

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
за номером 93-А от 27.05.2016г.*

**Обзор
инфляции**

*Программа денежно-кредитной политики:
2-й квартал, 2016 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 1-го квартала 2016 г.*

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	7
2.1. Внешняя среда	7
2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос	9
2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте	16
3. Фактические развития первого квартала 2016 года	20
3.1. Инфляция	20
3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции	20
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей	22
3.1.3. Инфляционные ожидания	23
3.2. Совокупный спрос и совокупное предложение	24
3.2.1. Совокупное предложение.....	24
3.2.2. Совокупный спрос	25
3.2.3. Рынок труда	26
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	27
3.3. Деньги и развития финансового рынка	29
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты	29
3.3.2. Обменный курс	32
3.4. Платежный баланс	34
3.4.1. Счет текущих операций	34
3.4.2. Счет операций с капиталом и финансовых операций	35
3.5. Внешняя среда	35
4. Заключение	38

Начиная с 2006 года Центральный банк РА перешел к стратегии инфляционного таргетирования. В свете этой политики 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 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 основе всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования - 17 мая 2016 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.at, где размещены все пресс-релизы и другие материалы, относящиеся к денежно-кредитной политике.

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

ЦБ скорректировал прогнозированный показатель экономического роста для 2016 г. в сторону повышения и прогнозировал непрерывное ускорение темпов роста для оставшегося отрезка прогнозируемого горизонта, которое постепенно приблизится к долгосрочному равновесному уровню.

В ближайшие месяцы сохранится дефляционная среда, обусловленная сохраняющимися дефляционными воздействиями международных товарных рынков, а в течение оставшегося отрезка прогнозируемого горизонта 12-месячная инфляция постепенно вернется к целевому показателю.

Оценка экономического роста за квартал составила 4,8-5,0% в годовом выражении.

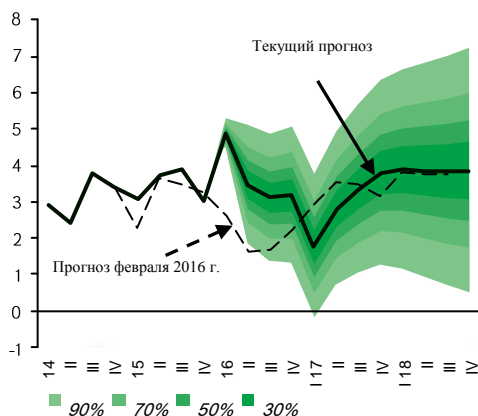
Несмотря на сохранение медленных темпов роста мировой экономики, в результате проведенной Правительством в 2015 г. стимулирующей налогово-бюджетной политики и ощутимого смягчения Центральным банком со второй половины года денежно-кредитных условий, уже в первом квартале текущего года наблюдалось некоторое оживление экономики РА. Исходя из этого, ЦБ скорректировал прогнозированный показатель экономического роста для 2016 г. в сторону повышения и прогнозировал непрерывное ускорение темпов роста для оставшегося отрезка прогнозируемого горизонта, которое постепенно приблизится к долгосрочному равновесному уровню. В ближайшие месяцы сохранится дефляционная среда, обусловленная сохраняющимися дефляционными воздействиями международных товарных рынков, а в течение оставшегося отрезка прогнозируемого горизонта 12-месячная инфляция постепенно вернется к целевому показателю.

Вследствие значительного сокращения располагаемых доходов домохозяйств, вызванного уменьшением денежных переводов из России и замедления темпов роста кредитования экономики со стороны банковской системы РА, продолжилось сокращение **частного потребления и частных вложений** уменьшились (на 2% и 5% соответственно). Однако, если частные вложения сократились в пределах прогноза, расходы на частное потребление сократились меньше, чем ожидалось, в силу отмеченной в этот период наиболее высокой экономической активности. Содействие этому оказали как стимулирующая налогово-бюджетная политика Правительства и денежно-кредитная политика ЦБ, так и сравнительно высокий рост в экспортном секторе экономики. В результате в первом квартале года наблюдался довольно высокий показатель роста экспорта товаров и услуг (оценка составляет 32,9% в годовом выражении), тогда как показатель импорта товаров и услуг снизился на 7,5%, что привело к устойчивому улучшению показателя чистого реального экспорта. В результате указанных развитий **показатель экономической активности составил 5,6% в годовом выражении**, в основном благодаря росту объема выпуска в отраслях промышленности и сфере услуг, обусловившему **оценку экономического роста за квартал в пределах 4,8-5,0% в годовом выражении**.

Согласно краткосрочным прогнозам ЦБ, в 2016 году во внешнем секторе сохраняются медленные темпы экономического роста, на международных товарных рынках дефляционные развития прекратятся, и установится определенная ценовая стабильность. В то же время, в случае замедления темпов снижения экономики РФ и нейтрализации ожиданий ослабления курса рубля, в течение года ожидается значительное замедление темпов снижения переводов трудовых мигрантов и частных трансфертов, что окажет положительное воздействие на постепенное восстановление внутреннего спроса, следовательно, и частного потребления. С другой стороны, несмотря на ожидаемый большой дефицит госбюджета в 2016 году, воздействие налогово-бюджетной политики на внутренний спрос в течение года (относительно предыдущего года) оценивается сдерживающее на 1,5. Прогнозируется примерно 1,0% рост частного потребления и 2,0% рост частных вложений, в основном, за счет вложений в экспортный сектор экономики. Сказанное, вместе с отмеченным в первом квартале высоким ростом, послужило основанием для корректировки прогноза по экспорту в сторону большего роста. В частности, в 2016 г. реальный рост экспорта товаров и услуг оценивается в 9,0-11,0%,

Экономический рост в 2016 году оценивается в пределах 2,7-3,6%.

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

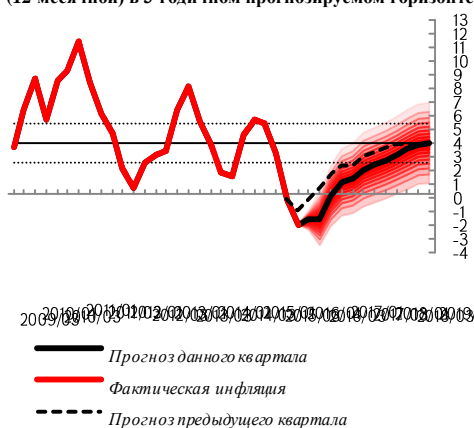


12-месячная инфляция составила к концу марта минус 2,0%.

В ближайшие месяцы продолжается дефляционное влияние внешнего сектора на внутренние цены, которое нейтрализуется во второй половине текущего года.

В условиях существующей низкой инфляционной среды и существенного снижения инфляционных ожиданий во втором квартале 2016 г., ЦБ считает целесообразным более решительное ослабление денежно-кредитных условий.

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



тогда как прогноз реального импорта товаров и услуг предусматривает сохранение предыдущего показателя (снижение на 6,0-8,0%). Вследствие указанных развитий **экономический рост в 2016 году оценивается в пределах 2,7-3,6%.**

С 2017 года темпы роста экономики продолжат ускоряться под воздействием эффективного выполнения правительственной программы по стимулированию экспорта и вложений, постепенного улучшения внешней экономической среды и воздействия структурных реформ. Благодаря вышеуказанным ожидаемым развитиям **экономический рост составит к концу прогнозируемого горизонта 3,0 – 4,5%.**

Таким образом, **в прогнозируемом горизонте, до 2017 года, влияние совокупного спроса на внутренние цены будет дефляционным, а затем, к концу прогнозируемого горизонта, станет инфляционным.**

В первом квартале 2016 г. **12-месячная инфляция** снизилась быстрее, чем ожидалось: показатель составил 0,4% вместо 2,4% в аналогичном периоде предыдущего года, в результате **12-месячная инфляция** составила к концу марта минус **2,0%**. Содействие низкой инфляции главным образом оказали снижение цен на сельхозпродукцию по сравнению с тем же периодом предыдущего года и частично-повлиявшие на внутренние цены дефляционные воздействия международных товарных рынков. Несмотря на существующую довольно низкую инфляционную среду и некоторое смягчение инфляционных ожиданий, оценка ЦБ по инфляционным ожиданиям остается высокой, исходя из которой ЦБ постепенно снизил в этот период ставку рефинансирования, в целом, на 0,5 пп, установив ее в конце марта на уровне **8,25%**. При этом ЦБ неоднократно отмечал, что в случае дальнейшего смягчения инфляционных ожиданий и отсутствия дополнительных инфляционных рисков, он продолжит постепенное, а случае необходимости, и более решительное ослабление денежно-кредитных условий (подробнее см. в разделе “3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции”).

Согласно краткосрочным прогнозам ЦБ в ближайшие месяцы продолжается дефляционное влияние внешнего сектора на внутренние цены, которое нейтрализуется во второй половине текущего года. Вместе с этим, считается, что в силу проведения последовательной денежно-кредитной политики инфляционные ожидания снижаются сравнительно быстрее. К фактору проводимой политики в настоящее время прибавился также фактор ожидания снижения тарифа на природный газ, который также окажет содействие процессу снижения инфляционных ожиданий.

В условиях существующей низкой инфляционной среды и существенного снижения инфляционных ожиданий во втором квартале 2016 г. ЦБ считает целесообразным более решительное ослабление денежно-кредитных условий, что параллельно смягчению с начала предыдущего года денежно-кредитных условий приведет к расширению совокупного спроса и стабилизации инфляции в прогнозируемом горизонте вокруг целевого показателя.

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины будут равновесные, как в краткосрочном, так и в среднесрочном периодах. Причем, по сравнению с предыдущими прогнозами, риски, вытекающие из внешнего и внутреннего секторов, в основном сохранились. В частности, среди **рисков, вытекающих из внешнего сектора,** отличаются риски, связанные с оттоком капитала из развивающихся стран в США и, вытекающим из этого ростом волатильности денежных единиц развивающихся стран, возможным замедлением мирового экономического роста в результате процесса структурного реформирования Китая, и со спадом мировых цен на сырьевые и продовольственные товары.

Риски, вытекающие из внутренней экономики, связаны, в основном, с тем, насколько сильным будет дефляционное воздействие внешнего сектора на внутренние цены. Они связаны также с развитиями в отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий, с ходом восстановления внутреннего спроса, темпом восстановления роста частных вложений, а также структурными реформами, осуществляемыми Правительством.

В случае проявления указанных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечивая целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда¹

В 2016 году в мировой экономике и основных странах-партнерах РА будут наблюдаться тенденции медленного роста. Дефляция во внешних товарных рынках в основном нейтрализовалась, однако низкие цены в 2016 году в целом сохраняются.

В 2016 году в мировой экономике и основных странах-партнерах РА будут наблюдаться тенденции медленного роста. В частности, как в развитых, так и развивающихся странах, темпы экономического роста по сравнению с предыдущим годом в целом особо не изменятся.

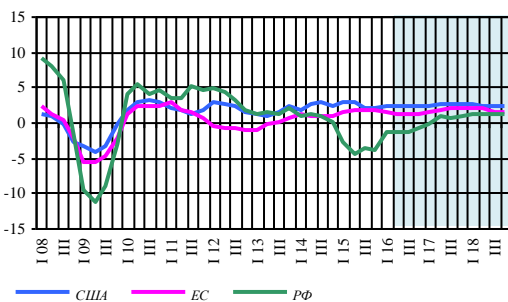
Дефляция во внешних товарных рынках в основном нейтрализовалась, однако в силу слабого мирового спроса и факторов предложения на рынках отдельных товаров, низкие цены в 2016 году в целом сохраняются.

В 2016 г. в США прогнозируется в среднем 2,3% экономического роста (вместо отмеченного в предыдущем году 2,3% роста), который сохранится и в среднесрочном отрезке. В краткосрочном отрезке, в условиях некоторого ослабления доллара США и небольшого повышения мировых цен на нефть, учитывая также положительные развития на рынке труда США, ожидается, что Федеральная резервная система США повысит во второй половине 2016 г. процентные ставки политики и постепенно ужесточит в среднесрочном отрезке денежно-кредитные условия.

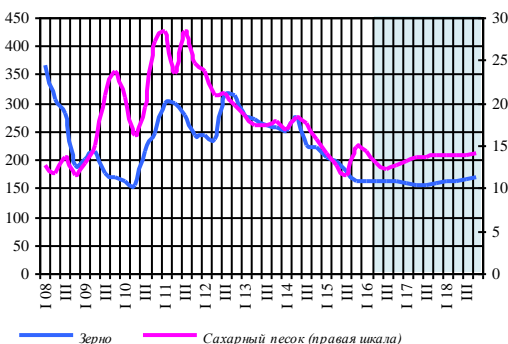
Прогноз экономического роста в еврозоне в 2016 году предусматривает некоторое замедление: рост в среднем составит примерно 1,1%, вместо 1,5% в предыдущем году, а в среднесрочном отрезке темпы экономического роста ускорятся, составив примерно 1,7%. Хотя высокие уровни государственного и частного долга, а также политические неопределенности будут мешать экономическому росту, в среднесрочном отрезке содействие росту окажет восстановление внешнего спроса, проведение существенной расширяющей денежно-кредитной политики со стороны ЕЦБ. В условиях ожидаемого укрепления курса евро и сохраняющегося слабого спроса, инфляция в еврозоне остается на уровне, который значительно ниже целевого показателя, и только к концу прогнозируемого горизонта ожидается, что она приблизится к целевому показателю. С целью регулирования инфляции ЕЦБ продолжит проведение строгой расширяющей денежно-кредитной политики и до половины 2017 г. будет устанавливать отрицательную процентную ставку и проводить программу количественного расширения.

Спад экономики России продолжится в 2016 году, составив в среднем 1,2% вместо 3,8% в предыдущем году. Экономика вернется к положительным показателям темпа роста лишь с середины 2017 года, и к концу прогнозируемого горизонта экономический рост составит 1,3%. Низкая экономическая активность обусловлена, в основном, сохранением низких цен на нефть. Тем не менее, в условиях некоторого роста цен на нефть в краткосрочном периоде некоторое укрепление рубля окажет содействие замедлению инфляции, которая составит к концу 2016 г. 6,0% и приблизится во второй половине 2017 г. к среднесрочному 4% целевому показателю Банка России. В указанных условиях однако Банк России в краткосрочном отрезке воздержится, в основном, от снижения процентной ставки политики в силу сохранения связанных с налогово-бюджетной политикой существенных рисков и неопределенностей.

Экономический рост основных стран-партнеров (%)

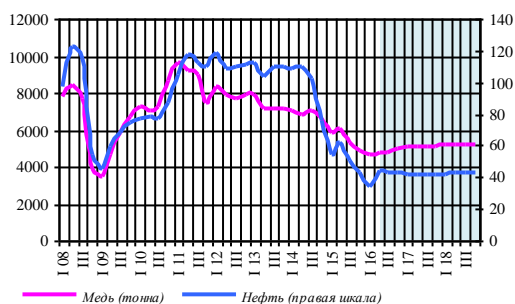


Продовольственные товары (доллары США)



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

Сырьевые товары (доллары США)



В дополнение отметим, что согласно апрельскому докладу МВФ 2016 г. “Перспективы развития мировой экономики” мировой экономический рост в 2016 году составит 3,2%, что по сравнению с предыдущим январским прогнозом является корректировкой в сторону снижения на 0,2 пп.

В силу медленного темпа роста мировой экономики и постоянного сохранения больших объемов производства дефляционные тенденции **на рынках сырья и продовольственных товаров** сохранятся в 2016 года, а в среднесрочном отрезке проявятся слабые инфляционные тенденции, обусловленные некоторым восстановлением мирового спроса. **Риски**, связанные с развитиями мировой экономики, в основном сохранились. Особенно выделяются риски, связанные с оттоком капитала из развивающихся стран и вытекающей из этого волатильностью финансовых рынков, возможным снижением мирового спроса в результате процесса структурного реформирования в Китае, с сохранением медленного роста экономики в развивающихся странах и в России, и риски, связанные с геополитическими развитиями.

Вкладыш 1

Товарные рынки в прогнозируемом горизонте

Согласно апрельскому докладу ОПЕК 2016 года по рынку **нефти**, в 2016 году ожидается рост спроса на нефть на 1,20 млн бар/сут, при котором потребление составит примерно 94,18 млн бар/сут. В 2016 году ожидается сокращение объемов выработки нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК, на 0,73 млн баррелей в день, составив в среднем 56,39 млн баррелей в день. Выработка нефти в странах - членах ОПЕК увеличится в 2016 году на 0,17 млн баррелей в день. Хотя в условиях прогнозируемого относительного сокращения излишка предложения, международные цены на нефть в краткосрочном отрезке слегка повысятся, однако в силу все еще больших объемов предложения рынка нефти и сравнительно слабого спроса, в среднесрочном отрезке ожидается сохранение цен на низких уровнях.

На рынках промышленных **металлов** цены проявят тенденции слабого роста, что обусловлено слабым промышленным спросом Китая.

Согласно апрельскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай **пшеницы** в 2015/2016 маркетинговом году составит 733,1 млн тонн (по сравнению с предыдущим маркетинговым годом – на 1,0 млн тонн больше), а объемы мирового запаса составят 239,3 млн тонн. В условиях такого масштабного предложения дефляционные тенденции сохранятся в краткосрочном отрезке, однако в последующем маркетинговом году, в условиях ожидаемого некоторого сокращения производства и постепенного восстановления мирового спроса, будет отмечен слабый рост цен в среднесрочном отрезке.

В 2015/2016 маркетинговом году объем мирового производства **риса**, согласно оценкам Департамента сельского хозяйства США, составит 470,6 млн тонн, а мировые запасы риса - 90,2 млн тонн, снизившись по сравнению с предыдущим годом на 13,4 млн тонн. Тем не менее, в краткосрочном отрезке низкий уровень цен на рис сохранится в силу больших объемов предложения.

Значительный рост цен на сахарную свеклу в конце 2015 г., вызванный задержкой сбора урожая из-за плохих погодных условий в конце 2015 года в Бразилии - передовом производителе и экспортере сахарного песка, в основном нейтрализуется в 2016 г. и в краткосрочном периоде будет отмечен определенный спад цен.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение

Оценка экономического роста в 2015 году составила 2,7-3,6%.

Прогнозы ЦБ экономического роста на 2015 год были пересмотрены в сторону роста вследствие большего, чем ожидалось, высокого роста выпуска в сфере промышленности и услуг в январе-марте 2016 года. В результате **оценка экономического роста в 2015 году составила 2,7-3,6%**².

В 2016 г. ожидается заметное замедление темпов сокращения денежных переводов из РФ. Тем не менее, частные трансферты будут все еще влиять на внутренний спрос как сдерживающий фактор, который смягчится под воздействием расширяющей денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, проводимой в 2015 – 2016 годах, и существующей в экономике низкой инфляционной среды. В этих условиях ожидается **рост внутреннего спроса на 1,0%**, который, однако, будет ниже своего равновесного уровня.

Таким образом, в условиях сохранения внутреннего спроса на низком уровне, содействие экономическому росту в 2016 году, в основном, окажет чистый экспорт, благодаря проведенными в последние годы структурным реформам и наблюдаемым благоприятным развитиям в сельском хозяйстве, промышленности и сфере услуг.

Постепенное восстановление внутреннего спроса в экономике РА, эффективная реализация программы Правительства, направленная на стимулирование экспорта и инвестиций, устойчивое улучшение внешней экономической среды и структурные реформы - это факторы, которые ускорят экономический рост с 2017 года. В силу вышеперечисленных развитий ожидается, что **экономический рост ускорится и составит к концу прогнозируемого горизонта 3,0-4,5%**³, чему главным образом будет вновь оказывать содействие экспортный сектор экономики.

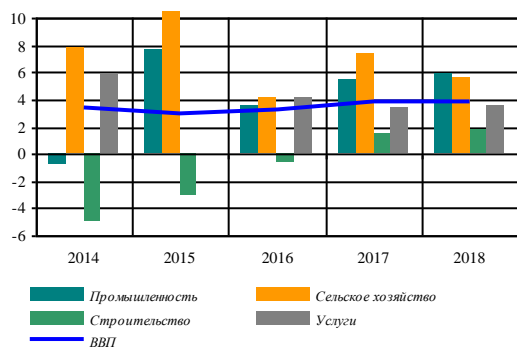
С 2017 года экономический рост продолжит ускоряться и к концу прогнозируемого горизонта составит 3,0-4,5%.

Причем, учитывая ожидаемые долгосрочные экономические развития основных торговых партнеров РА, а также структурные изменения во внутренней экономике, **долгосрочный равновесный уровень экономического роста РА составит 4,0-5,0%**. Однако оцененный темп долгосрочного роста ВВП может снизиться в случае, если структурные реформы будут протекать медленно, и вложения в экспортный сектор экономики существенно не увеличатся.

Примечательно, что в прогнозируемом горизонте эффективность указанных вложений будет высокой, если они сформируются как прямые иностранные инвестиции, или будут финансированы за счет внутренних сбережений, поскольку вложения в экономику РА за счет кредитных средств имеют максимальную эффективность.

Прогнозы по **промышленности** пересмотрены в сторону повышения, вследствие, главным образом, отмеченного в начале года роста обрабатывающей промышленности, опередившего ожидания. В результате **в 2016 году в отрасли промышленности прогнозируется 3,2-4,0% рост добавленной стоимости**. Ожидаемому в течение года росту в отрасли окажут содействие стабильность роста горнорудной промышленности, восстановление, после спада в 2015 году, экономической активности в перерабатывающей промышленности, а также рост выпуска электроэнергии.

Прирост ВВП по отраслям экономики



² См. диапазон 30% вероятности графика распределения вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП.

³ См. диапазон 30% вероятности графика распределения вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП.

В прогнозируемом горизонте рост промышленности *стабилизируется в пределах 5,5-6,5%*, чему, в основном, окажут содействие реализация ряда инвестиционных программ в частном секторе и расширение экспортного потенциала в условиях осуществления предусмотренной Правительством программы по стимулированию экспорта и инвестиций, выявление новых рынков и расширение товарного ассортимента.

В отрасли *строительства* прогнозы добавленной стоимости на 2016 год существенно не изменились. В условиях сохраняющейся низкой инвестиционной активности в неэкспортном секторе, а также сокращения денежных переводов из РФ ожидается, что объемы строительства, осуществляемого за счет средств организаций и населения, сократятся. Однако следует отметить, что сравнительно высокая инвестиционная активность в экспортном секторе экономики и улучшение условий кредитования смягчат описанные негативные воздействия на сферу строительства. В результате в 2016 году изменение добавленной стоимости в сфере общего строительства ожидается в пределах минус 0,8 - минус 0,4%.

В прогнозируемом горизонте в результате выравнивания создавшегося в отрасли строительства неравновесия между спросом и предложением, ожидается *стабилизация роста в пределах 1,5-2,0%*. Это будет обусловлено реализацией крупных строительных программ по улучшению инфраструктур, а также реализацией инвестиционных программ в частном секторе.

В сфере *услуг* прогнозы добавленной стоимости на 2016 год были пересмотрены в сторону роста и составят *3,8-4,4%*. Пересмотр обусловлен отмеченным в первом квартале 2016 года ростом оказанных услуг, опередившем прогноз, а также меньшим, чем ожидалось, сокращением объемов оборота торговли. Ожидаемому в 2016 году росту услуг в условиях сохранения слабого внутреннего спроса содействие окажет рост услуг, связанных со сферой экспорта.

В прогнозируемом горизонте в условиях постепенно восстановления внутреннего спроса и предполагаемого роста туризма ожидается ускорение роста услуг *и стабилизация в пределах 3,0-4,0%*.

В отрасли *сельского хозяйства* прогнозы добавленной стоимости не потерпели существенных изменений, составив *4,0-5,0%*.

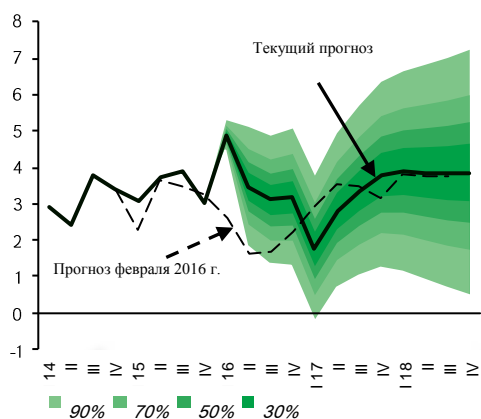
Рост сельского хозяйства в *прогнозируемом периоде* ускорится и составит *5,5-6,5%*. Причем, сохранение в среднесрочном периоде сравнительно высоких темпов роста будет обусловлено расширением за последние годы парниковых и холодильных хозяйств, увеличением посевных площадей, ростом урожайности и поголовья скота, ростом экспортного потенциала в результате проведения правительственных комплексных мер, направленных на развитие сельского хозяйства.

Риски экономического роста в прогнозируемом горизонте двусторонние и равновесные. Риски экономического роста обусловлены некоторыми неопределенностями относительно развитий, как во внешнем секторе, так и во внутренней экономике.

Причем, из рисков в сторону роста характерными являются увеличение и использование экспортного потенциала в ряде отраслей экономики в условиях постепенного восстановления мировой экономики и улучшения конкурентоспособности РА, а также выявление новых рынков для экспорта.

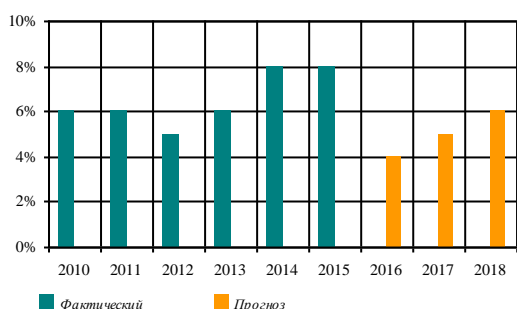
Из рисков в сторону снижения характерными являются значительное сокращение темпов роста сельского хозяйства в силу неблагоприятных климатических условий по сравнению с 2015 годом, а также медленного хода структурных реформ, стимулирующих рост экономики.

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



<i>Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП</i>				
Период	диапазон 30% вероятности		диапазон 90% вероятности	
	Мин.	Макс.	Мин.	Макс.
2016 январь-декабрь / 2015 январь-декабрь	2.7%	3.6%	1.3%	5.1%
2017 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	3.2%	4.4%	1.3%	6.3%
2018 январь-декабрь / 2017 январь-декабрь	3.1%	4.6%	0.5%	7.2%

Прирост средней номинальной зарплаты в годовом выражении



Рынок труда⁴. Прогнозы по показателям рынка труда на 2016-2018 годы существенных изменений не претерпели. В частности, в 2016 году ожидается рост *средней номинальной заработной платы на 3,6%, в 2017 году – 5,0%, а в 2018 году – на 6,0%*.

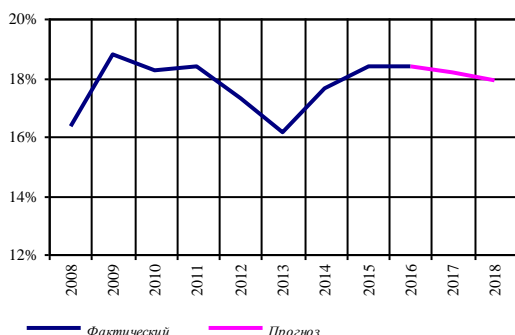
С октября 2015г. произошло замедление темпов роста заработных плат работников государственного сектора⁵, в результате в 2016 г. будет отмечен умеренный рост заработных плат в государственном секторе. Отметим также, что с 1-го июля 2015 года был поднят порог минимальной заработной платы (55000 драмов), а в 2016 году повышение не предусматривается. Хотя по части экономического роста прогнозируется пересмотренный более высокий показатель, в результате более низкой инфляционной среды в 2016 году рост средней номинальной заработной платы не изменится и составит 3,6%.

В случае ожидаемого экономического роста и достижения целевого уровня инфляции, а также реализации с 2017 года правительственной программы по повышению минимальной заработной платы⁶ годовой рост средней номинальной заработной платы в 2017 году составит 5,0%, а прогноз для 2018 года составит примерно 6,0%.

В 2016 году ожидается, что средний уровень безработицы составит 18,3%, что не очень отличается от предыдущих прогнозов и ниже показателя за 2015 год на 0,1 п.п. В результате роста производительности в 2015 году, не вызывающего в краткосрочном отрезке роста занятости, в 2016 году средний уровень безработицы все еще остается на высоком уровне. В результате замедления роста производительности и прогнозируемого ускорения экономического роста в 2017-2018 годах уровень безработицы снизится ежегодно на 0,2 п.п. До второго квартала 2017 года уровень безработицы будет выше своего равновесного уровня, отразив разрыв ВВП и созданные им дефляционные давления. В конце прогнозируемого горизонта, в результате стимулирующей денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик ЦБ И Правительства, безработица приблизится к своему равновесному уровню.

В результате вышеописанных развитий прогнозируемый в 2016 году рост производительности превысит ожидаемый рост заработных плат и окажет в течение квартала 0,3% дефляционное воздействие на потребительские цены, а в прогнозируемом горизонте воздействие рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

Уровень безработицы



⁴ Показатели рынка труда за 2016-2018 гг. являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях за четвертый квартал 2015 года и январь-февраль 2016 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

⁵ Средняя номинальная заработная плата состоит из вознаграждения за труд и эквивалентных этому выплат (премии, компенсационные и стимулирующие выплаты и др.).

⁶ В среднесрочном отрезке постепенное повышение минимальной зарплаты зафиксировано в программе государственных среднесрочных расходов 2016-2018 годов.

Совокупный спрос⁷

В 2016 году ожидается, что тенденция снижения денежных переводов из РФ – основного торгового партнера РА продолжится, но показатель будет меньше, чем за 2015 год, составив 6-8%.

Расширяющая денежно-кредитная политика, осуществленная в 2015-2016 годах, ожидаемая слабая инфляционная среда в экономике, а также большой дефицит бюджета в 2015-2016 годах значительно ослабит в 2016 году негативное воздействие частных трансфертов на внутренний спрос.

В 2016 году 2016 рост располагаемых доходов в экономике будет обусловлен положительным воздействием роста экспорта. В результате ожидается, что в 2016 году произойдет постепенное восстановление сокращенного в 2015 году внутреннего спроса, который, однако, все еще останется ниже равновесного уровня.

В 2017-2018 годах в условиях оживления экономики торговых партнеров РА и сохранения лаговых воздействий расширяющей денежно-кредитной политики в экономике РА, внутренний спрос постепенно увеличится и достигнет равновесного уровня.

Несмотря на то, что в начале прогнозируемого периода низкий внутренний спрос окажет негативное воздействие на экономический рост, тем не менее, он окажет содействие преодолению неравновесий, наблюдаемых в последние годы, в частности сокращению отрицательного разрыва между сбережениями и инвестициями. Указанный процесс в условиях плавающей ставки повышает конкурентоспособность экспортного сектора экономики РА, укрепляет макроэкономическую стабильность и создает перспективы для долгосрочных, стабильных вложений и экономического роста.

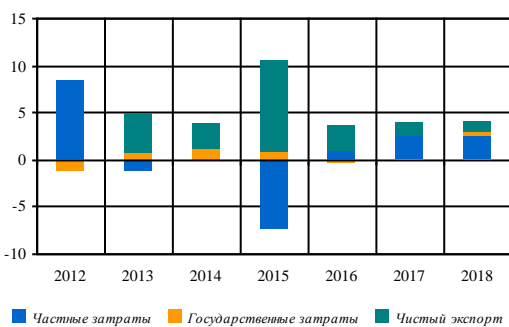
В 2016 году формированию экономического роста РА продолжит оказывать содействие чистый экспорт, обусловленный ускорением темпов роста производительности в экспортном секторе РА благодаря улучшению конкурентоспособности за последние годы, что выразится в 2016 году в росте отраслей сельского хозяйства, промышленности и оказанных услуг. В 2017-2018 годах, в случае увеличения мирового спроса и инвестиций в экспортный сектор, чистый экспорт продолжит оказывать существенное содействие экономическому росту. Причем, эффективность инвестирования будет наиболее высокой, если инвестиции будут финансироваться не за счет внешних долговых средств, а за счет внутренних сбережений или будут сформированы как прямые иностранные инвестиции.

Созданные в прогнозируемом горизонте доходы в экспортном секторе станут, в свою очередь, дополнительным источником финансирования для совокупных частных расходов и окажут содействие восстановлению внутреннего спроса и экономическому росту.

Расходы частного сектора

Ожидаемое сокращение денежных переводов из РФ в 2016 году окажет отрицательное воздействие на расходы домохозяйств. Тем не в 2016 году расходы домохозяйств на конечное потребление увеличатся на 1%, в силу проводимой с 2015 года расширяющей денежно-кредитной

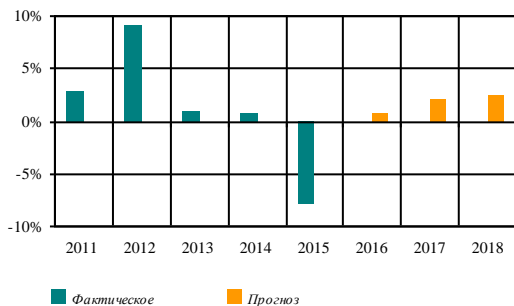
Содействие компонентов спроса экономическому росту



В 2016 году расходы домохозяйств на конечное потребление увеличатся на 1%.

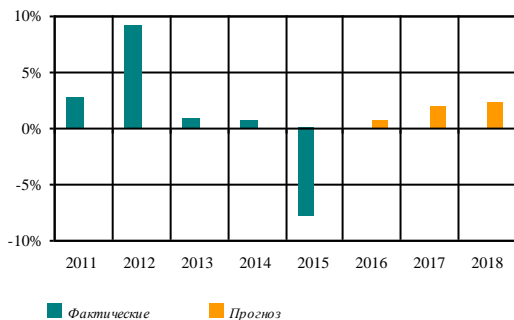
⁷ Показатели реального роста потребления и вложений частного сектора 2016-2018 годов являются оценками ЦБ РА. Фактические величины указанных показателей представлены на основе опубликованных НСС РА данных за четвертый квартал 2015 года. Оценки реального роста представлены по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

Частное потребление



В 2016 году по части совокупных частных вложений в экономике будет отмечен умеренный рост на 2%.

Частные вложения



политики, воздействия расширяющей налогово-бюджетной политики в первом полугодии 2016 года, низкой инфляционной среды в экономике, а также положительного влияния того экономического роста, который будет обусловлено содействием чистого экспорта. Несмотря на прогнозируемый в 2016 году рост частного потребления ожидается, что он будет ниже равновесного уровня.

Сокращение трансфертов из РФ, а также сохраняемая слабая инвестиционная активность в неэкспортном секторе экономики отрицательно скажутся в 2016 году на частных вложениях. С другой стороны, сравнительно высокая инвестиционная активность ожидается в экспортном секторе экономики вследствие увеличения относительной конкурентоспособности, о чем свидетельствует рост активности в 2015 году и в начале 2016 года в сферах сельского хозяйства, промышленности и оказываемых услуг. В условиях этих развитий ожидается, что в 2016 году совокупные частные вложения в экономике увеличатся на 2%.

Значительное ослабление денежно-кредитных условий в 2015-2016 годах и увеличение дефицита государственного бюджета смягчили в 2016 году воздействие сокращения денежных переводов из РФ на частное потребление и частные вложения и окажут содействие их росту в 2017-2018 годах. Отметим, однако, что со второй половины 2016 года ослабится расширяющее воздействие налогово-бюджетной политики на внутренний спрос, и в 2017-2018 годах, с целью обеспечения устойчивости государственного долга, налогово-бюджетная политика окажет на совокупный спрос сдерживающее воздействие. Восстановлению спроса в частном секторе окажет содействие также рост доходов домохозяйств РА, которое произойдет в результате улучшения экономической среды торговых партнеров РА и восстановления экспорта. Ожидается, что частное потребление в 2017 и 2018 годах увеличится соответственно на 1,8-2,2% и 2,1-2,5%.

В 2017 и 2018 годах частные вложения увеличатся соответственно на 5,0-5,5% и 4,0-5,0%. Умеренному росту вложений также окажет содействие увеличение возможностей в экспортном секторе экономики и непрерывность проведения структурных реформ в экономике РА. В указанных условиях в неэкспортном секторе экономики, в частности, в сферах строительства и торговли, в 2017-2018 годах ожидается медленное восстановление инвестиционной активности, хотя рост будет слабее, чем прогнозируется в экспортном секторе.

В условиях вышеописанных развитий частного потребления и частных вложений, затраты частного сектора в 2016 году увеличатся на 1,0%. Начиная с 2017 года рост частных затрат ускорится и составит 2,4-2,8%, а к концу прогнозируемого горизонта рост стабилизируется в пределах 2,5-3,0%. Таким образом, разрыв частных затрат в 2016-2017 годах будет отрицательный, несмотря на то, что уровень частных затрат в прогнозируемом горизонте постепенно восстанавливается.

Налогово-бюджетные и денежно-кредитные стимулы, предоставленные экономике в 2015-2016 годах, повышение инвестиционной активности во внутренней экономике, а также ускорение экономического роста основных торговых партнеров РА постепенно уменьшат отрицательный разрыв частных затрат и к концу 2017 года нейтрализуют указанное неравновесие.

С конца 2017 года до завершения прогнозируемого периода разрыв частных затрат будет положительным.

В период с начала 2016 года до конца 2017 года **частные затраты окажут на инфляцию сдерживающее воздействие в среднем на 0,9-1,1 пп.** С четвертого квартала 2017 года до конца прогнозируемого периода частные затраты не окажут существенного воздействия на инфля-

цию. Параллельно восстановлению внутреннего спроса вследствие содействия расширяющей денежно-кредитной политики, описанные дефляционные давления постепенно угаснут и с четвертого квартала 2017 года до конца прогнозируемого периода воздействие частных затрат будет средне-инфляционное – 1,1-1,3 п.п.

Счет текущих операций

В условиях продолжающегося слабого спроса в мировой экономике в первом квартале 2016 г. рост экспорта был беспрецедентным и превысил прогноз. В частности, восстановились объемы экспорта алкогольных напитков, продолжился устойчивый высокий рост экспорта табачных изделий, довольно высокий рост был отмечен в товарных группах “Драгоценные камни, драгметаллы, изделия из них” и Текстильные изделия”. В то же время сохранились высокие темпы роста в горнодобывающей отрасли, где еще наблюдается воздействие эксплуатации Тегутского рудника. Примечательно, что несмотря на ухудшение торговых условий, хозяйствующие субъекты РА концентрируют свое основное внимание на обеспечении устойчивого роста производительности, что проявляется в значительном улучшении показателей экспорта. Что касается экспорта, то несмотря на ожидание сокращения денежных переводов, сыграл ключевую роль в прогнозируемых положительных развитиях дефицита текущего счета.

Таким образом, в 2016 г. прогноз роста экспорта товаров и услуг пересмотрен в сторону увеличения и составит 9,0-11,0%. темпы реального снижения импорта товаров и услуг сохраняются в пределах предыдущего прогноза – 6,0-8,0%.

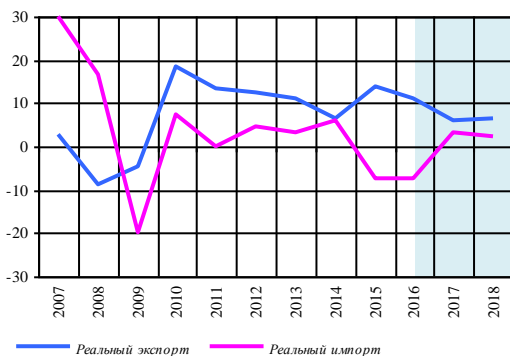
Темпы сокращения переводов трудовых мигрантов и частных трансфертов заметно замедлятся, вследствие замедления темпов снижения экономики России, а также нейтрализации ожиданий ослабления обменного курса рубля. В результате снижение долларовой стоимости переводов трудовых мигрантов и частных трансфертов будет колебаться в пределах 6-8%, вместо прежнего прогноза в 9-12%.

В результате сказанного, в 2016 году показатель “дефицит текущего счета/ВВП” составит 1,0-2,0%. В условиях восстановления денежных переводов и внутреннего спроса параллельно сохранению устойчивого процесса роста производительности в экспортном секторе, показатель “дефицит текущего счета/ВВП” в среднесрочном отрезке стабилизируется в пределах 2,0-3,0%, вместо прежнего прогноза в 3,0-4,0%.

Оценка **воздействия налогово-бюджетной политики** на целостный спрос в 2016 году была проведена на базе показателей доходов и расходов, установленных законом РА “О государственном бюджете РА 2016 года” и скорректированных отдельными решениями Правительства⁸. В случае прогноза ЦБ относительно ВВП, по показателям 2015 года предусматривается неизменный уровень соотношения “доходы/ВВП” и снижение на 1,1 п.п. показателя соотношения “расходы/ВВП”, в основном, за счет текущих расходов. Соотношение “дефицит/ВВП” составит в 2016 году 3,7% ВВП.

Несмотря на прогноз большого дефицита в 2016 году, на целостный спрос, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, ожидается нейтральное воздействие доходов, и сдерживающее воздействие расходов. Причем, сдерживающие воздействия ожидаются во всех кварталах, а по итогам года сдерживающее воздействие составит до 1,5.

Реальный экспорт и реальный импорт товаров и услуг (в годовом выражении, %)



Несмотря на прогноз большого дефицита в 2016 году, на целостный спрос, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, ожидается 1,5 сдерживающее воздействие.

⁸ Установленные законом РА “О государственном бюджете” показатели корректируются в течение года отдельными решениями Правительства, и размещаются на сайте <https://www.e-gov.am>

В прогнозируемом горизонте прогнозы *налогово-кредитной политики* основаны на прогнозах основных номинальных показателей закона РА “О государственном бюджете РА 2016 года” и “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2016-2018 годы”.

В среднесрочном отрезке, налогово-бюджетная политика направлена на формирование дефицита бюджета, соответствующего стабилизации государственного долга.

В 2016-2018 гг. в структуре государственного долга процентные выплаты составят в среднем 1,8% ВВП, а показатель “первичный дефицит/ВВП” (дефицит без процентных выплат по долгу) составит в среднем 0,6%. Изменение первичного структурного баланса (первичный баланс – скорректированный (очищенный) от временных потоков бюджета и циклических влияний ВВП) в 2017 году будет 1,3 сдерживающее, а для 2018 года – нейтральное.

Воздействие налогово-бюджетной политики в среднесрочном отрезке будет *неинфляционное*.

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетного сектора				
<i>% в ВВП</i>	2015	2016	2017	2018
Доходы государственного бюджета	22.4	22.5	22.9	23.0
Расходы государственного бюджета	27.2	26.2	24.8	24.6
Процентные платежи по долгу	1.5	1.9	1.8	1.7
Баланс государственного бюджета	-4.8	-3.7	-1.9	-1.6
Первичный бюджет*	-3.3	-1.8	-0.1	0.1
Единовременные/временные потоки**	-0.3	-0.4	-0.6	-0.5
Скорректированный баланс***	-3.0	-1.4	0.5	0.6
Циклический баланс****	-0.3	-0.6	0.0	0.0
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	-2.7	-0.8	0.5	0.6
Налогово-бюджетная позиция*****	2.6	-1.9	-1.3	0.3

* 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 выражении, отражающая дискреционный характер налогово-кредитной политики (положительный знак означает фискальное расширение, отрицательный знак - сдерживание).

Таким образом, в период с первого квартала 2016 года до конца 2017 года целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены будет дефляционным – в среднем 1,4-1,5 п.п., вследствие преобладающего дефляционного воздействия частных затрат в условиях стабилизирующихся инфляционных ожиданий. Учитывая также инфляционное воздействие чистого внешнего спроса в 0,3 -0,4 п.п., можно утверждать, что развития совокупного общего спроса и рынка труда создадут в вышеуказанном периоде дефляционные давления на потребительском рынке в среднем на 1,1-1,2п.п.

В течение вышеуказанного периода, параллельно восстановлению совокупного спроса, указанные дефляционные давления постепенно прекратятся и с четвертого квартала 2017 года до конца прогнозируемого горизонта воздействия совокупного общего спроса и рынка труда будут инфляционными - в среднем 1,7-1,9 п.п.

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

В первом квартале 2016 года в основных странах-партнерах РФ, в основном в США и еврозоне, были отмечены *медленные темпы экономического роста*, при этом мировой спрос оставался слабым. Экономический спад в России смягчился более быстрыми, чем ожидалось, темпами: показатель для первого квартала 2016 года составил минус 1,3% вместо прогноза в минус 2,5%. Слабый мировой спрос, в сочетании с факторами увеличения предложения, оказал содействие *сохранению дефляционных тенденций на международных рынках сырьевых и продовольственных товаров*.

В прогнозируемом горизонте продолжатся медленные темпы роста мировой экономики, причем в развитых странах ожидается небольшое ускорение экономического роста, а в развивающихся странах – сохранение медленных темпов роста экономики. Следует отметить, что в условиях геополитических и внутриэкономических развитий *спад экономики России в 2016 году продолжится, однако, по сравнению с предыдущим прогнозом, будет меньше* (1,2% вместо прежнего прогноза 1,8%). Экономика восстановит положительный показатель роста только с середины 2017 года, и к концу прогнозируемого горизонта экономический рост составит примерно 1,3%. Вместе с этим, предусматриваемые в предыдущем прогнозе *неопределенности и риски* относительно дальнейшего хода мировой экономики, в основном, *сохранятся*. Актуальными продолжают оставаться риски, связанные в ходом повышения со стороны Федеральной резервной системы США процентных ставок и вытекающих из этого последствий, с дальнейшими развитиями экономики России на фоне геополитических и внутриэкономических развитий, с экономическим развитием Китая и вытекающими из этого перспективами мирового спроса.

В условиях слабого мирового спроса и сохраняющегося излишка предложения на некоторых товарных рынках в краткосрочном отрезке *ожидается сохранение на низком уровне международных цен на сырьевые и продовольственные товары*. В прогнозируемом горизонте ожидается тенденция медленного роста международных цен, обусловленная постепенным восстановлением мирового спроса и сокращением объемов производства.

В 2016 году *темпы экономического роста РФ были оцениваются довольно выше прогноза - в пределах 4,8-5,0%*, что обусловлено положительными развитиями в экспортном секторе, в частности в отрасли промышленности и сфере услуг.

В условиях замедления темпов спада экономики России, темпы снижения *долларовой стоимости чистого притока частных трансфертов и заработных плат трудовых мигрантов* в течение квартала также замедлились, составив минус 7,9% в годовом исчислении, оказав содействие сокращению отрицательного разрыва реальных частных трансфертов.

В условиях замедления темпов снижения частных трансфертов, ускорения темпов роста кредитования и существенного увеличения экономической активности в первом квартале года расходы на частное потребление и сокращение частных вложений были меньше, чем прогнозировалось. *В результате темпы снижения внутреннего спроса по сравнению с предыдущим кварталом заметно замедлились*, и составили примерно 2,1%. Следует отметить, что положительные тенденции внутреннего спроса являются отражением стимулирующей политики, проводимой Правительством и Центральным банком в предыдущие месяцы, а также сформировавшейся в экономике низкой инфляционной среды.

Вместе с этим, в условиях стабильных процессов роста производительности в экспортном секторе экономики РФ, в течение квартала наблюдался процесс значительного улучшения внешнего спроса и заметной корректировки отрицательного текущего счета, что в условиях сокращения реальных объемов импорта выразилось в беспрецедентно высоком росте реальных объемов экспорта.

В результате вышеперечисленных развитий, хотя в первом квартале 2016 года **отрицательный разрыв ВВП, по сравнению с предыдущим прогнозом, уменьшился**, однако под воздействием факторов предложения сформировался более отрицательный, чем ожидалось, показатель. Учитывая также устойчивы дефляционные давления внешнего сектора на внутренние цены, 12-месячный показатель базовой инфляции снизился быстрее прогноза - на 2,4 п.п., и составил к концу марта минус 1,7%. С другой стороны, в силу высокого темпа роста сельского хозяйства и слабого внутреннего спроса, в течение квартала цены на сельхозпродукцию по сравнению с тем же периодом предыдущего года сформировались на более низком уровне. В результате вышесказанного **показатель 12-месячной инфляции снизился более быстрыми, чем прогнозировалось, темпами, составив к концу квартала минус 2,0% вместо прогноза, равного минус 0,9%**.

В первом квартале 2016 года, несмотря на сформировавшуюся низкую инфляционную среду, учитывая сравнительно высокие инфляционные ожидания на фоне жесткости цен в сторону снижения и риска увеличения долларизации, а также резкое ослабление в конце предыдущего года денежно-кредитных условий, **ЦБ провел постепенное ослабление денежно-кредитных условий, снизив дважды** - в феврале и марте - **ставку рефинансирования на 0,25 п.п., установив ее на уровне 8,25%**. Сформировавшаяся в результате низкая инфляция способствует сохранению покупательной способности доходов, сокращению расходов предприятий и постепенному снижению инфляционных ожиданий.

Что касается макроэкономических прогнозов ЦБ, отметим, что прогнозы экономического роста 2016 года пересмотрены в сторону повышения, что исключительно обусловлено более положительными, чем ожидалось, развитиями в промышленности и сфере услуг. В то же время ожидается, что начиная со второго квартала года темпы экономического роста замедлятся, в силу замедления высоких темпов производительности, наблюдаемой с начала предыдущего года в сферах сельского хозяйства и горнорудного производства. В результате ожидается, что **экономический рост в 2016 году составит 2,7-3,6%**, основной движущей силой которого остается экспортный сектор экономики, в частности, сферы сельского хозяйства, горнорудной промышленности и услуг.

Учитывая замедление темпов спада экономики России и нейтрализацию ожиданий ослабления курса рубля к доллару США, прогноз **долларовой стоимости чистого притока денежных переводов** за 2016 год был пересмотрен в сторону значительного роста. В результате, учитывая также ожидания более высокого экономического роста и слабую инфляционную среду, уровень частных затрат был пересмотрен в сторону увеличения, в силу более положительных ожиданий как по части частного потребления, так и по части частных вложений. В этом случае ожидается, что внутренний спрос, хотя и находится на низком уровне, вместо предполагаемого ранее снижения сохранится почти уровне предыдущего года. Значительное ослабление денежно-кредитных условий в 2015-2016 гг. и расширение дефицита государственного бюджета, а также сформировавшаяся низкая инфляционная среда, окажут определенное содействие восстановлению внутреннего спроса в 2016 году. В то же время, на фоне устойчивых процессов роста производительности в

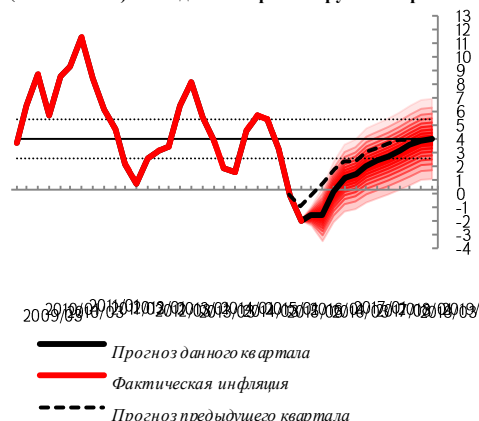
экспортном секторе, в 2016 году ожидается существенное улучшение чистого внешнего спроса, который будет обусловлено высокими темпами роста реального и в сокращении реальных объемов импорта. Сформировавшийся в результате этих развитий разлом ВВП, оставаясь все еще отрицательным, в 2016 году постепенно снизится.

Вместе с этим ожидается, что **в 2017-2019 годах**, в условиях постепенного улучшения внешней экономической среды, восстановления темпов роста частных трансфертов и реализации ряда программ Правительства, предусмотренных для экспортного сектора, внутренний спрос постепенно восстановится, а внешний спрос продолжит оказывать содействие экономическому росту. В результате в 2017 году отрицательный разрыв ВВП продолжит сокращаться и со второй половины 2017 года разрыв станет положительным, оставаясь достаточно высоким в течение прогнозируемого горизонта. Ожидается, что **экономический рост в течение прогнозируемого горизонта также ускорится и составит 3,0-4,5%**. Большое содействие этому окажет экспортный сектор экономики. Тем не менее, прогноз экономического роста будет зависеть, главным образом, от вложений частного сектора, объема, направлений и эффективности реализуемых Правительством программ, а также развитий внешнего сектора.

Согласно оценкам ЦБ, в краткосрочном отрезке продолжается передача воздействия внешней дефляционной среды на внутренние цены, которое нейтрализуется во второй половине текущего года. С другой стороны, ЦБ считает, что в результате реализации последовательной денежно-кредитной политики инфляционные ожидания снижаются сравнительно быстрыми темпами. К фактору воздействия политики в настоящее время прибавился также предусматриваемое снижение тарифов на природный газ, дефляционное воздействие которого на общую инфляцию составляет, по оценкам ЦБ, минус 0,6 п.п. (прямое воздействие - минус 0,36 пп)⁹. В силу сказанного дефляционная среда в ближайшие месяцы все еще сохранится, а затем постепенно ослабнет, и в прогнозируемом горизонте 12-месячная инфляция постепенно вернется в пределы своего целевого показателя.

Таким образом, **Совет ЦБ считает целесообразным продолжить во втором квартале 2016 года более решительное ослабление денежно-кредитных условий**, что вместе с осуществляемым с начала 2015 года года смягчением денежно-кредитных условий приведет к расширению совокупного предложения и стабилизации инфляции в пределах целевого показателя.

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. 2016	99.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
III кв.	98.2%	1.6%	0.0%	0.0%	0.2%
IV кв.	75.1%	21.2%	3.7%	0.0%	0.0%
I кв. 2017	46.9%	35.3%	17.6%	0.2%	0.0%
II кв.	40.1%	36.0%	23.5%	0.4%	0.0%
III кв.	26.4%	34.3%	37.4%	1.7%	0.1%
IV кв.	20.6%	32.3%	44.0%	2.9%	0.3%
I кв. 2018	15.8%	29.4%	49.8%	4.4%	0.6%
II кв.	11.3%	25.3%	55.2%	7.0%	1.2%
III кв.	7.8%	20.5%	58.4%	10.8%	2.5%
IV кв.	5.1%	16.1%	59.8%	14.7%	4.3%
I кв. 2019	4.8%	15.5%	59.5%	15.5%	4.8%

⁹ На основании заявления-заявки ЗАО "Газпром Армения" и ООО "Трансгаз" Комиссии по регулированию общественных услуг Армении о пересмотре тарифов на природный газ. (http://www.psrc.am/images/News/2016/hayt/Dimum_Gazprom_Armenia.pdf):

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины будут равновесные, как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах. Причем риски, вытекающие из внешнего и внутреннего секторов, в основном сохранились по сравнению с прежними прогнозами. В частности, *риски внешнего сектора* связаны с оттоком капитала из развивающихся стран в США с вытекающим из этого и ростом волатильности денежных единиц развивающихся стран, возможным замедлением мирового экономического роста в результате процесса структурного реформирования в Китае, и с развитиями международных цен на сырьевые и продовольственные товары. *Риски, вытекающие из внутренней экономики,* связаны со степенью дефляционного воздействия внешнего сектора на внутренние цены, с развитиями в отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий, с ходом восстановления внутреннего спроса, темпом восстановления роста частных вложений, а также структурными реформами, осуществляемыми Правительством. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечивая целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ПЕРВОГО КВАРТАЛА 2016 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

В первом квартале 2016 года 12-месячная инфляция снизилась быстрее, чем прогнозировалось, составив в конце марта минус 2,0%.

В первом квартале 2016 года была отмечена 0,4% инфляция вместо 2,4% инфляции в том же периоде предыдущего года, в результате **12-месячная инфляция** снизилась быстрее, чем прогнозировалось, составив в конце марта **минус 2,0%**. Инфляция за квартал была обусловлена ростом цен на продовольственные товары и услуги на 1,3% и 0,5% соответственно (общее содействие инфляции – 0,7 п.п.). В то же время, цены на непродовольственные товары снизились за указанный период на 1,3%, а общее содействие инфляции составило минус 0,3 п.п. Сформировавшийся в течение квартала низкий уровень инфляции был полностью обусловлен снижением цен на сельхозпродукцию в годовом исчислении и дефляционным воздействием, частично перешедшим из внешнего сектора на внутренние цены.

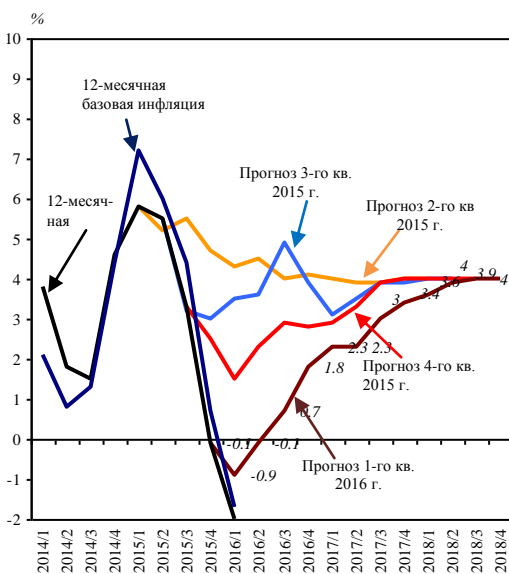
Рост цен на продовольственные товары в течение квартала был обусловлен ростом цен на товарные группы “Фрукты” и “Овощи и картофель” на 4,6% и 13,5% соответственно (общее содействие инфляции – 0,85 п.п.), которые в силу высокого темпа роста сельского хозяйства и слабого внутреннего спроса сформировались на более низком уровне по сравнению с предыдущим годом. В структуре продовольственных товаров дефляция была отмечена также в товарных группах “Хлеб”, “Мясные продукты”, “Молочные изделия”, “Животные и растительные жиры” и “Кондитерские изделия” (общее содействие инфляции – минус 0,38 п.п.). В то же время определенный рост цен был отмечен в товарных группах “Яйца” и “Сахарный песок”, “Молочные продукты” и (общее содействие инфляции – 0,11 п.п.).

Рост тарифов в группе “Услуги” был отмечен в основном в тарифах на медицинское обслуживание, воздушный транспорт и жилищно-коммунальные услуги, составив соответственно 2,6%, 1,7% и 0,4%. Некоторое снижение было отмечено в тарифах средств связи (1,1%).

Дефляция непродовольственных товаров в основном обусловлена снижением цен на импортированные товары, в частности, одежду и трикотажные изделия, обувь, бытовую технику, автомобильные запчасти и бензин, а также моющие средства соответственно на 5,0%, 3,9%, 3,0%, 2,0% и 1,3%.

Инфляция по товарам, оказавшим основное содействие						
Наименование товарной группы	декабрь 2015 г. (в годовом выражении)		декабрь 2016 г. (в годовом выражении)		1-й квартал 2016 г.	
	Рост (%)	Содействие	Рост (%)	Содействие	Рост (%)	Содействие
	ИПЦ	-0.1		-2.0		0.4
Продовольственные товары	-3.7	-1.81	-5.1	-2.3	1.3	0.6
хлеб	0.4	0.04	-4.1	-0.40	-3.0	-0.29
мясные продукты	-3.7	-0.35	-5.7	-0.53	-0.9	-0.08
молочные продукты	-4.7	-0.22	-5.4	-0.24	-0.1	-0.01
растительное масло и животный жир	-7.9	-0.23	-4.7	-0.12	-0.1	0.00
фрукты	11.3	0.15	1.4	0.02	-0.1	0.00
кондитерские изделия	-19.5	-0.66	-23.0	-0.61	4.6	0.12
овощи и картофель	-4.0	-0.23	-1.0	-0.05	13.5	0.73
яйца	-20.2	-0.31	-13.9	-0.16	7.4	0.09
сахарный песок	-10.1	-0.08	-7.9	-0.06	2.5	0.02
Непродовольственные товары	3.4	0.70	-1.5	-0.34	-1.3	-0.29
Услуги	3.2	0.98	2.9	0.93	0.5	0.15

В течение ближайшего года инфляционная среда постепенно расширится и 12-месячная инфляция приблизится к нижней границе допустимых колебаний, а в оставшемся отрезке прогнозируемого горизонта стабилизируется вокруг 4% целевого показателя



В первом квартале 2016 года базовая инфляция *снизилась на 0,7%*, в результате показатель 12-месячной инфляции снизился на 2,4 п.п. и составил к концу марта *минус 1,7%*.

Прогноз ЦБ на краткосрочный период длительностью в один год, включающий период со второго квартала 2015 года по второй квартал 2016 года, предусматривал постепенное смягчение существующей высокой инфляционной среды. В результате большего, чем ожидалось, сезонного снижения цен на продовольственные товары под воздействие, положительных развитий в сельском хозяйстве, и предусматриваемого слабого спроса во внешнем секторе и внутренней экономике, *12-месячная инфляция станет постепенно снижаться*. В этих условиях предусматривалось *сохранение действующего уровня процентной ставки рефинансирования*, что позволило бы стабилизировать с 2016 года 12-месячную инфляцию у целевого показателя.

В результате фактических развитий, как и ожидалось, *начиная со второго квартала 2015 года* инфляционная среда постепенно смягчилась. В силу положительных развитий в сельском хозяйстве в апреле-марте 2015 года была отмечена 4,2% дефляция (содействие продовольственных товаров общей инфляции – минус 4,3%), в результате *12-месячная инфляция* с 5,8% в марте достигла *3,3%*. Учитывая существующую низкую инфляционную среду и ожидаемые неинфляционные воздействия из внешнего сектора и внутренней среды ввиду слабого спроса, а также существующие ожидания высокой инфляции (базовая 12-месячная инфляция составила в течение квартала 4,4%), *в августе ЦБ снизил процентную ставку рефинансирования всего лишь на 0,25 п.п., установив ее на уровне 10,25%*.

В четвертом квартале 2015 г. продолжилось снижение 12-месячной инфляции, причем более быстрыми, чем ожидалось, темпами. Этому фактору, а также фактору большого предложения продукции сельского хозяйства содействие оказали непрерывное снижение внешних цен, которое частично отразилось на внутренних ценах, что в некоторой степени было смягчено ожиданиями высокой инфляции. В результате, в четвертом квартале была отмечена всего лишь 1,9% инфляция, вместо

5,4% в аналогичном периоде предыдущего года. В итоге год завершился отрицательным значением 12-месячной инфляции **минус 0,1%**.

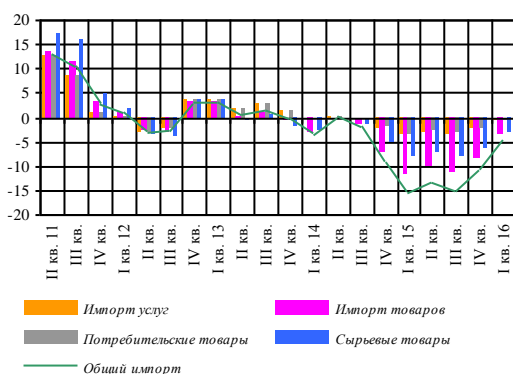
Учитывая инфляционные развития в конце года ЦБ в ноябре-декабре существенно ослабил денежно-кредитные условия, снизив процентную ставку рефинансирования на 1,5 п.п. – в конце декабря она составила **8,75%**. Считалось, что инфляционные риски, возникшие в конце предыдущего года, в основном, преодолены, и что в результате такого резкого ослабления денежно-кредитных условий происходит возврат к ситуации, которая существовала до ноября 2014 года.

Сформировавшиеся в силу низких дефляционных тенденций на международных товарных рынках и передачи их воздействия на внутренние цены, а также высокого роста сельского хозяйства, низкие цены на продовольственные товары (по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года) сохранились также и **в первом квартале 2016 года**. В результате в первом квартале была отмечена 0,4% инфляция вместо 3,0% инфляции, отмеченной в среднем в первых кварталах в течение последних 5 лет, в результате 12-месячная инфляция продолжила снижаться, составив в конце марта минус 2,0% (содействие снижения цен на продовольственные товары общей дефляции – 2,3 п.п.).

Хотя и отмечалась низкая инфляция, однако сохранились сравнительно высокие инфляционные ожидания, вызванные “жесткостью” цен в сторону снижения и наличием риска увеличения долларизации. По оценкам ЦБ, резкое ослабление денежно-кредитных условий в конце предыдущего года, в основном, было достаточным для нейтрализации дефляционных давлений в течение года. Учитывая сказанное, в первом квартале ЦБ осуществил постепенное смягчение денежно-кредитных условий, снизив дважды - в феврале и марте - процентную ставку рефинансирования на 0,25 п.п., установив ее на уровне **8,25%**. Такая политика обоснована также и тем, что низкая инфляция оказывает содействие сохранению покупательной способности доходов, сокращению расходов предприятий и постепенному снижению инфляционных ожиданий. В итоге, со второй половины года дефляционная среда постепенно смягчится и 12-месячная инфляция в прогнозируемом горизонте приблизится к целевому показателю.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

В 1-м квартале 2016 г. Темпы снижения долларовых цен на импорт товаров замедлились (в годовом выражении, %)



Цены на импорт. В первом квартале 2016 года, в условиях снижения цен на международных рынках, долларовые цены на импорт товаров и услуг также снизились на 1,9% кв/кв. Тем не менее, темпы снижения по сравнению с тем же периодом предыдущего года замедлились и составили 4,2% в годовом выражении.

Снижению долларовых цен на импорт в годовом выражении оказало содействие снижению цен на товары (на 3,7 п.п.) и на тарифы на услуги (на 0,5 п.п.). Снижению долларовых цен на импорт товаров в годовом выражении оказала содействие, в основном, дефляция товаров промежуточного потребления в годовом выражении, обусловленная снижением международных цен на нефть, железную руду, пшеницу и алюминий, а также ослаблением валют стран-партнеров.

Снижение долларовых цен на потребительские товары было обусловлено, в основном, снижением в годовом выражении долларовых цен Китая, России и Турции. В результате потребительские товары оказали отрицательное содействие инфляции на 0,5 п.п..

Цены производителей¹⁰. В первом квартале 2016 года в результате ценовых разрывов в различных отраслях экономики рост дефлятора ВВП, согласно оценкам ЦБ РА, сохранился на уровне аналогичного показателя предыдущего года.

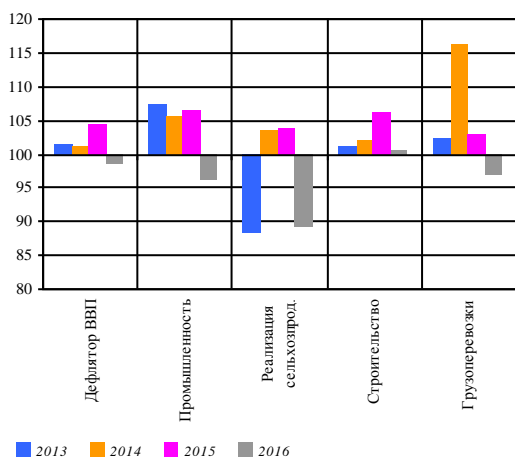
В **отрасли промышленности** в первом квартале было отмечено значительное снижение цен - на 3,9% в годовом выражении, обусловленное, в основном, снижением цен в горнодобывающей промышленности на 17,5% и в перерабатывающей промышленности на 1,6%. При этом, причиной снижения цен в горнодобывающей промышленности, где отмечалось самое большое снижение, явилось снижение цен на цветные металлы на международных рынках.

В течение квартала в **сельском хозяйстве** было отмечено снижение цен на 10,8% в годовом выражении¹¹, обусловленное снижением цен, как в животноводстве, так и в растениеводстве на 22,2% и 8,8% соответственно. Причем, дефляция в растениеводстве главным образом была обусловлена снижением цен на картофель, огородно-бахчевые культуры на 20,81%, на зерновые культуры на 2,7%, на кормовые культуры на 23,6% и фрукты, плоды и ягоды на 32,1%. А причиной дефляции в животноводстве явилось снижение цен на молочные продукты на 11,3%, яйца - на 15,3% и мясо - на 7%.

В первом квартале в **строительстве** был отмечен рост цен на 0,4% в годовом выражении, обусловленный ростом затрат в сфере строительно-монтажных работ - на 0,2%, цен на оборудование (материалы) - 0,3%.

Снижение цен по части **грузоперевозок** в первом квартале составило 3% в годовом выражении, вследствие снижения тарифов на железнодорожный транспорт на 3,4% и автомобильный транспорт на 7,4%. Причем, причиной снижения тарифов на автомобильный транспорт, отмеченное как наибольшее снижение, явилось снижение цен на бензин и дизельное топливо.

В 1-м квартале 2016 г. наибольший рост цен был отмечен с в сфере строительства



Согласно оценкам, полученным в рамках основной модели ЦБ РА, в первом квартале 2016 года инфляционные ожидания ослабли быстрее, чем прогнозировалось, составив 2,2%.

3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки

Согласно оценкам ЦБ первого квартала 2016 года инфляционные ожидания общества в одногодичном горизонте полностью смягчились, что выразилось в более резкой, чем ожидалось, снижающейся динамике цен на сельхозпродукцию без учета сезонности, а также фактической инфляции. Согласно оценкам, полученным в рамках основной модели ЦБ РА, в первом квартале 2016 года инфляционные ожидания ослабли быстрее, чем прогнозировалось, составив 2,2%, что в основном было обусловлено проведенной ЦБ последовательной денежно-кредитной политикой.

О смягчении инфляционных ожиданий в первом квартале 2016 года свидетельствуют также результаты опроса ЦБ среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств по некоторым макроэкономическим показателям. Согласно опросу средний уровень инфляционных ожиданий в финансовой системе в одногодичном горизонте составил 3,5%, вместо показателя 4,2% в предыдущем опросе. В том числе, **инфляционные ожидания банков** в одногодичном горизонте сформировались в среднем вокруг 3,3% уровня 12-месячной инфляции, вместо 4,3% среднего показателя предыдущего опроса, а **инфляционные ожидания кредитных организаций** составили в среднем 3,6%, вместо

¹⁰ Изменение индексов цен в январе-марте 2016 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹¹ Представлены цены производителя на реализацию сельхозпродукции.

предыдущего показателя **4,3%**. По данным текущего опроса *ожидания домохозяйств* в одногодичном горизонте *также смягчились* и составили в среднем **2,0%** 12-месячной инфляции, вместо показателя **2,8%** в предыдущем опросе.

Механизм передачи процентных ставок в первом квартале 2016 года явился четким отражением влияния проведенной ЦБ расширяющей денежно-кредитной политики на динамику процентных ставок в сторону, в основном, снижения. Эта динамика, в свою очередь, выразилась в ожиданиях финансовой системы относительно процентных ставок. Согласно опросу, в одногодичном периоде ожидания финансовой системы как по привлеченным, так и размещенным средствам направлены на снижение ставок.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹²

Опубликованный НСС РА *показатель экономического роста* за четвертый квартал 2015 года составил 1,1% в годовом выражении, в результате *экономический рост* за январь-декабрь оставил 3,0%, что несколько ниже предыдущего прогноза ЦБ РА.

В первом квартале 2016 года показатель экономической активности составил 5,6% в годовом выражении, что также превышает ожидания, в силу высокого роста объемов выпуска в отрасли услуг.

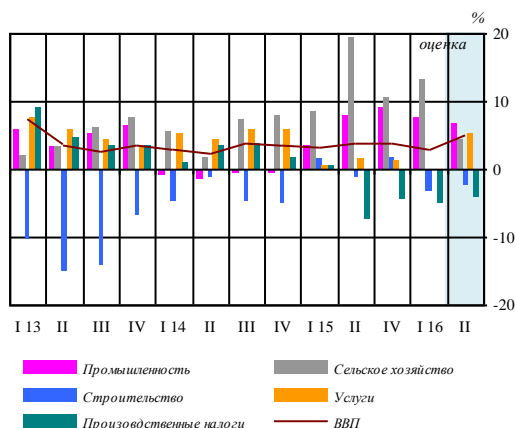
В результате ожидается, что экономический рост в первом квартале 2016 года будет находиться в пределах 4,8-5%¹³.

Учитывая отмеченный за первый квартал 2016 года рост объемов выпуска в отрасли *промышленности* на 8,9% в годовом выражении, рост добавленной стоимости отрасли в первом квартале 2016 года оценивается 6,5-7% в годовом выражении. Рост обусловлен, в основном, ростом объемов выработки металлической руды (27,7%), горнодобывающей промышленности (345), объемов производства напитков (17,5%), табачных изделий (51,1%), ювелирных изделий (41,7%), мебели (72,6%), одежды (49,2%), химических продуктов, химикатов (10,0%) и водоснабжения (4,9%). Причем, параллельно росту указанных подотраслей промышленности был отмечен рост показателя выработки электроэнергии (28%).

Основываясь на фактическом изменении объемов выпуска *строительства* в январе-марте 2016 года (минус 2,2% в годовом выражении), спад добавленной стоимости в отрасли в том же периоде оценен в 2-2,5% в годовом выражении. Причем, в отличие от роста объемов строительства, осуществляемого за счет средств общин (5,7%) и международных кредитов (4,1%), в строительстве за счет остальных источников финансирования был отмечен спад. В частности, сократились объемы строительства за счет средств населения (18,5%), госбюджета (34,1%), и средств организаций соответственно на 11,9% и 27,8% гуманитарной помощи (71,8%) и средств организаций (24,7%).

Экономический рост в первом квартале 2016 года будет находиться в пределах 4,8-5%.

Темп кумулятивного роста фактического реального ВВП и отраслей экономики в годовом выражении



¹² Показатели реального роста добавленной стоимости в годовом выражении отраслей экономики за январь-март 2016 года являются оценками ЦБ РА, а показатели подотраслей отражают темпы роста выпуска продукции за январь-март 2016 года, если иное не указывается.

¹³ См. диапазон 50% вероятности графика распределения вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП.

В сфере *услуг* рост добавленной стоимости в первом квартале 2016 года оценен 5-5,5% в годовом выражении, что является следствием роста объемов оказанных услуг на 9,6% и снижения объемов торговли на 1,1%. Причем, росту объема оказанных услуг большое содействие оказал рост услуг в сфере финансовой и банковской деятельности (2,8%), информации и связи (3,1%), культуры, развлечений и отдыха (46,1%), услуг, связанных с деятельностью в сфере недвижимости, (10,6%) и транспортировки (25,7%). Высокий рост в сфере транспортировки обусловлен осуществлением грузовых перевозок горнорудной продукции специализированными компаниями.

Спад торговли явился следствием сокращения объемов оборота розничной торговли и торговли автомобилями на 4,8% и 1,3% соответственно.

В сельском хозяйстве в первом квартале 2016 года рост добавленной стоимости составил 4-4,5% в годовом выражении за счет роста объемов выпуска продукции животноводства, растениеводства и рыбного хозяйства на 2,9%, 12,4% и 7,5% соответственно. Причем, рост в животноводстве обусловлен ростом объемов производства молока (2,9%), яиц (9,7%) и реализации скота и птицы в убойном весе (2,7%).

3.2.2. Совокупный спрос¹⁴

В первом квартале 2016 года уменьшение расходов на частное потребление было меньше, чем предусматривалось в предыдущих прогнозах, и составило порядка 2,0%.

В первом квартале 2016 года уменьшение расходов на частное потребление было меньше, чем предусматривалось в предыдущих прогнозах, и составило порядка 2,0%. Обусловлено это меньшим, чем ожидалось, уменьшением объемов торговли в первом квартале, а также более высокой, чем ожидалось, экономической активностью в том же периоде. Примечательно, что сокращение объемов частного потребления в первом квартале 2016 года существенно замедлилось по сравнению с падением темпов, отмеченным в 2015 году.

Уменьшение денежных переводов из России с конца 2014 года, продолжающееся и в 2015 году, негативно отразилось на располагаемых доходах домашних хозяйств, что привело к сокращению расходов на частное потребление в течение всего 2015 года и в начале 2016 года. Однако следует отметить, что сокращение частного потребления существенно смягчилось вследствие ослабления денежно-кредитных условий, который был начат в 2015 году и носит непрерывный характер, а также существующей в экономике низкой инфляционной среды.

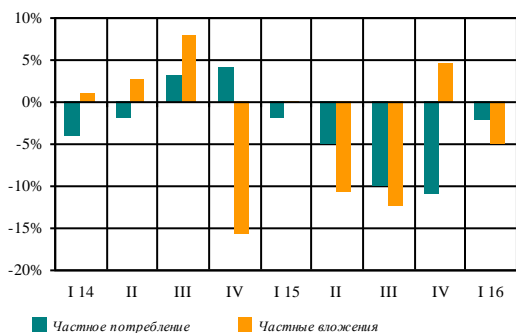
О сокращении расходов на частное потребление в первом квартале свидетельствуют также результаты проводимых ЦБ РА опросов, а также динамика рассчитываемых НСС РА индексов торгового оборота. В первом квартале 2016 года индекс доверия потребителей был ниже диапазона стабильности, составляющего 45-55 пунктов, составив 42,3 пункта, свидетельствуя о сокращении потребительских затрат домохозяйств в отчетном периоде. Причем индекс показателей, относящихся текущему потреблению, составил 33,5. Отметим также, что в первом квартале, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, торговый оборот в экономике снизился на 1,3%.

В первом квартале 2016 года инвестиционная активность в экономике была слабой, что совпало с прогнозом, в результате снижение частных вложений составило 5,0% по сравнению с тем же периодом предыдущего года.

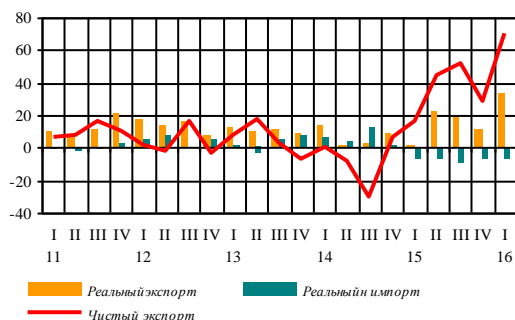
В первом квартале 2016 года инвестиционная активность в экономике была слабой, что совпало с прогнозом, в результате снижение частных вложений составило 5,0% по сравнению с тем же периодом предыдущего года. Спад вложений был обусловлен сокращением

¹⁴ Показатели по частным затратам, частному потреблению и частным вложениям первого квартала 2016 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных четвертого квартала 2015 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается

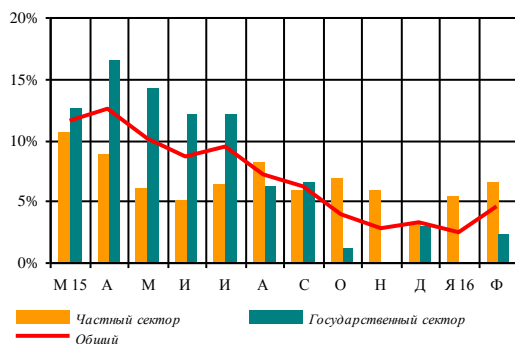
Прирост частного потребления и частных вложений в годовом выражении



Чистый экспорт в реальном выражении улучшился в I-м квартале 2016 г. (чистый реальный экспорт в годовом выражении, %, положительный знак - улучшение)



Прирост номинальной зарплаты в годовом выражении



внутреннего спроса в отчетном периоде, сокращением объемов кредитования предприятий, а также низким уровнем общей деловой активности. Причем, как предусматривалось в предыдущих прогнозах ЦБ, спад вложений наибольшим образом выразился в неэкспортном секторе экономики, тогда как в экспортном секторе инвестиционная активность была сравнительно высокой.

О вышеописанных развитиях вложений в отчетном периоде свидетельствуют также результаты опросов ЦБ РА среди предприятий относительно деловой среды.

Согласно результатам опросов, в первом квартале 2016 года, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, показатель деловой активности в неэкспортном секторе экономики – строительстве – составил 37,0 единиц, что ниже уровня стабильности, составляющего 50,0 единиц. С другой стороны, показатели деловой активности в экспортном секторе – промышленности и некоммерческих услугах – были выше уровня стабильности, составляющего 50,0 единиц, и составили 52,8 и 52,1 единиц соответственно.

Вследствие вышеописанных развитий частного потребления и вложений, в первом квартале затраты частного сектора сократились на 2,5%. В условиях почти 1,0% сокращения показателя государственных затрат, внутренний спрос в отчетном периоде снизился на 2,0%, что меньше сокращения, отмеченного в 2015 году. Спад внутреннего спроса в 2015 году, как и в первом квартале 2016 года существенно смягчился в вследствие ослабления ЦБ денежно-кредитных условий.

В условиях описанных развитий разлом затрат частного сектора в первом квартале был отрицательный, создав на потребительском рынке **дефляционные давления в 1,8-2,1 п.п.**

Согласно оценкам ЦБ, в первом квартале 2016 года чистый экспорт в реальном выражении значительно улучшился. Обусловлено это беспрецедентно высоким ростом экспорта товаров и услуг на фоне снижения реальных объемов импорта и услуг. В частности, темпы роста реального экспорта товаров и услуг в первом квартале 2016 года составили 32,9% в годовом выражении, в условиях снижения реальных объемов импорта товаров и услуг на 7,5% в годовом выражении¹⁵. Реальный высокий рост экспорта был обусловлен, в основном, высоким ростом экспорта меди, электроэнергии, табака и алкогольных напитков.

В первом квартале 2016 года темпы снижения чистого притока переводов трудовых мигрантов и частных трансфертов замедлились по сравнению с предыдущим кварталом, что было обусловлено ослаблением темпов спада экономики России.

3.2.3. Рынок труда ¹⁶

Темп роста номинальной заработной платы в первом квартале 2016 года соответствовал предыдущему прогнозу ЦБ и составил 3,5%. В отчетном периоде темп роста заработных плат частного сектора превысил в роста зарплат государственном секторе.

Во втором полугодии 2015 года затухло воздействие повышения с июля 2014 года зарплат в некоторых сферах государственного сектора, а с октября было отмечено небольшое замедление темпов роста государственных зарплат. В результате в первом квартале 2016 года темп роста

¹⁵ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

¹⁶ Данные по рынку труда первого квартала 2016 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях за четвертый квартал 2015 года и январь-февраль 2016 года. Оценки роста в подразделе даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

государственных зарплат снизился по сравнению с высоким базовым показателем аналогичного периода 2015 года и составил 1,0%.

В первом квартале 2016 года темп роста зарплат в частном секторе снизился по сравнению с аналогичным показателем 2015 года на 2,0 п.п. и составил 6,0%, что обусловлено дефляционной средой в экономике.

Рост производительности, отмеченный в 2015 году, сохранился и в первом квартале 2016 года, вызвав сокращение спроса на рабочую силу в экономике. В результате **уровень безработицы** в первом квартале 2016 года соответствовал прогнозам и составил 19,3%.

В результате этих развитий в первом квартале 2016 года рост производительности превысил рост заработной платы и оказал 0,5% дефляционное воздействие на потребительские цены.

3.2.4. Налогово-бюджетная политика¹⁷

В первом квартале 2016 года исполнение государственного бюджета проходило с выполнением квартального плана по сбору налоговых доходов и некоторой экономией расходов по некоторым статьям. Государственные расходы слегка превысили прогнозируемый ЦБ квартальный показатель¹⁸, в результате воздействие налогово-бюджетного сектора вместо прогноза нейтральный составило расширяющее воздействие. Согласно показателю налогово-бюджетного импульса, воздействие налогово-бюджетного на совокупный спрос было 0,7 расширяющее вместо нейтрального. Причем импульс доходов был 1,8 расширяющим, а импульс расходов – 1,1 сдерживающим.

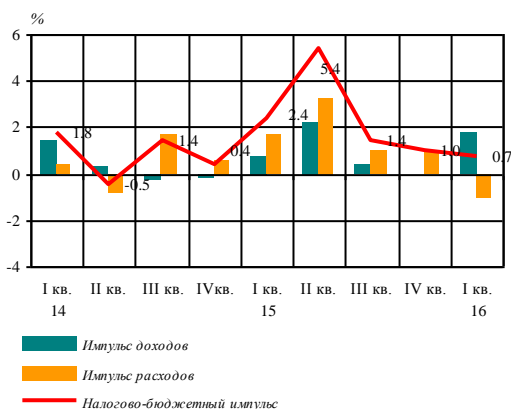
Доходы и гранты консолидированного бюджета выросли по сравнению с первым кварталом 2015 года на 0,7%, причем налоговые и прочие доходы снизились на 1,6%, а гранты выросли в 3,4 раза. Снижение в годовом выражении налоговых доходов и государственных пошлин государственного бюджета составило 0,6%, в большей мере за счет налога на добавленную стоимость и таможенных пошлин. По части налогов и государственных пошлин в квартальной программе государственного бюджета было отмечено полное исполнение. В первом квартале 2016 года в налогах и пошлинах консолидированного бюджета косвенные налоги уменьшились по сравнению с предыдущим годом на 8,3%, на 10,4% увеличились прямые налоги, а иные налоговые доходы увеличились на 12,7%. Причем доля косвенных налогов снизилась на 4,7 п.п., составив 48,1%, доля прямых налогов увеличилась на 3,7 п.п., составив 42,7%, доля иных налогов увеличилась на 1,0 п.п., составив 9,2%.

Иные доходы снизились по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 44,2%, в силу снижения процентных выплат по предоставленным резидентам кредитам.

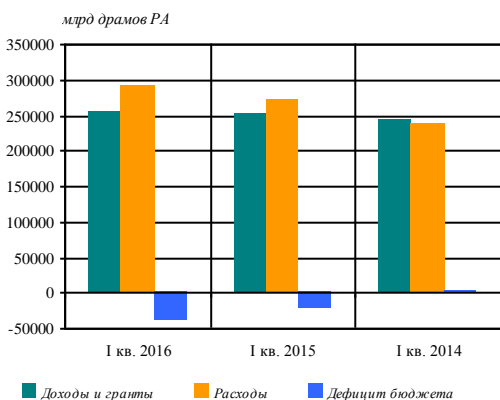
Государственные гранты составили 8,3 млрд драмов, превысив программу на первый квартал. Обусловлено это как получением, превысившим программу целевых грантов, так и тем, что предусмотренный государственным бюджетом предыдущего года (в рамках Европейского

В первом квартале согласно показателю налогово-бюджетного импульса, воздействие налогово-бюджетного на совокупный спрос было 0,7 расширяющее вместо нейтрального.

В 1-м квартале 2016 г. налогово-бюджетная политика была менее расширяющей по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (по фактическим данным)



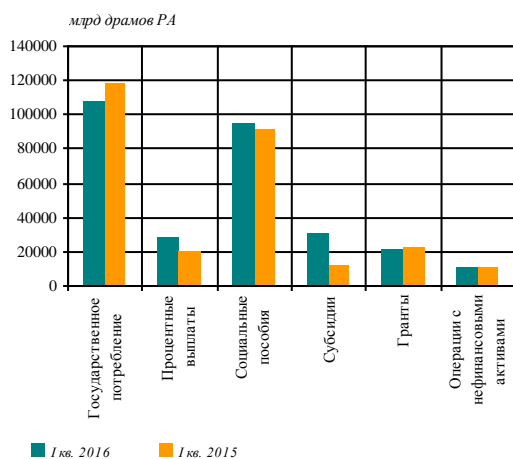
Динамика основных показателей консолидированного бюджета



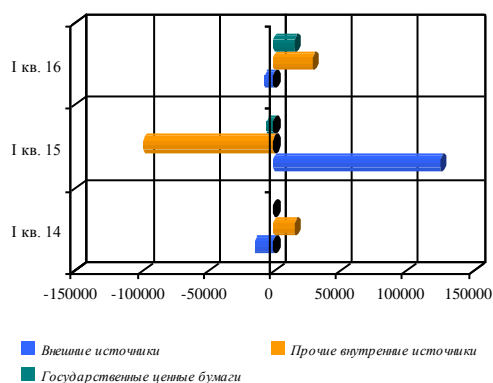
¹⁷ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен с использованием предварительных фактических показателей консолидированного бюджета, рассчитанных на базе предварительных фактических показателей за первый квартал (включая показатели групп по реализации проектов). Причем, воздействие доходов рассчитано по отношению к прогнозируемому номинальному показателю ВВП, а воздействие расходов – к оцененному экономическому потенциалу.

¹⁸ Сравнение фактических показателей государственного сектора проведено с показателями, прогнозируемыми ЦБ РА, причем, по части доходов прогнозы ЦБ совпадают с квартальными пропорциями доходов.

В расходах бюджета в 1-м квартале 2016 г. Был отмечен прирост по статье текущих расходов



В 1-м квартале 2016 г., как и в 1-м квартале 2015 г., сформировался дефицит бюджета (млрд драмов РА)



инструмента добрососедства) грант в размере 2,0 млрд драмов был получен в первом квартале 2016 года.

Фактические расходы в первом квартале составили 89,3% скорректированной квартальной программы¹⁹. Расходы слегка превысили прогноз ЦБ, составив 101%. По сравнению с тем же периодом предыдущего года был отмечен 6,8% рост расходов консолидированного бюджета, который произошел, в основном, за счет текущих расходов. **Государственное потребление** в текущих расходах снизилось по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 8,7%, вследствие изменения системы финансирования дошкольных и общеобразовательных учреждений²⁰. Процентные выплаты по государственному долгу превысили аналогичный показатель предыдущего года на 39,2%, в силу роста расходов по обслуживанию долга в результате роста объема внешнего долга.

Государственные субсидии превысили аналогичный показатель предыдущего года в 2,6 раза (на 18,3 млрд драмов), вследствие, в основном, вышеуказанного изменения принципа финансирования сферы образования, а также роста субсидий, выделенных сельскому хозяйству и сфере водоснабжения.

Расходы по части статьи “Операции с нефинансовыми активами” или по части капитальных расходов не изменились по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года.

В структуре капитальных расходов увеличилась доля расходов за счет внешних источников финансирования на 37,5%, а доля расходов за счет внутренних источников финансирования уменьшилась примерно на 8%.

Вышеуказанные показатели доходов и расходов сформировали в первом квартале дефицит бюджета на 37,4 млрд драмов, вместо прогноза ЦБ на 41,6 млрд драмов (скорректированный для квартала дефицит, предусмотренный с учетом пропорциональности, составил 76,5 млрд драмов). Дефицит был полностью financирован за счет государственных ценных бумаг и других внутренних источников.

В частности, в первом квартале чистый доход от размещения казначейских государственных облигаций составил 15,7 млрд драмов. В первом квартале 2016 года налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос незначительное расширяющее воздействие.

Таким образом, сокращение денежных переводов из РФ и наблюдаемая во внутренней экономике слабая инвестиционная активность в первом квартале 2016 года сократили расходы частного сектора. Сокращение расходов частного сектора было смягчено вследствие налогово-бюджетных стимулов, предоставленных экономике в течение 2015 года, и непрерывного ослабления денежно-кредитных условий, что смягчило также замедление экономического роста РА и ослабило дефляционную среду.

В первом квартале 2016 года разрыв расходов частного сектора был отрицательным. Учитывая инфляционную динамику налогово-бюджетной политики, а также дефляционную динамику чистого экспорта и рынка труда оценивается, что общие развития совокупного спроса и рынка труда создали в первом квартале дефляционные давления на потребительском рынке в 2,6-2,8 п.п.

¹⁹ Установленные законом РА “О государственном бюджете РА” показатели корректируются в течение года в рамках полномочий Правительства отдельными решениями Правительства, которые размещаются на сайте <https://www.e-gov.am>

²⁰ В предыдущем году он рассматривался как приобретение договорных услуг, с 2016 года – как субсидирование указанных учреждений.

3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

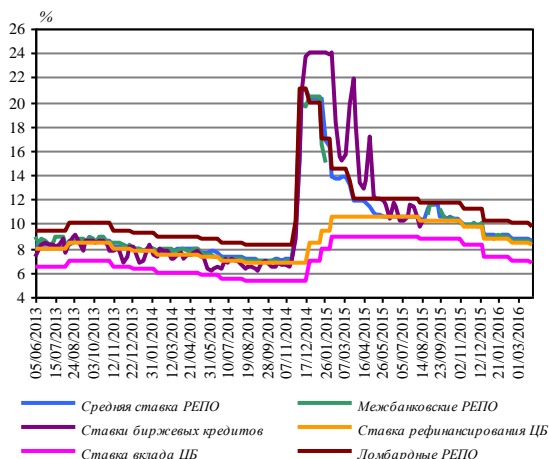
В первом квартале 2016 года Совет ЦБ дважды - в феврале и марте - снизил ставку рефинансирования на 0,25 п.п.

В феврале 2016 года, в условиях сохраняющихся сравнительно высоких инфляционных ожиданий, жесткости цен в отношении снижения и увеличения риска долларизации, Совет ЦБ продолжил ослабление денежно-кредитных условий, снизив процентную ставку рефинансирования на 0,25 п.п. (подробнее см раздел “3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции”). ЦБ продолжил ослабление денежно-кредитных условий, снизив ставку в конце марта еще на 0,25 п.п., считая, что в результате снижения в четвертом квартале 2015 года и текущего снижения, со второй половины 2016 года до конца прогнозируемого горизонта 12-месячная инфляция постепенно вернется к уровню целевого показателя.

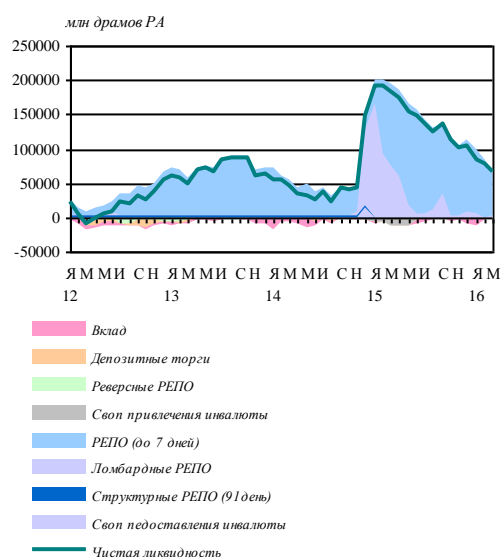
Постепенное ослабление денежно-кредитных условий сразу отразилось на процентных ставках операций ЦБ и других ставках финансового рынка. Средняя квартальная ставка основного инструмента ЦБ – 7-дневного репо снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 1,05 п.п. и составила 8,92%, а средняя ставка в марте снизилась по сравнению с декабрьской на 0,85 п.п. и составила 8,73%.

В первом квартале 2016 года Совет ЦБ дважды - в феврале и марте - снизил ставку рефинансирования на 0,25 п.п.

В течение квартала краткосрочные процентные ставки сформировались вокруг ставки инструмента РЕПО ЦБ



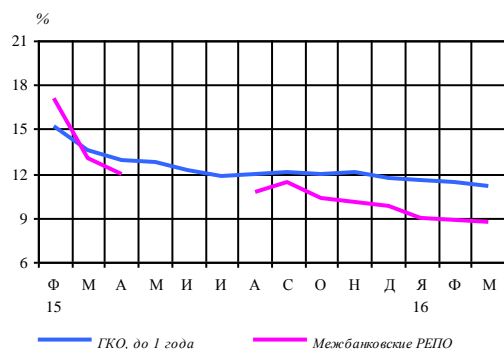
Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ (среднемесячный запас)



Период	Репо (до 7 дней)		Привлеченные средства		Ломбардные репо	
	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %
I кв. 14	58,769.52	7.80	8,230.77	6.17	297.76	9.05
II кв.	41,619.24	7.79	9,908.46	5.88	41.38	8.75
III кв.	37,331.05	7.16	3,270.00	5.47	16.08	8.43
IV кв.	34,048.94	10.60	1,765.67	5.25	41,550.14	19.69
I кв. 15	95,454.55	14.25	63.75	8.04	104,521.49	16.27
II кв.	141,919.97	11.02	1,857.26	9.00	27,967.60	12.00
III кв.	119,429.03	10.72	3,639.62	8.95	17,089.82	11.78
IV кв.	107,621.63	9.97	6,496.15	8.17	4,048.49	11.07
I кв. 16	78,642.66	8.92	5,687.19	7.22	2,458.35	10.21

В первом квартале 2016 года динамика ставки межбанковского репо соответствовала динамике процентной ставки основного инструмента ЦБ. В марте средняя процентная ставка составила 8,64%, снизившись по сравнению с декабрьской на 1,11 п.п.

Динамика краткосрочных процентных ставок в 1-м квартале 2016 г.

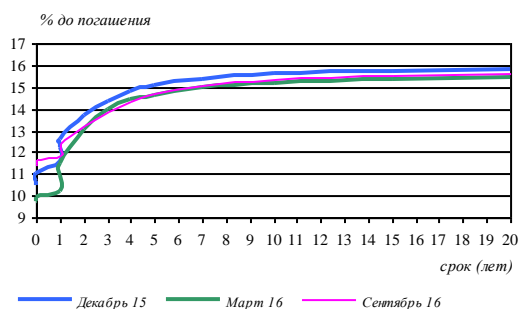


Вклады 2

Рынок государственных облигаций

Воздействие непрерывного ослабления денежно-кредитных условий со стороны ЦБ передалось и рынку краткосрочных облигаций. Хотя ставки на этом рынке несколько выше ставок иных инструментов денежного рынка, однако в первом квартале 2016 года доходность ГКО гармонизировала с динамикой процентных ставок политики. Среднеквартальный показатель доходности краткосрочных облигаций снизился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,6 п.п. и составил 11,33%. В аналогичной степени снизилась среднемесячная доходность в марте по сравнению с декабрем и составила 11,16%.

В 1-м квартале 2016 г. на рынке ГО доходность упала по всей длине кривой



Снижение процентных ставок на финансовом рынке отразилось на изменении кривой доходности государственных облигаций. К концу марта 2016 года по сравнению с декабрем доходность государственных облигаций снизилась по всей длине кривой, особенно в краткосрочном отрезке, где доходность облигаций со сроком до 1 года снизилась в среднем на 1,05 п.п., а доходность долгосрочных ставок — на 0,3 п.п. и составила 15,5%. В результате, разность между долгосрочными и краткосрочными ставками кривой (типов) повысилась в марте на 0,5 за счет значительного снижения краткосрочных ставок и составила 5,8 п.п.

В общей сложности, в результате снижения ЦБ с сентября 2015 года до марта 2016 года процентной ставки рефинансирования на 2,0 п.п., средняя доходность отрезка кривой доходности ГО со сроком до 1 года снизилась на 1,5 п.п.

В первом квартале 2016 года процентные ставки по драмовым вкладам, привлеченным от юридических лиц со сроком до 1 года, снизились по сравнению с предыдущим кварталом на 3,8 п.п., а в марте — по сравнению с декабрем — на 4,8 п.п. и составили 8,3%. Средние процентные ставки по вкладам, привлеченным от физических лиц со сроком до 1 года, снизились на 0,6 п.п. Такое же изменение было отмечено по части средних ставок в марте по сравнению с декабрьскими ставками (14,4% вместо 15%). Средние процентные ставки по драмовым вкладам, привлеченным от физических лиц со сроком более 1 года, снизились на 0,4 п.п. и составили в марте в среднем 14,2%, а по вкладам юридических лиц — увеличились на 0,8 п.п. и составили 8%. Одним из факторов снижения процентных ставок по привлеченным банками вкладам является постепенное снижение со стороны ЦБ ставки рефинансирования, а также увеличение объемов ликвидности.

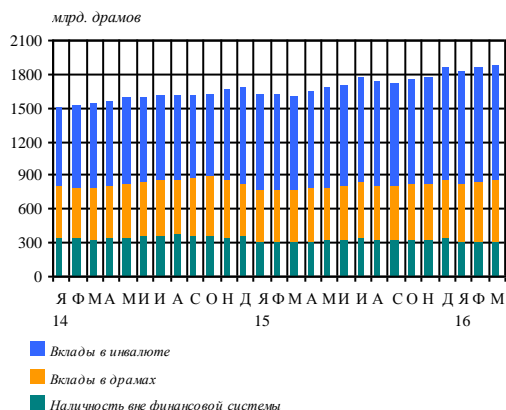
Несмотря на снижение в течение первого квартала ставок по драмовым вкладам, которое больше всего наблюдалось по части ставок по привлеченным средствам со сроком до 1 года, увеличились объемы привлеченных средств в драмах: вклады в драмах увеличились в течение квартала на 7,1%. Рост полностью приходится на долю срочных драмовых вкладов, а драмовые вклады до востребования уменьшились в течение квартала.

Средний квартальный показатель ставок по инвалютным вкладам, привлеченным от физических лиц со сроком до 1 года, снизился на 0,2 п.п. и составил в марте 5,4%, и увеличился по вкладам юридических лиц на 1,9 п.п. и составил 7%. Средние квартальные процентные ставки по инвалютным вкладам со сроком более 1 года, привлеченным, как от юридических, так и физических лиц, снизились на 0,1 п.п. и составили в марте 8% и 7% соответственно. Объем инвалютных вкладов увеличился в течение квартала на 2,9%, почти равномерно распределившись среди вкладов до востребования и срочных вкладов. На формирование процентных ставок по инвалютным вкладам повлияли также изменения механизма обязательного резервирования²¹.

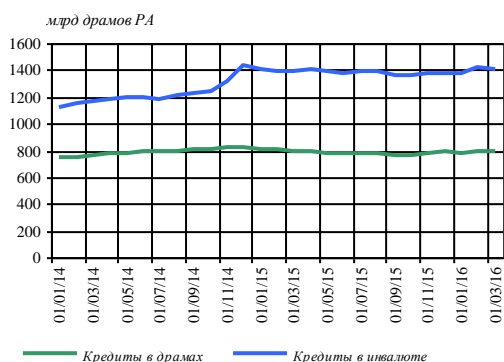
В целом, на объемы финансового посредничества, кроме лагового воздействия осуществленной денежно-кредитной политики, отразились также макропруденциальные меры, направленные на обеспечение фи-

²¹ Снижение ставки рефинансирования по привлеченным долгосрочным инвалютным средствам, снизило расходы по привлечению вкладов в инвалюте. См. "Обзор инфляции" 1-ый квартал, 2016 г. <https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/Gnach%201-16.pdf>, стр. 36, вкладыш 3).

В 1-м квартале 2016 г. увеличились вклады в драмах и инвалюте



В 1-м квартале 2016 г. в общем объеме кредитования продолжают преобладать инвалютные кредиты



нансовой стабильности, а также политика банков, вытекающая из ожиданий экономики. Кроме этого, результаты опроса первого квартала 2016 года об условиях кредитов, предоставляемых банкам и кредитным организациям РА, показали рост конкуренции между банками и кредитными организациями, упрощение процедур по кредитованию почти по всем видам кредитов, определенное снижение ставок по кредитованию параллельно тенденциям финансового рынка. В условиях высокого уровня долларизации обязательств, банки предпочитают углубить посредничество в инвалюте с целью ослабления валютного риска. **Под воздействием всех указанных факторов сформировались процентные ставки и объемы кредитования.** Снижение ставки политики отразилось на рынке драмовых кредитов со сроком до 1 года, предоставляемых физическим лицам. Средняя квартальная ставка в этом сегменте рынка снизилась на 0,1 п.п., а в марте, по отношению к показателю за декабрь, на 0,5 п.п. Общий объем кредитования в драмах увеличился в марте 2016 года по сравнению с декабрем 2015 года на 0,6%.

Что касается инвалютного кредитования, средняя квартальная ставка по кредитам со сроком до 1 года, выданным юридическим лицам, снизилась на 1,9 п.п., а по кредитам со сроком более 1 года, занимающим большую долю в кредитах хозяйствующим субъектам, - на 0,5 п.п. Процентные ставки по иным инвалютным кредитам существенного изменения не претерпели, а общий объем кредитования вырос в течение квартала на 2,2% (без учета воздействия изменения обменного курса - на 2,9%).

В целом, в первом квартале 2016 года продолжилось отмеченное в предыдущем квартале ускорение темпов роста кредитования. Объемы кредитования увеличились примерно на 2% согласно как показателю конца квартала по сравнению с декабрем 2015 года, так и согласно показателю за 12 месяцев. Рост кредитования в первом квартале был отмечен, в основном, за счет роста кредитов предприятиям, причем рост инвалютных кредитов превысил рост драмовых кредитов. В общей структуре кредитования продолжают преобладать кредиты, предоставленные в инвалюте, составив 64%.

Вклады 3

Согласно результатам проведенного в первом квартале 2016 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, наблюдалось упрощение условий кредитования по всем направлениям. Упрощение проявилось, в основном, в усилении конкуренции, пересмотре условий в программах рефинансирования, росте конкурентоспособности среди банков, отразившееся на процентных ставках кредитования, упрощении непроцентных платежей, сроках и требованиях к залогам. Спрос на бизнес-кредиты остался без изменения: снизился спрос на кредиты крупных предприятий, который намечался уже во время опроса в четвертом квартале 2015 года. Спрос на кредиты со стороны домохозяйств увеличился, в частности, изменение в части 8,2 закона РА "О налоге на доход" о возврате процентных сумм, выплачиваемых за обслуживание кредита, привело к росту спроса на ипотечные кредиты.

Для второго квартала 2016 года у банков и кредитных организаций сформировались следующие ожидания: по всем видам кредитования предусматривается упрощение процедур: расширение спроса на кредиты по всем направлениям кредитования и положительные ожидания относительно кредитного предложения.

Денежно-кредитные показатели	март 15	июнь 15	сентябрь 15	декабрь 15	март 16
	12-месячный рост	12-месячный рост	12-месячный рост	12-месячный рост	12-месячный рост
Денежная масса (%)	4.1	6.3	7.3	10.8	16.9
Драмовая масса (%)	-4.4	-4.2	-8.6	5.2	12.1
Денежная база (%)	1.6	14.7	22.1	3.9	7.3
Драмовая масса (%)	19.6	19.6	15.7	-1.6	0.7
Наличность (%)	-9.8	-6.7	-10.6	-0.8	0.1
Вклады в драмах (%)	-0.5	-2.5	-7.2	9.6	19.8
Вклады в инвалюте (%)	13.0	17.9	26.2	16.3	21.2
	Март 15	Июнь 15	Сент. 15	Декаб. 15	Март 16
Долларизация (процентные пункты)	51.6	51.2	52.6	52.2	53.4
Денежный мультипликатор (процентные пункты)	2.02	2.06	1.95	2.01	2.20
Драмовый мультипликатор (процентные пункты)	1.11	1.15	1.15	1.17	1.24

В первом квартале 2016 года показатель долларизации (инвалютные вклады/ денежная масса) повысился по сравнению с предыдущим кварталом на 1,2 п.п.

3.3.2. Обменный курс

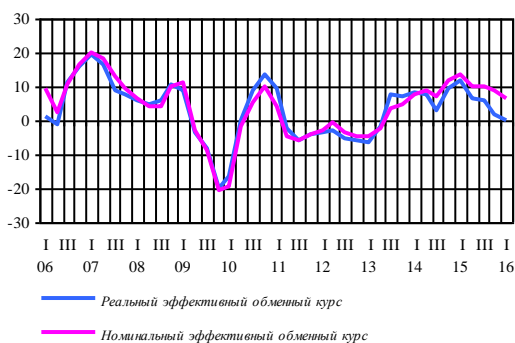
В первом квартале 2016 года на валютных рынках торговых партнеров были отмечены давления ослабления. В частности, средневзвешенный номинальный обменный курс валют торговых партнеров РА ослабел на 3,6% кв/кв, в основном вследствие ослабления российского рубля, украинской гривны и китайского юаня (содействие соответственно – на 2,5, 0,9 и 0,3 п.п.). Параллельно ослаблению национальных валют стран -партнеров, средний номинальный обменный курс драма к доллару США в первом квартале 2016 года ослаб на 2,1%. С целью нейтрализации существенных краткосрочных колебаний на валютном рынке, вытекающих из фактора сезонности платежного баланса, Центральный банк РА продал на валютном рынке 94,6 млн долларов США в чистом выражении.

В условиях ослабления национальных валют стран партнеров к доллару США номинальный эффективный обменный курс драма укрепился в первом квартале 2016 года на 1,5% кв/кв. В то же время, укрепление реального эффективного обменного курса составило 3,6% кв/кв²².

По сравнению с аналогичным кварталом предыдущего года укрепление реального эффективного обменного курса составило 0,2%. Примечательно, что в условиях значительного ослабления валют стран-партнеров и небольшого ослабления драма РА, основным фактором, способствующим реальному обменному курсу и внешней конкурентоспособности, является отмеченная в РА сравнительно низкая инфляция.

²² Показатель реального обменного курса за первый квартал 2016 года является оценкой ЦБ РА.

В 1-м квартале 2016г. было отмечено ослабление реального эффективного обменного курса в годовом выражении (%)



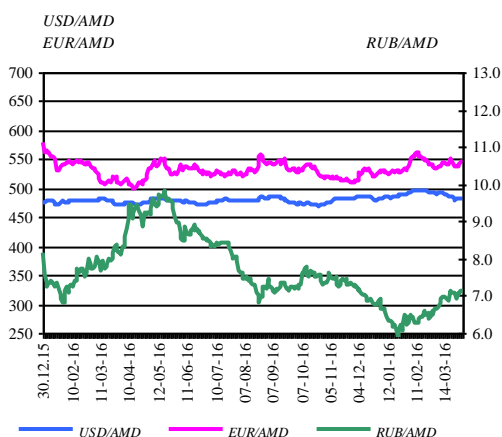
рост в годовом выражении, %	I кв. 2014	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв. 2015	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв. 2016
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	8.5	7.8	3.1	9.2	11.7	6.7	5.8	2.2	0.2
Средняя инфляция в РА	4.6	3.3	1.0	3.2	5.2	5.1	4.4	1.0	-1.2
Номинальный средний обменный курс драм РА/доллар США (+ укрепление)	-0.4	0.5	0.0	-5.7	-13.9	-13.4	-14.8	-10.1	-2.3
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	3.7	4.4	4.6	5.1	6.7	7.9	7.5	6.9	4.9
Средневзвешенный номинальный обменный курс торговых партнеров (+ укрепление)	-8.0	-8.6	-7.0	-18.5	-32.1	-27.2	-29.4	-20.7	-9.1

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.

Вкладыш 4

Валютный рынок

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



Средний рыночный обменный курс драма к доллару США составил к концу первого квартала 2016 года 480,79 драма: укрепление по сравнению с концом предыдущего квартала составило 0,62%.

В первом квартале 2016 года динамика драма к доллару США, евро и российскому рублю отражена в нижеследующей таблице.

Обменный курс драма: конец первого квартала 2016 г. по сравнению с концом предыдущего квартала			
Валютная пар	Обменный курс на 31.12. 2015 г. (драм РА)	Обменный курс на 31.12. 2016 г. (драм РА)	% (укрепление “+”, ослабление “-“)
USD/AMD	483.75	480.79	+0.62
EUR/AMD	528.69	546.47	-3.25
RUB/AMD	6.62	7.14	-7.28

Обменный курс драма: конец первого квартала 2016 г. по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года			
	Средний обменный курс в первом квартале 2015 г.	Средний обменный курс в первом квартале 2016 г.	% (укрепление “+”, ослабление “-“)
USD/AMD	477.26	488.67	-2.33
EUR/AMD	538.40	538.95	-0.10
RUB/AMD	7.61	6.53	+16.54

Совокупный объем операций доллар США - драм РА, осуществленных на валютном рынке в течение первого квартала, составил 1,81 млрд долларов США, уменьшившись по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 26,12% (2,45 млрд долларов США).

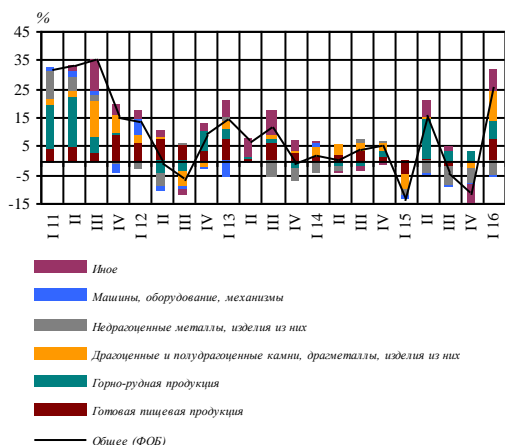
Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро - драм РА в первом квартале 2016 года, составил 165,15 млн евро вместо 199,42 млн евро в первом квартале 2015 года (-17,18%), а совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций рубль РФ - драм РА, составил в течение квартала 15,73 млрд рублей, увеличившись по сравнению с тем же периодом 2015 года на 63,85% (9,60 млрд рублей).

3.4. Платежный баланс ²³

В первом квартале 2016 г. темпы снижения дефицита торгового баланса ускорились по сравнению с аналогичным кварталом предыдущего года, несмотря на ухудшение условий торговли²⁴. Отмечаемое за последние годы довольно высокий и устойчивый рост реальных объемов экспорта является выражением структурных передвижений в экономике в пользу экспортного сектора. Темпы сокращения переводов трудовых мигрантов и частных трансфертов замедлились. В результате, в первом квартале 2016 г. по текущему счету был отмечен небольшой отрицательный баланс, обусловивший уменьшение чистых внешних обязательств экономики РА.

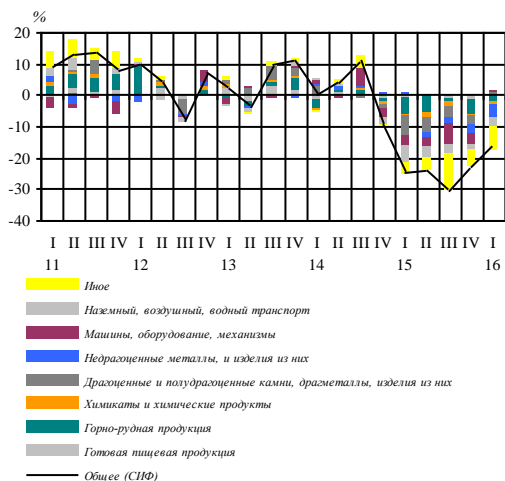
В первом квартале 2016 года был отмечен высокий рост долларовой стоимости экспорта товаров – на 26,4% в годовом выражении.

Изменение долларовой стоимости экспорта товаров в годовом выражении и содействие основных товарных групп



Долларовая стоимость импорта товаров снизилась на 15,9% в годовом выражении.

Изменение в годовом выражении долларовой стоимости импорта товаров и содействие основных товарных групп



3.4.1. Счет текущих операций

В первом квартале 2016 г. показатель “дефицит текущего счета/ВВП” улучшился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года на 12,0 п.п., в основном, в силу существенной коррекции торгового баланса. Дефицит текущего счета уменьшился по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 227,0 млн долларов США и составил 28,8 млн долларов США.

В первом квартале 2016 года был отмечен высокий рост долларовой стоимости экспорта товаров²⁶ – на 26,4% в годовом выражении, несмотря на слабый внешний спрос и снижение долларовых цен на экспорт. Высокий рост реальных объемов экспорта был обусловлено сохранением процессов стабильного роста производительности в экспортном секторе. Долларовая стоимость импорта товаров снизилась на 15,9% в годовом выражении, в силу снижения цен на импорт и устойчивого высокого темпа непрерывного сокращения реальных объемов импорта.

В первом квартале 2016 года дефицит торгового баланса, в результате высокого роста экспорта и реального снижения импорта, уменьшился на 185,5 млн долларов США и составил 119,0 млн долларов США.

Высокий рост долларовой стоимости экспорта в первом квартале 2016 г. был обусловлен, в основном, ростом экспорта товаров потребительского назначения и драгоценных металлов. Особое место здесь отводится восстановлению и стабилизации экспорта алкогольных напитков, а также продолжающийся высокий рост экспорта табачных изделий. Что касается долларовой стоимости экспорта товарной группы “Недрагоценные металлы и изделия из них”, то снижение этой группы по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, несмотря на рост реальных объемов экспорта меди, преимущественно зависит от ценовых разработий на международных товарных рынках.

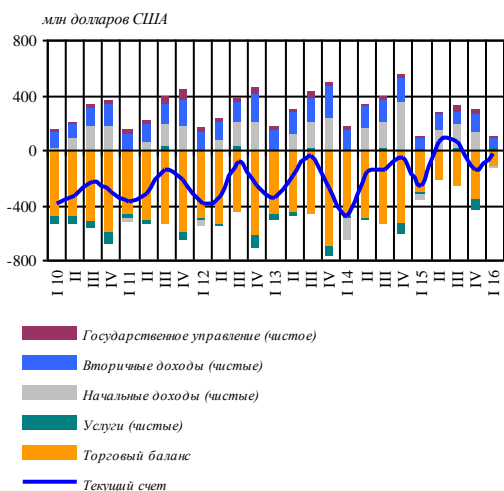
²³ Показатели платежного баланса за первый квартал 2016 г. будут опубликованы в соответствии с графиком в конце июня 2016 года. Показатели за первый квартал 2016 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

²⁴ Согласно оценкам темпы снижения долларовых цен на экспорт в годовом выражении значительно превысили аналогичный показатель темпа снижения долларовых цен на импорт.

²⁵ Показатели по экспорту и импорту групп товаров представлены в ценах FOB и СИФ соответственно.

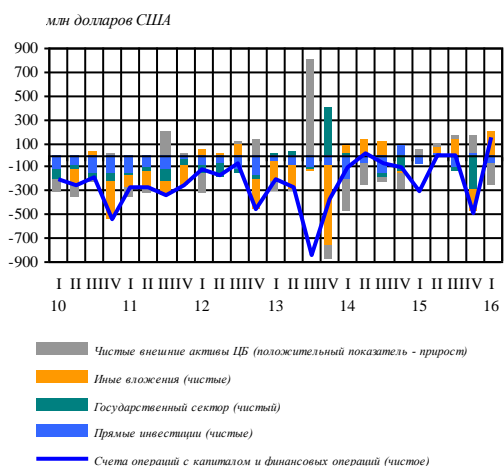
²⁶ Показатели по экспорту и импорту групп товаров представлены на базе платежного баланса – соответственно по кредиту и дебету.

В 1-м квартале 2016 г. дефицит текущего счета значительно снизился



В 1-м квартале 2016 г. чистые внешние обязательства экономики РА сократились

(«+» чистое кредитование, «-» чистое заимствование)



Снижение в первом квартале 2016 года долларовой стоимости импорта было обусловлено снижением долларовой стоимости импорта по части почти всех товарных групп, за исключением некоторого роста импорта инвестиционных товаров и товарной группы “Драгоценные и полудрагоценные камни, драгметаллы и изделия из них”.

В первом квартале 2016 г. сформировался положительный баланс услуг в размере 11,0 млн долларов США. Обусловлено это было, в основном, значительным снижением отрицательного баланса транспортных услуг и формированием положительного баланса туризма. Рост экспорта услуг в первом квартале в годовом выражении оценивается в 7,3%, а снижение импорта услуг в годовом выражении составит 2,1%.

В первом квартале 2016 года темпы снижения денежных переводов трудовых мигрантов и частных трансфертов по сравнению с предыдущим кварталом замедлились в условиях ослабления спада экономики России. В частности, чистый приток денежных переводов трудовых мигрантов и частных трансфертов сократился в годовом выражении на 7,9%, хотя общий показатель поступивших из-за границы денежных переводов физических лиц по банковской системе РА остался на уровне аналогичного периода предыдущего года.

3.4.2. Счет операций с капиталом и финансовых операций²⁷

В первом квартале 2016 года чистые внешние обязательства снизились на 140,0 млн долларов США, в основном, из-за динамики частного сектора.

Чистый приток капитальных трансфертов остался в первом квартале 2016 года почти на уровне аналогичного периода предыдущего года и составили 5,4 млн долларов США.

Чистый приток иностранных прямых инвестиций составил в текущем квартале 70,5 млн долларов США, заметно снизившись по сравнению с тем же кварталом предыдущего года. По части государственных кредитов чистый приток составил 8,9 млн долларов США.

Чистые внешние активы частного сектора увеличились на 196,7 млн долларов США по сравнению с почти нулевым показателем первого квартала предыдущего года. В том числе, чистые внешние активы коммерческих банков увеличились на 70,1 млн долларов США, а чистые внешние активы иного частного сектора выросли на 126,7 млн долларов США.

Примечательно, что в текущем квартале чистые внешние активы ЦБ сократились на 173,7 млн долларов США, в основном, вследствие сокращения инвалютных корреспондентских счетов коммерческих банков в ЦБ, что выразилось в накоплении чистых внешних активов в частном секторе.

3.5. Внешняя среда

В первом квартале 2016 года в странах - торговых партнерах РА - в США и еврозоне были отмечены низкие темпы экономического роста, а спад в России смягчился.

Согласно предварительной оценке Бюро анализа Министерства торговли США, в первом квартале 2016 года в Соединенных Штатах Америки экономический рост составил 0,5% кв/кв годовых (вместо 1,4%

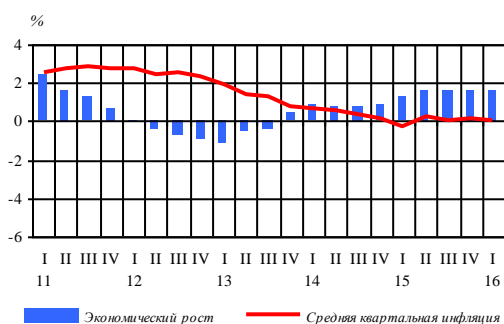
В первом квартале 2016 года в странах - торговых партнерах РА - в США и еврозоне были отмечены низкие темпы экономического роста, а спад в России смягчился.

²⁷ Показатели счетов движения капиталов за первый квартал 2016 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.:

В 1-м квартале 2016 г. инфляция в США ускорилась



В 1-м квартале 2016 г. в еврозоне инфляция вновь замедлилась



в предыдущем квартале), а рост экономики в годовом выражении составил 2,0% (вместо 2,0% в предыдущем квартале). Замедлению экономического роста оказали содействие сокращение чистого экспорта в силу все еще укрепившегося обменного курса, а также снижение частных вложений. Несмотря на замедление совокупного спроса, средняя квартальная инфляция в США в первом квартале 2016 года ускорилась и составила 1,1% вместо 0,5% в предыдущем квартале, оставаясь все еще под воздействием низких цен на нефтепродукты. Учитывая сказанное, в первом квартале Федеральная резервная система США воздержалась от повышения процентных ставок политики, оставив все целевой коридор процентных ставок на установленном в предыдущем квартале уровне 0,25 – 0,5%.

Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в еврозоне в первом квартале 2016 года сформировался на том же уровне 1,6% в годовом выражении, отмеченном в течение предыдущих трех кварталов. В первом квартале 2016 года темпы инфляции вновь снизились и составили в среднем 0,02% вместо среднего показателя инфляции предыдущего квартала в 0,16%. Европейский центральный банк снизил в первом квартале процентную ставку политики, установив 0,0% ставку для инструмента рефинансирования и минус 0,4% а для привлечения денежных средств, вместо прежних 0,05% и минус 0,3% соответственно. Вместе с этим, ЕЦБ расширил в наблюдаемом периоде программу количественного расширения по покупке активов до 80 млрд евро в месяц (вместо прежних 60 млрд) и включил в программу активы нового типа. Реализация программы с новыми критериями, как и предусматривалось, было начато в апреле 2016 года.

В первом квартале 2016 года на валютном рынке евро укрепился по отношению к доллару США на 0,6% кв/кв (ослабление в годовом выражении продолжает оставаться на 2,2%) и средний обменный курс составил 1,10 доллара США за евро.

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы России, в первом квартале 2016 года экономический спад продолжился, составит 1,2% в годовом выражении, вместо спада в 3,9% в предыдущем квартале. В первом квартале 2016 года, в условиях падения международных цен на нефть, ослабление российского рубля продолжилось, составив 13,6% кв/кв (ослабление в годовом выражении составило 18,5%). На фоне сохранения ожиданий высокой инфляции и неопределенностей, связанных с налогово-бюджетной политикой, Банк России оставил процентную ставку политики на прежнем уровне 11,0%, в результате 12-месячная инфляция в России значительно снизилась и составила в среднем 7,9% (вместо 13,6% в предыдущем квартале).

В первом квартале 2016 года **цена на сырую нефть марки Брент** на бирже “Intercontinental Exchange” (ICE), обусловленная сохранением больших объемов выработки и слабого мирового спроса, продолжила резкое падение, снизившись по сравнению с предыдущим кварталом примерно на 20,9%, составив в среднем 34,2 доллара США за баррель (снижение в годовом выражении – 36,6%). Примечательно, что в конце квартала международные цены на нефть стали проявлять тенденцию роста.

Что касается динамики промышленных металлов, то **цена на медь** на Лондонской бирже металлов снизилась в первом квартале 2016 года на 4,3% кв/кв (снижение в годовом выражении – 19,9%), составив в среднем 4670 долларов США за тонну, что обусловлено слабым спросом Китая.

Цена экспортируемых сортов твердой красной пшеницы, в условиях высокого мирового производства и больших запасов, осталась

на низком уровне. И несмотря на то, что был отмечен незначительный рост в первом квартале на 0,2% кв/кв, цена составила в среднем 4,43 доллара США за бушель, что все еще ниже на 20,7% уровня того же квартала предыдущего года.

После значительного повышения, отмеченного в предыдущем квартале, индекс цен на необработанный *сахар* на бирже “New York Board-Intercontinental Exchange” (NYB-ICE) в первом квартале 2016 года снизился на 2,5% кв/кв (рост в годовом выражении – 1,45%). Обусловлено это устранением проблем, связанных со сбором урожая в Бразилии-основного производителя и поставщика.

Средняя цена на *рис* на бирже “Chicago Board of Trade” (CBOT), в силу некоторого сокращения объемов производства в Бразилии и Пакистане в первом квартале 2016 года, выросла на 2,8%, и составила 16,7 доллара США за один американский центнер (45,3 кг) (снижение в годовом выражении – 9,6%).

Таким образом, на рынках сырьевых и продовольственных товаров в первом квартале 2016 года сохранились дефляционные тенденции и низкая инфляционная среда, что, в основном, соответствует прогнозам, представленным в предыдущей Программе по продовольственным товарам.

На рынках сырьевых и продовольственных товаров в первом квартале 2016 года сохранились дефляционные тенденции и низкая инфляционная среда.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В первом квартале 2016 года сохранились тенденции медленного роста *мировой экономики*, что будет продолжаться до конца года вместе с прекращением дефляционных развитий на международных товарных рынках и установлением некоторой стабильности. В течение оставшегося периода прогнозируемого горизонта цены на внешних товарных рынках постепенно повысятся в силу некоторого восстановления мирового спроса. Следовательно, *в прогнозируемом горизонте из внешнего сектора существенных инфляционных давлений не ожидается.*

Рост экономической активности в первом квартале 2016 года составил 5,6%, обусловленный, в основном, высоким ростом объемов выпуска промышленности и сферы услуг. В результате *экономический рост* в конце 2016 года *оценивается в 2,7-3,63%*, а в прогнозируемом горизонте – *3,0-4,5%*.

Таким образом, *в прогнозируемом горизонте воздействие совокупного спроса на внутренние цены будет до начала 2017 года дефляционным, а затем станет инфляционным к концу прогнозируемого горизонта.*

В конце марта 2016 года *12-месячная инфляция составила минус 0,2%*, что было обусловлено снижением по сравнению с тем же периодом предыдущего года цен на сельхозпродукцию и частичным дефляционным воздействием внешних рынков на внутренние цены.

В конце прогнозируемого горизонта 12-месячная инфляция стабилизируется вокруг своего целевого 4% уровня. *Во втором полугодии 2016 года* наблюдается продолжение частичного дефляционного воздействия внешних рынков на внутренние цены, которое нейтрализуется во второй половине текущего года.

ЦБ считает, что под воздействием последовательно проведенной денежно-кредитной политики инфляционные ожидания снижаются более быстрыми темпами. С другой стороны, к фактору влияния политики в настоящее время добавилось ожидание снижения тарифа на природный газ, что в свою очередь также способствует процессу снижения инфляционных ожиданий.

Согласно оценкам ЦБ, в создавшейся низкой инфляционной среде существенного смягчения инфляционных ожиданий во втором квартале 2016 года наиболее целесообразным станет более решительное ослабление денежно-кредитных условий, что вместе с проведенным с начала предыдущего года смягчением денежно-кредитных условий, приведет к расширению совокупного спроса и стабилизации инфляции в прогнозируемом горизонте вокруг целевого показателя.

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины будут равновесные, как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах. Причем риски, вытекающие из внешнего и внутреннего секторов, в основном сохранились по сравнению с прежними прогнозами. В частности, среди *рисков, вытекающих из внешнего сектора*, отличаются риски, связанные с оттоком капитала из развивающихся стран в США и, вытекающим из этого, ростом волатильности денежных единиц развивающихся стран, возможным замедлением мирового экономического роста в результате процесса структурного реформирования Китая, и со спадом мировых цен на сырьевые и продовольственные товары. *Риски, вытекающие из внутренней экономики*, связаны, в основном, с тем, насколько сильным будет дефляционное воздействие внешнего сектора на внутренние цены. Они связаны также с развитиями в отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий, с

ходом восстановления внутреннего спроса, темпом восстановления роста частных вложений, а также структурными реформами, осуществляемыми Правительством.

В случае проявления указанных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечивая целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.