

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
за номером
39-А от 19.02.2015*

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики.
1-ый квартал, 2015 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 4-го квартала 2014 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	15
3. Фактические развития четвертого квартала 2014 года	19
3.1. Инфляция	19
3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции.....	19
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей	21
3.1.3. Инфляционные ожидания	22
3.2. Совокупный спрос и предложение	23
3.2.1. Совокупное предложение	23
3.2.2. Совокупный спрос	24
3.2.3. Рынок труда	25
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	26
3.3. Деньги и развития финансового рынка	27
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты	27
3.3.2. Обменный курс	31
3.4. Платежный баланс	32
3.4.1. Текущий счет	33
3.4.2. Счета капитала и финансовых средств	34
3.5. Внешняя среда	35
4. Заключение	37

С января 2006 года Центральный банк РА перешел к стратегии инфляционного таргетирования. В свете этой политики большое место занимает 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 основании фактической информации на дату до 10 февраля 2015 года - дня утверждения процентной ставки рефинансирования, результатов опросов Центрального банка и выводов, сделанных на основе информации о будущих макро-экономических развитиях.

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

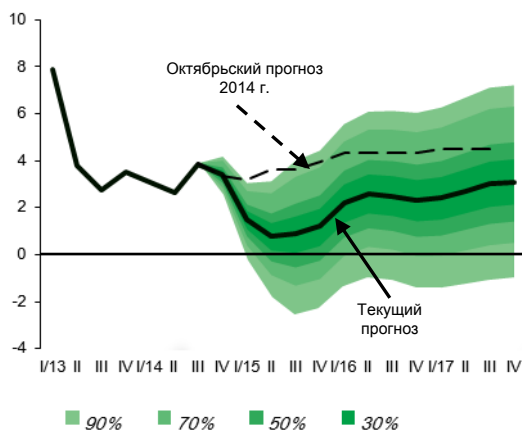
1. КРАТКИЙ ОБЗОР

Согласно прогнозам ЦБ РФ в течение 2015 года 12-месячная инфляция будет колебаться в пределах $4\% \pm 1,5$ пп у верхней границы диапазона допустимых колебаний и приблизится к концу года к целевому показателю, стабилизируясь вокруг этого показателя в течение оставшегося отрезка прогнозируемого горизонта.

В условиях неблагоприятной внешней среды в 2015 году темпы экономического роста замедлятся, а в оставшемся отрезке прогнозируемого горизонта ускорятся, постепенно приблизившись к долгосрочному равновесному уровню.

В 2014 году экономический рост окажется в пределах 3,2-3,5%.

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



Экономический рост в 2015 году составит 0,4-2,0%, что будет обусловлено, в основном, оживлением экспортных отраслей экономики.

Согласно прогнозам ЦБ РФ в течение 2015 года 12-месячная инфляция будет колебаться в пределах $4\% \pm 1,5$ пп у верхней границы диапазона допустимых колебаний и приблизится к концу года к целевому показателю, стабилизируясь вокруг этого показателя в течение оставшегося отрезка прогнозируемого горизонта. В условиях неблагоприятной внешней среды в 2015 году темпы экономического роста замедлятся, а в оставшемся отрезке прогнозируемого горизонта ускорятся и постепенно приблизятся к долгосрочному равновесному уровню.

В четвертом квартале 2014 года сохранился низкий внутренний спрос, о чем свидетельствуют замедление темпов роста **частного потребления** и сохранение **слабой инвестиционной активности**, что, в основном, было обусловлено заметным сокращением поступающих из-за границы, особенно из РФ, денежных переводов. В результате ожидается, что в 2014 году, по сравнению с предыдущим годом, расходы на частное потребление останутся без изменений, а частные вложения уменьшатся на 0,6%. Негативное воздействие указанных факторов на совокупный спрос в некоторой степени смягчилось в силу расширяющей фискальной и денежно-кредитной политик. Замедление экономического роста с точки зрения предложения в указанном квартале также было обусловлено низким ростом объемов производства отрасли промышленности и услуг, в частности, сферы торговли, и продолжающимися отрицательными развитиями в строительстве. В отличие от указанных отраслей, развития в сельском хозяйстве соответствовали прогнозам. В результате ожидается, что в 2014 году **экономический рост окажется в пределах 3,2-3,5%**.

Согласно краткосрочным прогнозам, в 2015 году сократится рост как частного потребления, так и частных вложений. Предусматриваемый в течение года налогово-бюджетный импульс (рассчитанный относительно предыдущего года) будет слабо расширяющий. В 2015 году реальный рост экспорта товаров и услуг составит 7,0-9,0%, а реальный спад импорта – 4,0-6,0%. Темпы роста денежных переводов физических лиц в долларовом выражении снизятся до 30%. Следует отметить, что денежные переводы физических лиц в российских рублях в 2015 году увеличатся¹, а затем темпы роста указанных переводов замедлятся. В результате **экономический рост в 2015 году составит 0,4-2,0%**, что будет обусловлено, в основном, оживлением экспортных отраслей экономики.

В прогнозируемом горизонте экономический рост постепенно приблизится к своему долгосрочному равновесному уровню, благодаря ускорению темпов роста чистого экспорта и медленному восстановлению внутреннего спроса. Таким образом, в прогнозируемом горизонте, в результате стабилизации частного спроса и нейтрального, в целом, воздействия налогово-бюджетной политики, **воздействие совокупного спроса на цены будет неинфляционное**.

В странах - основных торговых партнерах РФ в четвертом квартале 2014 года была отмечена тенденция замедления экономической активности, в результате **внешний спрос** сохранился на низком уровне, а на основных мировых рынках сырья и продовольствия наблюдались опережающие прогнозы дефляционных развития.

¹ Преобладающая часть денежных переводов физических лиц совершается в российских рублях. Указанные переводы в 2014 году увеличились на 10,3%.

В прогнозируемом горизонте со стороны внешнего спроса и внешних рынков основных сырьевых и продовольственных товаров существенных инфляционных давлений не ожидается.

В 2014 г. 12-месячная инфляция составила 4,6%, оставаясь в пределах целевого показателя.

В прогнозируемом горизонте ожидания стабильного роста сырьевых и продовольственных товаров в условиях постепенного ускорения экономического роста мировой экономики и экономики основных партнеров РА, а также прогноз относительной стабилизации и дальнейшего укрепления национальных валют стран-партнеров, окажут положительное воздействие на экономику РА. Тем не менее, со стороны внешнего спроса и мировых рынков основных сырьевых и продовольственных товаров **существенных инфляционных давлений не ожидается.**

Вследствие резкого сокращения инвалютных потоков к концу года и обусловленных воздействием ослабления рубля проявлений ослабления драма и расширения инфляционной среды, а также сформировавшихся в результате этого инфляционных ожиданий, **12-месячная инфляция в четвертом квартале превзошла все ожидания. К концу декабря 12-месячная инфляция составила 4,6%**, оставаясь, тем не менее, в пределах целевого показателя.

Хотя инфляция в течение квартала оставалась в допустимом диапазоне колебаний, однако корректировка курса драма и продолжающиеся внешние экономические и геополитические развития, особенно в регионе, уже с конца ноября еще больше усилили давления на инвалютном рынке, которые перенеслись и на товарный рынок. На указанных рынках сложилась временная нестабильная ситуация, накопившая в итоге большой инфляционный потенциал и сформировавшая инфляционные ожидания.

В создавшейся ситуации ЦБ РА перешел к решительным ответным действиям, в частности, с конца ноября была повышена **процентная ставка ломбардного репо (с 8,25 до 21,0%)**, а затем, с середины декабря был повышен **норматив обязательного резервирования по инвалютным средствам (с 12,0 до 24,0%)**. Следует отметить, что на ужесточение со стороны Центрального банка условий финансового рынка краткосрочные драмовые процентные ставки отреагировали резким повышением, **временно установившись вокруг процентной ставки ломбардного репо Центрального банка**. В результате **с конца года процентная ставка ломбардного репо стала играть роль ориентира на финансовом рынке**. В результате указанных решительных действий на валютном и торговом рынках отметилась тенденция некоторой стабилизации, вследствие которой в конце декабря ЦБ снизил **норматив обязательного резервирования по инвалютным средствам и процентную ставку ломбардного репо: соответственно с 24% до 20% и с 21% до 20%**. Ломбардную ставку репо ЦБ снизил также и в начале 2015 года до **14,5%**, что сопровождалось и тенденцией снижения краткосрочных драмовых процентных ставок на рынке.

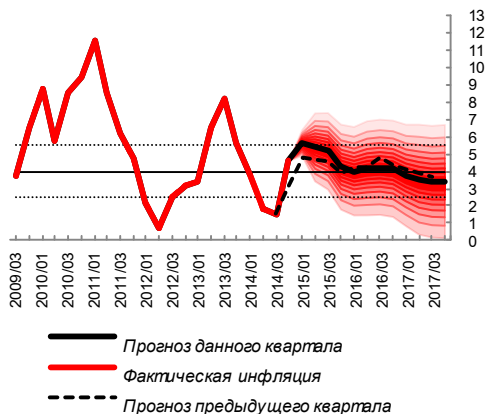
В то же время, в целях смягчения будущих инфляционных давлений и закрепления инфляционных ожиданий вокруг целевого показателя, в конце декабря ЦБ повысил процентную ставку рефинансирования на 1,75 пп. Повышение ставки продолжилось и в начале 2015 года до 10,5%, став отражением тенденции роста инвестиционных и процентных рисков в развивающихся странах в более долгосрочном отрезке (подробнее см. в разделе “3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции”).

Согласно прогнозам ЦБ, инфляция в первом квартале 2015 года слегка повысится, что обусловлено низким базовым показателем того же периода предыдущего года и вхождением Армении в состав Евразийского экономического союза в январе 2015 года², однако вследствие

² Подробнее о воздействии участия РА в Евразийском экономическом союзе на инфляцию в 2015-2017 гг. см. в “Обзоре инфляции, 4-ый квартал 2014г”, раздел “2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте”.

ЦБ продолжит в первом квартале 2015 года снижение ставки ломбардного репо ЦБ.

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



ожидаемого слабого внешнего и внутреннего спросов инфляция постепенно снизится, приблизившись к концу года к целевому показателю.

ЦБ считает, что вследствие развитий в конце предыдущего года и геополитической ситуации, сложившейся в регионе, развития на финансовом и товарном рынках РА постепенно нейтрализуются под воздействием мер, предпринятых ЦБ в декабре 2014 года по 10 февраля 2015 года. С учетом всего сказанного **ЦБ продолжит в первом квартале 2015 года снижение ставки ломбардного репо ЦБ.**

Параллельно с возвращением экономики в естественное состояние, действия ЦБ сократят образовавшуюся разницу между процентными ставками политики ЦБ и краткосрочными рыночными драмовыми ставками, **восстановив роль процентной ставки рефинансирования как ориентира на рынке**, а также способствуя стабилизации ситуации на финансовом рынке в среднесрочном отрезке и реализации целевого показателя инфляции.

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины будут **равносторонними**, как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах. Причем, **риски, поступающие из внешнего сектора**, связаны, в основном, с восстановлением темпов роста мировой экономики, в особенности, экономик развивающихся стран, в частности, с перспективами экономических и геополитических развитий России и вероятностью их воздействия на сырьевые и продовольственные рынки. **Риски, вытекающие из внутренней экономики**, обусловлены, в основном, развитиями внутреннего спроса, в частности, ходом восстановления частного потребления и капитальных вложений, программами, реализовываемыми Правительством, экономическими результатами участия РА в Евразийском экономическом союзе, развитиями в отрасли сельского хозяйства. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда³

В 2015 г. темпы роста мировой экономики и роста экономики основных партнеров РФ существенно замедлятся.

В 2015 г. ожидается существенное замедление темпов роста мировой экономики и роста экономики стран-партнеров РФ по сравнению с предыдущим прогнозом, что отразится, в основном, на экономиках развитых стран, среди которых только в США ускорится экономическая активность.

В условиях восстановления экономической активности и спроса, а также небыстрых темпов снижения инфляции ожидается, что Федеральная резервная система США поднимет процентные ставки политики уже с середины 2015 года. В 2015 году экономический рост составит 2,5%, и, ускорившись, достигнет в 2017 году примерно 3,5%.

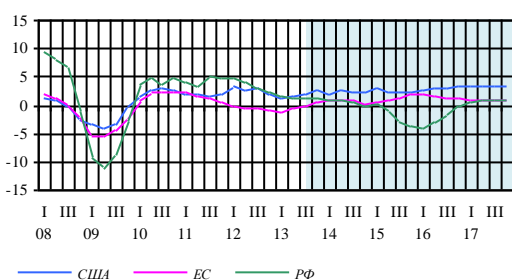
В зоне евро ожидается, что после замедления в 2014 году экономической активности, темп экономического роста несколько ускорится, составив 1,2%, а к концу прогнозируемого горизонта сформируется вокруг 1,0%. Европейский центральный банк, в условиях непрерывного усиления дефляционной среды, продолжит проведение политики низких процентных ставок. В то же время, в дополнение к начавшейся еще с конца 2014 года программы покупки ценных бумаг, обеспеченных активами, и обеспеченных облигаций, с начала 2015 года была запущена также программа покупки суверенных облигаций (объем месячных закупок достиг 60 млрд евро). Программа продолжится до сентября 2016 года, в результате денежно-кредитная политика будет более расширяющей, направленной на регулирование инфляции.

В России, в результате отмеченного в конце 2014г. и начале 2015г. существенного экономического колебания, в 2015 году ожидается спад экономики, который составит 2,0% (к концу года спад достигнет 3,8%). Экономический спад продолжится и в 2016г., и только в 2017 г. будет отмечен положительный рост экономической активности, который составит к концу прогнозируемого горизонта примерно 1,0%. Вследствие ослабления курса рубля в конце 2014 года, а также геополитических факторов в 2015 году ожидается существенное ускорение инфляции. Экономический спад, вызванный геополитическими, а также внутриэкономическими развитиями, в основном, выразится в слабой инфляционной среде и будет сопровождаться оттоком капитала. В то же время, ослабление обменного курса в долгосрочном отрезке будет иметь определенное положительное воздействие на улучшение внешней позиции, пострадавшей от снижения цен на нефть, восстановление экономического роста и сохранение уровня занятости.

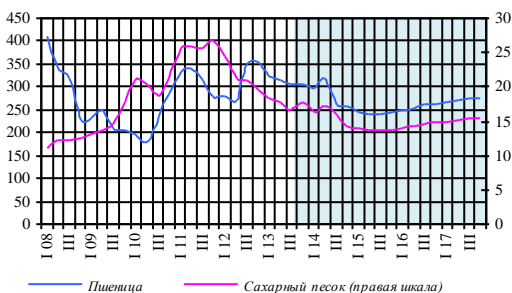
Следует отметить, что МВФ в своем январском отчете для 2015 года прогнозировал 3,5% показатель мирового экономического роста (корректировка на снижение по сравнению в предыдущим октябрьским прогнозом составила 0,3 пп), причем корректировка проведена за счет развивающихся стран.

Неопределенности и риски, связанные с дальнейшим ходом мировой экономики, стали наиболее существенными особенно для развивающихся стран, ввиду ухудшения перспектив экономического роста, связанного с оттоком капитала из этих стран в развитые страны и спадом

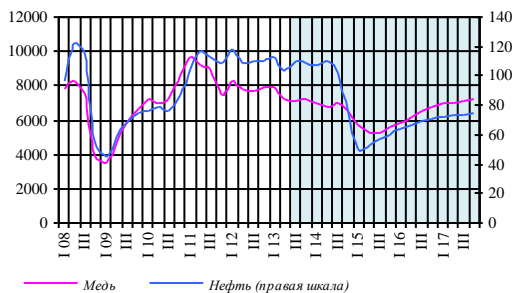
Экономический рост в основных торговых партнерах (%)



Продовольственные товары (доллары США)



Сырьевые товары (доллары США)



³ 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.)

мировых цен на товарных рынках. Примечательно, что обострение вышеуказанных рисков отразилось в развивающихся странах, вследствие определенного роста уровня равносторонних процентных ставок, а также сокращения потенциала экономического роста. Значительны риски в направлении снижения экономического роста в зоне евро, которые обусловлены геополитическими развитиями и замедлением хода структурных реформ в странах еврозоны.

После обвала цен на рынках **основных сырьевых и продовольственных товаров** в конце 2014 года, вызванного медленным ростом мировой экономики, стали наблюдаться некоторые тенденции восстановления. В то же время, развития на рынках отдельных товаров будут обусловлены характерными для них фундаментальными основами. В частности, тарифы на энергоносители будут обусловлены геополитическими и международными развитиями, а цены на продовольственные товары – погодными условиями.

В среднесрочном отрезке, положительные импульсы экономике РА передадут намечаемый стабильный рост цен на сырьевых и товарных рынках в условиях постепенного ускорения мировой экономики и экономического роста в основных странах партнерах РА, а также тенденция сравнительной стабилизации и дальнейшего укрепления обменных курсов стран-партнеров.

Вкладыш 1

Товарные рынки в прогнозируемом горизонте

Согласно оценкам Международного энергетического агентства, в 2015 году примерно 61,9% мирового спроса на нефть будет удовлетворено за счет выработки нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК (рост по отношению к предыдущему году составил 2,3%), в результате средний спрос на объемы выработок стран-членов ОПЕК составит 28,9 млн баррелей в день. В условиях резкого снижения цен в конце 2014 г., обусловленного ростом объемов выработки в США, ожидаются определенные сокращения инвестиций со стороны нефтедобывающих компаний. Тем не менее, предложение нефти в краткосрочном отрезке (в основном со стороны стран, не являющихся членами ОПЕК) все еще будет держаться на высоком уровне, что обусловит сохранение низких цен до середины 2015 года. Однако в среднесрочном отрезке, параллельно с стремлением к рыночному равновесному корректированию, будут наблюдаться тенденции умеренного роста международных цен на нефть, чему окажет содействие также постепенный рост мирового спроса. Следует отметить, что геополитические риски, обусловленные переговорами с Ираном, действиями исламистских группировок, а также взаимоотношениями России и Запада, станут в среднесрочном отрезке основными решающими факторами развития цен на международном рынке энергоносителей.

В условиях медленного восстановления мировой экономики на рынках промышленных металлов в краткосрочном отрезке будут наблюдаться инфляционные проявления, а затем в среднесрочном отрезке будут преобладать слабые инфляционные тенденции.

Согласно февральскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай зерновых в 2014/2015 маркетинговом году составит 725,0 млн тонн (по сравнению с предыдущим годом объем производства вырос примерно на 9 млн тонн). При этом, в силу опережающего роста производства по отношению к спросу, в прогнозируемом горизонте ожидается рост объемов запаса (по сравнению с предыдущим годом запасы увеличатся на 10 млн тонн). Такой рост обусловит в краткосрочном отрезке дефляционные тенденции на международных рынках зерна, что, однако, нейт-

рализуется в среднесрочном отрезке, и цены проявят тенденцию медленного роста к среднесрочным равновесным уровням.

В 2014/2015 маркетинговом году объем мирового производства риса составит 474,56 млн тонн (по сравнению с предыдущим годом - на 2,5 млн тонн меньше).

Ввиду также определенного роста потребления запасы существенно снизятся (по сравнению с предыдущим годом 8,5 млн тонн). В результате сформируется тенденция медленного роста мировых цен на рис.

В 2014/2015 маркетинговом году в условиях неопределенностей относительно урожая сахарной свеклы в Бразилии, определенные инфляционные давления на рынке сахарного песка нейтрализуются, в основном, в силу прогнозируемого богатого урожая в Индии, Таиланде и ЕС, в результате на международном рынке сахарного песка в среднесрочном отрезке в основном ожидаются тенденции небольшого роста цен. Отметим, что на краткосрочные развития рынка в большей мере окажут воздействие ожидания, формируемые относительно предложения, обусловленного корректировками оценок производства крупных стран-производителей, в особенности, Бразилии.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение

Экономический рост в 2014 году составит 3,2-3,5%.

Прогнозы ЦБ относительно экономического роста 2014 года существенно не изменились и составляют 3,2-3,5%. Ожидаемая в 2015 году неблагоприятная внешняя экономическая среда, в частности, прогноз спада роста экономики России – основного торгового партнера РФ, и низкий уровень цен на основные горнорудные металлы, а также ожидание спада внутреннего спроса в экономике РФ **явились основанием для существенного снижения прогнозов экономического роста РФ на 2015 год по сравнению с предыдущими прогнозами.** В результате ожидается, что в 2015 году, по сравнению с 2014 годом, экономический рост замедлится и составит 0,4-2,0%.

В 2015 году, по сравнению с 2014 годом, экономический рост замедлится и окажется в пределах 0,4-2,0%.

Планируемое проведение расширяющей фискальной политики в 2015 году, улучшение внешней экономической среды и нахождение новых рынков экспорта - это те факторы, которые в прогнозируемом горизонте восстановят экономический рост в условиях стабильной инфляции. В результате вышеуказанных развитий ожидается, что экономический рост ускорится и составит в прогнозируемом горизонте 2,5-3,5%. Экономический рост в прогнозируемом горизонте в большей степени будет стимулирован за счет ожидаемого роста в экспортном секторе экономики.

Прогнозы в отрасли **промышленности** пересмотрены в направлении небольшого снижения. В частности, был снижен ожидаемый темп роста горнорудного производства и металлургии ввиду тенденции спада цен на цветные металлы на мировых рынках. В направлении снижения были скорректированы также прогнозы темпов роста производства строительных материалов, напитков и переработки продуктов питания ввиду сокращения соответственно отрасли строительства и снижения внешнего и внутреннего спроса. В результате в 2015 году в отрасли промышленности прогнозируется 1,0-1,6% рост добавочной стоимости. В 2015 эксплуатация рудника в Тегуте и нахождение новых рынков экспорта окажут существенное содействие ожидаемому умеренному росту.

В прогнозируемом горизонте рост промышленности ускорится и стабилизируется в пределах 4,1-4,6%, чему в основном окажут содейст-

вие реализация некоторых инвестиционных программ и улучшение доходности экспортных подотраслей промышленности благодаря ослаблению обменного курса.

В отрасли **строительства** прогнозы относительно добавочной стоимости были пересмотрены в направлении существенного снижения в силу ожидаемого сокращения денежных переводов из РФ и сокращения инвестиций в некоторых сферах экономики РА, в частности, в экспортном секторе. В результате в отрасли ожидается снижение добавленной стоимости на 6,3-7,3%. **В прогнозируемом горизонте** в результате восстановления инвестиционной активности и денежных переводов из РФ рост добавленной стоимости в отрасли строительства стабилизируется в пределах 0-0,5%.

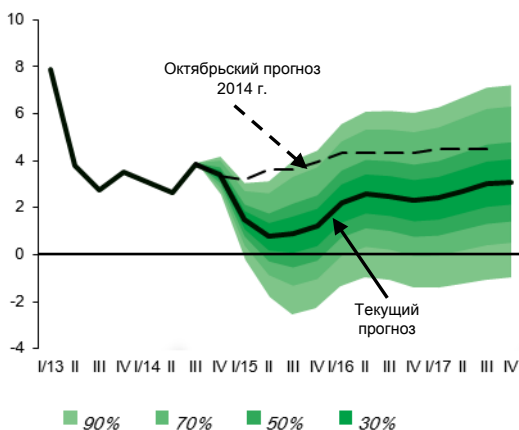
В сфере **услуг** прогноз добавленной стоимости был также пересмотрен в направлении снижения. Основанием для пересмотра послужил пересмотр прогнозов относительно частных расходов во внутренней экономике в направлении снижения, что отрицательно отразится на объемах как товарооборота, так и оказанных услуг. В результате реальный рост добавленной стоимости услуг прогнозируется в 2015 году в пределах 1,6-2,0%. Отметим, что в существенное содействие умеренному росту в течение года окажет ожидаемый рост туризма в РА. **В прогнозируемом горизонте** в условиях постепенно восстановления внутреннего спроса ожидается, что рост услуг слегка ускорится и стабилизируется в пределах 2,5-3,0%.

В отрасли **сельского хозяйства** прогноз добавленной стоимости был пересмотрен в направлении снижения по сравнению с предыдущими прогнозами, в основном, в силу недостатка инвестиционных средств в отрасли, а также прогнозируемого замедления ожидаемой экономической активности в отрасли перерабатывающей промышленности. В результате реальный рост добавленной стоимости ожидается в пределах 3,5-4,5%.

В прогнозируемом горизонте в результате восстановления доступности инвестиционных средств, непрерывности политики по стимулированию экспорта отрасли и расширения парниковых хозяйств рост ускорится и установится в пределах 5,0-5,5%.

В прогнозируемом горизонте риски экономического роста двухсторонние и, в основном, равносторонние. В частности, в краткосрочном отрезке, риском, угрожающим экономическому росту, является более глубокий, чем прогнозировался, спад расходов частного сектора. В среднесрочном отрезке риски экономического роста связаны с дальнейшим ходом развитий мировой экономики, экономическими последствиями процесса регионального интегрирования, а также инвестиционной активностью в экспортном секторе экономики.

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



Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП				
Период	диапазон 90% вероятности		диапазон 30% вероятности	
	Мин.	Макс.	Мин.	Макс.
2014 январь-декабрь / 2013 январь-декабрь	3.2%	3.5%	2.7%	3.8%
2015 январь-декабрь / 2014 январь-декабрь	0.4%	2.0%	-2.3%	4.4%
2016 январь-декабрь / 2015 январь-декабрь	1.4%	3.2%	-1.4%	6.0%
2017 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	2.1%	4.1%	-1.0%	7.2%

Рынок труда⁴. Прогнозы показателей рынка труда на 2015-2017 годы по сравнению с предыдущим ухудшились в силу пересмотра прогнозов экономического роста. В частности, в прогнозируемом горизонте, по сравнению с предыдущими прогнозами, ожидаются более медленные темпы роста средней заработной платы и более высокий уровень безработицы. В 2015 году ожидается рост *средней номинальной заработной платы* на 6,2%, а в 2016-2017 годах – на 5,0%.

В 2014 году отмеченный рост средней номинальной заработной платы в 8,1% был выше среднего роста заработных плат за последние годы. Ускорению темпа роста заработной платы в течение года оказали содействие повышение порога минимальной заработной платы до 50000 драмов РА, повышение в некоторых предприятиях частного сектора заработных плат, вызванное накопительной пенсионной реформой, а также повышением заработных плат работников государственного сектора во второй половине года.

Ввиду повышения заработных плат работников государственного сектора во втором полугодии 2014 года, в первом полугодии 2015 года сохранится высокий темп роста средней заработной платы. Со второй половины 2015 года повысится также и порог минимальной заработной платы, составив 55000 драмов.

В условиях ожидаемого медленного экономического роста, стабилизации инфляции, а также сохранения политики Правительства на повышение уровня минимальной заработной платы средние номинальные заработные платы повысятся в 2016-2017 годах примерно на 5,0% в год.

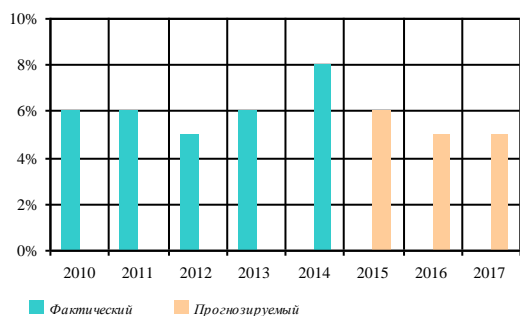
Ожидаемый в первом полугодии 2015 года сравнительно высокий рост заработных плат превышает ожидаемый за тот же период рост производительности вследствие имеющихся жесткостей на рынке труда. В результате вышесказанного, в течение указанного периода в экономике слегка увеличатся расходы на стоимость единицы рабочей силы, и на потребительском рынке возникнут слабые инфляционные давления в 0,15-0,25 пп, которые нейтрализуются в течение прогнозируемого горизонта. **Таким образом, можно утверждать, что в прогнозируемом горизонте инфляционные давления из рынка труда будут несущественными.**

В условиях ожидаемого низкого экономического роста в 2015 году средний уровень безработицы составит 18,5%. Уровень безработицы в прогнозируемом горизонте будет выше своего равновесного уровня, отразив отрицательный разлом ВВП и созданные им инфляционные давления в указанном периоде.

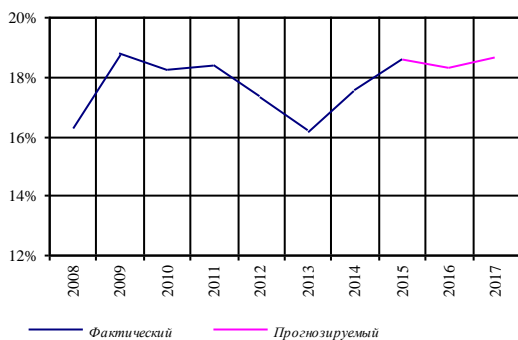
Совокупный спрос⁵

Вследствие ожидаемого существенного сокращения денежных переводов из РФ – основного торгового партнера РА, и слабой инвестиционной активности в экономике, прогнозируется, что в 2015 году в экономике РА расходы частного сектора сократятся на 5,2%. Ожидаемое уменьшение частных расходов, обусловленное вышеуказанными факторами, смягчится в 2015 году сохранением воздейст-

Рост средней заработной платы в годовом выражении



Уровень безработицы



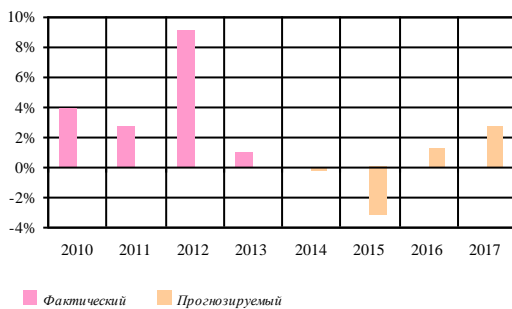
⁴ Данные по рынку труда за 2014 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях третьего квартала и сентября-ноября 2014 года. Показатели роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

⁵ Показатели реального роста потребления и вложений частного сектора на 2015-2017гг являются оценками ЦБ РА. Фактические величины указанных показателей представлены на основании опубликованных НСС РА данных третьего квартала 2014 года. Оценки реального роста даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

В конце 2014 года жесткая монетарная политика, нацеленная на обеспечение стабильности цен и финансовой стабильности, сменилась в 2015 г. значительным ослаблением денежно-кредитных условий, что позволит нейтрализовать в 2016-2017 гг. некоторое сдерживающее воздействие жесткой монетарной политики на расходы частного сектора.

В 2015 году частное потребление сократится на 3,3%, частные вложения – на 14%.

Рост частного потребления в годовом выражении



В 2016 - 2017 гг. частное потребление увеличится на 1-3%, частные вложения – на 3-4%.

вия проведенной в предыдущем году расширяющей монетарной и фискальной политики, а также планируемого в 2015 году предоставления экономике новых фискальных стимулов.

Кроме этого, осуществленная в конце 2014 года жесткая монетарная политика, направленная на обеспечение стабильности цен и финансовой стабильности, сменилась в 2015 г. значительным ослаблением денежно-кредитных условий, что позволит нейтрализовать в 2016-2017 гг. некоторое сдерживающее воздействие жесткой монетарной политики на расходы частного сектора.

В 2016-2017 гг. частные расходы постепенно восстановятся, проявив умеренные темпы роста. В указанный период негативное воздействие частных расходов на рост экономики смягчится в результате сохранения ожидаемой в 2015 году расширяющей фискальной политики и положительным содействием чистого экспорта.

Несмотря на то, что вышеуказанная динамика расходов негативно отразится на экономическом росте, тем не менее, в дальнейшем, частные расходы окажут содействие формированию равновесия и стабильности в экономике.

Расходы на частное потребление в 2015 году были существенно скорректированы в направлении сокращения ввиду ощутимого уменьшения денежных переводов из РФ и ожидания ослабления темпов роста кредитования экономики. В этих условиях прогнозируется, что в 2015 году расходы домохозяйств на конечное потребление в реальном выражении сократятся на 3,3%.

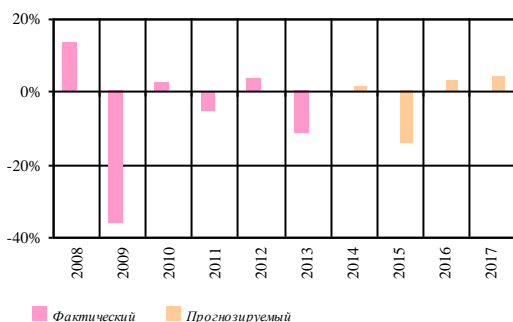
Указанные выше факторы, а также имеющаяся и ожидаемая слабая инвестиционная активность в экономике вызовут в 2015 году сокращение частных вложений примерно на 14%, что значительно ниже предыдущих прогнозов. Ожидаемое в 2015 году сокращение частных вложений будет обусловлено сокращением вложений в строительство и иные предприятия, действующие в неэкспортных отраслях экономики, которое превысит ожидаемый рост вложений в экспортном секторе экономики. Что касается ожидаемого роста вложений в экспортном секторе, то он обусловлен ростом доходности в сфере вследствие ослабления курса драма РА в конце 2014 года.

Расширяющая фискальная политика в 2015 году, ожидаемое постепенное ослабление денежно-кредитных условий в прогнозируемом горизонте, сохраняемое воздействие денежно-кредитных стимулов, предоставленных экономике в 2014 году, а также улучшение внешней экономической среды, в частности, восстановление экономики РФ смягчат в 2015 году спад частного потребления и частных вложений и окажут содействие их росту в 2016-2017 годах. В результате ожидается, что в 2016 и 2017 годах частное потребление увеличится, соответственно, на 1,0-1,5% и 2,0-3,0%.

В 2016 - 2017 годах ожидается 3,0-4,0% рост частных вложений. Вложения увеличатся за счет ожидаемых вложений в экспортном секторе, основным стимулом для которого послужит последнее ослабление драма и вытекающие из этого структурные изменения экономики РА. В указанных условиях в неэкспортном секторе экономики в 2016-2017 гг. ожидается восстановление инвестиционной активности, однако рост будет слабее прогноза роста экспортного сектора.

В прогнозируемом горизонте положительным фактором для частных вложений послужит участие РА в Евразийском экономическом союзе, которое может существенно увеличить частные вложения в экономику вследствие реализуемых совместно с участниками Союза ряда инвестиционных проектов и вхождения в рынки государств - участников Союза.

Рост частных вложений в годовом выражении



В свете вышеописанных развитий частного потребления и частных вложений, затраты частного сектора в 2015 году уменьшатся на 5,2%. Начиная с 2016 года частные затраты постепенно восстановятся и к концу прогнозируемого горизонта увеличатся на 2,0-3,0%.

Таким образом, разлом частных затрат в 2015-2017 годах будет значительно отрицательный, несмотря на то, что тенденция роста частных затрат в среднесрочном отрезке оценивается ниже предыдущих прогнозов.

Планируемое осуществление во внутренней экономике расширяющей фискальной политики, постепенное ослабление монетарной политики, а также ускорение экономического роста в основных торговых партнерах РА постепенно уменьшат отрицательный частных затрат и нейтрализуют указанное неравновесие в 2017 году.

В период с первого квартала 2015 года до второго полугодия 2016 года **частные затраты окажут на инфляцию в среднем сдерживающее воздействие на 2,9-3,1 пп.** Со второго полугодия до конца 2017 года частные затраты не будут иметь существенного воздействия на инфляцию.

В свете развитий мировой и внутренней экономик дефицит текущего счета в 2014 году, согласно оценкам ЦБ, увеличится. Для **2014 года прогнозируется примерно 6,0% рост реальных объемов экспорта и импорта товаров и услуг.** В условиях последних развитий экономики России, когда в четвертом квартале произошел обвал рубля, ожидается 9,4% уменьшение денежных переводов физических лиц. Причем, уменьшение в четвертом квартале составило 31,2% в годовом выражении. В условиях указанных развитий показатель “дефицит текущего счета/ВВП” в 2014 году оценивается 10,7% вместо 8,0% в предыдущем году.

Согласно ожидаемому медленному восстановлению мировой экономики в 2015 году и, особенно, новым прогнозам спада экономики России, снижения внутреннего спроса, показатель “дефицит текущего счета/ВВП” снизится. Ввиду ослабления драма РА по отношению к доллару США в конце 2014 года, в 2015 году ожидается рост реальных объемов экспорта по сравнению с уменьшением реальных объемов импорта. Следует отметить, что рост экспорта товаров и услуг будет в основном обеспечен за счет роста экспорта реальных объемов сырьевых товаров, а также туризма. **Реальный рост экспорта товаров и услуг** составит в 2015 году **7,0-9,0%.**

В условиях уменьшения внутреннего спроса, на 2015 год прогнозируется **реальное уменьшение импорта товаров и услуг на 4,0-6,0%.**

В результате, чистый внешний спрос окажет на инфляцию расширяющее воздействие на 0,5 – 0,7 пп.

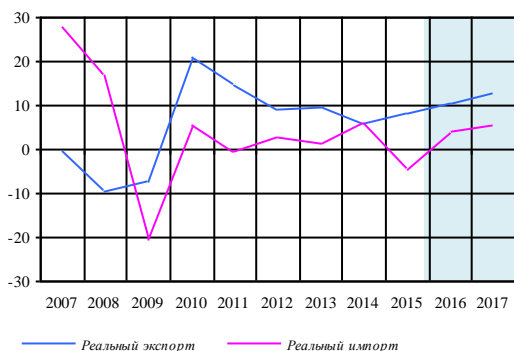
Учитывая новые прогнозы спада экономики России, а также воздействие обвала рубля РФ в четвертом квартале, ожидается **снижение чистой долларовой стоимости денежных переводов физических лиц на 30,0%.** Следует отметить, что денежные переводы физических лиц в рублях⁶ увеличатся в 2015 году, а в дальнейшем прогнозируется замедление темпа роста переводов.

В результате вышеуказанных корректировок показатель “дефицит текущего счета/ВВП” снизится по сравнению с 2014 годом и составит в 2015 году 8,5-9,5%. Примечательно, что процесс улучшения текущего счета, в условиях негативных развитий частных трансфертов, будет в основном обеспечиваться за счет улучшения торгового баланса.

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

⁶ Преобладающая доля денежных переводов физических лиц осуществляется в рублях РФ. В 2014 году денежные переводы физических лиц в рублях увеличились на 10,3%.

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



Для 2015 года оценка **воздействия налогово-бюджетной политики** на целостный спрос была проведена на базе показателей закона РА “О государственном бюджете РА 2015 года”, согласно которому ожидается неизменность показателя “налоги/ВВП” и рост показателя “расходы/ВВП”⁷ на 1,1 пп по отношению к предварительным показателям 2014 года. Причем, рост расходов предусматривается за счет текущих расходов. В результате соотношение “дефицит/ВВП” составит в 2015 году 2,3%.

В 2015 году, по сравнению с 2014 годом, на целостный спрос ожидается нейтральное воздействие доходов и расширяющее воздействие расходов⁸. Примечательно, что развития внутренней экономики будут в большей мере обусловлены ходом выполнения государственного бюджета.

В прогнозируемом горизонте прогнозы **налогово-кредитной политики** основаны на прогнозах основных показателей “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2015-2016 гг.”. **В среднесрочном отрезке** программа государственных расходов ориентирована на обеспечение дефицита, адекватного стабильности государственного долга, и воздействие налогово-кредитной политики в этом периоде будет, по оценкам, **неинфляционным**.

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетной политики					
% в ВВП	2013	2014 ⁹	2015	2016	2017
Доходы государственного бюджета	24.3	24.3	24.4	23.6	23.7
Расходы государственного бюджета	24.5	26.4	26.7	25.4	25.5
Процентные платежи по долгу	1.1	1.4	1.5	1.4	1.4
Баланс государственного бюджета	-0.2 ¹⁰	-2.1	-2.3	-1.8	-1.8
Первичный бюджет*	0.9	-0.7	-0.8	-0.4	-0.4
Единовременные/временные потоки**	0.5	-0.7	0.3	0.5	-0.2
Скорректированный баланс***	0.4	0.0	-1.1	-0.9	-0.2
Циклический баланс****	0.0	0.2	-0.3	-0.2	0.0
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	0.4	-0.2	-0.8	-0.7	-0.2
Налогово-кредитная позиция*****		0.6	0.6	-0.1	-0.5

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

Таким образом, в период с первого квартала 2015 года до первого полугодия 2016 года целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены будет дефляционным – в среднем 1,9-2,1 пп, вследствие преобладающего дефляционного воздействия частных затрат. Учитывая также инфляционное воздействие чистого внешнего спроса в 0,5-0,7 пп, можно утверждать, что развития совокупного общего спроса и

⁷ Показатель ВВП 2015 г. является оценкой ЦБ.

⁸ Не исключается более расширяющая фискальная политика, как следствие возможного увеличения дефицита бюджета.

⁹ Показатели государственного бюджета 2014 года являются предварительными, не содержат учет внебюджетных средств.

¹⁰ Показатели государственного бюджета 2013 года представлены без учета внебюджетных средств, а государственные расходы представлены по движениям потоков наличности.

рынка труда создадут в вышеуказанном периоде дефляционные давления на потребительском рынке в среднем на 1,3-1,5 пп. Со второго полугодия 2016 года до конца прогнозируемого горизонта воздействие совокупного общего спроса и рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

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

В четвертом квартале 2014 года во внешнем секторе сохранились медленные темпы роста мировой экономики, в условиях которого на основных рынках сырья и продовольствия были отмечены тенденции значительной дефляции.

В четвертом квартале 2014 года во внешнем секторе сохранились медленные темпы роста мировой экономики, что было обусловлено, в основном, развитиями развивающихся стран, тогда как в экономике США продолжалось ускорение экономической активности. Это послужило основанием для формирования ожиданий дальнейшего повышения процентных ставок со стороны Федеральной резервной системы США и оттока капитала из развивающихся стран в США, что оказало содействие *усилению инвестиционных рисков, замедлению темпов роста экономики и ослаблению национальных валют* в развивающихся странах.

В условиях вышесказанного, учитывая также факторы увеличения предложения и основные геополитические проблемы, *на основных рынках сырья и продовольствия* были отмечены тенденции значительной дефляции, оказавшие содействие негативным развитиям, особенно в экономике РФ, и ослаблению рубля и валют постсоветских государств.

В прогнозируемом горизонте ожидается *существенное замедление темпов роста мировой экономики*, которое будет отмечаться в экономиках как развивающихся, так и развитых стран (за исключением США, где ожидается ускорение экономической активности). Наиболее отчетливо указанные развития будут наблюдаться в России, где, вследствие геополитических и внутриэкономических развитий, в 2015 году ожидается 2,0% спад экономики, который продолжится и в 2016 году, постепенно приблизившись в прогнозируемом горизонте к уровню 1,0%. Параллельно с замедлением темпов роста мировой экономики во внешнем секторе сформируется *неинфляционная среда*.

Прогнозируется, что годовой показатель экономического роста составит 3,2%-3,5%.

В четвертом квартале 2014 года отмечалось некоторое замедление экономической активности за счет более медленного, чем ожидалось, роста объемов торговли. Тем не менее, оценка экономического роста 2014 года почти не изменилась: предполагается, что годовой показатель экономического роста составит *3,2%-3,5%*, основной движущей силой которого останутся сельское хозяйство и сфера услуг (содействие росту – 3,2-3,4 пп).

Вышеуказанные развития мировой экономики и экономики региона отразились также на экономике РА, где сокращение инвалютных потоков из зарубежья и обвал национальных валют основных торговых партнеров привели к гиперослаблению реального эффективного обменного курса РА, создав в течение последнего квартала 2014 года давления ослабления на валютном рынке. В условиях существенного замедления экономической активности России и ослабления рубля по отношению к доллару США, в четвертом квартале 2014 года было отмечено резкое сокращение чистого притока частных трансфертов и заработных плат сезонных работников, что сформировало глубокий отрицательный разлом по части частных трансфертов. В то же время, вследствие существенного уменьшения частных трансфертов и слабой экономической активности, рост затрат на частное потребление оценивается значительное ниже, чем прогнозировалось, и, ввиду этого, ожидается, что затраты

на частное потребление не будут существенно отличаться от показателя предыдущего года.

Таким образом, в процессе внесения корректировок внешнего равновесия и достижения нового равновесия, соответствующего фундаментальным основам экономики в условиях вышеуказанных факторов, эффективный обменный курс драма отреагировал на вышеуказанные развития в конце ноября, и в декабре были отмечены высокие темпы ослабления, составив по сравнению с третьим кварталом 14,0%. Вследствие ослабления драма скорость удорожания цен на некоторые товары дестабилизировала инфляционные ожидания населения, вызвав резкий скачок спроса на товары и инвалюту и создав существенные дополнительные инфляционные давления. В результате, в четвертом квартале 2014 года сформировался положительный разлом ВВП, оказав содействие более быстрому, чем ожидалось, восстановлению темпов инфляции. Следует отметить, что значительное содействие инфляции, сформировавшейся в конце года, оказал рост цен на ряд продовольственных товаров, в частности, цен на молочные товары, кофе, чай, какао, животные и растительные масла и жиры, вследствие введения в четвертом квартале акцизных марок для этих товаров.

В целях стабилизации сложившейся ситуации на финансовых и товарных рынках РА, а также **дальнейшего смягчения инфляционных давлений и закрепления инфляции вокруг своего целевого ориентира** ЦБ отреагировал на создавшуюся ситуацию решительными действиями. В частности, в конце ноября была повышена **ставка ломбардного репо с 8,25% до 21,0%**, затем, с середины декабря была повышена **норма обязательного резервирования по инвалютным средствам - с 12,0% до 24,0%**. На введение ЦБ ужесточения условий финансового рынка краткосрочные драмовые процентные ставки отреагировали резким скачком, **временно сформировавшись вокруг ставки ломбардного репо ЦБ**. В результате **с конца года процентная ставка ломбардного репо стала играть роль ориентира на финансовом рынке**. После проведения указанных решительных мер на валютном и торговом рынках возникла некоторая тенденция стабилизации, вследствие которой в конце декабря ЦБ снизил **норматив обязательного резервирования по инвалютным средствам и процентную ставку ломбардного репо**, соответственно, **с 24% до 20% и с 21% до 20%**. Ломбардную ставку репо ЦБ снизил также и в начале 2015 года до **14,5%**, что сопровождалось и снижением краткосрочных драмовых процентных ставок на рынке. В то же время, в целях смягчения будущих инфляционных давлений и закрепления инфляционных ожиданий вокруг целевого показателя, в конце декабря ЦБ повысил процентную ставку рефинансирования на 1,75 пп. Повышение продолжилось и в начале 2015 года, ставка рефинансирования была повышена до 10,5%, став отражением тенденции роста рисков и процентных ставок по вложениям в развивающихся странах в более долгосрочном отрезке.

Что касается макроэкономических прогнозов ЦБ, то следует отметить, что ожидаемый экономический спад в России и углубление, в этих условиях, негативных воздействий на внутреннюю экономику, низкий уровень цен на основные горнорудные металлы **стали основанием для существенного снижения прогноза темпов роста экономики РА в 2015 году**. В результате оценивается, что экономический рост в 2015 году замедлится по сравнению с предыдущим годом и установится **в пределах 0,4%-2,0%**. В условиях такой слабой экономической активности, а также ожидаемого существенного сокращения частных трансфертов в 2015 году значительно снизятся также затраты на частное потребление, а слабая инвестиционная активность еще больше ослабеет,

Вследствие ослабления драма в конце 2014 года скорость удорожания цен на некоторые товары дестабилизировала инфляционные ожидания населения, вызвав резкий скачок спроса на товары и инвалюту и создав существенные дополнительные инфляционные давления.

В целях смягчения инфляционных давлений и закрепления инфляции вокруг своего целевого ориентира, ЦБ повысил в конце ноября ставку ломбардного репо с 8,25% до 21,0% и норму обязательного резервирования по инвалютным средствам с 12% до 24,0%. В результате с конца года процентная ставка ломбардного репо стала играть роль ориентира на финансовом рынке.

Ввиду некоторой стабилизации в конце декабря 2014 года ЦБ снизил норматив обязательного резервирования по инвалютным средствам и процентную ставку ломбардного репо, продолжив снижение и в первые месяцы 2015 года.

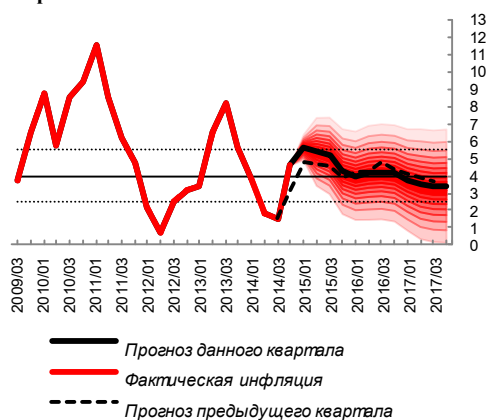
Экономический рост в 2015 году замедлится по сравнению с предыдущим годом и составит 0,4%-2,0%.

В 2016-2017 годах экономический рост ускорится и к концу прогнозируемого горизонта окажется в пределах 2,5%-3,5%.

В первом квартале 2015 года 12-месячная инфляция повысится, однако в условиях ожидаемого слабого спроса во внешней и внутренней экономиках постепенно снизится, приблизившись к концу года к целевому показателю.

В первом квартале 2015 года ЦБ продолжит снижать процентную ставку ломбардного репо.

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



выразившись в сокращении инвестиций как в строительстве, так и предприятиях, действующих в неэкспортном секторе экономики. Таким образом, в первом полугодии 2015 года сформируется значительный отрицательный разлом ВВП, который будет постепенно уменьшаться со второй половины года благодаря ожидаемой расширяющей фискальной политике, реализации ряда программ, предусмотренных Правительством в экспортном секторе, а также постепенному ослаблению условий финансового рынка со стороны ЦБ. В результате, в 2016-2017 годах экономический рост ускорится и к концу прогнозируемого горизонта окажется **в пределах 2,5%-3,5%**. Тем не менее, следует отметить, что прогнозы экономического роста в прогнозируемом горизонте в большей мере зависят от объема, направлений и эффективности программ, реализуемых Правительством. Иными словами, для стимулирования и обеспечения роста экономики инвестиционные программы Правительства должны быть направлены на экспортный сектор экономики, создавая благоприятную базу для укрепления фундаментальных основ и восстановления внешнего равновесия.

В инфляционных развитиях ожидается, что ввиду низкой базы того же периода предыдущего года, вступления РА с января 2015 года в Евразийский экономический союз¹¹ **12-месячная инфляция в первом квартале повысится**, однако постепенно снизится в условиях ожидаемого слабого спроса во внешней и внутренней экономиках, приблизившись к концу года к целевому показателю.

ЦБ считает, что отмечаемые проявления на финансовых и товарных рынках РА, обусловленные развитиями конца предыдущего года и геополитической ситуацией в регионе, постепенно нейтрализуются под воздействием мер ЦБ, осуществленных с декабря 2014 года до 10-го февраля 2015 года. В первом **квартале 2015 года ЦБ продолжит снижать процентную ставку ломбардного репо.**

Меры, осуществленные параллельно с возвращением экономики в естественное русло, сократят разницу, образовавшуюся между процентными ставками политики ЦБ и краткосрочными рыночными драмовыми ставками, **восстановив ориентирующую роль процентной ставки рефинансирования** и одновременно содействуя стабилизации ситуации на финансовом **рынке** и реализации целевого ориентира инфляции в среднесрочном отрезке.

Период	Вероятность нахождения инфляции в данном диапазоне				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
I кв. 2015	0.0%	0.0%	37.4%	62.5%	0.1%
II кв.	0.0%	0.8%	52.9%	37.3%	9.0%
III кв.	0.1%	2.3%	57.5%	31.4%	8.6%
IV кв.	1.5%	10.8%	67.7%	16.8%	3.3%
I кв. 2016	2.7%	14.1%	66.4%	14.1%	2.7%
II кв.	2.8%	12.9%	63.1%	16.8%	4.4%
III кв.	2.7%	12.4%	62.4%	17.6%	5.0%
IV кв.	3.2%	13.5%	62.1%	16.6%	4.6%
I кв. 2017	6.2%	17.9%	59.4%	13.0%	3.5%
II кв.	9.7%	20.3%	54.6%	11.7%	3.6%
III кв.	11.2%	21.3%	53.3%	10.9%	3.4%
IV кв.	11.5%	21.1%	52.7%	11.1%	3.6%

¹¹ Подробнее о воздействии участия РА в Евразийском экономическом союзе на инфляцию в 2015-2017 гг. см. в "Обзоре инфляции, 4-ый квартал 2014г", раздел "2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте".

Риски отклонения инфляции *от прогнозируемого уровня* оцениваются как *равносторонние*, как в краткосрочном, так и среднесрочном отрезках. Причем, *риски внешнего сектора* обусловлены, в основном, восстановлением темпов роста мировой экономики, и, особенно, экономики развивающихся стран, в частности, развитиями экономики России, и перспективами геополитических развитий и их вероятным воздействием на сырьевые и продовольственные рынки. *Риски, вытекающие из внутренней экономики*, связаны, в основном, с развитиями внутреннего спроса, в частности, с ходом восстановления частного потребления и капитальных вложений, осуществляемых Правительством программ, экономическими воздействиями участия РА в Евразийском экономическом союзе, а также развитиями сельского хозяйства, которые, в свою очередь, зависят от природных условий. В случае проявления таких рисков ЦБ предпримет соответствующие меры, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном периоде.

В 2015 году, параллельно со снижением экономической активности, замедлятся темпы роста кредитования, что будет в некоторой мере возмещено кредитованием по совместным программам ЦБ РА и Правительства, а также кредитованием по некоторым другим программам.

В прогнозируемом горизонте, параллельно со снижением экономической активности, замедлится спрос на кредитование, следовательно, замедлятся и темпы роста кредитования. Сказанное будет в некоторой мере возмещено кредитованием по совместным программам ЦБ РА и Правительства, кредитованием по некоторым программам международных финансовых организаций (ВБ, АБР, KfW, ЕИБ) с участием ЦБ, а также кредитованием со сравнительно низкими процентными ставками по различным программам социального назначения (“Жилье молодым”, “Национальный ипотечный фонд”). Банки, в свою очередь, готовы снизить рентабельность путем взятия на себя некоторых затрат во избежание удорожания кредитования. В долгосрочном периоде путем сохранения процентных ставок на целевом уровне ЦБ будет гибко реагировать на изменения спроса на ликвидность, обеспечивая предложение денег, адекватное спросу на деньги.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ЧЕТВЕРТОГО КВАРТАЛА 2014 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

12-месячная инфляция превысила прогнозы, составив к концу декабря 4,6%, оставаясь в допустимом диапазоне колебаний.

В 4-м квартале 2014 г. продолжилось расширение инфляционной среды, превысившее, особенно в декабре, прогнозы в силу геополитических и экономических развитий в регионе



Программа денежно-кредитной политики четвертого квартала 2014 года предусматривала расширение инфляционной среды к концу года, тем не менее, уровень 12-месячной инфляции должен был быть ниже целевого показателя.

Вследствие резкого сокращения инвалютных потоков к концу года и ослабления драма РА, вызванного ослаблением рубля и проявлениями расширения инфляционной среды, а также сформировавшихся в результате этого инфляционных ожиданий, *12-месячная инфляция превысила прогнозы, составив к концу декабря 4,6%, оставаясь, тем не менее, в допустимом диапазоне колебаний $4,0 \pm 1,5$ пп целевого показателя.* Инфляция в отчетном периоде составила 5,4%, вместо 2,3% в том же периоде предыдущего года, что было обусловлено исключительно ростом цен на продовольственные товары на 9,1%, оказав содействие общей инфляции на 4,8 пп. Высокая инфляция в конце года явилась следствием роста цен на импортные товары, вызванного, в основном, резким ослаблением обменного курса драма. Удорожали цены на хлеб, животные и растительные жиры и масла, сахарный песок. Следует отметить, что рост цен на ряд продовольственных товаров, в частности, цен на молочные товары, кофе, чай, какао, животные и растительные масла и жиры, был обусловлен введением в ноябре акцизных марок для этих товаров. Среди продовольственных товаров удорожание цен на фрукты и овощи, а также яйца, носило, в основном, сезонный характер.

12-месячная инфляция по товарам, оказавшим основное содействие инфляции						
Наименование	сентябрь 2014 г. (г/г)		декабрь 2014 г. (г/г)		четвертый квартал 2014 г.	
	Рост	Содействие	Рост	Содействие	Рост	Содействие
ИПЦ	1.5		4.6		5.4	
Продовольственные товары	1.4	0.8	6.3	3.4	9.1	4.8
хлеб	0.8	0.1	5.9	0.6	5.0	0.5
молочные продукты	5.1	0.2	13.1	0.6	8.7	0.4
мясные продукты	0.6	0.1	3.3	0.3	2.8	0.3
фрукты	5.3	0.2	14.6	0.5	8.2	0.3
овощи и картофель	1.7	0.1	7.9	0.5	67.3	4.2
растительное масло и животный жир	-3.3	-0.1	1.9	0.1	3.1	0.1
яйца	-10.8	-0.1	2.1	0.0	12.6	0.2
сахарный песок	-6.8	-0.1	6.9	0.1	9.6	0.1
Непродовольственные товары	0.9	0.1	1.6	0.3	2.4	0.4
Услуги	1.8	0.6	3.0	0.9	0.5	0.2

В четвертом квартал *базовая инфляция* составила 2,0%, показатель 12-месячной инфляции составил к концу декабря 2,8%.

Доводы и ожидания ЦБ по развитиям инфляции и подлежащей осуществлению соответствующей денежно-кредитной политике в период предыдущего одногодичного горизонта, охватывающего 2014 год, были следующие: *по прогнозам ЦБ предусматривалось дальнейшее снижение инфляции в 2014 году*, и оценивалось, что в третьем квартале она снизится до нижней границы допустимого диапазона колебаний, вследствие нейтрализации в июле 2013 года воздействия роста тарифов на энергоносители. Ожидалось, что к концу года 12-месячная инфляция стабилизируется в пределах целевого показателя в результате, в основном, лагового воздействия ослабления денежно-кредитных условий и расширяющей фискальной политики, а *в прогнозируемом горизонте* будет колебаться вокруг целевого показателя. В этих условиях *в первом квартале 2014 года ЦБ предусматривал продолжение ослабления денежно-кредитных условий ввиду ожидаемой низкой экономической активности и в целях смягчения инфляционной среды, а дальнейшие направления политики зависели от хода реализации фискальной политики.*

В контексте ослабления денежно-кредитных условий ЦБ предусматривал снижение с конца года *нормы обязательного резервирования* по драмовым средствам *с 4% до 2%*.

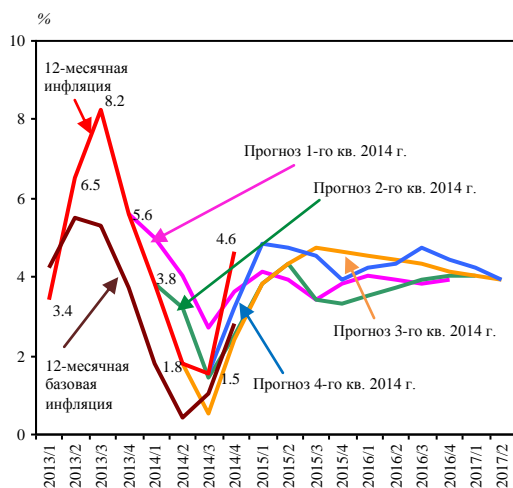
Согласно фактическим развитиям, в течение первых трех кварталов 2014 года инфляция снизилась быстрее, чем прогнозировалось, в основном, вследствие корректировок внешнего и внутреннего спросов в направлении снижения. В силу этого в каждом прогнозе на следующий квартал ЦБ корректировал прогнозируемую динамику инфляции на снижение.

В течение трех кварталов 2014 года была отмечена 0,8% дефляция, вместо *3,2% инфляции* за тот же период предыдущего года, в результате 12-месячная инфляция постепенно снизилась и к концу сентября 2014 года составила *1,5%*, что ниже нижней границы допустимого диапазона колебаний целевого показателя. Причем, в том же периоде *превысившему прогнозу снижению 12-месячной инфляции* оказали содействие *сохранение низких темпов экономического роста и существенное снижение цен на некоторые продовольственные товары* из-за низкого уровня инвестиций и замедления темпов роста частного потребления. За тот же период снизилась также и *12-месячная базовая инфляция*: с уровня *3,7%*, отмеченного в конце предыдущего года, до *1,0%* в конце сентября 2014 года.

В течение указанного периода, учитывая прекращение с июля 2014 года инфляционного воздействия удорожания с 2013 года тарифов на энергоносители на внутренние цены и ожидания в среднесрочном отрезке неинфляционных воздействий из внешнего сектора и экономики РА, ЦБ РА продолжил постепенное ослабление денежно-кредитных условий. В течение *девяти месяцев 2014 года* ЦБ РА снизил процентную ставку в целом на 1,0 пп, установив ее в конце сентября на уровне *6,75%*. Параллельно с этим, ослабление денежно-кредитных условий было отмечено и в результате *снижения с февраля 2014 года норматива обязательного резервирования под драмовые обязательства с 4% до 2%*. Вышеуказанные действия оказали воздействие на снижение краткосрочных процентных ставок на финансовом рынке, они окажут воздействие на рост экономической активности и расширение инфляции и в четвертом квартале 2014 года и в первом полугодии 2015 года.

Инфляционные развития резко отличились от прогнозов и превзошли их в четвертом квартале, когда в мире, особенно, в регионе усилились геополитические проблемы. С другой стороны, в отличие от

Прогнозы ЦБ 12-месячной инфляции*



* Низкая инфляция девяти месяцев 2014 года значительно расширилась в 4-м квартале, и, исходя из этого, ЦБ скорректировал прогноз инфляции 4-го квартала в направлении повышения. Согласно этому 12-месячная инфляция войдет в коридор допустимых колебаний и будет колебаться в пределах 4% целевого ориентира.

остальных развитых и развивающихся стран, наблюдалось **ускорение темпов экономического роста США и укрепление доллара США**, сопровождавшееся ослаблением национальных валют других стран и формированием высокой инфляционной среды. Воздействие указанных явлений наблюдалось, в первую очередь, на валютном рынке, где в результате существенного сокращения валютных переводов из зарубежья и основного торгового партнера РФ России было отмечено резкое ослабление драма. Эти развития незамедлительно сказались на торговом рынке, расширив инфляционную среду и сформировав инфляционные ожидания. В результате **12-месячная инфляция составила в конце года 4,6% вместо ожидаемого 3,2%, находясь близко к целевому показателю.**

На создавшуюся ситуацию ЦБ отреагировал решительными действиями, в частности, в конце ноября была повышена **ставка ломбардного репо с 8,25% до 21,0%**, затем с середины декабря была увеличена **норма обязательного резервирования по инвалютным средствам с 12,0% до 24,0%**. На ужесточение Центральным банком условий финансового рынка краткосрочные драмовые процентные ставки отреагировали резким повышением, сформировавшись вокруг процентной ставки ломбардного репо Центрального банка. В результате **процентная ставка ломбардного репо стала играть роль ориентира на финансовом рынке.** После указанных решительных шагов в конце декабря на валютном и торговом рынках наблюдалась тенденция некоторой стабилизации, на что ЦБ ответил снижением как **норматива обязательного резервирования по инвалютным средствам, так и процентной ставки ломбардного репо: соответственно с 24% до 20% и с 21% до 20%.** Ломбардную ставку репо ЦБ снизил также и в начале 2015 года до **14,5%**, что непосредственно сопровождалось тенденцией снижения краткосрочных драмовых процентных ставок на рынке.

В то же время, в целях смягчения будущих инфляционных давлений и закрепления инфляционных ожиданий вокруг целевого показателя, в конце декабря ЦБ повысил процентную ставку рефинансирования на 1,75 пп. Повышение ставки продолжилось и в начале 2015 года до 10,5%, став отражением тенденции роста инвестиционных и процентных рисков в развивающихся странах в более долгосрочном отрезке.

Параллельно с возвращением экономики в естественное состояние, краткосрочные рыночные драмовые ставки постепенно снизятся, **сформировавшись вокруг процентной ставки рефинансирования, и благодаря этому ставка вновь станет играть роль ориентира на рынке.**

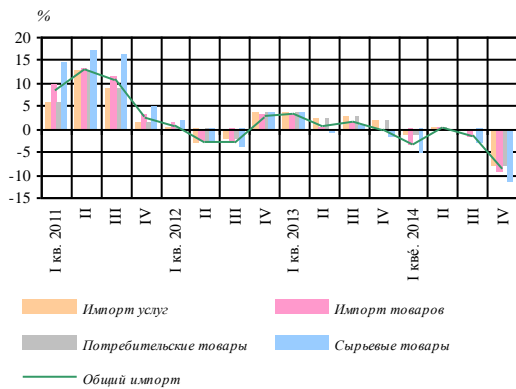
Под воздействием решительных мер ЦБ и параллельно с возвращением экономики в естественное состояние, краткосрочные рыночные драмовые ставки постепенно снизятся, сформировавшись вокруг процентной ставки рефинансирования, и благодаря этому ставка вновь станет играть роль ориентира на рынке.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

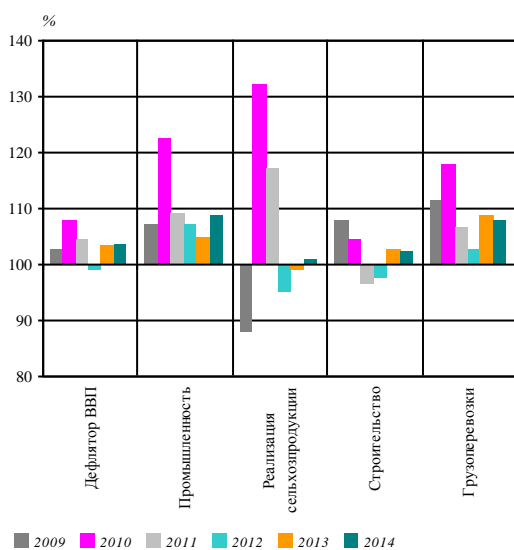
Цены на импорт. В четвертом квартале 2014 года темпы снижения долларовые цены на импорт товаров и услуг довольно ускорились и составили 6,2% кв/кв, в результате снижение в годовом выражении составило 8,9%. В целом, содействие снижению долларовых цен оказало, в основном, резкое обесценивание в четвертом квартале национальных валют торговых партнеров по отношению к доллару США. Снижению долларовых цен на импорт оказало содействие снижение цен на товары на 7,0 пп и на тарифы на услуги на 1,9 пп (в четвертом квартале долларовые цены на импорт услуг снизились на 6,0% кв/кв, а на товары - на 6,3% кв/кв). Снижению долларовых цен на импорт товаров содействие, в основном, оказала дефляция товаров промежуточного потребления. В квартале было отмечено снижение цен на все товары этой группы.

Снижению долларовых цен на потребительские товары оказало содействие, в основном, снижение в годовом выражении долларовых цен России, стран Евросоюза, Украины, обусловленное падением обменного

В 4-м квартале 2014 г. снижение долларовой стоимости товаров и услуг ускорилось (в годовом выражении)



В январе -декабре 2014 г. наибольший рост цен был отмечен по части промышленности и грузоперевозок



курса в этих странах. и было возмещено повышением в годовом выражении долларовых цен Китая и Кореи. В результате потребительские товары оказали инфляции отрицательное содействие на 1,8 пп.

Тем не менее, пока не наблюдается влияние существующих дефляционных тенденций во внешнем секторе - на сырьевых и продовольственных рынках, на ценовые изменения на соответствующих рынках РА.

Цены производителей¹². В четвертом квартале 2014 года во всех отраслях экономики был отмечен рост индекса цен, в результате в январе-декабре дефлятор ВВП, согласно оценкам ЦБ РА, составил 103,5 в годовом выражении.

Рост цен в **отрасли промышленности** составил в четвертом квартале 6% в годовом выражении, а инфляция в январе-декабре составила 8,5% в годовом выражении, обусловленная ростом цен в горнорудном производстве на 6,6%, в отраслях перерабатывающей промышленности на 2,9% и производстве и распределении электроэнергии и газа на 30,4%. Причем, явилось это следствием удорожания с 1 июля 2013 года тарифов на электроэнергию.

В течение квартала в **сельском хозяйстве** было отмечено повышение цен на 4%¹³ в годовом выражении, а инфляция в январе-декабре составила 0,8% в годовом выражении, обусловленная ростом цен в животноводстве на 3,6%. В растениеводстве цены снизились на 4,1%, что было обусловлено снижением цен на картофель и овощебахчевые культуры на 4,3%, бахчевые виды – на 44,4% и зерновые культуры - на 11,8%. Инфляция в отрасли животноводства была обусловлена ростом, в основном, цен на молоко, молочные продукты (10,4%) и яйца (7,7%).

В **строительстве** в четвертом квартале был отмечен рост цен на 2,6% в годовом выражении, а инфляция в январе-декабре составила 2,1% в годовом выражении, обусловленная, в основном, ростом заработных плат в отрасли на 13%.

В течение квартала рост цен **грузоперевозок** составил 1,6% в годовом выражении, а инфляция в январе-декабре составила 8%, обусловленная ростом тарифов на **железнодорожный (14,5%), трубопроводный (16,9%) и воздушный транспорт (0,1%)**. Причем, высокий рост тарифов на трубопроводный транспорт явился следствием удорожания тарифов на энергоносители.

3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки

По результатам опроса, проведенного ЦБ РА в четвертом квартале 2014 года по некоторым макроэкономическим показателям среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств, инфляционные ожидания в финансовой системе в одногодичном горизонте повысились, отразив отмеченные в течение квартала проявления. Инфляционные ожидания банков в одногодичном горизонте сформировались в среднем вокруг уровня 5,8% 12-месячной инфляции, вместо среднего показателя 5,0% предыдущего опроса, а инфляционные ожидания кредитных организаций составили в среднем 5,4%, вместо 4,5% предыдущего опроса.

Согласно результатам опроса в одногодичном разрезе, в финансовой системе ожидается определенный рост рыночных процентных ставок, который будет отмечаться в первом квартале 2015 года как по части привлекаемых вкладов, так и предоставляемых кредитов, после чего процентные ставки проявят устойчивую динамику.

¹² Изменение индексов цен в январе-декабре 2014 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹³ Представлены цены производителя на реализацию сельскохозяйственной продукции.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹⁴

Опубликованный показатель *экономического роста* за январь-декабрь 2014 года составил 3,9% в годовом выражении, что несколько выше предыдущего прогноза ЦБ на 0,2 пп).

В четвертом квартале 2014 года экономическая активность замедлилась за счет сокращения объемов торговли. В результате рост показателя экономической активности за январь-декабрь 2014 года составил 3,9% в годовом выражении вместо 4,3% в январе-сентябре.

Таким образом, поскольку макроэкономические развития в основном сохранились в рамках прогнозов ЦБ, прогнозы экономического роста 2014 года остались без изменений и рост составил **3,2-3,5%**¹⁵.

В 2014 году рост добавленной стоимости в отрасли *промышленности* составил 0,7-1,2% в годовом выражении, обусловленный, в основном, ростом объемов производства пищевой продукции¹⁶ (8,4%), металлургии (10,3%), табачных изделий (36,5%) и водоснабжения (5%). При этом ускорение темпов роста в четвертом квартале по сравнению с предыдущим кварталом явилось результатом, в основном, нахождения новых рынков экспорта и разнообразности экспортируемого товара. В частности, сокращение объемов экспорта в Россию (второй, после ЕС, по величине экспорта торговый партнер) нейтрализовалось высоким ростом объемов экспорта в другие страны¹⁷.

Основываясь на фактических развитиях отрасли *строительства* 2014 году, спад добавленной стоимости в отрасли составил 3,5-4,5% в годовом выражении. Причем, кроме объемов строительства, осуществляемого на средства населения (спад на 18,9%), государственного бюджета (спад на 13,5%) и гуманитарной помощи (спад на 13,6%), рост был обусловлен за счет всех остальных источников финансирования строительства. В частности, выросли объемы строительства, осуществляемого за счет организаций (рост 3,7%), международных кредитов (7,5%) и средств общин (61,9%).

В сфере *услуг* рост добавленной стоимости в январе-декабре 2014 года оценен 4,2-4,7% в годовом выражении, что является следствием роста объемов оказанных услуг и торговли на 8% и 1,6% соответственно. Причем, росту объема оказанных услуг содействие оказал преимущественно рост услуг в сфере воздушного транспорта (66,5%), банковской деятельности (9%), культуры, развлечений и отдыха (56%), деятельности, связанной недвижимостью (9,5%), туризма (9,1%), общественного питания (9,3%) и информационных технологий (7,58%). Рост торговли был обусловлен в большей мере ростом объемов оборота розничной торговли и торговли автомобилями на 5% и 3,9% соответственно, который нейтрализовал снижение добавленной стоимости в розничной торговле на 0,4%. Указанное уменьшение явилось следствием снижения реальных располагаемых доходов населения из-за резкого сокращения в четвертом квартале чистого притока трансфертов.

¹⁴ Показатели реального роста добавленной стоимости отраслей экономики за январь-декабрь 2014 года являются прогнозами ЦБ РФ, а показатели подотраслей отражают темпы роста выпуска продукции за январь-декабрь 2014 года в годовом выражении, если иное не указывается.

¹⁵ См. колебания по 30% вероятности в графике прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП.

¹⁶ Рост производства продуктов питания был обеспечен за счет естественного роста объемов производства мяса (13,7%), мясных продуктов (15,7%), молока (6,6%), мацуна (33%), сметаны (14,7%), сыра (5,4%), животного жира (в 2,1 раза), макаронных изделий (9,1%), сахарного песка (28,1%), муки (29,6%), круп (29,7%), кондитерских изделий (9,4%), консерв (17,3%) и мороженого (48,8%).

¹⁷ См. раздел "3.4. Платежный баланс".

Прогнозы экономического роста 2014 года остались без изменений - ожидается 3,2-3,5% рост.

В сельском хозяйстве рост добавленной стоимости в 2014 году составил 7,3-7,8% в годовом выражении за счет роста объемов выпуска продукции животноводства, растениеводства и рыбного хозяйства, соответственно, на 6,9%, 7,8% и 24,6%. Причем, рост в животноводстве был обусловлен ростом объемов производства молока (6,6%), яиц (3,8%), реализации убойного скота и птицы (11,3%), а рост растениеводства – увеличением урожая картофеля (11%), хлебных злаков (7,6%), овощей (9%), бахчевых культур (18,1%) и винограда (8,5%).

3.2.2. Совокупный спрос¹⁸

В 2014 году рост частного потребления замедлился, и ожидается, что расходы на частное потребление не будут существенно отличаться от показателя предыдущего года.

В четвертом квартале 2014 года рост частного потребления замедлился, составив 0,9%, что ниже предыдущих прогнозов. В результате расходы на частное потребление 2014 года по сравнению с показателями 2013 года существенно не изменятся.

Снижение денежных переводов из РФ негативно отразилось на расходах на конечное потребление домохозяйств в 2014 году. Это воздействие было определенным образом смягчено положительным воздействием осуществленных в течение года расширяющей денежно-кредитной и фискальной политик. В частности, общие кредиты, предоставленные экономике в течение года в условиях расширяющей денежно-кредитной политики, выросли примерно на 20%, потребительские кредиты - на 23,5%, а расширяющий налогово-бюджетный импульс составил 0,7%.

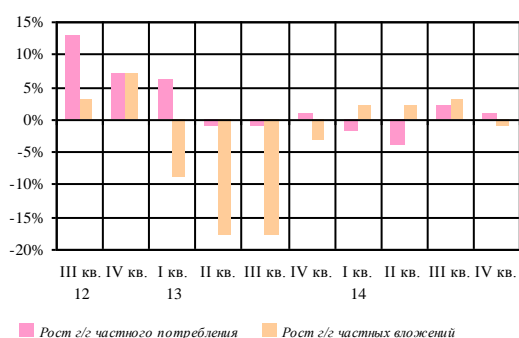
Увеличение сокращения денежных переводов из РФ в четвертом квартале 2014 года существенно снизило располагаемые доходы домохозяйств, что по сравнению с отмеченным в третьем квартале слабым ростом, привело к замедлению темпов роста расходов на частное потребление в четвертом квартале.

О вышеуказанных развитиях частного потребления свидетельствуют результаты проводимых ЦБ РА опросов¹⁹, а также динамика рассчитываемых НСС РА индексов торгового оборота и импорта товаров и услуг. В четвертом квартале 2014 года индекс доверия потребителей снизился по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 2,0%, а по сравнению с предыдущим кварталом – на 7,0%. Причем, тенденцию снижения проявили все компоненты индекса доверия потребителей, предопределив сокращение потребительских расходов домохозяйств в отчетном периоде. В четвертом квартале, по сравнению с тем же периодом предыдущего года, торговый оборот в экономике сократился на 5,6%, причем, импорт товаров и услуг в долларовом выражении снизился на 9,3%.

В четвертом квартале 2014 года **инвестиционная активность** была ниже, чем ожидалось, в результате снижения частных вложений составило 0,6% по сравнению с тем же периодом предыдущего года. Заметная с начала года слабая инвестиционная активность была обусловлена сокращением объема выпуска в строительстве и слабым уровнем общей деловой активности. Сокращение денежных переводов из РФ в четвертом квартале привело к сокращению строительства за счет средств населения, что и обусловило 0,6% сокращение частных вложений в том же периоде по сравнению с 3,0% ростом в предыдущем квартале. В этих условиях рост частных вложений в 2014 году составит 1,2%.

Рост частных вложений 2014 года составит 1,2%.

Рост г/г частного потребления и вложений



В 2014 году, на фоне сокращения объемов выпуска строительства на 4,3%, умеренный рост частных вложений был отмечен за счет роста

¹⁸ Показатели по частным затратам, частному потреблению и частным вложениям четвертого квартала 2014 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных третьего квартала 2014 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

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

вложений в действующие в экономике предприятия. Согласно результатам опроса ЦБ РА среди предприятий²⁰, в 2014 году примерно 50% совершивших инвестиции предприятия использовали в качестве финансового источника для инвестирования кредитные средства, полученные из местных банков. Примерно 17% росту кредитования в 2014 году предприятий, действующих в различных сферах экономики, оказало содействие осуществляемая ЦБ РА расширяющая денежно-кредитная политика.

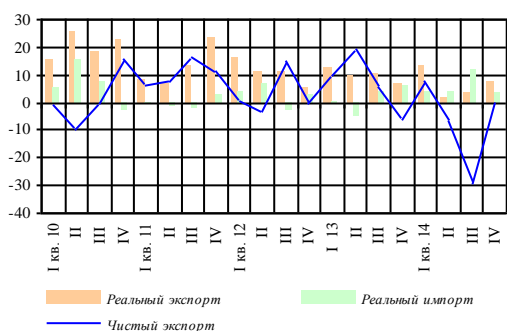
В результате вышеописанных развитий частного потребления и вложений темп роста частных затрат в четвертом квартале замедлился по сравнению с третьим кварталом и составил 0,7%, что с 2,3% показателем роста государственных затрат привело к 1,0% росту внутреннего спроса в отчетном квартале.

В свете вышеуказанных развитий разрыв затрат частного сектора был отрицательным, а его воздействие на инфляцию - *сдерживающее на 1,5-1,7 пп.*

Согласно оценкам ЦБ РА в четвертом квартале 2014 года отрицательный баланс чистого реального экспорта значительно уменьшился, вследствие опережающего роста экспорта товаров и услуг по сравнению с реальным ростом импорта товаров и услуг. Темпы реального роста экспорта товаров и услуг составили 7,3% в годовом выражении в условиях роста реальных объемов импорта товаров и услуг на 3,5% в годовом выражении²¹.

В четвертом квартале 2014 года значительно снизился показатель долларовой стоимости чистого притока некоммерческих переводов физических лиц через банковскую систему, что было вызвано обвалом рубля по отношению к доллару США. В результате чистый приток некоммерческих переводов физических лиц сократился в четвертом квартале на 30,5% в годовом выражении (на 10,1% годовых).

Отрицательный остаток чистого экспорта слегка уменьшился в 4-м кв. 2014 г.
(чистый реальный экспорт, г/г %, 'положительный знак - улучшение)



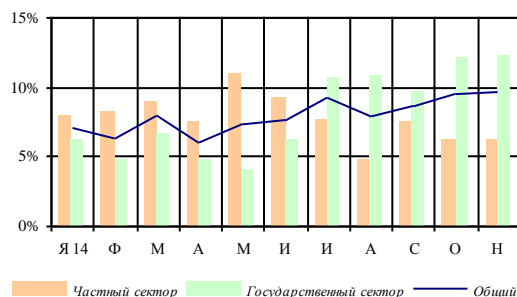
3.2.3. Рынок труда²²

Темп роста номинальной заработной платы в четвертом квартале 2014 года соответствовал предыдущим прогнозам и составил 9,5%, в результате рост номинальной заработной платы в январе-декабре составил 8,1%. В указанном периоде показатель роста заработных плат в государственном секторе слегка опережал рост зарплат частного сектора.

В результате повышения в июле 2014 года заработных плат в некоторых сферах государственного сектора, показатель среднего роста данного сектора составил во втором полугодии 11,3%, ускорившись по сравнению с темпом роста в первом полугодии на 6 пп, и вследствие этого, годовой рост средней заработной платы в этой сфере составил 8,3%.

Темп роста средней номинальной заработной платы в частном секторе в первом полугодии составил 8,8%, что было обусловлено, в основном, повышением заработных плат в некоторых предприятиях частного сектора, обусловленное реформами накопительной пенсионной системы. В июле был также повышен порог минимальной заработной платы.

Рост г/г номинальной зарплаты



²⁰ <https://www.cba.am/am/SitePages/statsseabci.aspx>

²¹ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

²² Данные по рынку труда 2014 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях третьего квартала 2014 года и сентября-ноября 2014 года. Оценки роста в подразделе даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

Несмотря на вышеуказанные факторы, сравнительно слабая экономическая активность, сохранившаяся во втором полугодии, оказала негативные давления на рост заработных плат в частном секторе, в результате рост составил 6,5%. Таким образом, средняя заработная плата в частном секторе увеличилась в 2014 году на 7,6%.

Вследствие слабой экономической активности, отмеченной в 2014 году, спрос на рабочую силу в экономике повысился меньше, чем предложение, став отражением сравнительно небольшого роста занятости в 2014 году на 0,6% по сравнению с 2,4% ростом экономически активного населения. Эта тенденция была отмечена уже в первом квартале и углубилась особенно во втором полугодии. В результате в четвертом квартале **уровень безработицы** повысился на 1,2 пп по сравнению в тем же периодом предыдущего года и составил 17,4%. Безработица во втором полугодии выросла быстрее, чем прогнозировалось, и составила в 2014 году 17,5%, превысив показатель 2013 года на 1,3 пп.

В четвертом квартале на рынке труда наблюдался также слабый рост производительности, рост заработных плат слегка превысил рост производительности, повысив тем самым стоимость единицы рабочей силы в предприятиях. Вследствие повышения стоимости единицы рабочей силы, во втором полугодии в экономике были отмечены слабые инфляционные давления на 0,15-0,25 пп.

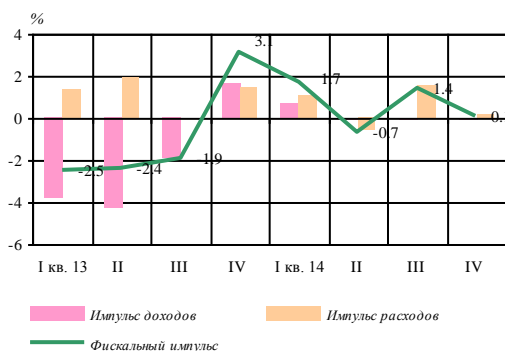
3.2.4. Налогово-бюджетная политика²³

В четвертом квартале 2014 года исполнение государственного бюджета проходило с недополучением налоговых доходов (вследствие спада экономической активности) и с большим осуществлением расходов по сравнению с предыдущими кварталами. В результате фискальная политика оказала на совокупный спрос нейтральное воздействие в отличие от прогнозируемого сдерживающего воздействия: фискальный импульс был нулевым вместо предусматриваемого 1,2 сдерживающего, что было обусловлено, в основном, отклонением импульса доходов. Причем нейтральное воздействие проявилось как по части доходов, так и расходов.

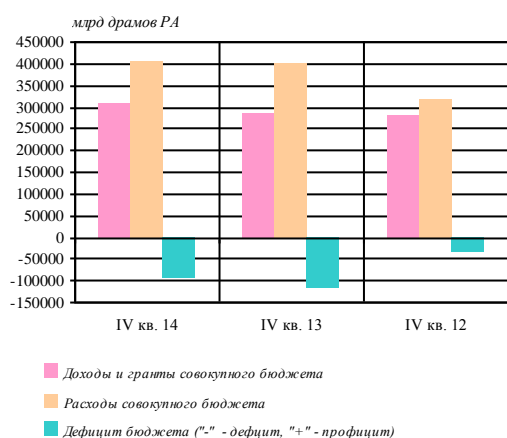
Доходы совокупного бюджета увеличились по сравнению с четвертым кварталом предыдущего года на 10,0%, причем рост налоговых доходов составил 10,3%. В структуре налоговых доходов доля непрямых налогов повысилась по сравнению с четвертым кварталом предыдущего года на 0,2 пп, составив 50,2% налоговых доходов, а доля прямых налогов снизилась на 4,8 пп, составив 36,6%. Примечательно, что рост налога на добавленную стоимость в непрямых налогах составил 14%, а снижение подоходного налога в прямых налогах – 44,7%. Рост непрямых налогов составил 10,8% в годовом выражении, а снижение прямых налогов – 2,5% в годовом выражении. Доля прочих налогов в налоговых доходах выросла на 4,6 пп в годовом выражении и составила 13,2% всех налогов. Импульс доходов был нейтральным вместо прогнозируемого сдерживающего, что обусловлено тем, что из-за спада экономической активности недополучение налоговых доходов было больше, чем ожидалось.

В четвертом квартале, по сравнению с тем же периодом предыдущего года, общие расходы увеличились на 0,8%. Текущие расходы сократились на 16,4% в годовом выражении, где **государственное потребление** снизилось на 16,4%. Рост показателя по части статьи **“Опера-**

В 4-м кв. 2014 г. фискальная политика оказала нейтральное воздействие

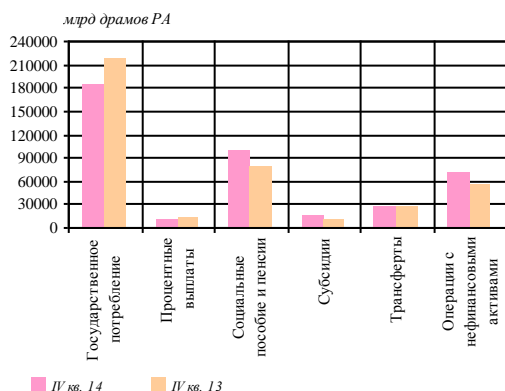


Динамика основных показателей совокупного бюджета

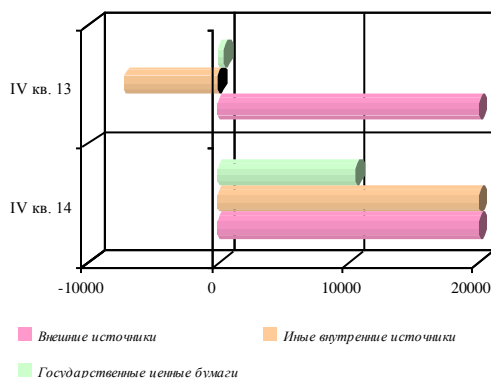


²³ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен на базе предварительных фактических показателей за четвертый квартал (включая показатели групп по реализации проектов). Причем, воздействие доходов рассчитано по сравнению с прогнозируемым номинальным показателем ВВП, а воздействие расходов – с оцененным потенциальным показателем ВВП.

В расходах бюджета РА за 4-ый кв. 2014 г. было отмечено снижение по части государственного потребления и процентных выплат



В 4-м кв. 2014 г. сформировался самый большой по сравнению с предыдущими кварталами дефицит бюджета (млрд драмов РА)



В 2014 году налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос 0,65 расширяющее воздействие.

В четвертом квартале 2014 года ЦБ скорректировал направления денежно-кредитной политики в целях достижения целевого показателя инфляции, а также смягчения напряжения на финансовом и валютном рынках, сформировавшего под воздействием развитий мировой экономики и региона. Корректировка политики сопровождалась активным применением всех инструментов политики и заявлениями.

ции с нефинансовыми активами”, или рост капитальных расходов, составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 30,0%. Расходы в четвертом квартале составили примерно 33% расходов в течение года, что превышает показатель запланированных квартальных пропорций (некоторая часть сэкономленных в предыдущем квартале расходов реализована в текущем квартале). Для статьи “Операции с нефинансовыми активами” характерен рост капитальных расходов за счет внешнего финансирования на 43,4% в годовом выражении. В четвертом квартале государственные расходы (включая чистое кредитование) оказали на совокупный спрос нейтральное воздействие, как и прогнозировалось.

В результате вышеуказанных развитий доходов и расходов в четвертом квартале сформировался дефицит бюджета на 87,5 млрд драмов.

Причем, дефицит был примерно на 40% финансирован за счет внутренних источников и на 60% - за счет внешних источников.

В целом, по результатам года²⁴ доходы государственного бюджета составили 1103,4 млрд драмов, что на 4,2% меньше показателя скорректированной программы²⁵. Причем, налоговые доходы составили 1062,8 млрд драмов, обеспечив запланированный на 2014 год 23,4% показатель соотношения *налоги/ВВП*.

Рост налоговых доходов по сравнению с предыдущим годом составил 6,3% или 63,4 млрд драмов, вследствие, главным образом, роста налога на добавленную стоимость и подоходного налога. Рост государственных расходов (включая средства групп по реализации программ) составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 7,9%. По результатам года дефицит государственного бюджета составил 93,2 млрд драмов РА.

По результатам года налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос 0,65 расширяющее воздействие, обусловленное нейтральным воздействием доходов и расширяющим воздействием расходов.

Таким образом, сокращение денежных переводов из РФ в 2014 году, спад объемов выпуска в отрасли строительства и слабая инвестиционная активность оказали негативные давления на расходы частного сектора, которые были существенно смягчены осуществленной в течение года смягчающей денежно-кредитной и фискальной политикой, смягчив также замедление экономического роста в РА и дефляционную среду.

В четвертом квартале 2014 года разлом расходов частного сектора был отрицательным. Учитывая также динамику рынка труда и государственных расходов оценивается, что в четвертом квартале вышеуказанные факторы вызвали дефляционные давления на потребительском рынке в 0,7-0,8 пп.

3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

В четвертом квартале 2014 года ЦБ скорректировал направления денежно-кредитной политики в целях достижения целевого показателя инфляции, а также смягчения напряжения на финансовом и валютном рынках, сформировавшего под воздействием развитий мировой экономики и региона. Корректировка политики сопровождалась активным применением всех инструментов политики и заявлениями.

²⁴ Без учета внебюджетных средств.

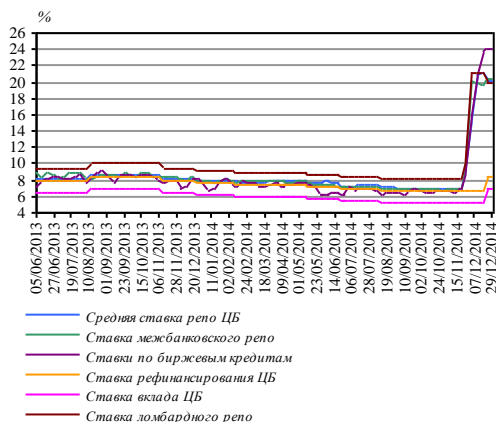
²⁵ По сравнению со скорректированной программой квартальных пропорций Правительства РА.

С ноября ЦБ дважды повысил ставку ломбардного репо до 21,0%.

Впервые за последние годы ЦБ применил механизм обязательного резервирования в качестве инструмента монетарной политики: норматив обязательного резервирования по инвалютным средствам был повышен с 12,0% до 24,0%.

В конце 2014 и начале 2015 года, учитывая установившуюся на рынках некоторую стабильность, ЦБ постепенно снизил норму обязательного резервирования по инвалютным средствам и ставку ломбардного репо.

Краткосрочные процентные ставки выросли в течение квартала



Отражением экономической действительности в РА стала в конце ноября корректировка обменного курса драма в сторону ослабления. Центральный банк и участники финансового рынка провели оценку, и Центральный банк заявил, что курс драма в стране переоценен и он будет держаться в состоянии стабильности. Однако ухудшение экономической ситуации в РФ вызвало в начале декабря новые девальвационные давления и волатильность обменного курса. В этой ситуации Центральный банк вновь выступил с заявлением о том, что эти явления носят кратковременный характер, и резервы ЦБ полностью способны предотвратить все необоснованные колебания обменного курса и обеспечить финансовую стабильность. **С этой целью ЦБ предпринял меры по регулированию драматической ликвидности, дважды повысив за указанный период ставку ломбардного репо до 21,0%.**

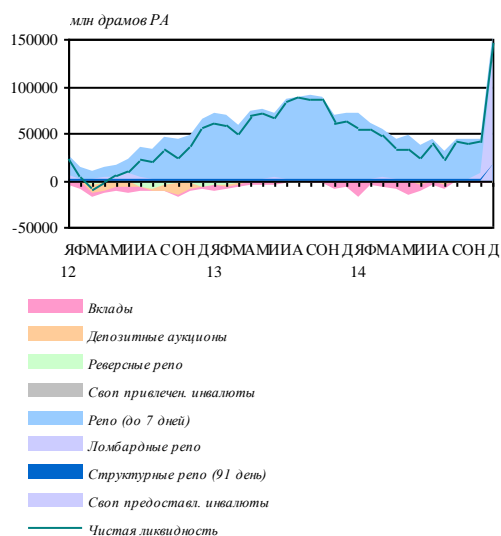
В условиях усиления давлений, поступающих из финансовых рынков РФ, продолжились девальвационные ожидания драма. В целях регулирования сложившейся ситуации, сглаживания колебаний обменного курса и восстановления равновесия на валютном рынке ЦБ РА применил до конца года новый инструмент, в частности, начал продажи валюты посредством ежедневных торгов в объявленном заранее ограниченном количестве. Для обеспечения прозрачности на финансовом рынке ЦБ ежедневно опубликовывал информацию о результатах торгов. В целях ослабления воздействия Центрального банка на обменный курс драма, ЦБ поэтапно сокращал объем ежедневных торгов до тех пор, пока не установится равновесный курс драма. В то же время, в целях регулирования ликвидности **впервые за последние годы ЦБ применил механизм обязательного резервирования в качестве инструмента монетарной политики: норматив обязательного резервирования по инвалюте был повышен с 12,0% до 24,0%.** Для регулирования спроса на доллары США ЦБ предложил и внедрил долгосрочный валютный своп.

В результате принятых ЦБ мер на валютном рынке отметилась некоторая стабилизация, благодаря которой **в конце декабря Совет ЦБ снизил норматив обязательного резервирования по инвалюте (с 24,0% до 20,0%) и процентную ставку ломбардного репо (с 21,0% до 20,0%).** В то же время, для стимулирования возвращения инфляции, обусловленной ослаблением драма, к целевому показателю, ЦБ повысил ставку рефинансирования на 1,75 пп, до 8,5%.

В начале 2015 года Совет ЦБ продолжил снижение ставки ломбардного репо до 14,5%. Снижение в два этапа, составившее, в целом, 5,5 пп, стало ориентиром для снижения краткосрочных ставок по драмовым средствам на финансовом рынке. С другой стороны, основываясь на прогнозах инфляционной среды ЦБ продолжил повышение ставки рефинансирования до 10,5% (в целом на 2 пп).

В течение четвертого квартала 2014 года, в условиях сокращения драматической ликвидности в банковской системе, с конца ноября повысилась ставка 7-дневного репо, установившись в пределах ставки предлагаемого ЦБ инструмента ломбардного репо. В результате в декабре средняя ставка, по сравнению с сентябрьской, выросла на 13,6 пп и составила 20,61%, а рост среднеквартального показателя составил 3,44 пп.

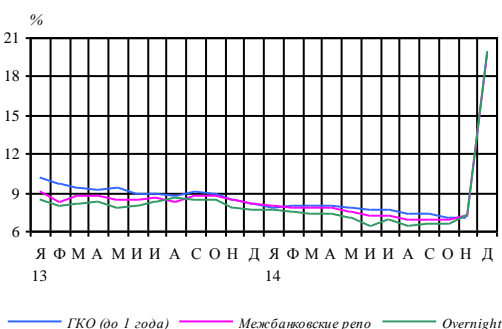
**Объемы операций, осуществленных ЦБ РА
(среднемесячные показатели)**



Период	Операции, совершенные ЦБ РА					
	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. 2013 г.	63652.16	8.09	2518.46	6.50	14.53	9.50
II кв.	71467.51	8.19	2712.31	6.50	45.74	9.50
III кв.	86238.94	8.42	2712.31	6.75	20.30	9.50
IV кв.	76070.53	8.31	6035.38	6.71	7.69	10.0
I кв. 2014 г.	58769.52	7.80	8230.77	6.17	297.76	9.05
II кв.	41619.24	7.79	9908.46	5.88	41.38	8.75
III кв.	37331.05	7.16	3270.00	5.47	16.08	8.43
IV кв.	34048.94	10.60	1765.67	5.25	41550.14	19.69

Сложившаяся в четвертом квартале 2014 года ситуация на финансовом рынке, а именно, ослабление драма РА, повышение со стороны ЦБ процентных ставок применяемых инструментов, сокращение имеющейся ликвидности в банковской системе в результате изменения норматива обязательного резервирования неизбежно должно было вызвать резкий рост краткосрочных ставок на драмовом рынке. Средний квартальный показатель процентной ставки биржевых межбанковских кредитов (overnight) вырос по сравнению со средним показателем предыдущего квартала на 1,88 пп и составил 8,54%, а средняя процентная ставка составила в декабре 20,07%. Среднеквартальная процентная ставка межбанковского репо выросла по отношению к предыдущему кварталу на 1,46 пп, а в декабре средняя процентная ставка выросла по отношению к сентябрьской средней ставке на 12,94 пп и составила 19,89%.

**В течение квартала краткосрочные процентные ставки
проявили тенденцию роста**



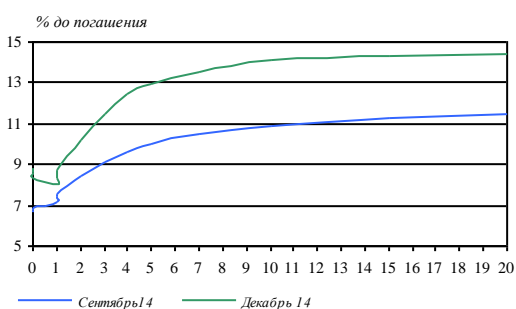
Вклады 2

Рынок государственных облигаций

На резкий рост краткосрочных процентных ставок, отмеченного с конца ноября 2014 года, не могла не отреагировать также доходность государственных облигаций. Однако Министерство финансовой РА сочло целесообразным воздержаться в декабре от размещения краткосрочных облигаций. В результате среднеквартальная доходность облигаций снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 0,36 пп и составила 7,09%. Что касается среднесрочных и долгосрочных облигаций, то доходность этих облигаций выросла в декабре более чем на 2 пп по сравнению с сентябрем.

Согласно кривой доходности до погашения, доходность гособлигаций на вторичном рынке выросла по всей длине кривой. Долгосрочная процентная ставка выросла в декабре по сравнению с сентябрем на 3,0 пп и составила 14,42%. Разность между долгосрочными и краткосрочными ставками кривой (типов) выросла в декабре на 0,88 пп и составила 5,64 пп.

**В 4-м кв. 2014 г. процентные ставки на рынке
государственных облигаций повысились**



В условиях резкого повышения спроса на валюту в декабре 2014 года в структуре вкладов произошли изменения, в частности, определенная

часть вкладов в драмах и срочных инвалютных вкладов была преобразована в инвалютные вклады до востребования.

В то же время, резкий спад ликвидности на финансовом рынке предполагает рост ставок как по драмовым, так и инвалютным вкладам. Коммерческие банки заявили о значительном росте ставок по драмовым вкладам, который, как ожидается, окажет свое воздействие на объем вкладов в первом квартале 2015 года.

Среднемесячные ставки по драмовым вкладам составили в декабре 11,9%, повысившись по сравнению с сентябрьскими на 0,2 пп. Среднемесячные ставки по инвалютным вкладам составили в декабре 8,2%, повысившись по сравнению с сентябрьскими на 1,3 пп, а среднеквартальный показатель вырос по сравнению с предыдущим кварталом на 0,2 пп и составил 7,2%. Объем драмовых вкладов снизился в течение квартала на 7,4%, преобладающая доля сокращения пришлась на драмовые вклады до востребования, которые уменьшились на 11,3%, а уменьшение объема срочных вкладов составило 4,8%. В условиях повышения ставок по вкладам в 2015 году объемы драмовых вкладов восстановятся.

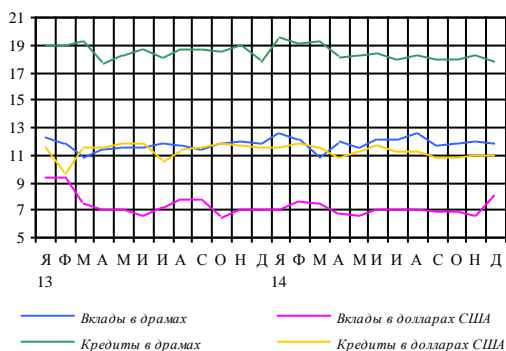
Иностраные вклады выросли в течение квартала на 17,2% за счет роста вкладов до востребования. Если исключить ослабление курса в четвертом квартале, то объемы вкладов остались почти без изменения в силу того, что рост вкладов до востребования сопровождался уменьшением срочных вкладов.

В течение квартала была отмечена тенденция снижения процентной ставки по кредитам в драмах со сроком более 1 года, выданным как физическим лицам, так и юридическим лицам. В итоге среднеквартальные ставки по кредитам в драмах снизились по сравнению с предыдущим кварталом на 0,1 пп и составили 18,0%.

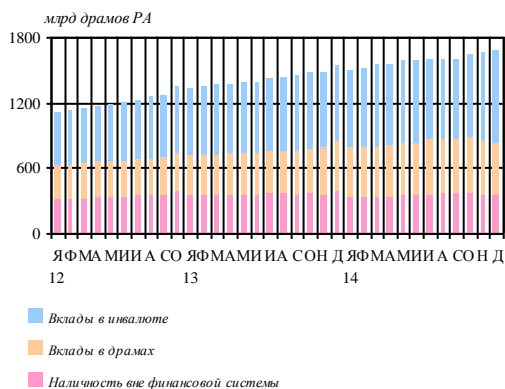
В четвертом квартале 2014 года снизилась также среднеквартальная ставка по кредитам в инвалюте на 0,2 пп и составила 10,9%.

В инвалютной структуре кредитования рост объемов кредитов в инвалюте и драмах составил, соответственно, 17,8% и 2,7%. В общей структуре кредитования преобладали кредиты, выданные в инвалюте (примерно 60%). Рост объемов общего кредитования составил в течение квартала 11,7% (21,0% в годовом выражении), а рост в абсолютном выражении - 241,7 млрд драмов. При условии неизменности обменного курса по сравнению с третьим кварталом кредиты в инвалюте выросли на 1,0%, а объемы общего кредитования - на 1,8%. Квартальный рост объема кредитов в драмах составил 2,73%.

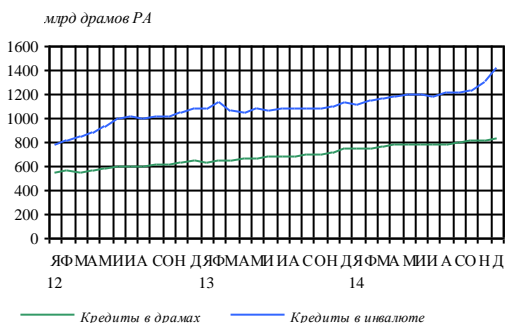
Процентные ставки по средствам в драмах и инвалюте



В 4-м кв. 2014 г. рост вкладов в инвалюте превысил рост вкладов в драмах



В 4-м кв. 2014 г. в общем объеме кредитования продолжали преобладать кредиты в инвалюте



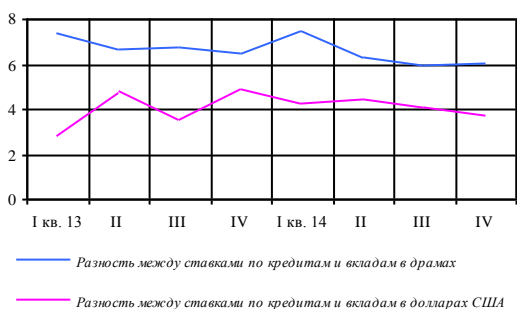
Вкладыи 3

Согласно результатам проведенного в четвертом квартале 2014 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, в четвертом квартале были ужесточены процедуры кредитования. Основными факторами ужесточения процедур послужили ограничения уровня ликвидности, кредитоспособности клиентов, доступности денежных рынков, а также ослабление экономической активности.

Был отмечен рост спроса на потребительские кредиты, не изменился уровень спроса на ипотечные кредиты, а спрос на кредиты предприятиям сократился. Основным фактором сокращения явился ожидаемый низкий уровень капитальных вложений.

В первом квартале 2015 года продолжится ужесточение процедур всех видов кредитования, и ожидается небольшой рост спроса на кредитование предприятий и потребительские кредиты, а спрос на ипотечные кредиты не изменится.

В 4-м кв. 2014 г. разность между процентными ставками по кредитам и вкладам в инвалюте сократилась



В четвертом квартале 2014 года продолжилась тенденция сокращения разности между ставками по инвалютным кредитам и вкладам: среднеквартальный показатель уменьшился по сравнению с показателем предыдущего квартала на 0,4 пп и составил 3,7 пп. Разность между ставками по драмовым кредитам и вкладам выросла в течение квартала на 0,1 пп и составила 6,05 пп, а в декабре, по сравнению с сентябрьским показателем, разность уменьшилась на 0,3 пп и составила 5,9 пп.

Ослабление драма в четвертом квартале 2014 года отразилось и на показателе долларизации (инвалютные вклады/денежная масса), повысившись по сравнению с предыдущим кварталом на 5,42 пп.

Денежно-кредитные показатели	12-месячный рост			
	Март	Июнь	Сентябрь	Декабрь
Денежная масса (%)	12.84	14.78	9.64	8.34
Драмовая масса (%)	10.92	14.26	14.15	-3.51
Денежная база (%)	20.84	8.21	-0.52	-0.15
Драмовая масса (%)	1.67	4.49	0.63	15.65
Наличность (%)	-4.49	-1.19	1.44	-9.39
Вклады в драмах (%)	25.27	28.59	25.31	1.37
Вклады в инвалюте (%)	14.95	15.36	4.71	22.74
Долларизация (процентные пункты)	0.89	0.24	-2.15	6.0
Денежный мультипликатор (процентные пункты)	-0.14	0.13	0.21	0.15
Драмовый мультипликатор (процентные пункты)	0.12	0.12	0.17	-0.22

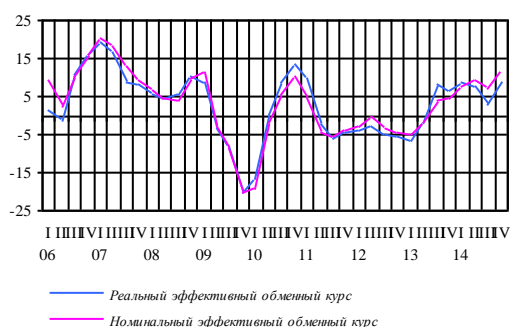
3.3.2. Обменный курс

Ослабление средневзвешенного обменного курса валют торговых партнеров РА к доллару США значительно ускорилось в четвертом квартале - кв/кв на 9,9%, из которых только 5,6 пп было обусловлено обвалом рубля (в четвертом квартале ослабление среднего номинального курса рубля по сравнению с третьим кварталом составило 31,5%). В результате сохранения внешнего равновесия в условиях девальвационных давлений валют торговых партнеров, номинальный обменный курс драма подвергся в ноябре воздействию вышеуказанных развитий, и в декабре отмечались высокие темпы ослабления, составившего по сравнению сентябрем 11,8%. Центральный банк, в целях обеспечения спроса на финансирование текущего счета и смягчение девальвационных и инфляционных ожиданий, выступил на валютном рынке в течение указанного периода только как продавец, продав в общей сложности 212,5 млн долларов США.

В силу более резкого обвала валют стран партнеров в четвертом квартале 2014 года номинальный эффективный обменный курс драма укрепился на 4,2% кв/кв, а реальный эффективный обменный курс – на 6,0% кв/кв²⁶. Темпы укрепления реального обменного курса ускорились и составили 9,3%, вследствие, в основном, высоких темпов средневзвешенного номинального обменного курса торговых партнеров (самым существенным было ослабление рубля).

²⁶ Показатель реального обменного курса в четвертом квартале 2014 года является оценкой ЦБ РА.

В 4-м кв. 2014 г. значительно ускорились темпы укрепления г/г реального эффективного обменного курса (%)



рост в годовом выражении, %	I кв. 13	II кв. 13	III кв. 13	IV кв. 13	I кв. 14	II кв. 14	III кв. 14	IV кв. 14
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	-6.4	-1.6	7.9	6.8	8.5	7.9	3.1	9.3
Средняя инфляция в РА	3.0	5.2	8.7	6.4	4.6	3.3	1.0	3.2
Номинальный средний обменный курс драм РА/доллар США (+ укрепление)	-5.1	-3.3	0.5	0.2	-0.4	0.5	0.0	-6.0
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	4.5	4.4	4.3	4.0	3.7	4.4	4.6	5.1
Средневзвешенный номинальный обменный курс торговых партнеров (+ укрепление)	-0.4	-1.1	-3.2	-4.3	-8.0	-8.7	-7.0	-18.7

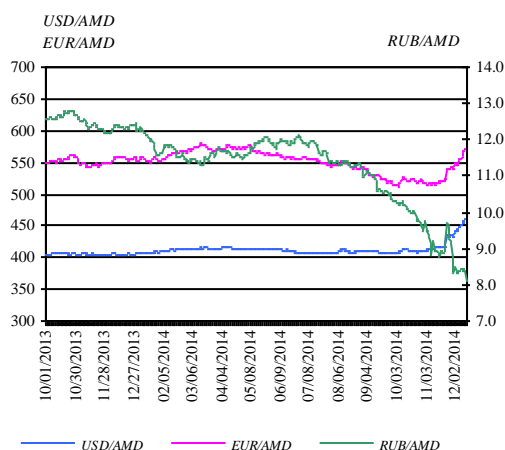
Укрепление реального обменного курса = Инфляция в РА + Укрепление номинального обменного курса в РА - Средневзвешенная инфляция стран-партнеров - Укрепление средневзвешенного номинального обменного курса стран-партнеров.

Вкладыш 4

Валютный рынок

Средний рыночный обменный курс драма к доллару США составил к концу четвертого квартала 2014 года 474,97 драма: почти не изменившись по сравнению с концом предыдущего квартала, ослабление драма составило 14,18%.

Динамика обменного курса драма к доллару США, евро и рублю



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

Динамика обменного курса драма РА			
Валютная пара	Обменный курс на 30.09.2014 г. (драм РА)	Обменный курс на 30.12.2014 г. (драм РА)	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	407.6	474.97	-14.18
EUR/AMD	513.49	577.47	-11.08
RUB/AMD	10.32	8.15	26.63
Динамика среднего обменного курса драма РА			
Валютная пара	Средний обменный курс в четвертом квартале 2013 г.	Средний обменный курс в четвертом квартале 2014 г.	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	405.48	431.32	-5.99
EUR/AMD	552.11	538.14	2.60
RUB/AMD	12.46	9.11	36.72

Совокупный объем операций доллар США - драм РА, осуществленных на валютном рынке в течение квартала, составил 3,43 млрд долларов США, увеличившись на 16,3% по отношению к предыдущему кварталу (2,95 млрд долларов США).

Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро - драм РА, составил 304,98 млн евро (в предыдущем квартале - 276,28 млн евро).

В четвертом квартале 2014 года Центральный банк РА осуществил продажу на валютном рынке 212,54 млн долларов США.

3.4. Платежный баланс²⁷

В четвертом квартале 2014 года значительно сократилась долларовая стоимость денежных переводов физических лиц, вызванная обвалом курса российского рубля по отношению к доллару США. В резуль-

²⁷ Показатели текущего счета четвертого квартала 2014 г. являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

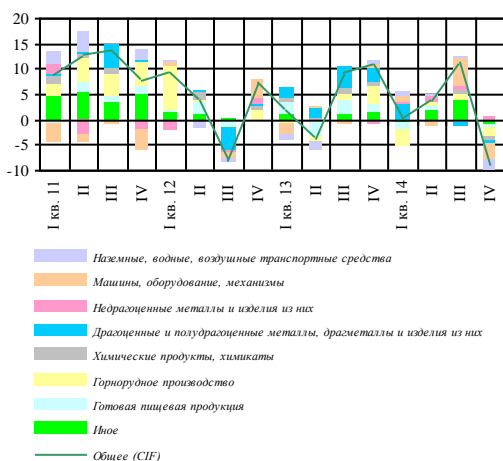
тате дефицит текущего счета увеличился, несмотря на уменьшение дефицита торгового баланса. Финансированию дефицита текущего счета оказало содействие чистое привлечение кредитов со стороны государственного сектора, иностранные чистые прямые инвестиции и чистые средства, предоставленные банковской системой. Финансирование текущего счета в условиях накопления инвалютных средств у нефинансового частного сектора²⁸ привело в четвертом квартале к сокращению чистых внешних активов ЦБ РА.

3.4.1. Текущий счет

Изменение г/г долларовой стоимости экспорта товаров и содействие основных групп товаров (%)²⁹



Изменение г/г долларовой стоимости импорта товаров и содействие основных групп товаров (%)



По оценкам 2014 года показатель “дефицит текущего счета/ВВП” увеличился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года и составил 10,7%. В четвертом квартале 2014 года, согласно оценкам, показатель “дефицит текущего счета/ВВП” увеличился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года на 4,0 пп. Дефицит текущего счета по сравнению с тем же периодом предыдущего года увеличился на 138,6 млн долларов США и составил 358,2 млн долларов США.

В четвертом квартале 2014 года долларовая стоимость экспорта товаров выросла на 5,7% в годовом выражении.

Положительное содействие указанному росту оказали сырьевые товары и драгметаллы, металлы, которые наибольшим образом зависят от ценообразований на международных рынках. И наоборот, негативное содействие общему экспорту оказали потребительские и инвестиционные товары в силу замедления экономической активности основных торговых партнеров.

В четвертом квартале 2014 года был отмечен спад долларовой стоимости импорта товаров на 9,0% в годовом выражении.

Снижение долларовой стоимости импорта в четвертом квартале 2014 года было обусловлено снижением объемов импорта почти всех групп товаров (положительное содействие оказали несколько групп товаров с небольшой долей).

Дефицит торгового баланса в четвертом квартале 2014 года, в результате улучшения условий торговли³⁰ и опережающего роста реальных объемов экспорта по отношению к реальному росту импорта, снизился на 127,3 млн долларов США и составил 573,3 млн долларов США.

В четвертом квартале 2014 года отрицательный баланс услуг увеличился по сравнению с четвертым кварталом предыдущего года и составил 81,0 млн долларов США. Обусловлено это ростом отрицательного баланса туризма и снижением положительного баланса строительных услуг³¹ в силу воздействия экономических трудностей России. В итоге, для четвертого квартала снижение экспорта услуг может составить 2,5%, а рост импорта услуг – 2,2% в годовом выражении.

В четвертом квартале 2014 года существенно снизились чистые денежные переводы физических лиц³², что явилось следствием обвала

²⁸ Под воздействием девальвационных ожиданий по драму в четвертом квартале 2014 были отмечены большие объемы покупок инвалюты со стороны частного сектора, а также разлом, в результате в этом секторе наблюдались чистые накопления инвалютных средств.

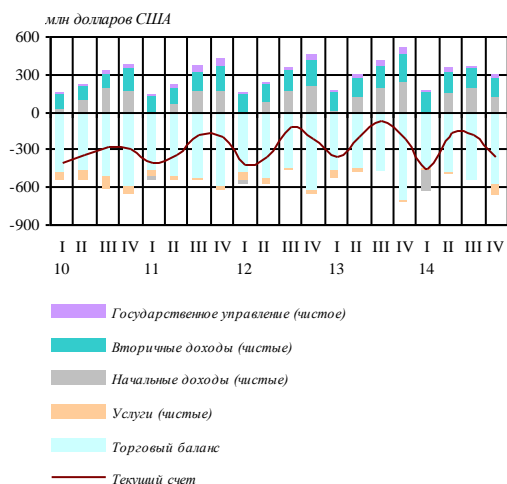
²⁹ Показатели экспорта и импорта по группам товаров и по странам представлены по ценам FOB и СИФ соответственно, а показатели экспорта и импорта текущего счета – по кредиту и дебету соответственно.

³⁰ Снижение в годовом выражении долларовых цен импорта превысило снижение в годовом выражении долларовых цен экспорта.

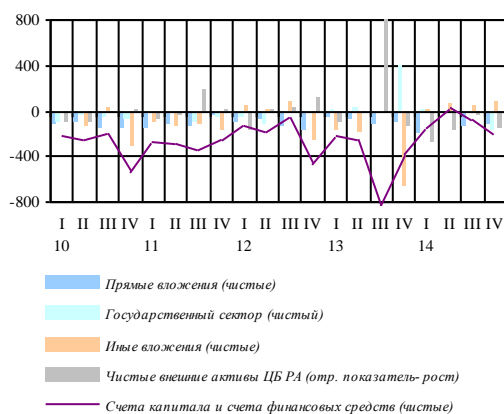
³¹ Включительно долларовую стоимость услуг в сфере строительства, оказанных сезонными работниками.

³² В четвертом квартале 2014 года снижение чистого притока некоммерческих денежных переводов физических лиц через банковскую систему составило 30,5% годовых.

В 4-м кв. 2014 г. дефицит текущего счета увеличился г/г



В 4-м кв. 2014 г. чистый приток по счетам капитала и финансовым счетам сократился по сравнению с тем же периодом предыдущего года ("+" - чистое кредитование, "-" - чистое заимствование)



В четвертом квартале 2014 года у торговых партнеров РА была отмечена тенденция замедления экономической активности.

рубля по отношению к доллару США. Чистый приток по статье “Оплата труда работников” уменьшился на 29,1% годовых и составил 276,3 млн долларов США, тем не менее, он превысил чистый отток по статье “Доходы от вложений”. В результате по статье “Начальные доходы” был отмечен чистый приток на 117,6 млн долларов США. Чистый приток частных трансфертов снизился на 34,6% годовых и составил 150,9 млн долларов США.

3.4.2. Счета операций с капиталом и финансовые счета³³

В четвертом квартале 2013 года был отмечен чистый приток капитала и финансовых средств на сумму 208,6 млн долларов США вместо притока в 371,3 млн долларов США в том же периоде предыдущего года. Финансирование текущего счета было осуществлено за счет кредитов государственного сектора, иностранных прямых инвестиций и средств, предоставленных банковской системой. В условиях чистого накопления инвалютных средств в нефинансовом частном секторе, финансирование текущего счета привело к снижению чистых внешних активов ЦБ РА на 149,6 млн долларов США.

Капитальные трансферты сократились в четвертом квартале 2014 года и составили 17,8 млн долларов США, вместо 24,8 млн долларов США в том же периоде предыдущего года.

Чистый приток иностранных прямых инвестиций в текущем квартале составил 116,4 млн долларов США. Чистый приток государственных кредитов составил 169,0 млн долларов США вместо чистого оттока в 392,0 млн. долларов США в том же квартале предыдущего года (в силу погашения долга России).

По части частного сектора был отмечен чистый отток в размере 87,3 млн долларов США, вместо чистого притока в размере 660,0 млн долларов США в четвертом квартале, что идентично накоплению инвалютных средств. В том числе, чистый приток финансовых средств коммерческих банков составил 94,0 млн долларов США. Чистый отток по статье “Иной частный сектор” составил 181,3 млн долларов США, что явилось также отражением воздействия определенных накоплений инвалютных активов в частном секторе в свете ожиданий ослабления драма РА, обусловленного внешними факторами в конце четвертого квартала.

3.5. Внешняя среда

В четвертом квартале 2014 года у торговых партнеров РА была отмечена тенденция замедления экономической активности.

Согласно предварительным оценкам Бюро анализа Министерства торговли США, в четвертом квартале 2014 года в Соединенных Штатах Америки был отмечен 2,6% экономический рост кв/кв в годовом выражении (рост в четвертом квартале составил 2,5% в годовом выражении). Причем замедление роста по сравнению с предыдущим

³³ Показатели счетов операций с капиталом и финансовых счетов за четвертый квартал 2014 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

кварталом (5,0% кв/кв в годовом выражении) был обусловлен, в основном, ростом импорта, сокращением государственных расходов и замедлением инвестиций и экспорта, что частично было нейтрализовано положительными развитиями частных расходов и частными вложениями и в резервы.

В четвертом квартале 2014 года средняя квартальная инфляция в США составила 1,3% в годовом выражении, вместо 1,8% в предыдущем квартале. Как и ожидалось, Федеральная резервная система США завершила программу количественного расширения, а процентные ставки политики сохранились на низких уровнях 0-0,25%.

Согласно предварительным оценкам Евростата, в четвертом квартале 2014 года в *зоне евро* экономический рост составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 0,9%. Вместе с этим, индекс потребительских цен повысился в четвертом квартале 2014 года в среднем на 0,2% в годовом выражении, вместо 0,4% в предыдущем квартале. Примечательно, что в конце года в зоне евро была отмечена 0,2% дефляция.

Европейский центральный банк сохранил в четвертом квартале 0,05% процентную ставку политики и -0,2% ставку привлечения денежных средств. В то же время, ЕЦБ приступил к количественному смягчению, запустив программу покупки обеспеченных активами ценных бумаг и обеспеченных облигаций.

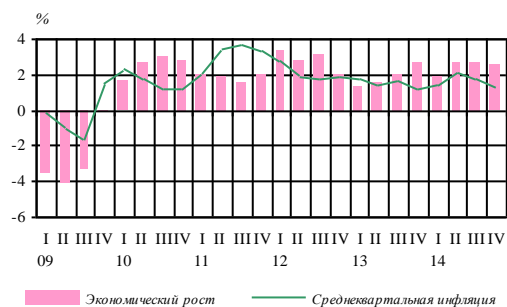
В четвертом квартале 2014 года евро по отношению к доллару США ослаб на 5,7% (ослабление в годовом выражении 8,23%), и средний обменный курс доллара США составил 1,249 доллара США за один евро.

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы *России*, в четвертом квартале 2014 года экономический рост составил 0,6% в годовом выражении³⁴. Причем, в годовом разрезе были отмечены положительные развития в перерабатывающей промышленности (2,5% рост) и сельскохозяйственных сферах (1,4% рост), тогда как в отрасли строительства был отмечен 5,2% спад. Примечательно, что в условиях замедления экономической активности снизились также темпы роста частного потребления, составив 1,5% (рост в предыдущем году 3,5%), а спад совокупных вложений продолжился и составил 5,7% (спад в предыдущем году 6,6%). Индекс потребительских цен в России, в условиях ослабления в четвертом квартале 2014 года обменного курса на 31,7% в годовом выражении, вырос, в среднем, на 9,6% в годовом выражении (рост в предыдущем квартале 7,7%). В конце года инфляция в России составила 11,4%, ускорившись в январе до 15%.

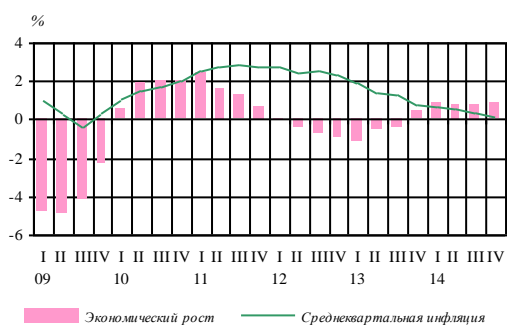
В четвертом квартале 2014 года *цена на сырую нефть марки "Brent"* на бирже "Intercontinental Exchange" (ICE) снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 25,6%, ввиду увеличения объемов выработки в США и формирования соответствующих ожиданий на финансовых рынках, составив в среднем 76 долларов США за один баррель (30,5% снижение в годовом выражении). А в конце года цена на нефть на международных рынках составила 55,3 доллара за один баррель. *Цена на медь* на Лондонской бирже металлов снизилась в четвертом квартале 2014 года на 5,8%, составив в среднем 6572 долларов США за одну тонну (снижение 8,3% в годовом выражении). Снижение вызвано, в основном, замедлением темпов роста спроса в Китае, а также укреплением доллара США.

По данным Департамента сельского хозяйства США, цена экспортируемых сортов твердой краснозерной *пшеницы* снизилась в четвертом квартале на 1,8% кв/кв, составив в среднем 7 долларов США за бушель

В 4-м кв. 2014 г. экономический рост в США замедлился



В 4-м кв. 2014 г. экономический рост зоны евро оставался низким



³⁴ Данные за четвертый квартал 2014 года еще не опубликованы.

На рынках сырьевых и продовольственных товаров в четвертом квартале отмечались существенные дефляционные тенденции, превысившие прогнозы, что было обусловлено, в основном, характерными для отдельных товарных рынков развитиями и гипер реакцией рыночных ожиданий.

(снижение 16,2% в годовом выражении). Незначительное снижение цены в четвертом квартале, несмотря на ожидания богатого урожая, было обусловлено рыночными ожиданиями применения возможных ограничений на экспорт пшеницы в России из-за геополитических развитий.

Индекс цен на необработанный *сахар* на бирже “New York Board-Intercontinental Exchange” (NYB-ICE) снизился в четвертом квартале 2014 года на 0,7% кв/кв (10,6% снижение в годовом выражении). Развития на рынке сахарного песка в данном квартале стали в основном, следствием разнообразных рыночных ожиданий относительно погодных условий и производства в Бразилии. Цена на *рис* на бирже “Chicago Board of Trade” (CBOT) снизилась на 3,9%, и средняя цена за один американский центнер (45,3 кг) составила 12,4 доллара США (1,3% снижение в годовом выражении).

На рынках сырьевых и продовольственных товаров в четвертом квартале отмечались существенные дефляционные тенденции, превысившие прогнозы, что было обусловлено, в основном, характерными для отдельных товарных рынков развитиями и гипер реакцией рыночных ожиданий.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В четвертом квартале 2014 года спрос во *внешнем секторе* остался низким, а *на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров* наблюдались превысившие ожидания дефляционные развития. *В прогнозируемом горизонте* ожидается, что спрос внешнего сектора и международные рынки основных продовольственных и сырьевых товаров не вызовут существенных инфляционных давлений.

В четвертом квартале 2014 года *экономическая активность* замедлилась, в результате *экономический рост* составит **3,2-3,5%**.

В прогнозируемом горизонте экономический рост постепенно приблизится к своему долгосрочному равновесному уровню благодаря ускорению темпов роста частного потребления и медленным темпам восстановления частных вложений. Таким образом, *в прогнозируемом горизонте*, в результате стабилизации частного спроса и нейтрального, в целом, воздействия фискальной политики, *воздействие внутренней экономики на совокупный спрос будет неинфляционным*.

12-месячная инфляция, обусловленная к концу года проявлениями ослабления драма и расширения инфляционной среды, вызванными резким сокращением инвалютных потоков и обвалом рубля, *превысила в четвертом квартале ожидания, составив в конце декабря 4,6% и оставаясь в пределах диапазона допустимых колебаний*.

В прогнозируемом горизонте инфляция стабилизируется вокруг целевого показателя 4%. *Согласно прогнозам ЦБ*, в силу низкой базы того же периода предыдущего года и вступления РА в Евразийский экономический союз с января 2015 года, *в первом квартале года 12-месячная инфляция слегка повысится*, однако в условиях ожидаемого слабого спроса во внешней и внутренней экономиках станет постепенно снижаться, приблизившись к концу года к целевому показателю.

Учитывая постепенную нейтрализацию проявлений, отмеченных на финансовом и товарном рынках РА, вызванных развитиями конца прошлого года и геополитической ситуацией в регионе, *ЦБ в первом квартале 2015 года продолжит снижать ставку ломбардного репо ЦБ, ориентируясь на рыночные краткосрочные драмовые процентные ставки*. В то же время, с целью сохранения позиций денежно-кредитной политики, ЦБ повысил в начале года процентную ставку рефинансирования. Указанные меры сократят разность между ставкой политики ЦБ и рыночными краткосрочными ставками, восстановив ориентирующую роль процентной ставки рефинансирования на рынке, а также содействуя стабилизации ситуации на финансовом рынке и реализации целевого ориентира инфляции в среднесрочном отрезке.

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины будут *равносторонними*, как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах. Причем, *риски, поступающие из внешнего сектора*, связаны, в основном, с восстановлением темпов роста мировой экономики, в особенности, экономики развивающихся стран, в частности, с перспективами экономических и геополитических развитий России и вероятностью их воздействия на сырьевые и продовольственные рынки. *Риски, вытекающие из внутренней экономики*, обусловлены, в основном, развитиями внутреннего спроса, в частности, ходом восстановления частного потребления и капитальных вложений, программами, реализуемым Правительством, экономическими результатами участия РА в Евразийском экономическом союзе, а также развитиями отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.

© Центральный банк Республики Армения, 2015

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