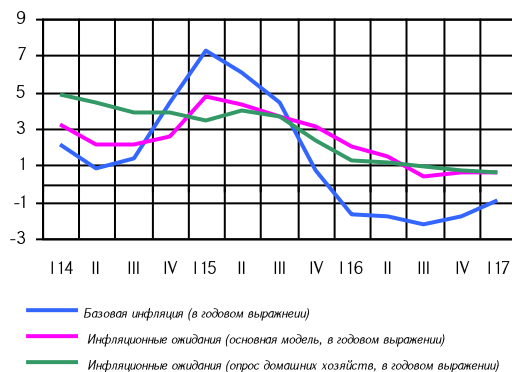
Цены на импорт. В первом квартале 2017 года долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились в среднем на 1,1% по отношению к предыдущему кварталу. Рост в том же периоде предыдущего года составил 5,7% в годовом выражении.

Повышению долларовых цен на импорт в годовом выражении оказали содействие повышение цен на товары на 4,9 процентного пункта и тарифов на услуги на 0,6 процентного пункта. Рост цен на нефть и железо на международном рынке вызвал инфляцию импортируемых сырьевых товаров.

В 1-ом квартале 2017 года долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились (в годовом выражении, %)



Инфляционные ожидания в 1-ом квартале 2017 года в основном стабилизировались



Вследствие укрепления РФ в годовом выражении повысились также цены на потребительские товары, ввозимые из этой страны. Содействие повышения цен на потребительские товары на внутренние цены составило 0,6 процентного пункта.

Цены производителей¹². По оценкам ЦБ РА, в январе-марте 2017 года дефлятор ВВП по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года увеличился на 1,5%, что совпадает с предыдущими прогнозами. Оценки проведены на основании ценовых раз-
витий, отмеченных в различных сферах экономики. В частности, в отрасли **промышленности** в январе-марте был отмечен рост цен на 3,1% в годовом выражении, обусловленный, в основном, повышением цен в горнодобывающей промышленности на 7,2% и снижением цен на сырье на международных рынках. В течение вышеуказанного периода **в сельском хозяйстве** существенных изменений цен не произошло, так как сохранилась зарегистрированная с предыдущего года слабая экономическая активность. Несмотря на ускоряющиеся темпы роста, в отчетном периоде в экономике сохранился все еще низкий уровень спроса, в результате тарифы на **услуги** существенно не изменились. Дефляция **в строительстве** в первом квартале составила 2,8% в годовом выражении, что обусловлено снижением объемов выпуска и заработных плат, что, в свою очередь, вызвано несоответствием предложения и спроса в сфере. Указанные ценовые развития в отраслях экономики существенного отклонения от оценок ЦБ.

3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки

По оценкам ЦБ РА инфляционные ожидания общества, которые существенно смягчились в 2015-2016 годах, в первом квартале 2017 года, как и ожидалось, проявили устойчивость, а в одногодичном горизонте постепенно восстанавливаются и в прогнозируемом горизонте закрепятся вблизи целевого уровня инфляции. В частности, по оценкам, полученным в рамках основной модели ЦБ РА, в первом квартале 2017 года инфляционные ожидания существенно не изменились по сравнению с предыдущим кварталом, составив 0,6%.

Судя по результатам опроса ЦБ, проведенного в первом квартале 2017 года по некоторым макроэкономическим показателям, тенденции стабилизации инфляционных ожиданий домашних хозяйств и организаций финансового сектора в основном сохранились. В частности, инфляционные ожидания домашних хозяйств укрепились, в среднем, вблизи уровня 0,6% 12-месячной инфляции, вместо показателя 0,7%, зарегистрированного в предыдущем квартале. По результатам текущего опроса, **средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы** в предстоящем одногодичном

¹² Изменение индексов цен в январе-марте 2017 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

горизонте совпадает с уровнем **2,6%** по предыдущему опросу. Причем инфляционные ожидания 12-месячной инфляции коммерческих банков составили в среднем **2,2%**, вместо прежних 2,4%, ожидания кредитных организаций остались на том же уровне **3,0%**. Страховые компании ожидают **2,6%** уровень вместо 2,2%, а инвестиционные компании и фонды – **2,1%** уровень средней инфляции вместо 2,3%.

Рыночные краткосрочные процентные ставки продолжили снижаться также и в первом квартале 2017 года и очень близко подошли к уровню ставки политики ЦБ. Причем, ставки снизились также и в других секторах финансового рынка (подробнее – см. в разделе «3.3. Деньги и развития финансового рынка»).

По результатам опроса первого квартала 2017 года финансовая система продолжила пересмотр ожиданий относительно процентных ставок в сторону снижения, сохраняя траекторию постепенного снижения ставок по всем секторам финансового рынка.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹³

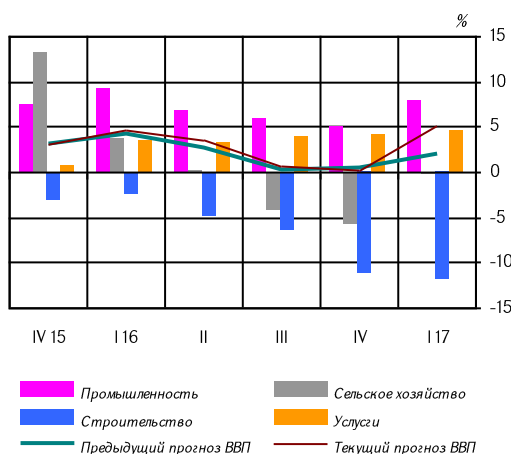
Показатель экономического роста за 2016 год составил **0,2%**, что существенно не отличается от предыдущей оценки ЦБ РА. В первом квартале 2017 года рост экономической активности значительно превысил ожидания ЦБ и составил 6,6%, в результате оценка экономического роста за первый квартал была пересмотрена в сторону увеличения и составила **5,0-5,4%**.

Ускорению экономического роста в первом квартале оказали содействие более высокий, чем ожидалось, рост экспортного потенциала и расходов частного сектора¹⁴, которому, в свою очередь, способствовал более высокий рост денежных переводов из РФ.

Рост добавленной стоимости в **промышленности** в первом квартале составил, по оценкам, 7,8-8,5% в годовом выражении, что выше предыдущего прогноза в силу более высокого, чем в предыдущих прогнозах, уровня цен на горнорудную продукцию на международных рынках и наиболее быстрого роста потенциала экономики. Сокращение добавленной стоимости в сфере **строительства** в отчетном периоде по сравнению с предыдущим годом будет еще больше, из-за более низкого, чем ожидалось, показателя в сфере строительства, осуществляемого за счет международных кредитов, и составит, по оценкам, 11,5-12,5%. В первом квартале ожидается более высокий рост добавленной стоимости в сфере

Оценка экономического роста за 1-ый квартал 2017 года была пересмотрена в сторону увеличения и составила 5,0-5,4%.

Динамика ВВП и отраслей экономики



¹³ Показатели реального роста добавленной стоимости в годовом выражении отраслей экономики за январь-март 2017 года являются оценками ЦБ РА, а показатели подотраслей отражают темпы роста выпуска продукции за январь-март 2017 года, если иное не указывается.

¹⁴ Рост потенциала экономики в первом квартале 2017 года составил, по оценкам, 4,5%, что выше значения предыдущего прогноза на 3,0 процентных пункта.

услуг, который составит 4,4-5,0% в годовом выражении, что является следствием более высокого роста частных расходов в экономике и количества приехавших в РА туристов. В начале 2017 года **в сельском хозяйстве** сохранилась зарегистрированная со второго полугодия 2016 года слабая экономическая активность, в результате в сфере сельского хозяйства в первом квартале будет зарегистрирован небольшой спад добавленной стоимости – 0,6-0,2% в годовом выражении, что близко к прежним оценкам ЦБ.

3.2.2. Совокупный спрос¹⁵

В первом квартале 2017 года рост расходов на частное потребление составил, по оценкам, 5,0%, что выше предыдущих прогнозов примерно на 3 процентных пункта. Высокий рост потребления обусловлен как опережающим ожидания ростом частных денежных переводов, так и ускорением общей экономической активности.

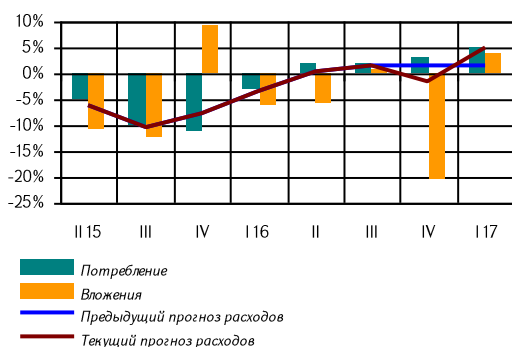
Инвестиционная активность экономики была в первом квартале выше прогноза, в результате рост частных вложений составит, по оценкам, 3,7%, превысив предыдущий прогноз на 2 процентных пункта. Пересмотр показателя роста обусловлен большим, чем ожидалось, ростом экономики и притоком денежных переводов.

На фоне вышеописанных развитий частного потребления и вложений рост частных расходов составил 4,9%, превысив предыдущий прогноз на 3 процентных пункта. В условиях подобного роста частные расходы оказались слегка выше равновесного уровня и вместо ожидаемых ранее дефляционных давлений создали на потребительском рынке инфляционные давления на 0,3-0,4 процентного пункта. Однако по оценкам ЦБ, высокий рост частных расходов в первом квартале, а следовательно, и вызванные инфляционные давления, носят временный характер¹⁶.

По оценкам ЦБ РА, показатель чистого реального экспорта за первый квартал 2017 года снизился по сравнению с предыдущим прогнозом, обусловленный превысившим прогноз высоким ростом импорта товаров и услуг. В частности, темпы роста реального экспорта товаров и услуг в первом квартале 2017 года¹⁷ составили 1,5% в годовом выражении, а реальный рост импорта товаров и услуг – 11,5% в годовом выражении.

Рост чистых переводов физических лиц в долларовом выражении превысил в первом квартале 2017 года ожидания (27,0% в годовом выражении), в основном из-за большего, чем ожидалось, укрепления курса рубля.

Годовой прирост частных расходов (%)



Показатель экспорта в реальном выражении в 1-ом квартале 2017 года уменьшился

(чистый экспорт в реальном выражении, годовой %, положительный знак – улучшение)

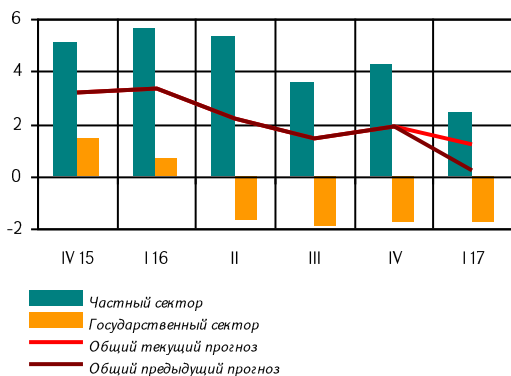


¹⁵ Показатели по частным расходам, частному потреблению и частным вложениям за первый квартал 2017 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных четвертого квартала 2016 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹⁶ Наиболее полное изложение дальнейших развитий частных расходов и их инфляционных влияний представляется в разделе прогнозов.

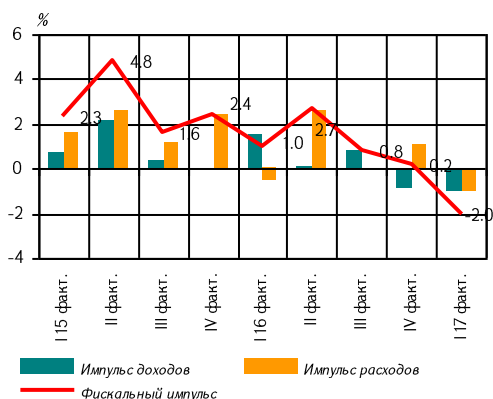
¹⁷ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

Динамика средних заработных плат по секторам в годовом выражении (%)

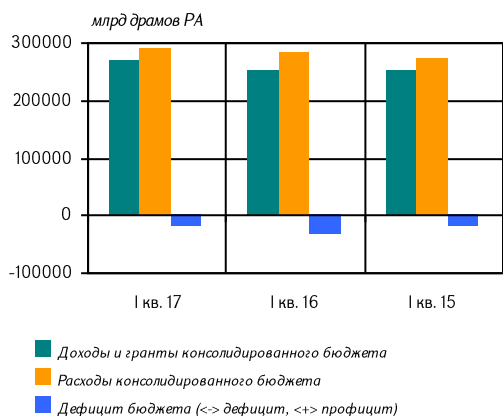


Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос составило по оценкам на 1-ый квартал 2 п.п. сдерживающее, что соответствует прогнозу на 1-ый квартал.

Сдерживающее воздействие фискальной политики в 1-ом квартале 2017 года обусловлено адекватным сдерживающим воздействием доходов и расходов



Основные показатели консолидированного бюджета



3.2.3. Рынок труда¹⁸

Темп роста средней номинальной заработной платы в первом квартале 2017 года был выше предыдущего прогноза ЦБ и составил по оценкам 1,2%.

Темп роста номинальной заработной платы **частного сектора** был выше предыдущих прогнозов и составил 2,5%, вследствие более высокой, чем ожидалось, экономической активности. Снижение номинальных заработных плат **в государственном** секторе в первом квартале 2017 года составило по оценкам 1,8%, что на 0,7 процентного пункта выше предыдущего прогноза. Отклонение обусловлено более благоприятной, чем прогнозировалось ЦБ, политикой в области государственных заработных плат, осуществляемой Правительством.

Зарегистрированный в первом квартале 2017 года высокий уровень экономической активности является предпосылкой для восстановления спроса. В результате **уровень безработицы** в первом квартале 2017 года составил 18,3%, что на 0,6 процентного пункта ниже предыдущего прогноза. Темп роста заработных плат в первом квартале 2017 года опередил темп роста производительности и оказал дополнительное 0,4-0,5% инфляционное воздействие на потребительском рынке, что существенно не отличается от предыдущих прогнозов.

3.2.4. Налогово-бюджетная политика¹⁹

В первом квартале 2017 года как доходы, так и расходы бюджета равномерно превысили оценки ЦБ²⁰. Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос было сдерживающим на 2 процентных пункта, что соответствует прогнозу на первый квартал.

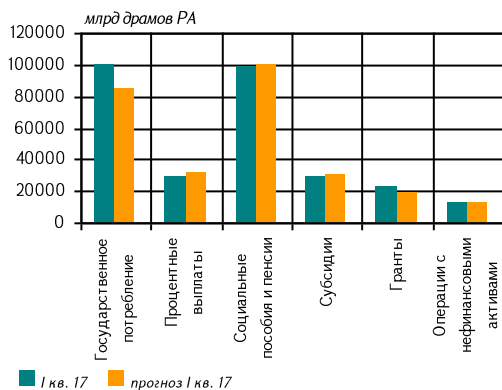
В первом квартале 2016 года доходы консолидированного бюджета увеличились по сравнению с прогнозом на 5,5%, вследствие роста сбора налогов за добавленную стоимость, платежей за загрязнение окружающей среды и пользование недрами, налога за прибыль, акцизного налога и таможенных пошлин. В результате импульс доходов был сдерживающим на 1 процентный пункт, вместо прогнозируемого сдерживающего на 0,4 процентного пункта.

¹⁸ Данные по рынку труда за первый квартал 2017 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях за четвертый квартал 2016 года и январь-февраль 2017 года. Оценки роста в подразделах даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

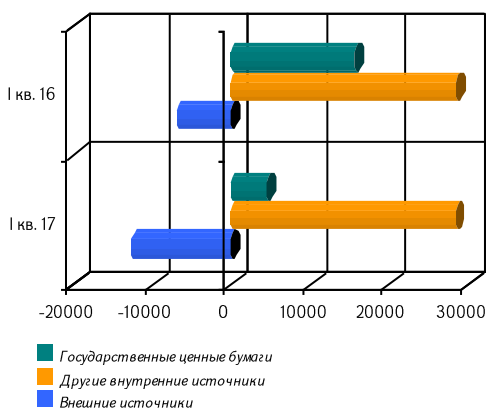
¹⁹ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен с использованием предварительных фактических показателей консолидированного бюджета (оценка бюджета общин) – без учета внебюджетных средств, рассчитанных на базе предварительных фактических показателей за первый квартал (включая показатели групп по реализации проектов). Причем, воздействие доходов рассчитано по отношению к прогнозируемому номинальному показателю ВВП, а воздействие расходов – к оцененному экономическому потенциалу.

²⁰ Сравнение с показателями, прогнозированными ЦБ.

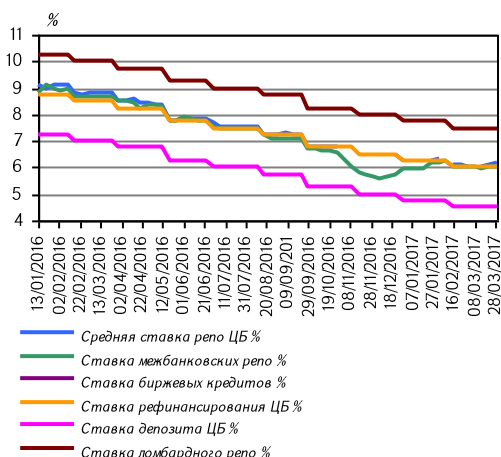
Структура расходов бюджета РА



Дефицит в 1-ом квартале был financирован за счет внутренних источников
(млрд драмов РА)



В течение вквартала краткосрочные ставки приблизились к ставке рефинансирования ЦБ



Расходы государственного бюджет превысили прогнозы на 4%. Причем, **государственное потребление** превысило прогнозируемый показатель на 11,5%, а расходы по статье «**Операции с нефинансовыми активами**» были меньше прогноза на 1,7%. В результате импульс расходов был сдерживающим на 1 процентный пункт, вместо сдерживающего на 1,9 процентного пункта.

В результате вышеописанных развитий доходов и расходов в первом квартале сформировался дефицит бюджета примерно на 20,5 млрд драмов, что близко к показателю, прогнозируемому ЦБ.

Таким образом, в условиях роста денежных переводов из РФ, расширяющей денежно-кредитной политики и высокой экономической активности частные расходы увеличились и слегка превысили равновесный уровень, вызвав слабые инфляционные давления. Учитывая также сдерживающее влияние фискальной политики и инфляционное влияние рынка труда, можно утверждать, что общее влияние совокупного спроса и рынка труда в первом квартале 2017 года было инфляционным (0,5-0,6 процентного пункта). Однако следует отметить, что по оценкам ЦБ, подобные инфляционные влияния носят временный характер²¹.

3.3. Деньги и развития финансового рынка

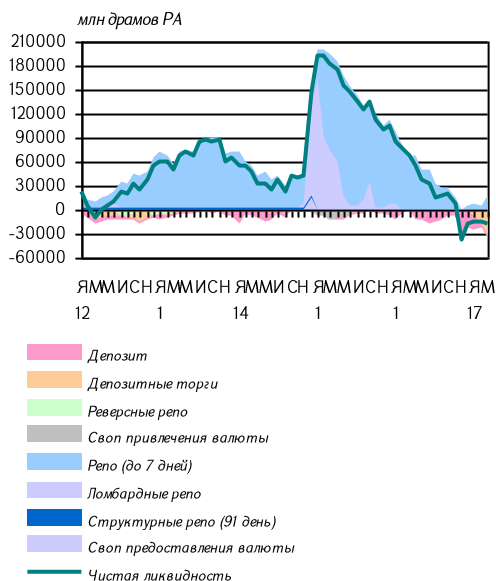
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

В течение первого квартала 2017 года Совет ЦБ стал снизил процентную ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, а затем оставил ее без изменения.

И хотя в текущем квартале уже наблюдались некоторые положительные развития экономики, происходящие благодаря устойчивому ослаблению на протяжении последних двух лет денежно-кредитных условий со стороны ЦБ, тем не менее прогнозы медленного восстановления уровня инфляции стали основанием для снижения Советом ЦБ ставки рефинансирования на 0,25 процентного пункта в феврале 2017 года. В марте Совет ЦБ счел целесообразным оставить ставку политики без изменения, на основании той оценки, что проведенная ранее политика ЦБ по стимулированию будет продолжать оказывать влияние на экономику в течение 2017 года, ускорив темпы восстановления экономической активности и уровня инфляции (см. Вкладыш 1).

²¹ Наиболее полное изложение дальнейших инфляционных влияний совокупного спроса и рынка труда представляется в разделе прогнозов.

Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ (среднемесячный запас)



Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатель	I кв. 16	II кв. 16	III кв. 16	IV кв. 16	I кв. 17
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	8.25	7.5	6.75	6.25	6.00
Ставка РЕПО ЦБ	8.92	8.13	7.35	6.54	6.13
Ставка межбанковского РЕПО	8.73	8.01	7.27	6.19	6.06
Доходность краткосрочных государственных облигаций	11.33	10.25	7.87	6.65	7.21
Доходность среднесрочных государственных облигаций	14.51	13.88	11.36	10.13	9.97
Доходность долгосрочных государственных облигаций	16.33	16.37	14.16	13.65	13.18

Вкладыш 1

Влияние ослабления денежно-кредитных условий на процентные ставки финансового рынка

С августа 2015 года до конца первого квартала 2017 года ЦБ постепенно снижал ставку политики с 10,5% до 6%.

Такой подход Совета ЦБ по постепенному снижению ставки политики был обусловлен долгое время сохраняющимися после кризиса 2014 года в РФ высокими инфляционными ожиданиями²² и оценкой высокой вероятности дополнительных рисков, обусловленных повторным сдерживанием инфляционных ожиданий в случае резкого снижения процентных ставок.

Наряду со снижением инфляционных ожиданий, ЦБ периодически информировал финансовый рынок о том, что продолжит ослабление денежно-кредитных условий в случае отсутствия рисков и сохранения статус-кво. Вместе с этим, ЦБ опубликовал причины формирования инфляции на уровне ниже целевого и преимущества медленного достижения целевого уровня²³. В результате проводимой политики в дальнейшем удалось сформировать более низкий уровень ставок благодаря уменьшению инфляционных ожиданий.

В итоге, примененный подход позволил уменьшить инфляционные ожидания, что отразилось на уровнях сначала краткосрочных, а затем и долгосрочных ставок финансового рынка, показателях роста уровня долларизации и наличности. Изменение ставки политики ЦБ сначала повлияло на краткосрочные межбанковские ставки финансового рынка, а затем влияние перешло и на рынок государственных облигаций. Влияние на долгосрочные процентные ставки в экономике было более постепенным.

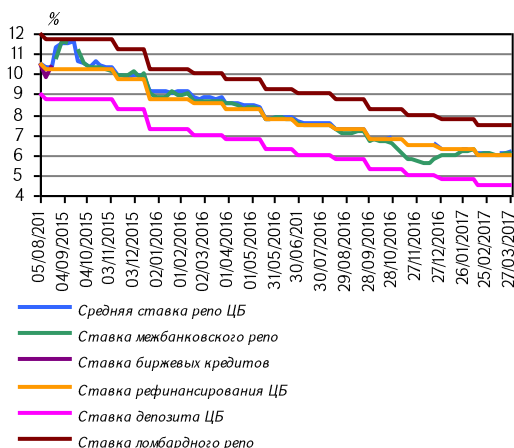
Снижение ставки политики ЦБ оказало эффективное влияние на межбанковский кредитный рынок и рынок гособлигаций по всей длине кривой доходности. На графике видно, как ставка межбанковского рынка в течение всего периода ослабления денежно-кредитных условий адекватно реагирует на снижения ставки ЦБ, снижаясь до 4,5 процентного пункта.

²² Важно отметить, что предпосылкой для эффективного влияния денежно-кредитной политики являются сдерживаемые инфляционные ожидания, которые могут существенно отличаться от фактической инфляции. Например, в 2015-2016 годах фактическая инфляция находилась ниже целевого уровня, тогда как опросы ЦБ показывают, что у населения и компаний были ожидания высокой инфляции.

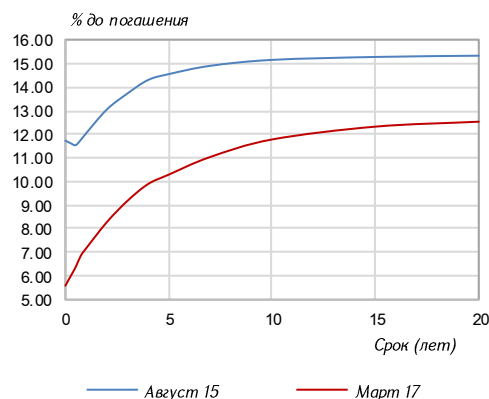
²³ См «Обзор инфляции, 3/16», стр. 4-10

<https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/Gnach%203-16hay.pdf>

Импульс ставки политики ЦБ для финансового рынка



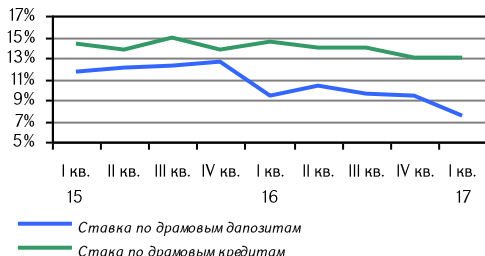
Кривая доходности до погашения



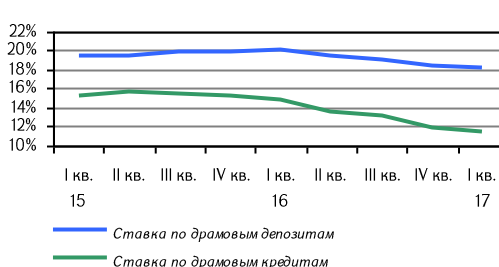
В графике кривой доходности рынка государственных облигаций явно наблюдается параллельное перемещение кривой доходности, означающее, что снижение ставки ЦБ передалось и краткосрочному, и долгосрочному отрезкам кривой. Снижение краткосрочных ставок за отмеченный период составило примерно 6 процентных пунктов, свидетельствуя о дополнительном росте доверия к краткосрочной устойчивости. Долгосрочные ставки снизились почти на 3 процентных пункта, так как уменьшение долгосрочных инфляционных ожиданий участников финансового рынка было меньше.

Следует отметить, что снижение ставок по драмовым депозитам и кредитам происходит более медленными темпами, что, помимо денежно-кредитных условий, обусловлено также влиянием других факторов. В частности, в 2014 году вследствие экономических развитий был зарегистрирован рост неопределенности относительно будущих доходов хозяйствующих субъектов, который повлиял на кредитоспособность населения. Этот риск, обусловленный реальным сектором, замедлил процесс снижения заимодателями ставок по драмовым кредитам.

Ставки депозитов и кредитов юридических лиц



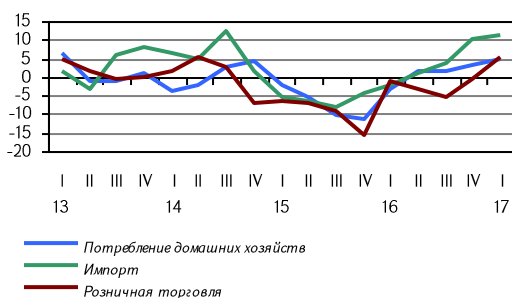
Ставки кредитов физическим лицам



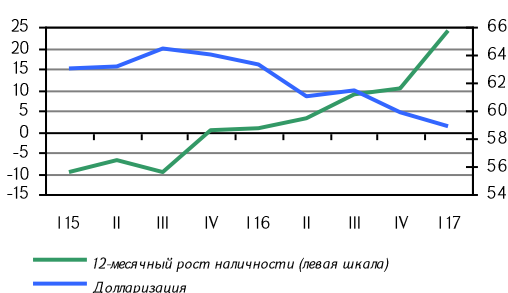
Влияние ставки политики ЦБ на ставки по валютным депозитам и кредитам еще меньше. На ставки по валютным средствам, влияют, помимо вышеуказанного, такие дополнительные факторы, как ожидания обменного курса и уровни внешних процентных ставок. В частности, целевой уровень ставки Федеральной резервной системы США, уже поднятый с 2015 года на 0,75 процентного пункта, по всей вероятности будет продолжать медленно повышаться и в дальнейшем.

Процесс снижения процентных ставок наряду со стабильностью финансовых рынков привел к сокращению долларовой доли и изменению модели поведения домашних хозяйств, связанному с существенным уменьшением склонности к сбережению, а также, в дополнение к другим факторам, оказал содействие восстановлению внутреннего спроса.

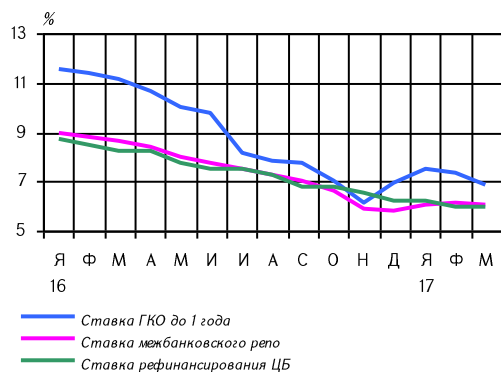
Годовой прирост потребления (%)



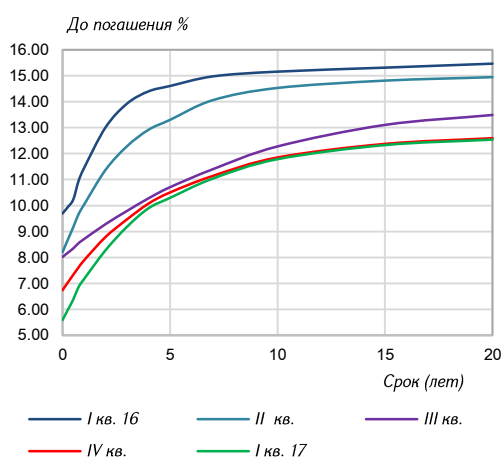
Динамика долларизации и наличности (%)



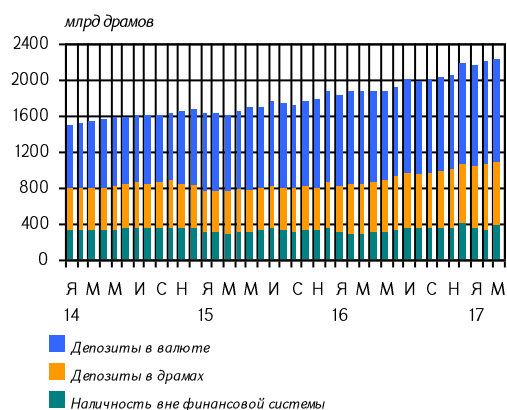
Динамика краткосрочных ставок в 1-ом кв. 2017 года



В 1-ом квартале 2017 г. доходности на рынке государственных облигаций уменьшились в краткосрочном отрезке кривой



В 1-ом квартале 2017 года рост депозитов в драмах превысил рост валютных депозитов



В результате применения ЦБ необходимых инструментов по управлению ликвидностью, в первом квартале 2017 года рыночные краткосрочные ставки приблизились к ставке политики ЦБ: ставка межбанковского репо составила в марте 6,03%, повысившись по сравнению с декабрьской ставкой 2016 года на 0,24 процентного пункта, а средний квартальный уровень снизился на 0,13 процентного пункта и составил 6,06%.

Ставки по межбанковским репо сроком до 14 дней отклонились в марте от ставки рефинансирования ЦБ всего лишь на 0,03 процентного пункта²⁴.

Снижение ставок финансового рынка проявилось на рынке государственных облигаций, отразившись на кривой доходности. В конце марта, по сравнению с концом декабря, наибольшее снижение проявила средняя доходность облигаций со сроком до 1 года – на 1 процентный пункт.

Устойчивое смягчение денежно-кредитных условий в течение предыдущих кварталов, снижение процентных ставок финансового рынка, а также уровень конкурентности между банками и другими финансовыми организациями и существующий уровень ликвидности повлияли на устойчивое снижение в первом квартале 2017 года процентных ставок по привлеченным и предоставленным коммерческими банками средствам.

Несмотря на снижение ставок по депозитам, продолжился рост привлечения депозитов. Причем, относительно устойчивое состояние финансового и валютного рынков, а также уменьшение инфляционных ожиданий привели к опережающему росту драмовых депозитов по сравнению с ростом валютных депозитов. Рост драмовых депозитов составил 4,8%, валютных депозитов – 1,9%, снизив уровень долларизации на 1,1 процентного пункта, что выше прогноза ЦБ.

Как и ожидалось, в условиях снижения процентных ставок, упрощения процедур кредитования продолжился рост объемов кредитования: в течение квартала он составил 1,5%, в основном, за счет драмовых кредитов, выданных домашним хозяйствам. 12-месячный рост общего объема кредитования составил в марте 2017 года 5,3%, превысив прогнозы ЦБ до 1 процентного пункта.

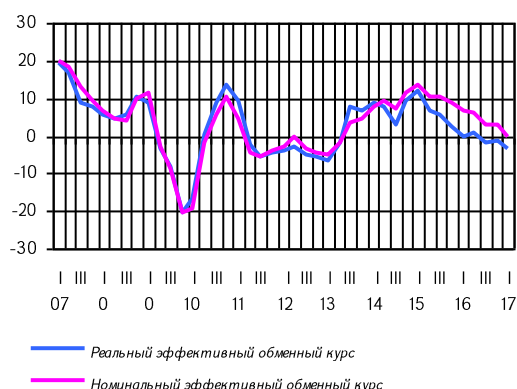
²⁴ В первом квартале 2017 года 99% межбанковских репо составили сделки со сроком от 1 до 14 дней.

Опрос об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА

Согласно результатам проведенного в первом квартале 2017 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, продолжилось упрощение условий по всем направлениям кредитования. Упрощение по-прежнему выразилось в усилении конкурентоспособности, росте конкурентоспособности среди банков и других финансовых организаций, росте уровня ликвидности, что привело к упрощению процентных ставок кредитования, сроков (продление срока предоставления). Вырос фактический спрос на все виды кредитования.

По второму кварталу 2017 года у банков и кредитных организаций сформировались следующие ожидания: по всем видам кредитования предусматриваются продолжающиеся упрощения процедур и рост кредитного спроса.

В 1-ом квартале 2017 года зарегистрировано ослабление в годовом выражении реального эффективного обменного курса (%)



3.3.2. Обменный курс

На фоне укрепления курса рубля и ослабления евро и турецкой лиры в первом квартале 2017 года средневзвешенный номинальный обменный курс валют стран - торговых партнеров остался без изменения. Ослабление номинального среднего курса драма к доллару США составило 1,4%. В подобных условиях ЦБ продал на валютном рынке РА примерно 15 млн долларов с целью нейтрализации краткосрочной волатильности на валютном рынке, обусловленной сезонностью платежного баланса.

В первом квартале 2017 года номинальный эффективный обменный курс драма уменьшился в среднем на 1,4%. Укрепление реального эффективного курса составило 1,5%²⁵ по отношению к предыдущему кварталу.

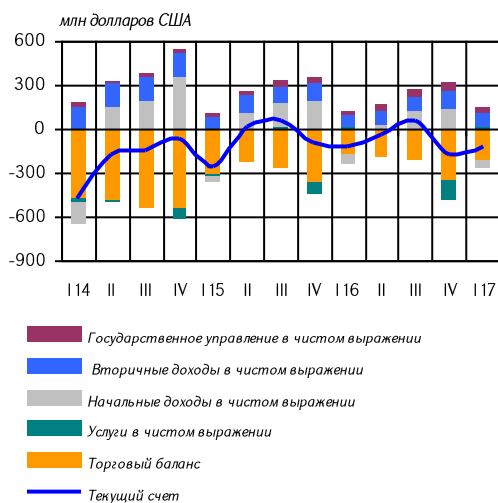
По сравнению с тем же кварталом предыдущего года ослабление реального эффективного обменного курса составило 3,2%.

²⁵ Показатель реального обменного курса за первый квартал 2017 года является оценкой ЦБ РА.

Рост в годовом выражении, %	I кв. 2015	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв. 2016	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв. 2017
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	11.7	6.7	5.8	2.2	-0.1	1.02	-1.9	-1.3	-3.2
Средняя инфляция в РА	5.2	5.1	4.4	1	-1.2	-1.6	-2.2	-0.7	1.5
Номинальный средний обменный курс драм РА/доллар США (+ укрепление)	-13.9	-13.4	-14.8	-10.1	-2.3	-0.5	0.8	0	0.6
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	6.7	7.9	7.5	6.9	5.1	3.1	3.2	3.2	4.4
Средневзвешенный номинальный обменный курс торговых партнеров (+ укрепление)	-32.1	-27.2	-29.4	-20.7	-9.1	-6.5	-2.1	-2.7	0.9

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

По сравнению с 1-ым кв. предыдущего года в 1-ом кв. 2017 года дефицит текущего счета увеличился



3.4. Платежный баланс ²⁶

В первом квартале 2017 года, несмотря на улучшение условий торговли, дефицит торгового баланса увеличился из-за превысившего ожидания роста долларовой и реального объемов импорта, обусловленного большей, чем ожидалось, экономической активностью. Рост долларовой стоимости экспорта был обусловлен, в основном, значительным годовым приростом цен на экспорт.

Таким образом, 18,0% рост в годовом выражении долларовой стоимости экспорта в первом квартале 2017 года²⁷ был обусловлен в основном, ростом цен на сырьевые товары и на ассортимент группы «Готовая пищевая продукция». Группы товаров «Драгоценные камни, металлы и изделия из них» и «Продукция растительного происхождения» оказали негативное влияние. Рост последней группы отклонился от прогнозируемого показателя примерно на 5 процентных пунктов, по причине отсутствия экспорта товаров подгруппы «Другая продукция из драгметаллов и металлов» группы «Драгоценные камни, металлы и изделия из них».

В условиях постепенного улучшения внутреннего спроса в первом квартале 2017 года был зарегистрирован значительный рост импорта потребительских товаров. Импорт сырьевых товаров также положительно сказался на показателе импорта. В результате в пер-

²⁶ Показатели платежного баланса за первый квартал 2017 г. будут опубликованы в соответствии с графиком в конце июня 2017 года. Показатели за первый квартал 2017 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

²⁷ Показатели по экспорту и импорту групп товаров представлены на базе платежного баланса – соответственно по кредиту и дебету.

**Уменьшение чистых внешних активов ЦБ РА
возместило рост чистых внешних активов частного сектора**



вом квартале был отмечен 19,0% рост долларовой стоимости импорта в годовом выражении, что примерно на 10 процентных пунктов больше прогнозированного показателя. Отклонение вызвано в основном более благоприятными развитиями экономической активности, чем прогнозировалось в предыдущей программе.

В результате опережающего роста импорта, дефицит торгового баланса в первом квартале 2017 года²⁸ увеличился примерно на 38,0 млн долларов США, составив 214,2 млн долларов США. Чистый приток денежных переводов увеличился на 27,0% в годовом выражении. Фактический прирост оказался намного выше прогнозированного показателя, что в условиях постепенного восстановления экономики России, что было обусловлено в основном, опередившим ожидания темпом укрепления курса рубля. Отрицательный остаток инвестиционных доходов увеличился на 9,0 млн долларов США. В результате отмеченных развитий в первом квартале 2017 года дефицит текущего счета увеличился по сравнению с первым кварталом предыдущего года и составил 125,0 млн долларов США.

Фактические показатели счета операций с капиталом и финансового счета будут опубликованы в соответствии с графиком в конце июня 2017 года.

В результате превысившего ожидания показателя дефицита текущего счета уменьшение чистых внешних активов ЦБ РА было больше прогнозированного значения. Произошло это, в основном, за счет уменьшения валютных средств коммерческих банков в Центральном банке.

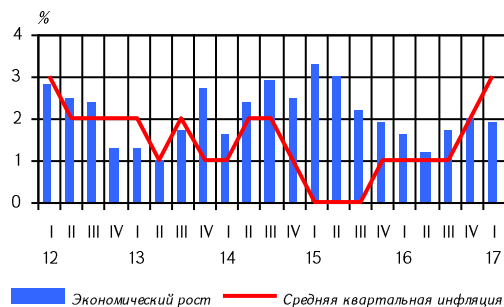
3.5. Внешняя среда

В первом квартале 2017 года продолжилась тенденция экономической активности стран - основных торговых партнеров РА. В частности, в США и еврозоне было зарегистрировано небольшое замедление экономического роста, а в России - ускорение темпа экономического роста.

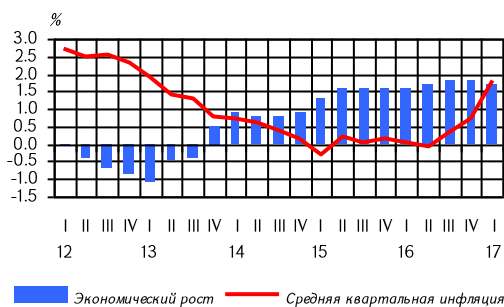
Согласно предварительной оценке Бюро анализа Министерства торговли **США**, в первом квартале 2017 года в Соединенных Штатах Америки экономический рост составил 1,9% вместо прогноза 2,2%. Отклонение было обусловлено в основном, ожиданиями больших объемов, чем было зарегистрировано, инвестиций и экспорта (рост в предыдущем квартале - 2,0% в годовом выражении). В первом квартале 2017 года инфляция в США заметно ускорилась, составив 2,5%, вместо прогнозированного уровня 1,9%, и в настоящее время находится выше целевого уровня. Такое отклонение объясняется, в первую очередь, ростом цен на непродовольственные товары.

²⁸ Дефицит торгового баланса рассчитан на основе платежного баланса - экспорт - по кредиту, импорт - по дебету.

Темп инфляции в США значительно ускорился в 1-ом квартале 2017 года



Инфляция в еврозоне ускорилась в 1-ом квартале 2017 года



Федеральная резервная система США, как и ожидалось, повысила в первом квартале 2017 года процентные ставки политики (целевой коридор 0,75 – 1,0% вместо предыдущего 0,5-075%).

Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в **еврозоне** в первом квартале 2017 года составил 1,7%, вместо прогнозированного роста 1,4%. Более высокий, чем прогнозировалось, экономический рост был обусловлен большим укреплением внутреннего спроса. В первом квартале 2017 года средняя квартальная инфляция в еврозоне ускорилась, составив 1,8%, вместо прогнозированного показателя 1,3%. Ускорение инфляции способствовал, в основном, рост цен на услуги, а также на энергоносители. Несмотря на ускорение темпа инфляции, ее уровень остается ниже долгосрочного целевого показателя. В первом квартале, как и ожидалось, Европейский центральный банк сохранил 0,0% ставку для инструмента рефинансирования и ставку -0,4% по привлечению денежных средств, а также продолжил программу количественного расширения по покупке активов до 80 млрд евро в месяц.

В первом квартале 2017 года курс евро на валютном рынке ослаб по отношению к доллару США на 1,3% по сравнению с предыдущим кварталом (ослабление в годовом выражении составило 3,3%), а средний обменный курс составил 1,08 доллара США за евро, что было обусловлено неопределенностями относительно политических перспектив в еврозоне.

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы **России**, темп восстановления экономики в первом квартале 2017 года был меньше прогнозированного, составив 0,5% в годовом выражении вместо прогноза 0,9% роста. В течение квартала российский рубль, в связи с некоторым ростом международных цен на нефть, а также меньшим, чем ожидалось, влиянием программы валютной интервенции, проводимой Министерством финансов РФ, укрепился, превысив прогноз, на 7,4% по сравнению с предыдущим кварталом, а укрепление по сравнению с тем же кварталом предыдущего года составило 27,8%. В первом квартале, из-за существенного снижения цен на продовольственные и непродовольственные товары, а также тарифов на услуги, инфляция заметно уменьшилась и составила 4,5%, вместо 5,6 по предыдущим прогнозам. Однако следует отметить, что инфляция все еще находится выше своего 4% целевого показателя, и что в первом квартале было зарегистрировано замедление инфляционных ожиданий, несмотря на ее все еще высокий уровень. В этих условиях Банк России снизил в первом квартале процентную ставку политики на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 9,75%. Более того, в апреле Банк России, как и ожидалось, продолжил проведение политики снижения процентных ставок.

В первом квартале 2017 года **цена на сырую нефть марки Брент** на бирже “Intercontinental Exchange” (ICE), в результате сокращения объемов выработки в соответствии с договоренностями, достигнутыми между членами ОПЭК, а также странами, не являю-

щимися челнами ОПЭК, выросла на 8,2%, почти совпав с ожиданиями, и составила в среднем 54,0 доллара США за баррель.

Цена на медь на Лондонской бирже металлов в первом квартале 2017 года повысилась по сравнению с предыдущим кварталом - на 10,1%, составив в среднем 5840 долларов США за тонну, превысив прогнозируемые в предыдущем квартале цены, что было обусловлено, в основном, устойчивым ростом спроса в Китае.

Цена на экспортируемые сорта твердой красной пшеницы выросла по сравнению с предыдущим кварталом на 17,1% (в годовом выражении - снизилась на 11,7%), и составила в среднем 3,9 доллара США за бушель. Цены на зерно оказались также выше прогнозируемых из-за определенного сокращения запасов и ожидаемого объема урожая.

Индекс цен на необработанный **сахар** на бирже "New York Board-Intercontinental Exchange" (NYB-ICE), обусловленный слабым мировым спросом, а также ожиданием богатого урожая в Бразилии - основного производителя и поставщика, в первом квартале 2017 года был зарегистрирован на более низком, чем ожидалось, уровне.

Таким образом, в первом квартале 2017 года инфляционные тенденции на рынках сырьевых и продовольственных товаров в основном, соответствовали прогнозам, представленным в предыдущей Программе, за исключением международных цен на медь, зарегистрированный рост которых превысил прогноз.