

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
за номером 27-А от 26.02.2016 г.*

**Обзор
инфляции**

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



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 4-го квартала 2015 г.*

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	7
2.1. Внешняя среда	7
2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос	9
2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте	16
3. Фактические развития четвертого квартала 2015 года	20
3.1. Инфляция	20
3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции	20
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей	22
3.1.3. Инфляционные ожидания	23
3.2. Совокупный спрос и совокупное предложение	25
3.2.1. Совокупное предложение.....	25
3.2.2. Совокупный спрос	26
3.2.3. Рынок труда	28
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	28
3.3. Деньги и развития финансового рынка	30
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты	30
3.3.2. Обменный курс	34
3.4. Платежный баланс	35
3.4.1. Счет текущих операций	35
3.4.2. Счет операций с капиталом и финансовых операций	36
3.5. Внешняя среда	37
4. Заключение	40

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

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

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

Прогнозы в настоящем отчете составлены на основе всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования - 16 февраля 2016 года, результатов опросов Центрального банка и выводов, вытекающих из информации о будущих макроэкономических развитиях.

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

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

В 2016 году экономический рост останется на низком уровне, а 12-месячная инфляция, низкая в начале года, проявит впоследствии повышательную динамику.

Начиная с 2017 года темпы экономического роста ускорятся, постепенно приближаясь к долгосрочному равновесному уровню, а инфляция продолжит повышаться, стабилизируясь вокруг своего целевого показателя в 4%.

В 2015 году экономический рост составил 3,1-3,3%.

Экономический рост в 2016 году оценивается в 1,5 – 2,6%.

К концу прогнозируемого горизонта экономический рост составит 3,0 - 4,5%.

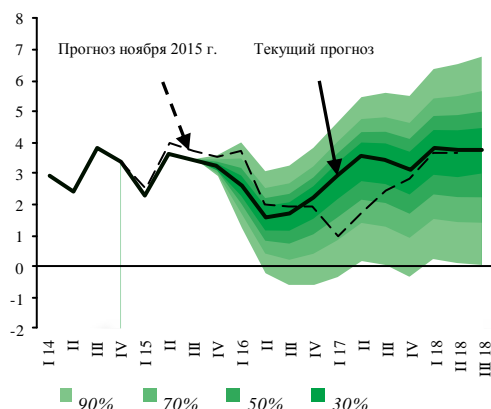
Вследствие преобладающего воздействия неблагоприятных экономических развитий стран-партнеров на экономику РА, продолжающихся дефляционных тенденций на сырьевых и продовольственных международных рынках, экономический рост в 2016 году останется пока на низком уровне, а 12-месячная инфляция, низкая в начале года, проявит повышательную динамику. Начиная с 2017 года темпы экономического роста ускорятся, постепенно приближаясь к долгосрочному равновесному уровню, а инфляция продолжит повышаться, стабилизируясь вокруг своего целевого показателя в 4%.

Вследствие значительного сокращения в течение 2015 года располагаемых доходов домохозяйств, вызванного уменьшением денежных переводов из России, низкого уровня общей деловой активности и замедления темпов роста кредитования экономики, **частное потребление и частные вложения** уменьшились (на 8% примерно по каждому показателю), негативное воздействие которых на экономический рост было смягчено, в основном, наиболее стимулирующей налогово-кредитной политикой Правительства и значительным ослаблением денежно-кредитных условий со стороны ЦБ. В условиях низкого внутреннего спроса в 2015 году было отмечено снижение импорта товаров и услуг на 7,0% в реальном выражении, которое сопровождалось реальным ростом экспорта товаров и услуг на 14% в годовом выражении, что привело к улучшению показателя чистого реального экспорта. В результате **показатель экономической активности составил** в 2015 году **3,1% в годовом выражении**, в основном благодаря росту объема выпуска в отраслях сельского хозяйства и горнодобывающей промышленности, обусловившим **оценку экономического роста в пределах 3,1-3,3% в годовом выражении**.

Согласно краткосрочным прогнозам ЦБ в 2016 году во внешнем секторе сохранятся медленные темпы экономического роста и дефляционная среда. В то же время, вследствие новых прогнозов спада экономики России и обвала рубля, в течение года ожидается больший, чем ранее прогнозировался, спад долларовой стоимости денежных переводов физических лиц (9,0-12,0%), что отразится на сохранении низкого уровня внутреннего спроса и, следовательно, на снижении частного потребления. Воздействие в течение года налогово-бюджетной политики на внутренний спрос (рассчитанное относительно предыдущего года) оценивается как 1,4 сдерживающее, хотя соотношение “дефицит/ВВП” составляет 3,5%, что выше среднего показателя за последние 5 лет, составляющего 2,4%. В этих условиях частное потребление снизится на 1,3%, частные вложения сохранятся на уровне, отмеченном в 2015 году. Вследствие слабого спроса в 2016 году продолжится снижение реального импорта товаров и услуг на 0,6-8,0%, а реальный рост экспорта товаров и услуг составит, согласно прогнозу, 2,0-4,0% благодаря ожидаемому умеренному росту в отраслях промышленности и сельского хозяйства. Вследствие указанных развитий **экономический рост в 2016 году оценивается в пределах 1,5 – 2,6%.**

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

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



2015 год завершился с показателем инфляции -0,1%.

ЦБ в ноябре-декабре продолжил ослабление денежно-кредитных условий: процентная ставка рефинансирования была снижена на 1,5 п.п., составив в декабре 8,75%.

В первом полугодии 2016 года сохранится слабая дефляционная среда, и ЦБ считает целесообразно продолжить ослабление денежно-кредитных условий.

Только благодаря низкой инфляции можно постепенно снизить и удержать инфляционные ожидания.

Таким образом, *в прогнозируемом горизонте*, в результате стабилизации частного спроса и сдерживающего, в целом, воздействия налогово-бюджетной политики, *влияние совокупного спроса на внутренние цены будет несколько дефляционным, нейтрализуясь в конце горизонта*.

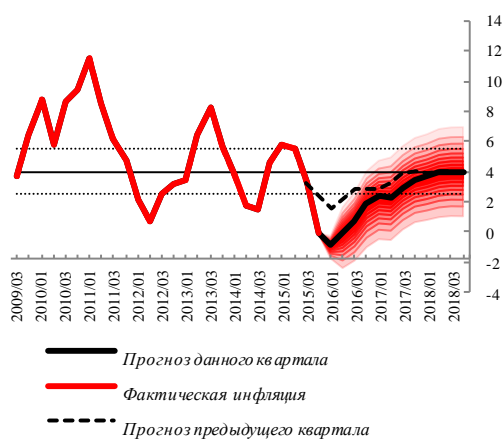
В результате фактических развитий инфляции в 2015 году *12-месячная инфляция* колебалась, в основном, в пределах диапазона допустимых колебаний и только к концу года, вследствие большего, чем ожидалось, резкого спада, снизилась за пределы нижней границы диапазона колебаний. *Год завершился с показателем инфляции минус 0,1%*, который был обусловлен сохраняющимися низкими внутренним и внешним спросами, большим объемом предложения сельхозпродукции, а также тем, что к концу года во внутренних ценах частично отразилось отмеченное в течение года снижение внешних цен. В этой ситуации ЦБ в ноябре-декабре продолжил ослабление денежно-кредитных условий: процентная ставка рефинансирования была снижена на 1,5 п.п., составив в декабре 8,75%. Согласно прежней оценке считалось, что инфляционные риски, возникшие с начала прошлого года, уже в основном преодолены, и что в результате подобного резкого ослабления денежно-кредитных условий ситуация возвращается в свое естественное состояние, отмечаемое до 2014 года (подробнее в разделе “3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции”).

В первом полугодии 2016 года сохранится слабая дефляционная среда, поскольку не ожидаются инфляционные давления ни из внутренней экономики, ни из внешней среды. Следует отметить, что в прогнозах инфляции было учтено инфляционное воздействие от изменения акцизного налога, предусматриваемое в мае 2016 года. В свете этих развитий ЦБ оценивает, что к концу года 12-месячная инфляция окажется у нижней границы диапазона допустимых колебаний, а в последующие месяцы, под воздействием расширяющей денежно-кредитной политики постепенно расширится, приблизится и закрепится в *прогнозируемом горизонте* вокруг целевого показателя.

Согласно оценкам ЦБ, в создавшейся низкой инфляционной среде в первом квартале 2016 года целесообразно продолжить ослабление денежно-кредитных условий, что вместе с осуществляемым с начала 2015 года года смягчением денежно-кредитных условий приведет к расширению совокупного предложения и достижению целевого уровня инфляции в прогнозируемом горизонте. Причем, в условиях все еще сохраняющихся сравнительно высоких инфляционных ожиданий¹ на фоне “жесткости” цен (в сторону снижения) и риска увеличения долларизации, *Совет ЦБ придает большое значение постепенному ослаблению денежно-кредитных условий*. То есть, при сохраняющейся низкой инфляционной среде и отсутствии существенных инфляционных рисков ЦБ воздержится от чрезмерного ослабления денежно-кредитных условий и быстрого восстановления 12-месячной инфляции, учитывая, с одной стороны, сохраняющиеся сравнительно высокие инфляционные ожидания, а с другой стороны, ту оценку, согласно которой инфляция определенным образом сдержит снижение внутреннего спроса, окажет содействие сохранению покупательной способности доходов и восстановлению внешней конкурентоспособности, нарушенной вследствие обвала валют стран-партнеров. Кроме этого, только благодаря низкой инфляции можно постепенно снизить и удержать инфляционные ожидания.

¹ Об инфляционных ожиданиях см. во вкладыше 2.

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



Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины в краткосрочном периоде оцениваются в сторону снижения, а в среднесрочном периоде будут равновесные. Риски в сторону снижения в краткосрочном периоде в основном обусловлены снижением международных цен на сырьевые и продовольственные товары и максимальной передачей их дефляционного воздействия на внутренние цены, а также развитиями цен на сельхозпродукцию. В среднесрочном периоде *риски, вытекающие из внешнего и внутреннего секторов*, в основном сохранились по сравнению с прежними прогнозами. В частности, *риски внешнего сектора* связаны с оттоком капитала из развивающихся стран в США и ростом волатильности денежных единиц развивающихся стран, замедлением мирового экономического роста и спадом мировых цен на сырьевые и продовольственные товары в результате резкого замедления экономического роста Китая. *Риски, вытекающие из внутренней экономики*, обусловлены, в основном, развитиями в отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий, ходом восстановления внутреннего спроса, темпом восстановления роста частных вложений, а также стимулирующими программами, осуществляемыми Правительством. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда ²

В 2016 году в мировой экономике и основных странах-партнерах РА продолжатся тенденции медленного экономического роста.

В 2016 году на международных рынках основных товаров сохранятся дефляционные тенденции.

В 2016 году в мировой экономике и основных странах-партнерах РА продолжатся тенденции медленного экономического роста. В частности в развитых странах будет наблюдаться небольшое ускорение темпов роста экономики, а в развивающихся странах ожидается сохранение медленных темпов экономического роста.

На внешних рынках дефляционные тенденции, обусловленные слабым мировым спросом и избытком предложения на отдельных товарных рынках, продолжатся и в 2016 году.

В 2016 году в США прогнозируется примерно 2,4% экономического роста (относительно аналогичного показателя в 2,4% предыдущем году), а в среднесрочном отрезке рост сформируется в пределах 2,3%. В условиях повышения курса доллара США и низкой инфляции Федеральная резервная система США сохранит до половины 2016 года политику низких процентных ставок, а затем будет наблюдаться плавный рост ставок политики.

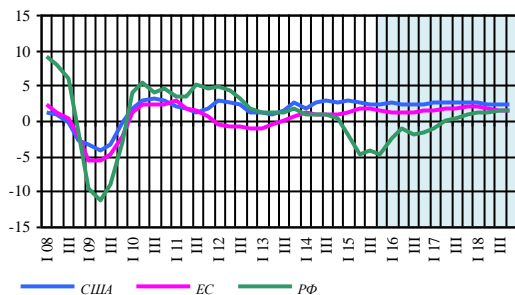
Прогноз экономического роста в еврозоне в 2016 году предусматривает некоторое замедление: рост в среднем составит примерно 1,2%, вместо 1,5% в предыдущем году, а в среднесрочном отрезке темпы экономического роста ускорятся, составив примерно 1,7%. Экономическому росту окажут содействие низкие цены на сырьевые товары и осуществление Европейским центральным банком расширяющей программы покупки активов. Инфляция останется ниже целевого уровня, и только к концу прогнозируемого горизонта ожидается, что она приблизится к своему целевому показателю. С целью регулирования инфляции ЕЦБ продолжит проведение расширяющей денежно-кредитной политики и до середины 2017 года реализует начатую еще с 2014 года программу количественного расширения.

Спад экономики России продолжится в 2016 году, составив в среднем 1,8% вместо 4,0% в предыдущем году. Экономика вернется к положительным показателям темпа роста лишь с середины 2017 года, и к концу прогнозируемого горизонта экономический рост составит 1,4%. Низкая экономическая активность обусловлена, в основном, сохранением низких цен на нефть, в условиях которых рубль остается обесцененным, следовательно, инфляция останется на низком уровне. Тем не менее, в среднесрочном отрезке ожидается тенденция снижения инфляции за счет сохранения высоких уровней ставок политики, и только в конце прогнозируемого горизонта инфляция приблизится к среднесрочному целевому показателю в 4%.

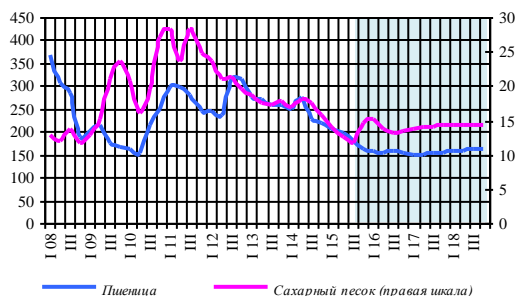
В дополнение отметим, что согласно январьскому докладу МВФ “Перспективы развития мировой экономики” мировой экономический рост в 2015 году составил 3,1%, а для 2016 года предусматривается 3,4%, то есть прогноз снижен по сравнению с октябрьским докладом на 0,2 п.п.

² 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.).

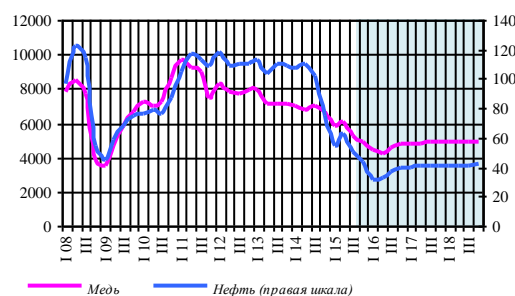
Экономический рост стран -основных партнеров (%)



Продовольственные товары (доллары США)



Сырьевые товары (доллары США)



В силу медленного темпа роста мировой экономики и постоянного сохранения больших объемов производства дефляционные тенденции **на рынках сырья и продовольственных товаров** продолжатся до середины 2016 года, и только во второй половине года будут наблюдаться тенденции стабилизации, обусловленные некоторым восстановлением мирового спроса. Тем не менее, следует отметить, что цены сформируются на низком уровне и таковыми останутся до конца прогнозируемого горизонта.

Риски, связанные с развитиями мировой экономики, сохранились по сравнению с предыдущим прогнозом. Актуальными остаются положительные риски сохранения низких цен на сырьевые и продовольственные товары, которые будут подстегивать рост мирового спроса. Риски резкого замедления экономики Китая также сохранились. Они могут привести к еще большему сокращению мирового спроса, что, в свою очередь, породит риски снижения мировых цен на сырье и продовольствие. Сохранятся риски, связанные с дальнейшим укреплением доллара США, что может стать причиной оттока капитала из развивающихся стран.

Вкладыш I

Товарные рынки в прогнозируемом горизонте

Согласно январскому докладу ОПЕК 2016 года по рынку **нефти**, рост спроса на нефть в 2016 году ожидается на 1,26 млн бар/сут, при котором потребление составит примерно 94,17 млн бар/сут. В 2016 году ожидается сокращение объемов выработки нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК, на 0,66 млн баррелей в день, составив в среднем 56,21 млн баррелей в день. Выработка нефти в странах - членах ОПЕК увеличится в 2016 году на 0,17 млн баррелей в день (рост в предыдущем году – 0,15 млн баррелей в день). Однако при этом, на фоне сохраняющихся больших объемов предложения рынка нефти и сравнительно слабого спроса, в среднесрочном отрезке ожидается сохранение цен на низких уровнях.

Дефляционная среда на рынках промышленных **металлов** сохранится в силу больших объемов производства на рынке металлов и непрерывного замедления в экономике Китая отрасли промышленности.

Согласно январскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай **пшеницы** в 2015/2016 маркетинговом году составит 735,4 млн тонн (по сравнению с предыдущим маркетинговым годом – на 1,2 млн тонн больше), а объемы мирового запаса составят 232,04 млн тонн. В условиях такого масштабного предложения дефляционные тенденции сохранятся в краткосрочном отрезке.

В 2015/2016 маркетинговом году объем мирового производства **риса**, согласно оценкам Департамента сельского хозяйства США, составит 470,1 млн тонн, а мировые запасы риса - 89,7 млн тонн, снизившись по сравнению с предыдущим годом на 14,2 млн тонн.

Тем не менее, в краткосрочном отрезке низкий уровень цен на рис сохранится в силу больших объемов предложения.

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

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Оценка экономического роста в 2015 году составила 3,1-3,3%.

Совокупное предложение

Прогнозы ЦБ экономического роста на 2015 год были пересмотрены в направлении небольшого снижения, вследствие, в основном, корректировки НСС РА экономического роста за первое полугодие (с 4,0% на 3,6%). В результате **оценка экономического роста в 2015 году составила 3,1-3,3%**³. В условиях ослабления внутреннего спроса росту экономики в 2015 году, в основном, оказал содействие чистый экспорт, что было обусловлено структурными изменениями, осуществленными за последние годы, благоприятными развитиями в отрасли сельского хозяйства и промышленности и ослаблением драма по отношению к доллару, начавшемуся с конца 2014 года.

Наблюдаемое ухудшение в экономике РФ и обвал рубля в конце 2015 года и начале 2016 года свидетельствуют о том, что в 2016 году денежные переводы в РА вновь снизятся, что сдержит расходы частного сектора. Влияние ожидаемого сокращения частных трансфертов на внутренний спрос смягчится под воздействием расширяющей денежно-кредитной политики, проводимой в 2015 – 2016 годах, и прогнозом низкой инфляционной среды в экономике. В этих условиях ожидается **снижение внутреннего спроса на 1,6%**, что значительно меньше 6,0% сокращения, отмеченного в 2015 году.

Учитывая также ожидание слабого восстановления экономик стран-партнеров РА, низкий уровень рудносырьевых цен, а также высокий уровень концентрации в горнорудной промышленности, сформировавшийся в 2015 году, **оценка экономического роста в 2016 году составила 1,5-2,6%**⁴ (почти соответствует прогнозу предыдущего квартала).

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

Причем, в условиях снижения долгосрочных равновесных уровней экономического роста вследствие увеличения неопределенностей, связанных с экономическими развитиями основных торговых партнеров РА, и вытекающего из этого ожидаемого замедления иностранных капитальных вложений, а также сохранения в экономике РА низкой инвестиционной активности, **долгосрочный равновесный уровень экономического роста РА составит 4,0-5,0%**. Однако оцененный темп долгосрочного роста ВВП может снизиться в случае, если структурные реформы будут протекать медленно и вложения в экспортный сектор экономики существенно не увеличатся.

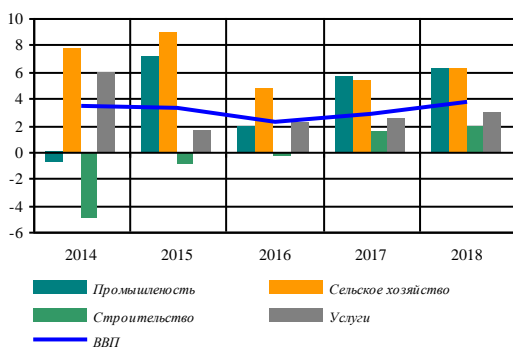
Прогнозы по **промышленности** пересмотрены в сторону снижения, вследствие, главным образом, ожидаемых низких уровней международных цен на рудное сырье. В результате **в отрасли промышленности прогнозируется 1,3-2,1% рост добавленной стоимости**, что довольно

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

⁴ См. диапазон 30% вероятности графика распределения вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП.

⁵ См. диапазон 30% вероятности графика распределения вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП.

Прирост ВВП по секторам экономики



ниже среднего роста в отрасли, отмеченного в посткризисный период. Медленный рост будет обусловлен ограничениями дополнительного роста возможностей из-за высокого роста концентрации, сформировавшейся в 2015 году в горнорудной промышленности, снижением цен на ископаемые металлы, а также сохранением неблагоприятных условий для экспорта в РФ переработанной продукции.

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

В отрасли **строительства** прогнозы добавленной стоимости на 2016 год существенно не изменились. В условиях сохраняющейся низкой инвестиционной активности в неэкспортном секторе, а также сокращения денежных переводов из РФ ожидается, что объемы строительства, осуществляемого за счет средств организаций и населения, сократятся. Однако сравнительно высокая инвестиционная активность в экспортном секторе экономики и улучшение условий кредитования смягчат описанные негативные воздействия на сферу строительства. В результате в 2016 году изменение добавленной стоимости в сфере общего строительства ожидается в пределах минус 0,8-0,2%.

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

В сфере **услуг** прогнозы добавленной стоимости на 2016 год существенно не изменились (1,8-2,4%), однако этот показатель пока отстает от среднего роста, отмеченного за последние годы. Ожидаемые медленные темпы роста в сфере в 2016 году будут обусловлены все еще низким уровнем внутреннего спроса, в силу которого вновь ожидается сокращение объемов торговли, хотя и меньшее, чем в 2015 году. В условиях сокращения сферы торговли и связанных с ней прочих услуг, умеренный рост в сфере в 2016 году обеспечат услуги неторгового характера.

В прогнозируемом горизонте в условиях постепенно восстановления внутреннего спроса и предполагаемого роста туризма ожидается ускорение роста услуг **и стабилизация в пределах 2,5-3,5%**.

В отрасли **сельского хозяйства** прогнозы добавленной стоимости были пересмотрены в сторону небольшого роста. Основанием для пересмотра послужили больший, чем ожидался, рост в животноводстве в четвертом квартале, а также наблюдаемое в сфере увеличение потенциала экспорта. В результате реальный рост добавленной стоимости в отрасли составит в 2016 году **4,2-5,0%**.

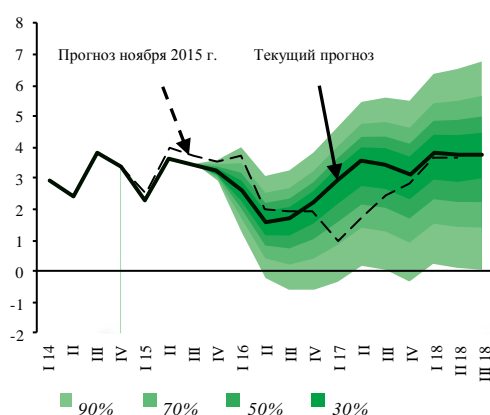
В прогнозируемом горизонте рост сельского хозяйства ускорится и составит **5,5-6,5%**. Причем, сохранение в среднесрочном периоде сравнительно высоких темпов роста будет обусловлено расширением за последние годы парниковых и холодильных хозяйств, увеличением посевных площадей, ростом урожайности и поголовья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

Риски экономического роста в прогнозируемом горизонте двусторонние с преобладанием рисков в сторону снижения. Риски эко-

номического роста обусловлены некоторыми неопределенностями относительно развития как во внешнем секторе, так и во внутренней экономике. Причем, из рисков в сторону роста характерными являются увеличение и использование экспортного потенциала в ряде отраслей экономики в условиях постепенного восстановления мировой экономики и улучшения конкурентоспособности РФ, а также выявление новых рынков.

Из рисков в сторону снижения характерными являются возможное сокращение объемов выпуска сельхозпродукции в 2016 году в силу насыщенности отрасли в результате высокой урожайности 2015 года и малой вероятности дополнительного роста по сравнению с 2015 годом, сокращение темпов роста экспорта продукции отрасли промышленности по сравнению с базовым сценарием в силу имеющихся препятствий на рынке РФ и падения цен на ископаемые металлы, а также медленного хода структурных реформ, стимулирующих рост экономики.

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



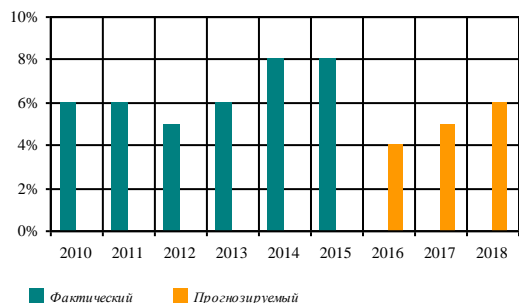
Период	диапазон 30% вероятности		диапазон 90% вероятности	
	Мин.	Макс.	Мин.	Макс.
2015 январь-декабрь / 2014 январь-декабрь	3.1%	3.3%	2.9%	3.6%
2016 январь-декабрь / 2015 январь-декабрь	1.5%	2.6%	-0.7%	3.8%
2017 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	2.3%	3.7%	-0.4%	5.5%
2018 январь-декабрь / 2017 январь-декабрь	3.0%	4.5%	0.0%	6.8%

Рынок труда⁶. Прогнозы по средним номинальным зарплатам в 2016-2018 годах были пересмотрены в сторону небольшого снижения, что обусловлено ожидаемым в 2016 году низким ростом заработной платы в государственном секторе, а также более низким, чем было прогнозировано для года, уровнем инфляции. В частности, в 2016 году ожидается рост *средней номинальной заработной платы на 3,6%, в 2017 году – 5,0%, а в 2018 году – на 6,0%*.

Со второй половины 2015 года нейтрализовалось воздействие повышения в июле 2014 года заработных плат работников государственного сектора, а с октября снизились заработные платы лиц, занятых в некоторых сферах государственного сектора. Эти тенденции в государственном секторе сохранятся и в 2016 году, но будет отмечен умеренный рост заработных плат лиц, занятых в сфере. Отметим также, что с 1-го июля 2015 года был поднят порог минимальной заработной платы – до 55000 драмов. Учитывая, что в 2016 году порог минимальной заработной платы не повысится, а также то, что в течение года будет отмечен умеренный экономический рост, в 2016 году ожидается 3,6% рост средней заработной платы.

В случае ожидаемого экономического роста, а также восстановления с 2017 года правительственной программы по повышению минимальной заработной платы⁷, годовой рост средней номинальной заработной платы в 2017 году составит 5,0%, а прогноз для 2018 года составит примерно 6,0%.

Прирост средней номинальной заработной платы в годовом выражении



⁶ Показатели рынка труда за 2016-2018 гг. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях за третий квартал 2015 года и октябрь-ноябрь 2015 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

⁷ В среднесрочном отрезке постепенное повышение минимальной заработной платы зафиксировано в программе государственных среднесрочных расходов 2016-2018 годов.

Уровень безработицы



В 2016 году ожидается сохранение сравнительно слабой экономической активности, вследствие которой *средний уровень безработицы составит в течение года 18,1%*, что не очень отличается от предыдущих прогнозов. Рост производительности, отмеченный в 2015 году, сохранится в первом квартале 2016 году, что в краткосрочном отрезке не приведет к росту занятости. В результате замедления роста производительности и прогнозируемого ускорения экономического роста в 2017-2018 годах уровень безработицы снизится ежегодно на 0,2 п.п. До второго квартала 2016 года уровень безработицы будет выше своего равновесного уровня, отразив небольшой разрыв ВВП и созданные им слабые дефляционные давления. В конце прогнозируемого горизонта безработица приблизится к своему равновесному уровню.

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

Совокупный спрос⁸

В 2016 году ожидается, что тенденция снижения денежных переводов из РФ – основного торгового партнера РА продолжится, но показатель будет меньше, чем за 2015 год. Учитывая также сохранение слабой инвестиционной активности в экономике ожидается, что в 2016 году в экономике РА произойдет сокращение расходов частного сектора на 1,0% (больше, чем в предыдущих прогнозах).

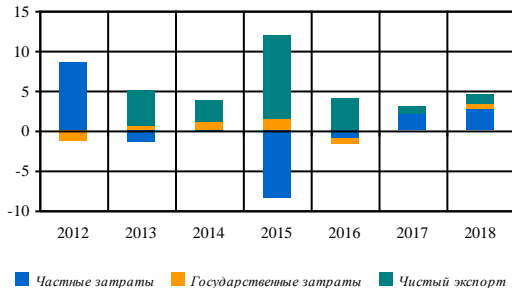
Расширяющая денежно-кредитная политика, осуществленная в 2015-2016 годах, ожидаемая слабая инвестиционная среда в экономике, а также большой дефицит бюджета в 2015-2016 годах значительно ослабит негативное воздействие частных трансфертов на внутренний спрос.

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

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

В 2015 году формированию экономического роста РА оказал содействие, в основном, чистый экспорт, обусловленный ускорением темпов роста производительности в экспортном секторе РА благодаря улучшению конкурентоспособности, что выразилось в росте отраслей сельского хозяйства, промышленности и оказанных услуг в 2015 году. В 2016-2018 годах, в случае увеличения мирового спроса и инвестиций в экспортный сектор, чистый экспорт продолжит

Содействие компонентов спроса экономическому росту РА



⁸ Показатели реального роста потребления и вложений частного сектора 2016-2018 годов являются оценками ЦБ РА. Фактические величины указанных показателей представлены на основе опубликованных НСС РА данных за второй квартал 2015 года. Оценки реального роста представлены по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

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

Расходы частного сектора

Вследствие сокращения денежных переводов из РФ в 2016 году расходы домохозяйств на конечное потребление в реальном выражении сократятся на 1,3%, что меньше спада, отмеченного в 2015 году. В результате расширяющей денежно-кредитной политики, а также воздействия низкой инфляционной среды на располагаемые доходы домохозяйств и положительного влияния чистого экспорта сокращение частного потребления смягчится.

Сокращение трансфертов из РФ, а также сохраняемая слабая инвестиционная активность в неэкспортном секторе экономики отрицательно скажутся в 2016 году на частных вложениях. С другой стороны, сравнительно высокая инвестиционная активность ожидается в экспортном секторе экономики вследствие увеличения относительной конкурентоспособности, о чем свидетельствует рост активности в 2015 году в сферах сельского хозяйства и промышленности. В результате этих развитий ожидается, что в 2016 году совокупные частные вложения в экономике существенно не изменятся по сравнению с 2015 годом.

Значительное ослабление денежно-кредитных условий в 2015-2016 годах и увеличение дефицита государственного бюджета смягчат спад частного потребления и частных вложений в 2016 году и окажут содействие их росту в 2017-2018 годах. Отметим, однако, что с 2017 года налогово-бюджетная политика окажет сдерживающее воздействие на совокупный спрос. Восстановлению спроса в частном секторе окажет содействие также улучшение внешней экономической среды, в частности, восстановление экономики РФ. В результате ожидается, что частное потребление в 2017 и 2018 годах увеличится соответственно на 1,5-2,1% и 2,5-3,0%.

В результате содействия вышеперечисленных факторов ожидается, что в 2017 и 2018 годах частные вложения увеличатся соответственно на 3,0-3,8% и 4,0-5,0%. Умеренному росту вложений также окажет содействие увеличение ожидаемых инвестиций в экспортном секторе экономики и непрерывность проведения структурных реформ в экономике РФ. В указанных условиях в неэкспортном секторе экономики, в частности, в сферах строительства и торговли, в 2017-2018 годах ожидается медленное восстановление инвестиционной активности, хотя рост будет слабее, чем прогнозируется в экспортном секторе.

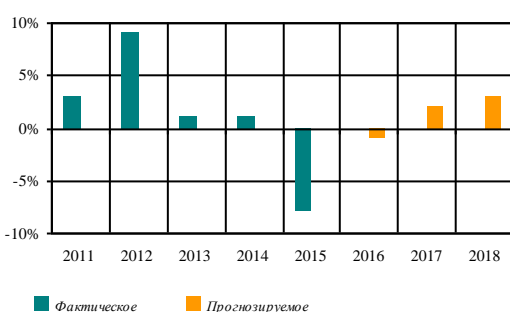
В условиях вышеописанных развитий частного потребления и частных вложений, затраты частного сектора в 2016 году уменьшатся на 1,0%. Начиная с 2017 года частные затраты постепенно восстановятся и увеличатся на 1,7-2,5%, а к концу прогнозируемого горизонта рост стабилизируется в пределах 2,5-3,5%. Таким образом, разрыв частных затрат в 2016-2017 годах будет отрицательный, несмотря на то, что уровень частных затрат в прогнозируемом горизонте постепенно восстанавливается.

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

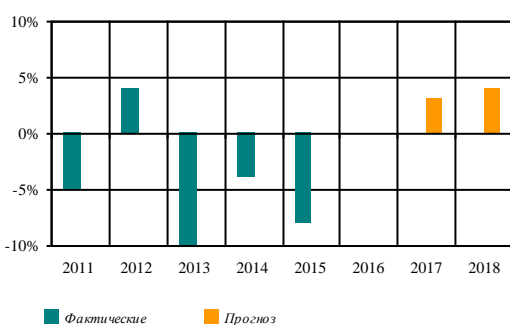
В 2016 году расходы домохозяйств на конечное потребление в реальном выражении сократятся на 1,3%.

В 2016 году частные вложения сохранятся на уровне 2015 года.

Частное потребление



Частные вложения



В период с начала 2016 года до конца 2017 года, параллельно со стабилизацией оцениваемых в настоящее время высоких инфляционных ожиданий, *частные затраты окажут на инфляцию сдерживающее воздействие в среднем на 1,4-1,5 пп.* С четвертого квартала 2017 года до конца прогнозируемого периода частные затраты не окажут существенного воздействия на инфляцию.

Счет текущих операций

Показатель “дефицит текущего счета/ ВВП” заметно улучшился в 2015 году, составив 3,0% по сравнению с 7,3% в предыдущем году. Улучшение, несмотря на сокращение частных трансфертов и факторных доходов, было обусловлено значительным улучшением дефицита торгового баланса. Чистая долларовая стоимость денежных переводов физических лиц по банковской системе сократилась в 2015 году на 35,8% вследствие спада российской экономики и обвала рубля. Формирование слабого спроса в подобных условиях привело также к сокращению реальных объемов импорта, которое составило к концу 2015 года примерно 7%. Однако в 2015 году реальный рост экспорта товаров и услуг составил порядка 14,0%, что в условиях замедления темпов мирового экономического роста, в частности, спада экономики России, было обусловлено высокими темпами роста в горнодобывающей и сельскохозяйственной отраслях.

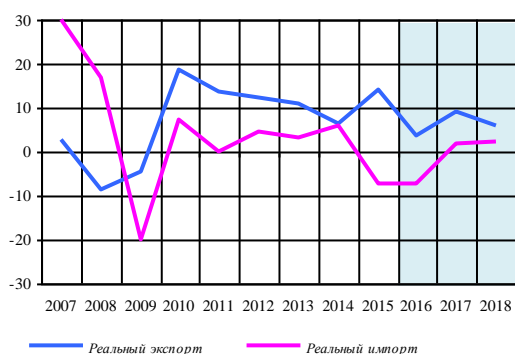
Прогнозы компонентов текущего счета на 2016 год были пересмотрены в силу соответствующих корректировок прогнозов как мировой так и внутренней экономик. В частности, вследствие новых прогнозов относительно спада экономики России и очередного обвала рубля в январе 2016 года, долларовая стоимость денежных переводов физических лиц была скорректирована в сторону снижения. Ожидается, что снижение в 2016 году составит 9,0-12,0%. В результате, учитывая значительное замедление роста располагаемых доходов, темпы реального сокращения импорта товаров и услуг углубятся по сравнению с предыдущим прогнозом, составив 6,0-8,0%: В то же время, вследствие корректировки темпов роста мировой экономики в сторону снижения, темпы роста экспорта товаров и услуг замедлятся по сравнению с предыдущим прогнозом и составят 2,0-4,0%.

В результате вышеуказанных прогнозов в 2016 году показатель “дефицит текущего счета/ВВП” увеличится по сравнению с 2015 годом и составит 4,0-5,0%. В среднесрочном отрезке показатель “дефицит текущего счета/ВВП” сформируется в пределах 3,0-4,0%.

Оценка *воздействия налогово-бюджетной политики* на целостный спрос в 2016 году была проведена на базе номинальных показателей бюджета закона РА “О государственном бюджете РА 2016 года”, согласно которым ожидается рост показателя “налоги/ВВП” на 0,1 пп и снижение показателя “расходы/ ВВП”⁹ на 1,0 пп по отношению к предварительным показателям 2015 года. Причем, снижение расходов предусмотрено за счет снижения текущих расходов. В результате соотношение “дефицит/ВВП”¹⁰ в 2016 году составит 3,5% ВВП.

В 2016 году, по сравнению с 2015 годом, на целостный спрос ожидается 1,4 сдерживающее воздействие налогово-бюджетного импульса, небольшое расширяющее воздействие доходов - 0,2 и сдерживающее воздействие расходов - 1,6 единиц. Причем, в первом квартале ожидается нейтральное, а в последующих кварталах – сдерживающее воздействие.

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



В 2016 году, по сравнению с 2015 годом, на целостный спрос ожидается 1,4 сдерживающее воздействие налогово-бюджетного импульса.

⁹ ВВП за 2015 год. является оценкой ЦБ РА.

¹⁰ ВВП за 2016 год. является оценкой ЦБ РА.

Несмотря на сдерживающее воздействие налогово-бюджетного импульса на целостный спрос, дефицит государственного бюджета, предусмотренный законом РА “О государственном бюджете РА 2016 года”, оценивается как высокий по отношению к 2015 году: при 2,4% среднем годовом показателе соотношения “дефицит/ВВП” за последние 5 лет, в 2016 году этот показатель составит 3,5%.

В прогнозируемом горизонте прогнозы **налогово-кредитной политики** основаны на прогнозах основных номинальных показателей “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2016-2018 годы”. **В среднесрочном отрезке**, налогово-бюджетная политика направлена на постепенное сокращение дефицита бюджета в соответствии со стабилизацией государственного долга. Воздействие налогово-бюджетной политики в 2017 году будет сдерживающим, в 2018 году – нейтральным.

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетного сектора					
% в ВВП	2014	2015 ¹¹	2016	2017	2018
Доходы государственного бюджета	22.8	22.0	21.9	22.5	22.6
Расходы государственного бюджета	24.7	26.4	25.4	24.4	24.2
Процентные платежи по долгу	1.2	1.5	1.8	1.8	1.7
Баланс государственного бюджета	-1.9	-4.4	-3.5	-1.9	-1.6
Первичный бюджет*	-0.7	-2.9	-1.7	-0.1	0.1
Единовременные/временные потоки**	-0.6	0.0	-0.4	-0.6	-0.5
Скорректированный баланс***	-0.1	-2.9	-1.3	0.5	0.6
Циклический баланс****	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.0
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	-0.1	-2.6	-1.0	0.5	0.6
Налогово-бюджетная позиция*****		2.4	-1.6	-1.5	-0.1

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

Таким образом, в период с первого квартала 2016 года до конца 2017 года целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены будет дефляционным – в среднем 1,6-1,8 п.п., вследствие преобладающего дефляционного воздействия частных затрат в условиях стабилизирующихся инфляционных ожиданий. Учитывая также инфляционное воздействие чистого внешнего спроса в 0,4-0,5 п.п., можно утверждать, что развития совокупного общего спроса и рынка труда создадут в вышеуказанном периоде дефляционные давления на потребительском рынке в среднем на 1,2-1,3 п.п.

С четвертого квартала 2017 года до конца прогнозируемого горизонта воздействие совокупного общего спроса и рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

¹¹ Показатели государственного бюджета за 2015 год являются предварительными и представлены без учета внебюджетных средств.

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

В четвертом квартале 2015 года в основных странах-партнерах РА, за исключением России, где экономический спад углубился по сравнению с предыдущим кварталом, были отмечены *медленные темпы экономического роста*. В России экономический спад за квартал был меньше, чем прогнозировался: оценка на 2015 год составила минус 4,0% вместо прогноза минус 4,7%. В этих условиях мировой спрос оставался слабым и, в сочетании с факторами увеличения предложения на товарных рынках, оказал содействие сохранению *дефляционных тенденций на международных рынках сырьевых и продовольственных товаров*. Причем, развития рынка продовольственных товаров находились в целом в рамках прогнозов, а на рынке сырьевых товаров сформировалась *более глубокая, чем ожидалось, дефляционная среда*.

В прогнозируемом горизонте продолжатся медленные темпы роста мировой экономики, причем в развитых странах ожидается небольшое ускорение экономического роста, а в развивающихся странах – сохранение медленных темпов роста экономики. Следует отметить, что в условиях геополитических и внутриэкономических развитий *спад экономики России в 2016 году продолжится и будет глубже, чем ранее прогнозировалось*. В частности, в 2016 году вместо предыдущего прогноза в 0,2% ожидается 1,8% экономического спада, который продолжится до середины 2017 года, постепенно приближаясь в прогнозируемом горизонте к уровню роста на 1,4%. В то же время, *неопределенности и риски* относительно дальнейшего хода мировой экономики, предусматриваемые в предыдущем прогнозе, в основном сохранятся. Они связаны с дальнейшими развитиями экономики России, в условиях повышения со стороны Федеральной резервной системы США процентных ставок и вытекающих из этого последствий, хода геополитических и внутриэкономических развитий, с перспективами экономического развития Китая, а также вступлением Ирана на международный рынок нефти.

В условиях слабого мирового спроса и сохраняющегося излишка предложения на некоторых товарных рынках *во внешнем секторе сформируется более глубокая, чем прогнозировалось, дефляционная среда*, которая сохранится в краткосрочном отрезке. В прогнозируемом горизонте ожидается определенное формирование и стабилизация на низком уровне международных цен на сырьевые и продовольственные товары, что обусловлено постепенным восстановлением мирового спроса и сокращением объемов производства.

В четвертом квартале 2015 года *темпы экономического роста РА были ниже прогноза - в пределах 2,7-2,9%*, что обусловлено корректировкой в сторону снижения экономического роста за первое полугодие 2015 года в результате развитий в отрасли промышленности и сфере услуг: 4,0% прогноз был оценен в 3,6%. В результате вышеуказанных развитий оценивается, что *экономический рост за 2015 год также будет ниже прогноз и составит 3,1-3,3%*, в основном за счет экспортного сектора экономики, в частности, отраслей сельского хозяйства и горнодобывающей промышленности, где с начала года наблюдался высокий рост производительности.

В четвертом квартале 2015 года, в условиях обвала российского рубля по отношению к доллару США и углубившегося спада экономики России, темпы снижения *долларовой стоимости чистого притока частных трансфертов и заработных плат трудовых мигрантов* хотя и замедлились по сравнению с предыдущим кварталом, однако были выше прогнозов, оказав содействие сохранению отрицательного разрыва

реальных частных трансфертов, сформировавшегося в предыдущем квартале. В этих условиях в 2015 году снижение долларовой стоимости чистого притока частных трансфертов было больше, чем ожидалось, составив 35,8%.

В условиях большего, чем ожидалось, сокращения частных трансфертов, медленных темпов роста кредитования и сохраняющейся в сфере строительства низкой активности в четвертом квартале внутренний спрос был ниже прогноза, что выразилось как в сокращении расходов на частное потребление, так и в сохраняющейся слабой инвестиционной среде. В результате оценка снижения внутреннего спроса составила больше, чем ожидалось – примерно 6,0%. Следует отметить, что ослабление внутреннего спроса было некоторым образом смягчено более стимулирующей, чем прогнозировалось на 2015 год, фискальной политикой, значительным ослаблением денежно-кредитных условий со стороны ЦБ и сформировавшейся в экономике низкой инфляционной средой. Вместе с этим, в условиях ускорения темпов роста производительности в экспортном секторе экономики РА, проявившемся в высоком росте в отраслях сельского хозяйства и промышленности, в течение квартала продолжился процесс значительного улучшения внешнего спроса и корректировки отрицательного текущего счета, что в условиях сокращения реальных объемов импорта выразилось в высоком росте реальных объемов экспорта.

В результате вышеперечисленных развитий в четвертом квартале 2015 года **разрыв ВВП, по сравнению с предыдущим прогнозом, был более отрицательным**. Учитывая также частично перешедшие из внешнего сектора углубившиеся дефляционные давления на внутренние цены, показатель 12-месячной инфляции снизился на 3,7 п.п. и составил в конце декабря 0,7%¹². С другой стороны, в силу благоприятных развитий в сельском хозяйстве, в течение квартала наблюдалось существенное снижение цен на сельхозпродукцию по сравнению с тем же периодом предыдущего года. В результате вышесказанного **показатель 12-месячной инфляции снизился быстрее прогноза: темп снижения составил к концу года минус 0,1% вместо прогноза, равного 2,5%**. Следует отметить, что сформировавшаяся в 2015 году низкая инфляционная среда смягчила высокие инфляционные ожидания населения, которые, однако все еще остаются на высоком уровне в силу того, что базовая инфляция проявляет “жесткость” к снижению.

В четвертом квартале 2015 года, учитывая существующую низкую инфляционную среду, а также отсутствие инфляционных давлений на фоне слабого внешнего и внутреннего спросов, **ЦБ значительно ослабил денежно-кредитные условия**, снизив в ноябре-декабре **ставку рефинансирования на 1,5 п.п., установив ее на уровне 8,75%**. В то же время, ЦБ заключил, что риски, возникшие в конце предыдущего года, в основном преодолены, и что в результате такого резкого ослабления денежно-кредитных условий происходит возврат к естественной ситуации, существующей до ноября 2014 года.

Что касается макроэкономических прогнозов ЦБ, отметим, что со второго квартала 2016 года темпы экономического роста замедлятся, в силу сокращения внутреннего спроса, а также замедления высокого

¹² Вышеуказанный показатель базовой инфляции рассчитывается и применяется ЦБ РА с целью разработки и реализации денежно-кредитной политики. В частности, этот показатель инфляции является той частью общей инфляции, которая максимально подвержена воздействиям денежно-кредитной политики, и рассчитывается без учета сезонного колебания цен на продовольствие (местные фрукты и овощи, яйца, рыба) и регулируемого роста цен на услуги (см. материал “Расчет базовой инфляции в Центральном банке” и прилагаемую таблицу https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/Core%20inflation.pdf).

темпа роста производства, отмеченного в сельском хозяйстве и промышленности. В результате ожидается, что **экономический рост в 2016 году составит 1,5-2,6%**, что существенно не отличается от предыдущих прогнозов.

Учитывая фактические развития и оценки более глубоко спада экономики России, прогноз **долларовой стоимости чистого притока денежных переводов** за 2016 год был пересмотрен в сторону снижения. В результате, учитывая также сохраняющуюся в строительстве низкую активность, в 2016 году ожидается большее, чем прогнозировалось, сокращение частных затрат, которое, однако, меньше спада, отмеченного в 2015 году. Причем, снижение частных затрат проявится как в опережающем прогноз уменьшении частного потребления, так и в сохранении слабой инвестиционной активности. В то же время, существенное ослабление в 2015-2016 годах денежно-кредитных условий и слабая инфляционная среда, сохранившиеся налогово-бюджетные стимулы 2015 года, значительно ослабят в 2016 году негативное влияние частных затрат на внутренний спрос. На фоне низкого внутреннего спроса и высоких темпов роста производительности в экспортном секторе в 2016 году ожидается непрерывное улучшение внешнего спроса, который, в условиях замедления темпов роста экспорта по сравнению с предыдущим годом, выразится в наибольшем сокращении реальных объемов импорта.

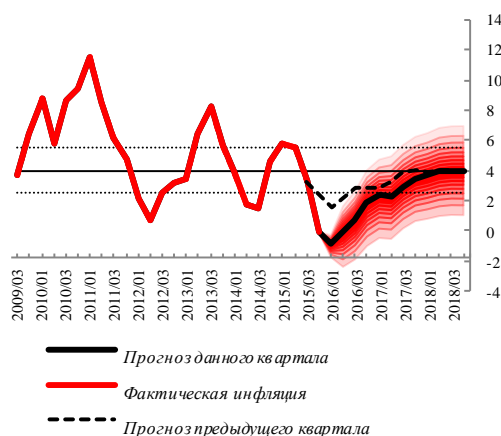
Сформировавшийся в результате этих развитий отрицательный разлом ВВП сохранится до первого полугодия 2016 года, и только с начала второго полугодия начнет значительно снижаться.

Вместе с этим ожидается, что **в 2017-2018 годах**, в условиях постепенного улучшения внешней экономической среды, восстановления темпов роста частных трансфертов и реализации ряда программ Правительства, предусмотренных для экспортного сектора, внутренний спрос постепенно восстановится, а внешний спрос продолжит оказывать содействие экономическому росту. В результате ожидается, что **экономический рост к концу прогнозируемого горизонта** ускорится и составит **3,0%-4,5%**. Большое содействие этому окажет экспортный сектор экономики. Тем не менее, прогноз экономического роста будет зависеть, главным образом, от вложений частного сектора, объема, направлений и эффективности реализуемых Правительством программ, а также развитий внешнего сектора.

Что касается инфляционных развитий 2016 года, отметим, что инфляционных давлений из внутренней экономики и внешнего сектора не ожидается, в результате в краткосрочном отрезке сохранится слабая дефляционная среда, содействующая сохранению платежеспособности доходов и постепенному спаду инфляционных ожиданий. В прогнозах по инфляции было учтено инфляционное воздействие предусматриваемого в мае 2016 года изменения акцизного налога. В силу этих развитий ЦБ считает, что в последующие месяцы указанное воздействие постепенно расширится, и в прогнозируемом горизонте инфляция приблизится и стабилизируется вокруг целевого показателя.

Таким образом, **Совет ЦБ считает целесообразным продолжить в первом квартале 2016 года ослабление денежно-кредитных условий**, что вместе с осуществляемым с начала 2015 года года смягчением денежно-кредитных условий приведет к расширению совокупного предложения и достижению целевого уровня инфляции в прогнозируемом горизонте. Причем, в условиях все еще сохраняющихся сравнительно высоких инфляционных ожиданий на фоне “жесткости”, цен (в сторону снижения) и риска увеличения долларизации, ЦБ придает большое значение постепенному ослаблению денежно-кредитных условий.

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



Период	Вероятность нахождения инфляции в данном диапазоне				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
I кв. 2016	99.1	0.9	0.0	0.0	0.0
II кв.	86.9	12.4	0.7	0.0	0.0
III кв.	65.9	28.5	5.6	0.0	0.0
IV кв.	35.4	37.5	26.9	0.3	0.0
I кв. 2017	23.3	34.7	40.6	1.3	0.1
II кв.	23.2	33.4	41.1	2.1	0.2
III кв.	12.4	27.1	54.1	5.6	0.8
IV кв.	7.5	21.4	59.8	9.5	1.8
I кв. 2018	6.3	19.1	60.4	11.6	2.6
II кв.	5.1	16.3	60.0	14.5	4.1
III кв.	4.7	15.4	59.8	15.4	4.7
IV кв.	4.8	15.5	59.5	15.5	4.8

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины в краткосрочном периоде оцениваются в сторону снижения, а в среднесрочном периоде будут равновесные. Риски в сторону снижения в краткосрочном периоде в основном обусловлены снижением международных цен на сырьевые и продовольственные товары и максимальной передачей их дефляционного воздействия на внутренние цены, а также развитиями цен на сельхозпродукцию. В среднесрочном периоде **риски, вытекающие из внешнего и внутреннего секторов**, в основном сохранились по сравнению с прежними прогнозами. В частности, **риски внешнего сектора** связаны с оттоком капитала из развивающихся стран в США и ростом волатильности денежных единиц развивающихся стран, замедлением мирового экономического роста и спадом мировых цен на сырьевые и продовольственные товары в результате резкого замедления экономического роста Китая. **Риски, вытекающие из внутренней экономики**, обусловлены, в основном, развитиями в отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий, ходом восстановления внутреннего спроса, темпом восстановления роста частных вложений, а также стимулирующими программами, осуществляемыми Правительством. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.

В течение 2016 года сохранится запас кредитования, которому продолжают оказывать содействие кредитование по совместным программам ЦБ РА и Правительства, кредитование по некоторым программам международных финансовых организаций (ВБ, АБР, KfW, ЕИБ) с участием ЦБ, а также кредитование по сравнительно низким процентным ставкам за счет различных социальных программ (“Жилье молодым”, “Национальный ипотечный фонд”), а также ожидаемое в 2016 году пополнение капитала со стороны банков. Оживление кредитования произойдет благодаря последнему фактору, а также в результате оживления экономики.

В долгосрочном периоде, Центральный банк, путем обеспечения целевого уровня процентной ставки политики, изменения принципов применения механизма обязательного резервирования и использования иных макропруденциальных мер, будет продолжать реагировать на изменения спроса на ликвидность исходя из приоритетности стабильности цен.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ЧЕТВЕРТОГО КВАРТАЛА 2015 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

В четвертом квартале 2015 года была отмечена 1,9% инфляция вместо 5,4% инфляции в том же периоде предыдущего года, обусловленная инфляцией продовольственных товаров и услуг соответственно на 2,7% и 2,1% (общее содействие инфляции – 2,0 п.п.). Цены на непродовольственные товары снизились за указанный период на 0,2%, а общее содействие инфляции составило минус 0,1%. Сформировавшийся низкий уровень инфляции был почти полностью обусловлен снижением цен на сельхозпродукцию по сравнению с тем же периодом предыдущего года и дефляционным воздействием, частично перешедшим из внешнего сектора на внутренние цены. В результате показатель 12-месячной инфляции был ниже прогнозируемого уровня, составив к концу декабря минус 0,1%.

Говоря о развитии продовольственных цен в течение квартала следует отметить, что в силу высокого темпа роста сельского хозяйства и слабого внутреннего спроса цены на товары групп “Фрукты” и “Овощи и картофель” сформировались на более низком уровне по сравнению с концом предыдущего года. В частности, в группе “Фрукты” в четвертом квартале была отмечена дефляция на 8,5%, в группе “Овощи и картофель” – сравнительно низкая инфляция – 42,6% (содействие общей дефляции – -2,1 п.п.). В структуре продовольственных товаров дефляция была отмечена также в группах “Мясные продукты”, “Животные и растительные жиры” и “Кондитерские изделия” (содействие общей дефляции – -0,25 п.п.). В то же время определенная инфляция была отмечена в группах «Яйца», “Молочные продукты” и “Сахарный песок” (общее содействие инфляции – 0,2 п.п.).

Рост тарифов в группе “Услуги” был отмечен в основном в тарифах на жилищно-коммунальные услуги, общественном питании и бытовых услугах, составив соответственно 4,1%, 5,9% и 1,6%. Рост тарифов на жилищно-коммунальные услуги был полностью обусловлен ростом тарифов на электроэнергию на 10,4%¹³. В то же время, тарифы на транспорт, медицинское обслуживание и организацию отдыха снизились соответственно на 2,2%, 0,8% и 1,6%.

Дефляция непродовольственных товаров в основном обусловлена снижением цен на импортные товары, в частности, персональные автомобили, топливные материалы, моющие средства, медикаменты и бытовую технику соответственно на 2,0%, 3,4%, 0,2% и 0,8%. Дефляции непродовольственных товаров в большей мере оказала содействие низкая сезонная инфляция товаров групп “Одежда и трикотаж”, а также “Обувь” (соответственно на 2,6% и 1,3%).

В конце декабря 2015 года 12-месячная инфляция составила минус 0,1%.

В 4-м квартале 2015 г. инфляционная среда продолжала слабеть



¹³ Рост тарифов на электроэнергию был отмечен после осуществленных изменений в порядок предоставления компенсаций расходов на оплату электроэнергии (субсидирование электроэнергии для населения и МСБ, потребляющих до 250 квт/ч).

Инфляция по товарам, оказавшим основное содействие						
Наименование	сентябрь 2015 г. (в годовом выражении)		декабрь 2015 г. (в годовом выражении)		4-й квартал 2015 г.	
	Рост (%)	Содействие	Рост (%)	Содействие	Рост (%)	Содействие
ИПЦ	3.3		-0.1		1.9	
Продовольственные товары	2.3	1.1	-3.7	-1.81	2.7	1.32
хлеб	5.3	0.5	0.4	0.04	0.1	0.01
молочные продукты	2.7	0.1	-4.7	-0.22	0.9	0.04
мясные продукты	1.5	0.1	-3.7	-0.35	-2.4	-0.23
фрукты	-4.8	-0.2	-19.5	-0.66	-8.5	-0.29
овощи и картофель	12.6	0.7	-4.0	-0.23	42.6	2.39
растительное масло и животный жир	-4.6	-0.1	-7.9	-0.23	-0.5	-0.01
яйца	-16.6	-0.3	-20.2	-0.31	7.8	0.12
сахарный песок	-2.1	0.0	-10.1	-0.08	0.6	0.00
кондитерские изделия	14.1	0.2	11.3	0.15	-0.3	0.00
Непродовольственные товары	6.1	1.3	3.4	0.7	-0.2	-0.05
Услуги	1.6	0.5	3.2	0.98	2.1	0.64

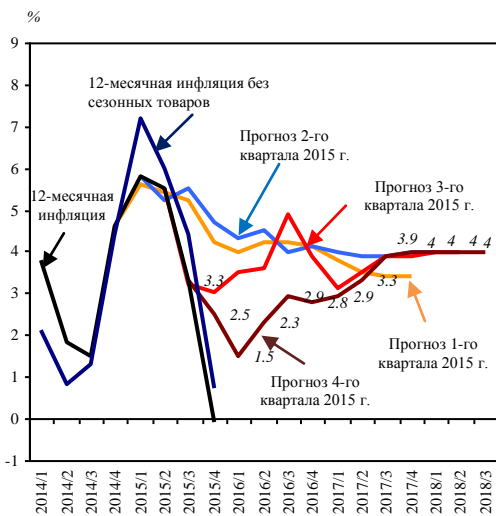
В четвертом квартале 2015 года базовая инфляция *снизилась на 0,3%*, в результате показатель 12-месячной инфляции снизился на 3,7 п.п. и составил к концу декабря *0,7%*.

Прогноз ЦБ на краткосрочный период длительностью в один год, включающий 2015 год, предусматривал *небольшое повышение 12-месячной инфляции в начале года*, учитывая воздействие развитий, происходящих в мире и регионе в конце 2014 года. Затем, в условиях значительного ослабления напряжения, создавшегося на финансовых и товарных рынках в результате резкого ужесточения со стороны ЦБ денежно-кредитных условий с конца предыдущего года, а также ожидаемого слабого спроса во внешнем секторе и внутренней экономике, *инфляция должна была постепенно снизиться, приблизившись к концу года к целевому показателю*.

В результате фактических развитий, как и ожидалось, в первом квартале 2015 года наблюдалось расширение инфляционной среды, в результате 12-месячная инфляция повысилась и составила к концу марта *5,8%*, приблизившись к верхней границе диапазона допустимых колебаний инфляции в 4+/-1.5 п.п. Тем не менее, оценивалось, что поскольку под воздействием проводимой ЦБ в конце 2014 года резкой сдерживающей денежно-кредитной политики высокие инфляционные ожидания *в первом квартале 2015 года смягчились*, то напряжение, создавшееся на финансовых и товарных рынках РА, в основном, нейтрализовалось. Исходя из этого *в первом квартале 2015 года ЦБ существенно ослабил денежно-кредитные условия*, постепенно снижая с начала года *процентную ставку ломбардного репо с 20% до 12%*. Вместе с этим ЦБ повысил ставку рефинансирования до *10,5%* с целью сохранения в долгосрочном отрезке денежно-кредитную позицию РА в условиях тенденции роста инвестиционного риска и процентных ставок в развивающихся странах.

В результате указанных шагов ЦБ восстановил естественную удаленность процентной ставки инструмента ломбардного репо от ставки рефинансирования на 1,5 п.п. и снизил рыночные краткосрочные драмовые ставки.

Согласно прогнозам ЦБ за последние два квартала 12-месячная инфляция продолжит проявлять до начала 2017 г. волатильность, затем стабилизируется вокруг 4% целевого показателя



Наряду с изменениями процентных ставок в первом квартале 2015 года были предприняты макропруденциальные шаги, в частности, был применен *нулевой или слабый механизм обязательного резервирования* по привлеченным банками долгосрочным средствам, были ослаблены веса рисков по требованиям к нефинансовым организациям-резидентам в случае наличия у них внешних рейтингов, а также рисков по валютным кредитам заемщиков, занимающихся экспортом.

Инфляционные развития *во втором и третьем кварталах 2015 года* протекали, в основном, согласно предусмотренному сценарию: инфляционная среда постепенно ослабла и в указанном периоде, в силу положительных развитий в отрасли сельского хозяйства, была отмечена 4,2% дефляция (содействие продовольственных товаров общей инфляции - минус 4,3%), в результате 12-месячная инфляция достигла в сентябре 3,3% с 5,8% в марте. Учитывая существующую низкую инфляционную среду и неинфляционные ожидания из внешнего и внутреннего секторов, обусловленные слабым спросом в этих секторах, **ЦБ РА снизил в августе процентную ставку рефинансирования на 0,25 пп, установив ее на уровне 10,25%.** В то же время, в третьем квартале ЦБ скорректировал прогноз инфляции в сторону повышения с наибольшей волатильностью, в основном, вследствие существующих для ближайшего одногодичного периода инфляционных рисков и неопределенностей.

Несмотря на сохраняемую низкую инфляционную среду, ЦБ воздержался до середины ноября от более быстрого ослабления денежно-кредитных условий, так как все еще сохранялись высокие инфляционные ожидания, о чем свидетельствовал сравнительно высокий уровень 12-месячной инфляции без учета сезонных цен на продукты, составив в среднем за месяц 4,5% в период с августа по октябрь.

В четвертом квартале 2015 года темп снижения 12-месячной инфляции опередил ожидания, что было в большей мере обусловлено большим предложением продукции отрасли сельского хозяйства. То есть, в конце года на внутренних ценах частично отразилось продолжающееся в последнее время снижение внешних цен, что и смягчило высокие инфляционные ожидания. В результате, в четвертом квартале инфляция составила всего лишь 1,9% вместо 5,4% в том же периоде предыдущего года, в итоге 12-месячная инфляция составила в конце года **минус 0,1%.**

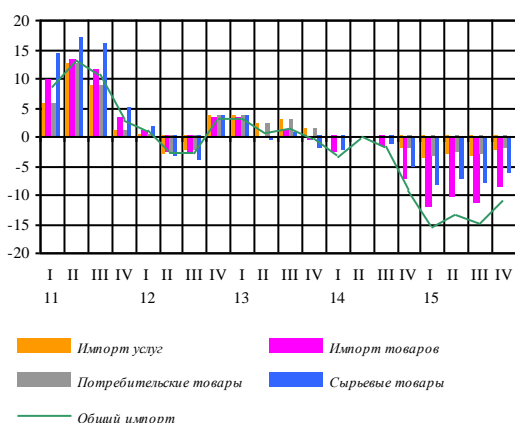
В данной ситуации ЦБ в ноябре-декабре существенно ослабил денежно-кредитные условия, снизив процентную ставку рефинансирования на 1,5 п.п. – в конце декабря она составила **8,75%.** Считалось, что инфляционные риски, возникшие в конце предыдущего года, в основном, преодолены, и что в результате такого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

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

Цены на импорт. В четвертом квартале 2015 года долларовые цены на импорт товаров и услуг снизились на 1,9% кв/кв, в результате темпы снижения по сравнению с тем же периодом предыдущего года замедлились и составили 10,7% в годовом выражении. Снижению долларовых цен на импорт в годовом выражении оказало содействие снижение цен на товары на 8,5 п.п. и на тарифы на услуги на 2.2 п.п.. Снижению долларовых цен на импорт товаров в годовом выражении оказала содействие, в основном, дефляция товаров промежуточного потребления в годовом выражении. В целом это было обусловлено снижением международ-

В 4-м квартале 2015 г. темпы снижения долларовых цен на импорт товаров и услуг замедлились

(в годовом выражении, %)



ных цен на нефть, железо, пшеницу и алюминий, а также ослаблением национальных валют стран-партнеров.

Снижение долларовых цен на потребительские товары было обусловлено, в основном, снижением в годовом выражении долларовых цен стран еврозоны, России и Турции. В результате потребительские товары оказали отрицательное содействие инфляции на 2,1 п.п.

Цены производителей¹⁴. В течение 2015 года во всех отраслях экономики был отмечен рост индекса цен, за исключением отрасли сельского хозяйства и горнодобывающей промышленности, в результате роста дефлятора ВВП, согласно оценкам ЦБ РА, составил примерно 2,4% в годовом выражении.

В **отрасли промышленности** в течение года существенного изменения цен отмечено не было, поскольку рост цен в отрасли перерабатывающей промышленности на 2,9% и производстве и распределении электроэнергии и газа на 10,3% был нейтрализован 22,0% дефляцией в горнодобывающей промышленности, обусловленной снижением международных цен на продукцию этого сектора.

В течение января-декабря в **сельском хозяйстве** было отмечено снижение цен на 19,5% в годовом выражении¹⁵, обусловленное снижением цен в растениеводстве на 35,5% вследствие богатого урожая. В том же периоде наблюдалось сравнительно небольшое снижение цен в животноводстве – на 3,9% в годовом выражении.

Причем, дефляция в растениеводстве главным образом была обусловлена снижением цен на фрукты и ягоды (51,8%), на картофель, огородно-бахчевые культуры (7,1%) и на зерновые культуры (11,7%).

В сфере **услуг** в январе-декабре был отмечен рост цен на 3,0% в годовом выражении, обусловленный, в основном, ростом тарифов на бытовые услуги на 6,6%, медицинские услуги – 5,2%, организацию отдыха – 18,8% и общественное питание – 8,5%. Наблюдаемое с начала года сокращение внутреннего спроса существенно отразилось на сфере транспорта и связи, в результате в указанных сферах были отмечены соответственно 1,7% дефляция и всего лишь 0,3% инфляция.

В январе-декабре в **строительстве** был отмечен рост цен на 6,1% в годовом выражении, обусловленный ростом затрат в сфере строительно-монтажных работ – на 5,3%, цен на оборудование (материалы) – 4,2% и иных расходов – на 12,2%. Причем отмеченная инфляция по части иных расходов была результатом, в основном, роста заработных плат.

Цены по части **грузоперевозок** выросли в январе-декабре на 1,2% по сравнению с предыдущим годом, вследствие роста тарифов на железнодорожный транспорт на 10,8%.

3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки

Согласно оценкам ЦБ четвертого квартала 2015 года инфляционные ожидания общества в одногодичном горизонте значительно смягчились¹⁶, что выразилось в резкой снижающейся динамике фактической инфляции, причем, к концу года значительно снизились также цены на сельхозпродукцию без учета сезонности. Тем не менее, несмотря на сформировавшуюся низкую инфляционную среду, инфляционные ожидания на сегодняшний день оцениваются как высокие, что выражается в

¹⁴ Изменение индексов цен в январе-декабре 2015 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹⁵ Представлены цены производителя на реализацию сельхозпродукции.

¹⁶ Оценки ЦБ относительно инфляционных ожиданий получены по основной модели квартальных прогнозов ЦБ, в рамках которой инфляционные ожидания населения формируются как по динамике инфляции предыдущего периода, так и будущей динамике факторов, действующих на инфляцию.

“жесткости” цен на импортируемые товары к снижению, в безусловных фундаментальными факторами ожиданиях ослабления драма, риске роста долларизации экономики.

Наряду с этим в четвертом квартале 2015 года ЦБ продолжил опрос по некоторым макроэкономическим показателям среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств. Согласно опросу инфляционные ожидания в финансовой системе в одногодичном горизонте продолжили смягчаться: **инфляционные ожидания банков** в одногодичном горизонте сформировались в среднем вокруг уровня **4,3%** 12-месячной инфляции, сохранив средний показатель предыдущего опроса, а **инфляционные ожидания кредитных организаций** составили в среднем **4,3%** вместо показателя **4,7%** в предыдущем опросе. **Ожидания домохозяйств** в одногодичном горизонте **также смягчились** и составили в среднем **2,8%** 12-месячной инфляции, вместо показателя **3,6%** в предыдущем опросе.

Проведенная ЦБ в 2015 году расширяющая денежно-кредитная политика отразилась на динамике процентных ставок в сторону снижения, что, в свою очередь, выразилось в ожиданиях финансовой системы относительно процентных ставок. Согласно опросу, в одногодичном периоде ожидания финансовой системы как по привлеченным, так и размещенным средствам направлены на снижение ставок. Причем сравнительно высокие темпы снижения ожидаются относительно ставок по кредитам, и особенно, ставок по кредитам в инвалюте.

Вклады 2

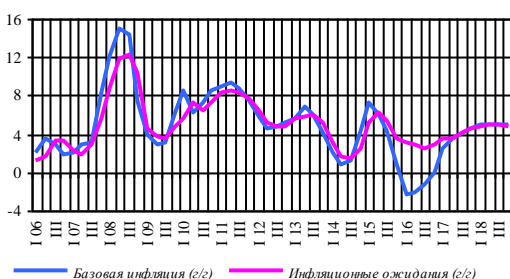
Инфляционные ожидания

Сформировавшиеся среди населения инфляционные ожидания играют существенную роль в разработке и осуществлении денежно-кредитной политики. Обусловлено это тем, что ожидания населения относительно потребительских цен влияют на формирование как текущего, так и будущего уровней цен, так как предприниматели корректируют свои действия, исходя из этих ожиданий. Следовательно, эффективность осуществления денежно-кредитной политики в большей степени зависит от того, насколько инфляционные ожидания населения сдерживаются по отношению к целевому показателю инфляции и насколько они устойчивы к колебаниям различного вида предложений. Центральные банки придают большое значение максимально точной оценке инфляционных ожиданий, с использованием различных подходов: от проведения опросов до построения единых экономических моделей. Полученные оценки инфляционных ожиданий применяются для выявления как степени понимания населения о будущей динамике потребительских цен и проверки прозрачности осуществленной денежно-кредитной политики и доверия населения к ней, так и - в экономических моделях и анализе - для выявления переменного и ориентирующего показателя дальнейшей динамики инфляции.

Инфляционные ожидания и их оценки играют существенную роль также в разработке Центральным банком РА дальнейших направлений денежно-кредитной политики и принятии решений. Центральный банк оценивает инфляционные ожидания как с помощью проведения различных опросов среди хозяйствующих субъектов, так и применения основной квартальной модели прогнозов ЦБ РА в рамках единой экономической модели. Следует отметить, что в рамках основной модели инфляционные ожидания населения формируются как по динамике инфляции предыдущего периода, так и будущей динамике факторов, действующих на инфляцию.

Согласно оценкам, полученным в рамках основной модели ЦБ РА, инфляционные ожидания значительно смягчились в четвертом квартале 2015 года и первом квартале 2016 года, составив соответственно **3,6%** и **3,0%**, что, однако, в условиях сформировавшейся по оценкам ЦБ низкой инфля-

Инфляционные ожидания снизились, однако пока остаются высокими



ционной среды все еще остается высоким. Вследствие сравнительно высоких инфляционных ожиданий, поступающая из внешнего сектора дефляция сырьевых и продовольственных товаров лишь частично отразилась на динамике базовой инфляции, которая снизилась к концу на 0,7% в годовом выражении.

В этих условиях ЦБ оценил, что для экономики важно сдерживать сформировавшиеся среди населения высокие инфляционные ожидания, так как они могут иметь негативные последствия. В частности, в случае высоких инфляционных ожиданий увеличивается неопределенность среди инвесторов, связанная с дальнейшей инфляцией, из-за которой предприниматели предпочитают приостанавливать инвестирование, тем самым препятствуя экономическому росту. Кроме этого, высокие инфляционные ожидания способствуют сокращению сбережений и росту долларизации, так как для того, чтобы избежать обесценения денег, люди с одной стороны, начинают покупать больше товаров и услуг, с другой стороны, меняют сбережения в национальной валюте на сбережения в инвалюте, что препятствует эффективной трансформации сбережений в инвестиции. И, наконец, высокие инфляционные ожидания способствуют формированию в экономике "жесткости" цен к снижению, особенно к поступающей из внешнего сектора дефляции сырьевых и продовольственных товаров. Это мешает производителям сократить расходы и восстановить внешнюю конкурентоспособность, что отрицательно отражается на процессе корректировки экономики и темпах экономического роста.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹⁷

Опубликованный НСС РА показатель экономического роста за январь-сентябрь 2015 года составил 3,5% в годовом выражении, что несколько ниже предыдущего прогноза ЦБ РА в силу того, что экономический рост за первое полугодие был скорректирован НСС РА и составил 3,6% вместо опубликованного ранее показателя в 4,0%.

В январе-декабре 2015 года показатель экономической активности повысился на 3,1% в годовом выражении, что также несколько меньше ожиданий ЦБ из-за вышеописанной корректировки. **В результате ожидается, что экономический рост в 2015 году будет в пределах 3,1-3,3%**¹⁸.

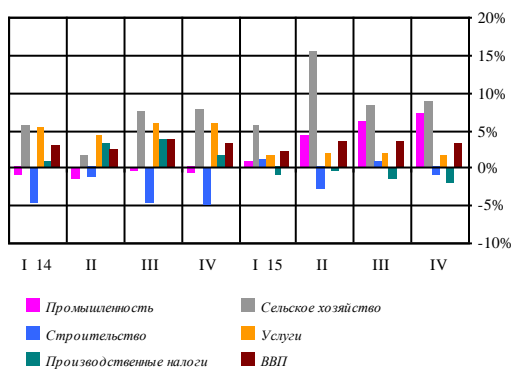
Учитывая отмеченный за январь-декабрь 2015 года рост объемов выпуска в отрасли **промышленности** на 5,2% в годовом выражении, **рост добавленной стоимости отрасли за 2015 год оценивается 7,0-7,4% в годовом выражении**. Рост обусловлен, в основном, ростом объемов выработки металлической руды (51,5%), объемов производства ювелирных изделий (61,0%), табачных изделий (49,1%), медикаментов (25,1%), химикатов (10,3%) и водоснабжения (10,1%). Причем, высокий рост производства металлической руды обусловлен эксплуатацией рудника в Тегуте с начала года. Несмотря на отмеченный рост в вышеперечисленных отраслях, значительный спад внутреннего спроса у основного торгового партнера РА - России привел к сокращению в январе-

В результате ожидается, что экономический рост в 2015 году будет в пределах 3,1-3,3%.

¹⁷ Показатели реального роста добавленной стоимости в годовом выражении отраслей экономики за январь-декабрь 2015 года являются оценками ЦБ РА, а показатели подотраслей отражают темпы роста выпуска продукции за январь-декабрь 2015 года, если иное не указывается.

¹⁸ См. диапазон 30% вероятности графика распределения вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП.

Прирост добавленной стоимости по секторам экономики



Сокращение частного потребления в 2015 году оценивается примерно 8,0%.

декабре объемов производства в некоторых отраслях промышленности. В частности, на 9,0% и 19,7% сократилось производство продуктов питания и напитков соответственно, которые занимают значительную долю в промышленности, что, естественно, негативно отразилось на росте отрасли.

Основываясь на фактическом изменении объемов выпуска отрасли **строительства** в январе-декабре 2015 года, составившем 0,3% в годовом выражении, **снижение добавленной стоимости в отрасли в том же периоде составило 0,6-1,2% в годовом выражении**. Причем, спад отрасли обусловлен сокращением в конце года объемов строительства, осуществляемого за счет средств населения и средств организаций соответственно на 11,9% и 27,8%. Однако почти 20% рост строительства, осуществляемого в течение года за счет международных кредитов, смягчил общий спад в отрасли.

В сфере **услуг** рост добавленной стоимости в январе-декабре 2015 года оценен 1,4-1,8% в годовом выражении, что является следствием роста объемов оказанных услуг на 2,7% и снижения объемов торговли на 8,0% за тот же период. Причем, росту объема оказанных услуг содействие оказал преимущественно рост услуг в сфере культуры, развлечений и отдыха (68,1%), финансовой и страховой деятельности (3,6%) и услуг по организации проживания (5,7%). Сокращение внутреннего спроса, обусловленное снижением трансфертов, негативно отразилось на торговом обороте в экономике, следовательно, сокращении объемов выпуска в сфере транспорта, вызвав замедление темпов роста сферы общих услуг. Объемы оборота розничной, оптовой торговли и торговли автомобилями снизились в 2015 году соответственно на 10,1%, 4,2% и 9,8%, а снижение в сфере транспорта составило 19,9%.

В сельском хозяйстве в 2015 году **рост добавленной стоимости составил 8,5-9,3% в годовом выражении** за счет роста объемов выпуска продукции животноводства, растениеводства и рыбного хозяйства на 6,1%, 15,2% и 6,4% соответственно.

3.2.2. Совокупный спрос¹⁹

В четвертом квартале 2015 года уменьшение расходов на частное потребление было больше, чем предусматривалось в предыдущих прогнозах, и составило порядка 12,0%. Обусловлено это большим, чем ожидалось, уменьшением объемов торговли. Таким образом, сокращение объемов частного потребления в 2015 году составило примерно 8,0%.

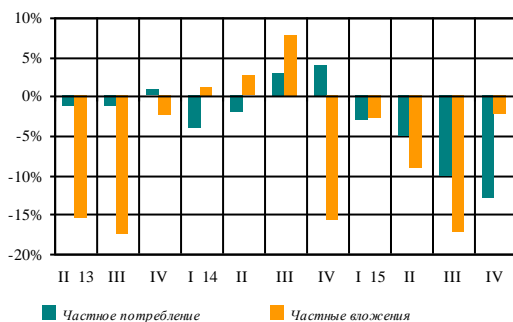
Уменьшение денежных переводов из России с конца 2014 года, которое продолжилось и в 2015 году, существенно сократило располагаемые доходы домашних хозяйств, что привело к сокращению в 2015 году расходов на частное потребление. Сокращение расходов на частное потребление в экономике было значительным образом смягчено благодаря осуществлению Правительством РА расширяющей фискальной политики, ослаблению Центральным банком денежно-кредитных условий и низкой инфляционной среде в экономике.

О сокращении частного потребления свидетельствуют результаты проводимых ЦБ РА опросов, а также динамика рассчитываемых НСС РА индексов торгового оборота. В четвертом квартале 2015 года индекс доверия потребителей был ниже диапазона стабильности, составляющего 45-55 пунктов, составив 41,6 пункта, свидетельствуя о сокращении

¹⁹ Показатели по частным затратам, частному потреблению и частным вложениям четвертого квартала 2015 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных третьего квартала 2015 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается

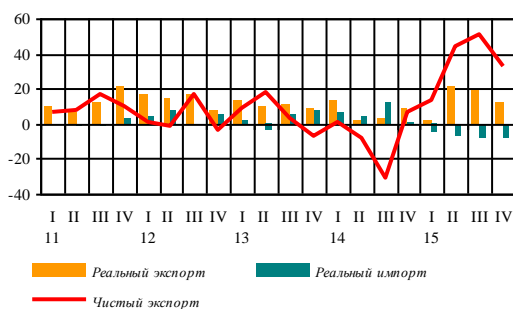
Сокращение частных вложений в 2015 году оценивается 8%.

Годовой прирост частного потребления и частных вложений



Чистый экспорт в реальном выражении продолжил улучшаться в 4-м квартале 2015 г.

(чистый реальный экспорт в годовом выражении %, положительный знак - улучшение)



потребительских затрат домохозяйств в отчетном периоде. Причем индекс показателей, относящихся к текущему потреблению, составил 33,2. Отметим также, что в четвертом квартале, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, торговый оборот в экономике снизился на 13,5%, причем, спад был отмечен и в оптовой, и в розничной торговле, и в торговле автомобилями.

В четвертом квартале 2015 года инвестиционная активность в экономике была низкой, как и ожидалось, в результате снижения частных вложений составило 2,0% по сравнению с тем же периодом предыдущего года. В результате спад частных вложений в 2015 году составит порядка 8%. Спад вложений был обусловлен сокращением внутреннего спроса в отчетном периоде, замедлением роста объемов кредитования предприятий, а также низким уровнем общей деловой активности. Причем, как предусматривалось в предыдущих прогнозах ЦБ, спад вложений наибольшим образом выразился в неэкспортном секторе экономики, тогда как в экспортном секторе инвестиционная активность была сравнительно высокой.

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

Согласно результатам опросов, в четвертом квартале 2015 года, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, показатели деловой активности в неэкспортном секторе экономики – строительстве и внутренней торговле – составили соответственно 34,8 и 47,7 единиц, что ниже уровня стабильности, составляющего 50,0 единиц. С другой стороны, показатели деловой активности в экспортном секторе – промышленности и некоммерческих услугах – были выше уровня стабильности, составляющего 50,0 единиц, и составили 51,2 и 63,0 единиц соответственно.

Вследствие вышеописанных развитий частного потребления и вложений, в четвертом квартале затраты частного сектора сократились на 11%. В условиях почти 12% показателя роста государственных затрат оценивается, что в отчетном периоде внутренний спрос снизился по сравнению со снижением частных затрат меньше – на 8%.

В результате, сокращение внутреннего спроса по итогам года снизилось примерно на 6,3%, что было смягчено расширяющими воздействиями денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик.

В условиях описанных развитий разлом затрат частного сектора в четвертом квартале был отрицательный, создав на потребительском рынке *дефляционные давления в 3,3-3,6 п.п.* Однако дефляционные давления не привели к полной коррекции цен, так как согласно оценкам в отчетном периоде в экономике отмечались высокие инфляционные ожидания.

Согласно оценкам ЦБ, в четвертом квартале 2015 года чистый экспорт в реальном выражении продолжил улучшаться. Обусловлено это реальным высоким ростом экспорта товаров и услуг на фоне снижения реальных объемов импорта и услуг. В частности, темпы роста реального экспорта товаров и услуг²⁰ составили 12,0% в годовом выражении в условиях снижения реальных объемов импорта товаров и услуг на 8,0% в годовом выражении. Реальный рост экспорта, несмотря на снижение международных цен на сырьевые товары, был обусловлен сохранением высокого роста в горнодобывающей промышленности.

В четвертом квартале 2015 года темпы снижения чистого притока некоммерческих переводов физических лиц через банковскую систему, по

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

сравнению с предыдущим кварталом, замедлились, хотя и слабее, чем ожидалось, что было обусловлено углублением в четвертом квартале отрицательных развитий в экономике России.

3.2.3. Рынок труда²¹

Темп роста номинальной заработной платы в четвертом квартале 2015 года был ниже предыдущих прогнозов и составил 3,1%. Показатель обусловлен меньшим, чем предусматривалось ранее, ростом заработных плат в государственном секторе. В частности, в 2015 году рост номинальной заработной платы составил 8,1%. В отчетном периоде темп роста заработных плат в государственном секторе был, в среднем, ниже роста зарплат частного сектора.

Во втором полугодии 2015 года затухло воздействие повышения с июля 2014 года зарплат в некоторых сферах государственного сектора. В результате во втором полугодии 2015 года темп роста средней номинальной заработной платы в сфере замедлился по сравнению с базовым показателем аналогичного периода 2014 года и составил 4,4%. В октябре было отмечено небольшое снижение зарплат экономически активного населения, в результате в четвертом квартале темп роста государственных зарплат снизился еще больше и составил 0,5%.

В четвертом квартале 2015 года темп роста зарплат в частном секторе превысил показатель аналогичного периода 2014 года на 1.0 п.п. и составил 6,3%, обусловленный ростом производительности. В результате средняя номинальная заработная плата в частном секторе в 2015 году повысилась на 7,0%.

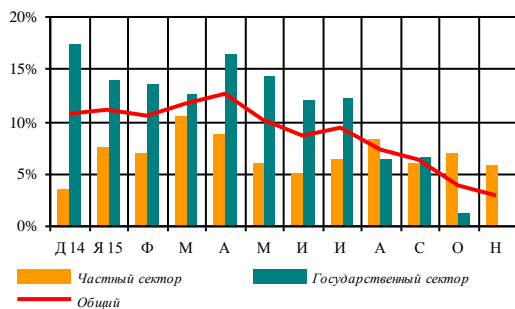
Во втором квартале 2015 года наблюдался рост производительности, который сохранился и во втором полугодии, вызвав сокращение спроса на рабочую силу в экономике. В результате **уровень безработицы** в четвертом квартале соответствовал прогнозам и составил 18,0%, а за весь 2015 год средний уровень безработицы составил 18,0%.

Высокий рост производительности на рынке труда сохранился также и в четвертом квартале, опередив рост зарплат. В результате, в четвертом квартале 2015 года воздействие рынка труда на инфляцию было дефляционным на 0,3 п.п.

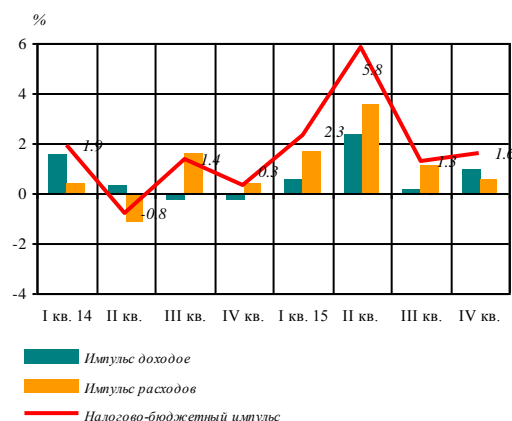
3.2.4. Налогово-бюджетная политика²²

В четвертом квартале 2015 года исполнение государственного бюджета проходило с невыполнением плана по сбору налоговых доходов вследствие изменения структуры налоговых поступлений (рост ВВП был обеспечен, в основном, за счет роста отрасли сельского хозяйства, не подлежащей налогообложению) и выполнением расходов в большем объеме по сравнению с предыдущими кварталами. В результате воздействие налогово-бюджетного сектора на совокупный спрос было больше, чем прогнозировалось: 1,6 расширяющее вместо 0,4 расширяющего, в силу, в основном, отклонения импульса расходов вверх.

Прирост номинальной заработной платы в годовом выражении



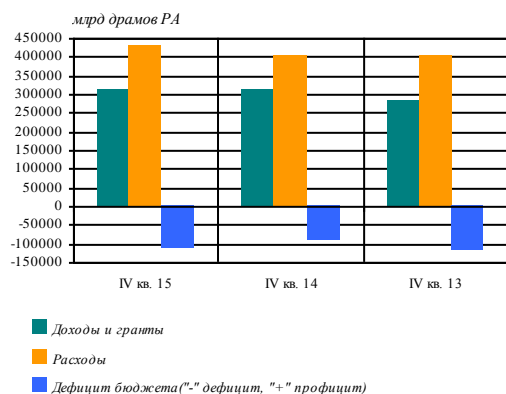
В 4-м квартале 2015 г. налогово-бюджетная политика имела расширяющее воздействие



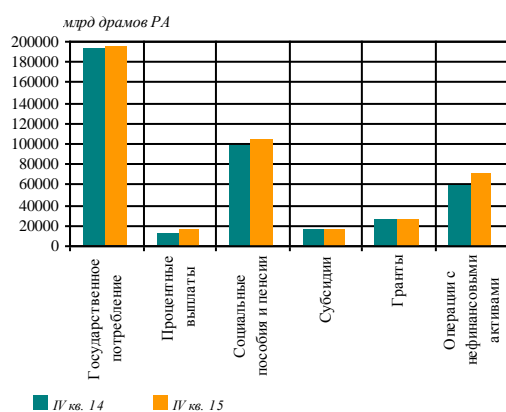
²¹ Данные по рынку труда четвертого квартала 2015 года являются оценками ЦБ РФ, основанными на фактических показателях третьего квартала 2015 года и октября-ноября 2015 года. Оценки роста в подразделах даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

²² Анализ налогово-бюджетного сектора проведен с использованием предварительных фактических показателей консолидированного бюджета, рассчитанных на базе предварительных фактических показателей за четвертый квартал (включая показатели групп по реализации проектов). Причем, воздействие доходов рассчитано по отношению к прогнозируемому номинальному показателю ВВП, а воздействие расходов – к оценочному экономическому потенциалу.

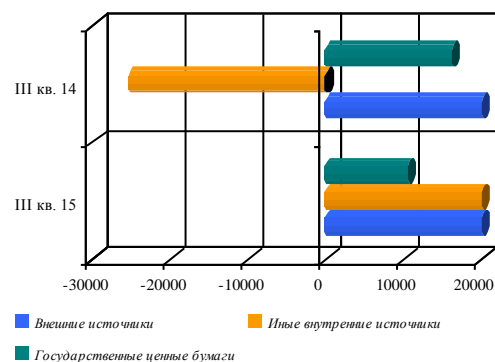
Динамика основных показателей консолидированного бюджета



В расходах бюджета РА в 4-м квартале 2015 г. был отмечен прирост по всем статьям расходов



В 4-м квартале 2015 г., как и в предыдущем квартале, образовался дефицит бюджета (млрд драмов РА)



В 2015 году налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос расширяющее воздействие на 2,5 единицы.

В четвертом квартале 2015 года доходы консолидированного бюджета выросли по сравнению с четвертым кварталом 2014 года на 0,7%, причем налоговые доходы снизились на 2%. По сравнению с четвертым кварталом 2014 года в структуре налоговых поступлений доля косвенных налогов уменьшилась на 0,2 п.п., а доля прямых налогов увеличилась на 4,4 п.п., составив 40,7%. Снижение косвенных налогов составило по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года 3,4%, причем уменьшились все виды косвенных налогов, за исключением таможенных пошлин. Рост таможенных пошлин составил по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года 28,6%, что обусловлено чистыми поступлениями (в общем 30%) в результате вступления в силу договора о Евразийском экономическом союзе. Рост прямых налогов составил по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года 8,6% за счет всех видов налогов. В том же периоде доля прочих налогов в общих доходах уменьшилась на 4,2 п.п. и составила 9,1% налогов. Импульс доходов составил 1,0 расширяющий, что не выходит за рамки прогноза.

В четвертом квартале 2015 года общие расходы увеличились по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 6%, текущие расходы – на 8,3%, где *государственное потребление* увеличилось на 4,8%. Снижение по части статьи “Операции с нефинансовыми активами” или по части капитальных расходов составило по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года 4,4%.

В структуре капитальных расходов доля расходов за счет внутренних источников финансирования уменьшилась на 8,3 п.п. в годовом выражении, и увеличилась доля расходов за счет целевых средств, финансируемых из внешних источников, составив 55,2% капитальных расходов. Капитальные расходы за счет внешнего финансирования выросли на 14,1% в годовом выражении. В четвертом квартале сохранились сезонные тенденции, проявившиеся в аналогичных кварталах предыдущих лет: уровень расходов составил 31% годовых расходов.

В четвертом квартале государственные расходы (включая чистое кредитование) оказали на совокупных спрос 0,6 расширяющее воздействие вместо прогнозируемого нейтрального воздействия.

Вышеуказанные показатели доходов и расходов сформировали в четвертом квартале дефицит бюджета на 114,6 млрд драмов, который был полностью финансируван за счет внешних источников.

В целом, *по итогам года*,²³ доходы и гранты государственного бюджета выросли по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 2%. Рост налоговых доходов составил 0,3%, а показатель “налоги/ВВП” составил 20,8%, снизившись по сравнению с предыдущим годом на 1,1 п.п. Рост государственных расходов (включая показатели групп по реализации проектов), составил по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года 13%. По результатам года дефицит государственного бюджета составил 226,5 млрд драмов или 4,4% ВВП.

По итогам года налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос расширяющее воздействие на 2,5 единицы, обусловленное расширяющим воздействием доходов на 0,9 и расходов – на 1,6.

Таким образом, сокращение денежных переводов из РФ в 2015 году и наблюдаемая во внутренней экономике слабая инвестиционная активность сократили расходы частного сектора. Сокращение расхо-

²³ Без учета внебюджетных средств.

дов частного сектора было смягчено в 2015 году вследствие налогово-бюджетных стимулов, предоставленных экономике в течение 2015 года, и постепенного ослабления денежно-кредитных условий, что смягчило также замедление экономического роста РА и ослабило дефляционную среду.

В четвертом квартале 2015 года разрыв расходов частного сектора был отрицательным. Учитывая также инфляционную динамику государственных расходов и чистого экспорта, а также дефляционную динамику рынка труда, оценивается, что общие развития совокупного спроса и рынка труда создали в четвертом квартале дефляционные давления на потребительском рынке в 2,3-2,5 п.п. Однако описанные дефляционные давления не были полностью поглощены на потребительском рынке из-за наличия высоких инфляционных ожиданий в экономике.

3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

В четвертом квартале 2015 года Совет ЦБ дважды - в ноябре декабре - снизил ставку рефинансирования в целом на 1,5 пп.

В четвертом квартале 2015 года Совет ЦБ дважды - в ноябре декабре - снизил ставку рефинансирования, исходя из наличия низкой инфляционной среды и прогнозов сохранения инфляции на низком уровне в силу воздействия внешних дефляционных тенденций.

В ноябре 2015 года Совет снизили процентную ставку рефинансирования на 0,5 п.п., установив ее на уровне 9,75%. Совет ЦБ оценил, что сохраняющийся слабый внутренний спрос и внешняя дефляционная среда медленно отражаются на показателе базовой инфляции, свидетельства о наличии все еще высоких инфляционных ожиданий. Совет передал импульс о том, что параллельно спаду инфляционных ожиданий, он продолжит смягчение денежно-кредитных условий.

Низкий уровень внутреннего спроса в декабре, сохранение дефляционных тенденций на международных товарных рынках оказали содействие снижению как инфляции, так и будущих инфляционных ожиданий. В этих условиях Совет ЦБ снизил процентную ставку на 1,0 п.п., установив ее на уровне 8,75%. Совет отметил, что в декабре 2015 года инфляционные риски, возникшие в конце предыдущего года, были преодолены, и в результате резкого ослабления денежно-кредитных условий происходит возврат к нормальной ситуации, существующей до ноября 2014 года. Вместе с этим Совет передал финансовому рынку импульс о том, что в случае сдерживания инфляционных ожиданий и при отсутствии дополнительных внешних и внутренних рисков он продолжит ослабление денежно-кредитных условий.

В соответствии с постепенным ослаблением денежно-кредитных условий в течение квартала и переданным импульсам о действиях Совета ЦБ, снизилась также ставка основного инструмента ЦБ – 7-дневного репо: ее среднеквартальный показатель снизился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,75 п.п. и составил 9,97%, а средняя ставка в декабре снизилась по сравнению с сентябрьской на 1,49 п.п. и составила 9,58%.

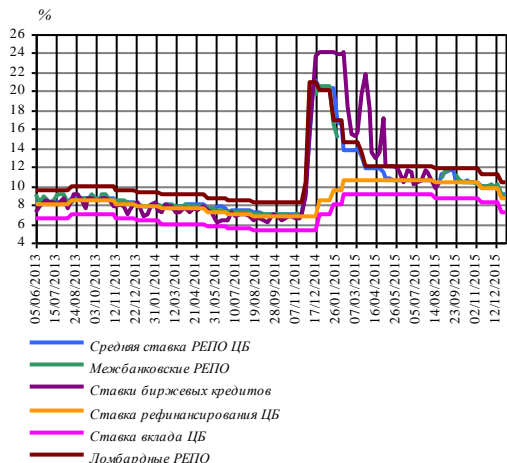
Обязательное резервирование

В конце 2014 года, с целью регулирования ликвидности в условиях напряжения, создавшейся к концу 2014 года напряженности на финансовых и валютных рынках, ЦБ применил механизм обязательного резервирования, в целях денежно-кредитной политики: 12% ставка по резервированию средств в инвалюте была повышена до 24%, а в конце декабря, ввиду некоторой стабилизации на валютном рынке, Совет ЦБ снизил ставку до 20%.

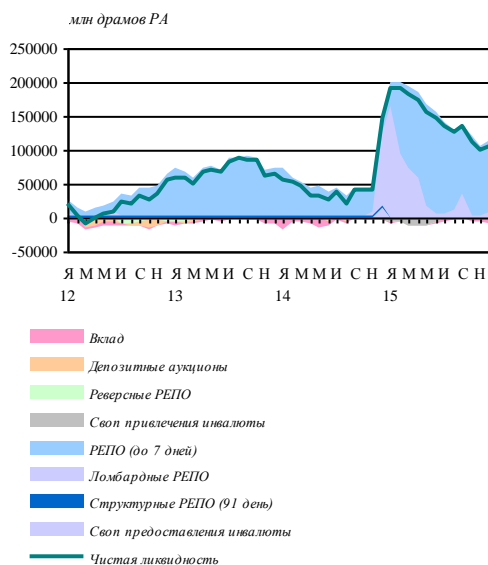
Параллельно стабилизации финансового рынка в 2015 году ЦБ неоднократно обращался к ослаблению механизма обязательного резервирования:

- с 1-го марта 2015 года вступил в силу нулевой или слабый механизм обязательного резервирования по привлеченным банками долгосрочным инвалютным средствам;
- решением, принятым в конце июня 2015 года, был изменен подход к резервированию сумм по привлеченным банками инвалютным средствам: с июля был совершен переход от ежедневного к средненедельному резервированию;
- с августа 2015 года был задействован механизм среднего двухнедельного резервирования сумм по привлеченным банками инвалютным средствам.

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



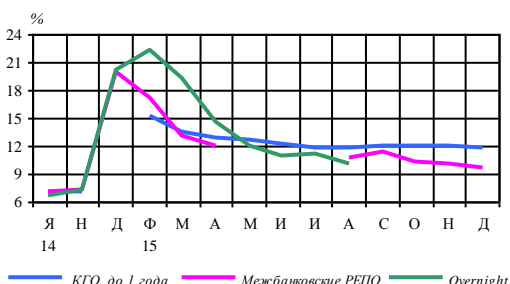
Объемы операций ЦБ РА (средний месячный запас)



Период	Репо (до 7 дней)		Привлеченные средства		Ломбардные репо	
	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %
I кв. 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
I кв. 2015 г.	95454.55	14.25	63.75	8.04	104521.49	16.27
II кв.	141919.97	11.02	1857.26	9.00	27967.60	12.00
III кв.	119429.03	10.72	3639.62	8.95	17089.82	11.78
IV кв.	107621.63	9.97	6496.15	8.17	4048.49	11.07

В четвертом квартале 2015 года динамика других инструментов денежного рынка соответствовала динамике процентной ставки основного инструмента ЦБ. В декабре средняя процентная ставка составила 9,75%, снизившись по сравнению с сентябрьской на 1,6 п.п.

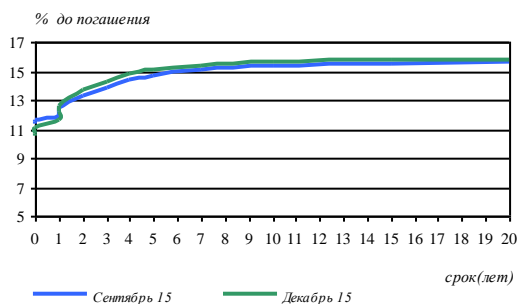
Динамика краткосрочных процентных ставок в 4-м квартале



Рынок государственных облигаций

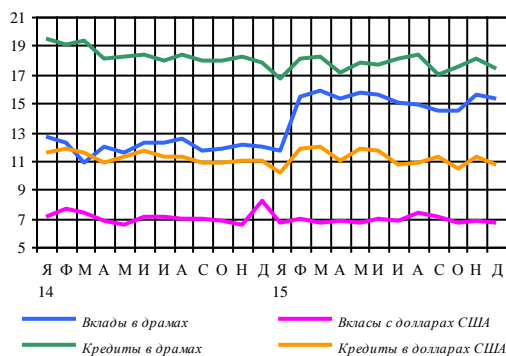
В четвертом квартале 2015 года реакция доходности краткосрочных государственных облигаций на снижение ставок на денежном рынке была более медленной, что частично обусловлено увеличением объема выпуска облигаций. Среднеквартальный показатель доходности краткосрочных облигаций остался почти без изменения по сравнению с предыдущим кварталом, а в декабре среднемесячная доходность составила 11,7%, снизившись по сравнению с сентябрем на 0,4 п.п.

В течение 4-го квартала 2015 г. краткосрочные процентные ставки на рынке облигаций снизились

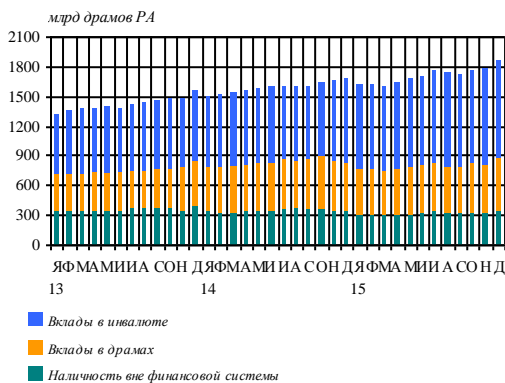


Снижение процентных ставок на финансовом рынке в четвертом квартале наиболее сильно отразилось на кривой доходности государственных облигаций в виде снижения доходности в краткосрочном отрезке. К концу декабря, по сравнению с сентябрем, общий уровень кривой доходности несколько вырос: долгосрочная ставка составила 15,8%, повысившись по сравнению с июнем на 0,2 п.п., а разность между долгосрочными и краткосрочными ставками кривой (пиков) повысилась в декабре на 1,1 п.п., вследствие снижения краткосрочных ставок, и составила 5,3 п.п.

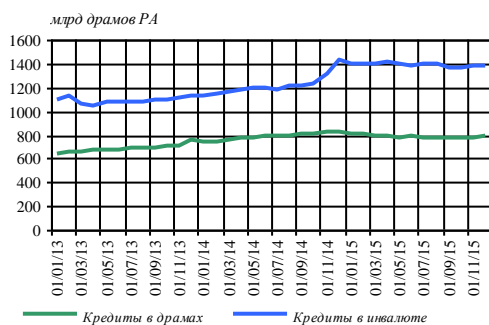
Динамика процентных ставок по драмовым и инвалютным средствам



В 4-м квартале 2015 г. увеличились объемы вкладов как в драмах, так и инвалюте



В 4-м квартале 2015 г. в общем объеме кредитования продолжали преобладать инвалютные кредиты



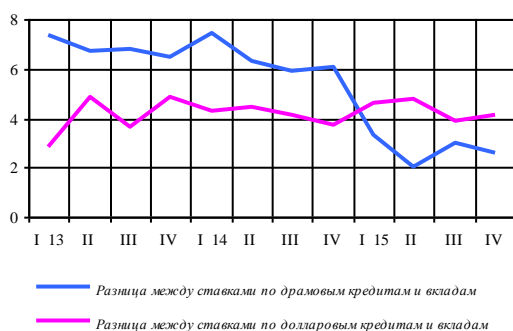
В результате непрерывного смягчения денежно-кредитных условий в 2015 году, в течение четвертого квартала снизились процентные ставки на рынках вкладов и кредитов. Исключение составили ставки по драмовым вкладам, которые оставались на высоком уровне: по сравнению с предыдущим кварталом ставки по средствам, привлеченным в драмах, повысились на 0,3 п.п. и составили 15,1%. Рост ставок по драмовым вкладам в течение квартала, проявившийся наиболее наглядно по части средств со сроком привлечения до 1 года, сопровождался также и ростом объема драмовых средств: в течение квартала вклады в драмах увеличились на 9,4%.

Низкий уровень драмовой ликвидности, высокие ставки обязательного резервирования по инвалютным средствам, оказали на привлеченные банками инвалютные средства различное воздействие в зависимости от сроков привлечения этих средств. Процентные ставки по инвалютным вкладам, привлеченным со сроком до 1 года, снизились, а сокращение в течение четвертого квартала расходов по привлеченным банками долгосрочным инвалютным средствам вследствие периодического ослабления в течение 2015 года механизма обязательного резервирования по долгосрочным инвалютным средствам привело к небольшому росту процентных ставок по ним. В целом, средний квартальный показатель процентных ставок по привлеченным банками инвалютным средствам снизился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,3 п.п. и составил 6,7%, а в декабре средняя месячная процентная ставка снизилась по сравнению с сентябрем на 0,5 п.п. и составила 6,6%. Несмотря на снижение процентных ставок, объем инвалютных вкладов увеличился на 7,9%.

Средние квартальные процентные ставки по кредитам снизились на 0,1 п.п. как по драмовым, так и инвалютным кредитам. В четвертом квартале среднеквартальная процентная ставка по драмовым кредитам составила 17,7%, по инвалютным кредитам – 10,8%, а в декабре среднемесячный показатель снизился по сравнению с сентябрем на 0,5 п.п. составил 10,7%. Снижение процентных ставок по инвалютным кредитам частично вызвано смягчением механизма обязательного резервирования по привлеченным банками долгосрочным средствам.

В четвертом квартале 2015 года, в условиях снижения процентных ставок, объемы кредитования выросли на 1,4%. Рост был отмечен в основном, по части кредитов, предоставляемых домохозяйствам: их доля – 1,2%. По своей валютной структуре кредиты, предоставленные в течение квартала в драмах, увеличились на 2,6%, кредиты в инвалюте – на 1,1%. В общей структуре кредитования продолжают преобладать кредиты, предоставленные в инвалюте (примерно 64%). В декабре 2015 года объем кредитования снизился на 3,3% в годовом выражении.

В 4-м квартале 2015 г. сократилась разница между процентными ставками по драмовым вкладам и кредитам



Согласно результатам проведенного в четвертом квартале 2015 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, ужесточились процедуры предоставления бизнес-кредитов и ипотечного кредитования. В частности, были ужесточены условия требования залога, оценки кредитоспособности, соотношения кредит/стоимость. В условия предоставления потребительских кредитов были внесены некоторые упрощения, которые относятся к процентной ставке кредитования, срокам, изучению кредитоспособности. В течение квартала был отмечен рост спроса только на потребительские и ипотечные кредиты, спрос на кредитование предприятий остался без изменения.

Согласно сформировавшимся ожиданиям банков и кредитных организаций в первом квартале 2016 года предусматривается некоторое упрощение процедур по всем видам кредитования, повышение спроса на кредитование только по части кредитов, предоставляемых домохозяйствам и малому и среднему бизнесу, и снижение спроса на кредитование крупных предприятий.

В четвертом квартале 2015 года сократилась разница между ставками по предоставленным и привлеченным драмовым средствам: среднеквартальный показатель уменьшился по сравнению с показателем предыдущего квартала на 0,4 п.п. и составил 2,6 п.п. Квартальный показатель разницы между ставками по инвалютным кредитам и вкладам слегка повысился, что обусловлено большим снижением процентных ставок по привлеченным средствам по сравнению со снижением ставок по предоставленным кредитам: рост по сравнению с предыдущим кварталом составил 0,2 п.п., а в декабре, по сравнению с сентябрем, средний месячный показатель снизился на 0,1 п.п. и составил 4,1 п.п.

Показатель долларизации в четвертом квартале (инвалютные вклады/денежная масса) снизился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,4 п.п.

Денежно-кредитные показатели	декабрь 14 12-месячный рост	март 15 12-месячный рост	июнь 15 12-месячный рост	сентябрь 15 12-месячный рост	декабрь 15 12-месячный рост
Денежная масса (%)	8.3	4.1	6.3	7.3	10.8
Драмовая масса (%)	-3.5	-4.4	-4.2	-8.6	5.2
Денежная база (%)	-0.2	1.61	14.7	22.1	3.9
Драмовая масса (%)	15.5	19.64	19.6	15.7	-1.6
Наличность (%)	-9.4	-9.8	-6.7	-10.6	-0.8
Вклады в драмах (%)	1.4	-0.5	-2.5	-7.2	9.6
Вклады в инвалюте (%)	22.7	13.0	17.9	26.2	16.3
	Дек. 14	Март 15	Июнь 15	Сент. 15	Дек. 15
Долларизация (процентные пункты)	50.7	51.6	51.2	52.6	52.2
Денежный мультипликатор (процентные пункты)	1.89	2.02	2.06	1.95	2.01
Драмовый мультипликатор (процентные пункты)	1.09	1.11	1.15	1.15	1.17

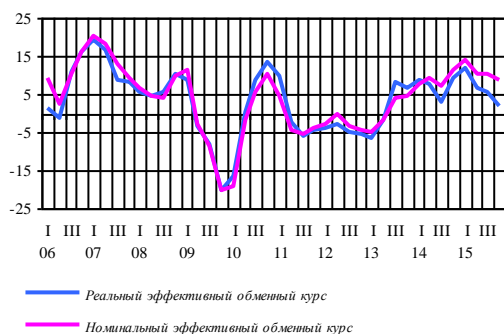
3.3.2. Обменный курс

В четвертом квартале 2015 года на валютных рынках торговых партнеров были отмечены давления ослабления. В частности, средневзвешенный номинальный обменный курс валют торговых партнеров РА ослабел на 2,4% кв/кв, в основном вследствие ослабления российского рубля и евро (содействие соответственно – на 0,9 и 0,5 п.п.). Параллельно с ослаблением национальных валют стран партнеров, средний номинальный обменный курс драма в четвертом квартале 2015 года к доллару США укрепился на 0,2%. С целью нейтрализации дополнительных краткосрочных колебаний на валютном рынке Центральный банк РА продал на валютном рынке 40 млн долларов США в чистом выражении.

В условиях ослабления национальных валют стран партнеров к доллару США номинальный эффективный обменный курс драма укрепился в четвертом квартале на 2,5% кв/кв. На фоне сравнительной высокой средневзвешенной инфляции стран партнеров (особенно рост цен в Иране и России), укрепление реального эффективного обменного курса драма составило 2% кв/кв²⁴.

Укрепление реального эффективного обменного курса по сравнению с аналогичным кварталом предыдущего года составило 1,9%.

В 4-м квартале 2015 г. укрепление в годовом выражении реального эффективного обменного курса замедлилось (%)



рост в годовом выражении, %	2013				2014				2015				
	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	6.8	8.5	7.8	3.1	9.2	11.7	6.7	6.2	1.9				
Средняя инфляция в РА	6.4	4.6	3.3	1.0	3.2	5.2	5.1	4.0	0.8				
Номинальный средний обменный курс драм РА/доллар США (+ укрепление)	0.2	-0.4	0.5	0.0	-5.7	-13.9	-13.4	-14.8	-10.1				
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	4.0	3.7	4.4	4.6	5.1	6.7	7.9	7.3	7.0				
Средневзвешенный номинальный обменный курс торговых партнеров (+ укрепление)	-4.3	-8.0	-8.6	-7.0	-18.5	-32.1	-27.2	-29.3	-20.7				

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

Вкладыш 6

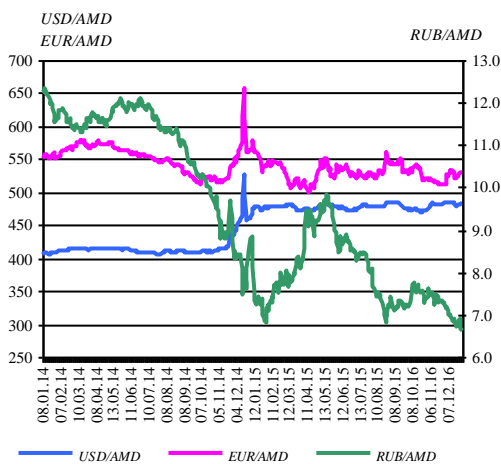
Валютный рынок

Средний рыночный обменный курс драма к доллару США составил к концу четвертого квартала 2015 года 483,75 драма: ослабление по сравнению с концом предыдущего квартала составило 2,08%.

Обменный курс драма за четвертый квартал 2015 года кв/кв			
Валютная пара	Обменный курс на 30.09. 2015 г. (драм РА)	Обменный курс на 31.12. 2015 г. (драм РА)	% (укрепление “+”, ослабление “-“)
USD/AMD	473.71	483.75	-2.08
EUR/AMD	531.36	528.69	+0.51
RUB/AMD	7.25	6.62	+9.52

²⁴ Показатель реального обменного курса за четвертый квартал 2015 года является оценкой ЦБ РА.

Динамика обменного курса драма РА к доллару США, евро и рублю РФ



Средний обменный курс драма за четвертый квартал 2015 года в годовом выражении

Валютная пара	Средний обменный курс в четвертом квартале 2014 г.	Средний обменный курс в четвертом квартале 2015 г.	% (укрепление “+”, ослабление “-“)
USD/AMD	431.32	478.54	-9.87
EUR/AMD	538.14	523.87	+2.72
RUB/AMD	9.11	7.26	+25.53

Совокупный объем операций доллар США - драм РА, осуществленных на валютном рынке в течение квартала, составил 2,65 млрд долларов США, уменьшившись на 22,74% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (3,43 млрд долларов США).

Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро - драм РА, составил 270,05 млн евро вместо 304,98 млн евро в четвертом квартале предыдущего года (-11,45%). Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций рубль РФ - драм РА составил в течение квартала 20,73 млрд рублей, увеличившись по сравнению с тем же периодом 2014 года на 51,98% (13,64 млрд рублей).

3.4. Платежный баланс²⁵

В четвертом квартале 2015 года продолжилось снижение дефицита торгового баланса несмотря на ухудшение условий торговли²⁶. Хотя темпы сокращения денежных переводов физических лиц замедлились по сравнению с предыдущим кварталом, тем не менее, снижение было больше, чем прогнозировалось. Обусловлено это было углублением в четвертом квартале негативных развитий экономики России. В результате дефицит текущего счета в четвертом квартале 2015 года увеличился по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, несмотря на снижение дефицита торгового баланса.

Дефицит текущего счета, несмотря на рост чистых внешних активов частного сектора, финансировался в основном иностранными прямыми инвестициями и государственным сектором за счет кредитных средств. В результате развитий платежного баланса четвертого квартала значительно увеличились чистые внешние активы ЦБ РА.

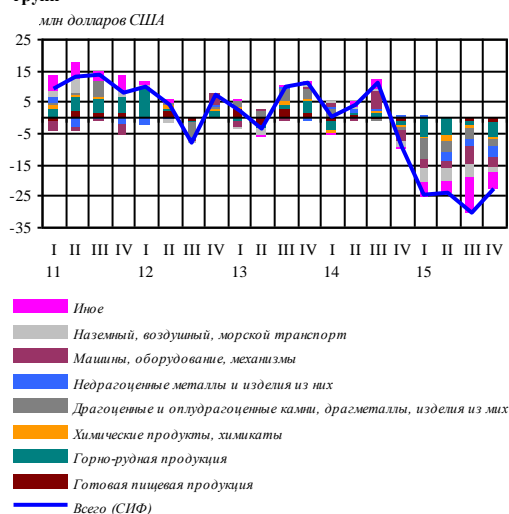
3.4.1. Счет текущих операций

В 2015 году показатель “дефицит текущего счета/ВВП” значительно улучшился (примерно на 30%, в предыдущем году – 7,3%). В том числе, в четвертом квартале 2015 года, согласно оценкам, показатель “дефицит текущего счета/ВВП” увеличился по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 1,3 п.п. Долларовая стоимость дефицита текущего счета в четвертом квартале 2015 года увеличилась по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 129,50 млн долларов США и составила 187,3 млн долларов США.

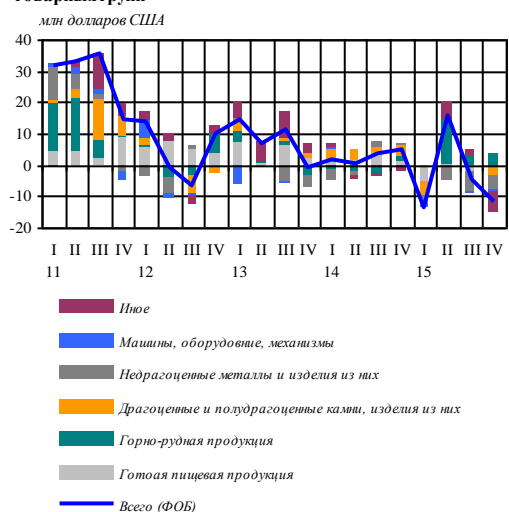
²⁵ Показатели за четвертый квартал 2015 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

²⁶ Согласно оценкам темпы снижения долларовых цен на экспорт в годовом выражении значительно превысили аналогичный показатель темпа снижения долларовых цен на импорт.

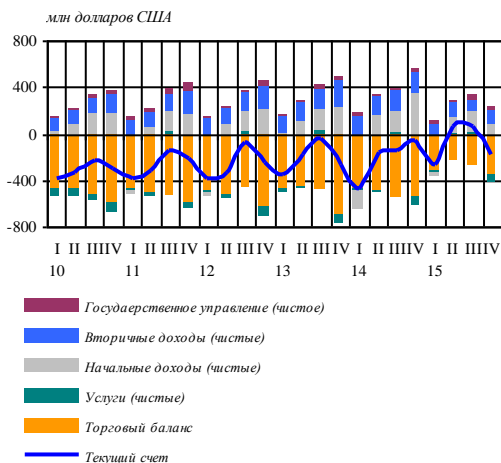
Изменение в годовом выражении долларовой стоимости экспорта товаров и содействие основных товарных групп²⁸



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



В 4-м квартале 2015 г., по сравнению с 4-м кварталом предыдущего года, дефицит текущего счета увеличился



В четвертом квартале 2015 года долларовая стоимость экспорта товаров²⁷ снизилась на 11,5% в годовом выражении, что было обусловлено замедлением темпов роста реального объема экспорта и высоким темпом непрерывного снижения цен на экспорт. Долларовая стоимость импорта товаров снизилась на 23,1% в годовом выражении, в силу снижения цен на импорт и высокого темпа непрерывного сокращения реальных объемов импорта.

В четвертом квартале 2015 года дефицит торгового баланса, несмотря на ухудшение условий торговли, уменьшился в результате высокого роста экспорта и реального снижения импорта на 180,5 млн долларов США и составил 358,1 млн долларов США.

Снижение в четвертом квартале 2015 года долларовой стоимости экспорта было обусловлено снижением долларовой стоимости экспорта сырьевых продуктов, которые зависят от ценовых развитий на международных товарных рынках. В отличие от этих товаров, товары потребительского характера имели положительное развитие. Здесь можно выделить довольно высокий рост экспорта товаров группы “Текстильная продукция”, в результате которого рост его долларовой стоимости перекрыл некоторое снижение долларовой стоимости экспорта товаров группы “Готовая пищевая продукция”. Среди товаров этой группы следует выделить существенный рост объемов экспорта “Табачные изделия”, в основном, в страны Ближнего Востока и азиатского региона.

Снижение в четвертом квартале 2015 года долларовой стоимости импорта было обусловлено снижением импорта по части всех групп товаров.

Дефицит баланса услуг в четвертом квартале уменьшился на 9,7 млн долларов США и составил 61,7 млн долларов США. Обусловлено это было, в основном, значительным снижением отрицательного баланса транспортных услуг в годовом выражении. В результате оценивается, что рост долларовой стоимости экспорта услуг за четвертый квартал составил 5,3% в годовом выражении, снижение импорта услуг – 6,5% в годовом выражении.

Несмотря на то, что в четвертом квартале 2015 года темпы снижения денежных переводов физических лиц по сравнению с предыдущим кварталом замедлились²⁹, однако их снижение продолжилось вследствие углубления негативных развитий экономики России. Например, чистый приток по статье “Заработная плата трудовых мигрантов” снизился на 26,6% годовых и составил 211,1 млн долларов США, превысив чистый отток по статье “Доходы от вложений”. По статье “Начальные доходы” был отмечен чистый приток на 79,3 млн долларов США. Чистый приток частных трансфертов снизился на 27,0% годовых и составил 120,8 млн долларов США.

3.4.2. Счет операций с капиталом и финансовых операций³⁰

В четвертом квартале 2015 года был отмечен большой объем чистого притока по “Счету операций с капиталом, и финансовых операций”, составившего 340,0 млн долларов США. Обусловлено это было большими объемами чистого притока государственных кредитных средств, а также

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

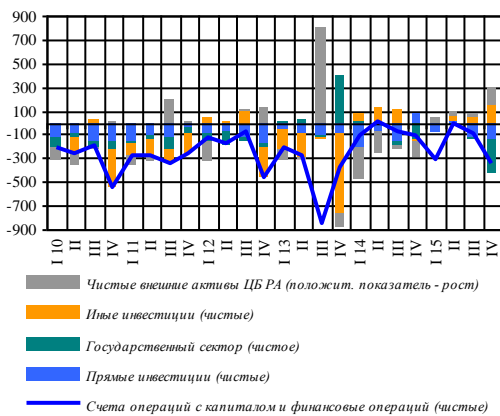
²⁸ Показатели по экспорту и импорту групп товаров представлены в ценах FOB и СИФ соответственно.

²⁹ В четвертом квартале 2015 года было отмечено снижение чистого притока некоммерческих переводов физических лиц на 28,5% в годовом выражении.

³⁰ Показатели счетов движения капиталов за четвертый квартал 2015 года являются прогнозами и оценками ЦБ РФ.

В 4-м квартале 2015 г. по счетам операций с капиталом и финансовым операциям был отмечен большой объем чистого притока средств

(“+” - чистое кредитование, “-” - чистое заимствование)
млн долларов США



прямых иностранных инвестиций, несмотря на рост чистых внешних активов частного сектора. В результате развития платежного баланса чистые внешние активы ЦБ увеличились на 152,7 млн долларов США.

Капитальные трансферты остались в четвертом квартале 2015 года примерно на уровне аналогичного периода предыдущего года и составили 16,0 млн долларов США.

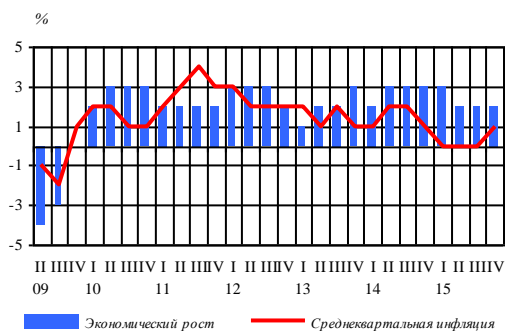
Чистый приток иностранных прямых инвестиций составил в текущем квартале 137,3 млн долларов США вместо чистого оттока в 67,3 млн долларов США в том же квартале предыдущего года. По части государственных кредитов был отмечен большой объем чистого притока в 288,7 млн долларов США (основные источники – Евразийский банк развития, Всемирный банк, и Азиатский банк развития), вместо 151,3 млн долларов США чистого притока в четвертом квартале предыдущего года.

Чистые внешние активы частного сектора увеличились на 134,7 млн долларов США по сравнению с уменьшением в аналогичном квартале предыдущего года на 11,4 млн долларов США. В том числе, чистые внешние активы коммерческих банков увеличились на 90,0 млн долларов США, а чистые внешние активы иного частного сектора выросли на 44,7 млн долларов США.

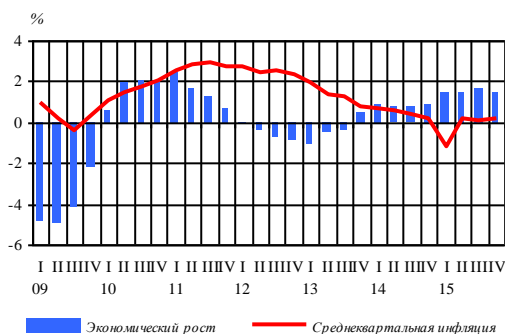
3.5. Внешняя среда

В четвертом квартале 2015 года в странах - торговых партнерах РФ - в США и еврозоне был отмечен умеренный экономический рост, а спад в России несколько углубился по сравнению с предыдущим кварталом.

В 4-м квартале 2015 г. экономический рост замедлился



В 4-м квартале 2015 г. инфляция в еврозоне слегка ускорилась



Согласно предварительной оценке Бюро анализа Министерства торговли США, в четвертом квартале 2015 года в Соединенных Штатах Америки экономический рост составил 0,7 1,5% кв/кв годовых вместо 1,5% в предыдущем квартале, а рост в годовом выражении составил 1,8% вместо 2,1% в предыдущем квартале. Основными факторами, негативно повлиявшими на медленный ход экономического роста, явилось сокращение чистого экспорта вследствие укрепившегося обменного курса. Примечательно, что замедление темпов экономического роста США было отмечено на протяжении всего 2015 года, и средний показатель роста для года составил 2,4%. Средняя квартальная инфляция в США составила в четвертом квартале 2015 года 0,5% вместо 0,1% в предыдущем квартале, а инфляция к концу года составила 0,7%. Тем не менее, инфляция продолжает оставаться на низком уровне от целевого показателя, в силу, в основном, укрепленного обменного курса, а также низких цен на нефть. Следует отметить, что в четвертом квартале Федеральная резервная система США повысила процентные ставки политики на 0,25 п.п., и целевой коридор процентных ставок составил 0,25 – 0,5%.

Согласно предварительным оценкам Евростата, в зоне евро экономический рост в четвертом квартале 2015 года составил 1,5% в годовом выражении вместо 1,6% роста в предыдущем квартале, а в 2015 году – 1,5%. В четвертом квартале 2015 года в странах еврозоны наблюдалось ускорение темпов инфляции: в среднем был отмечен 0,16% рост вместо 0,07% инфляции в предыдущем квартале, а 12-месячная инфляция составила к концу года 0,2%. Европейский центральный банк сохранил в четвертом квартале 0,05% процентную ставку политики, а ставку привлечения денежных средств установил минус 0,3% вместо прежней ставки минус 0,2%. ЕБЦ продолжил запущенную еще в конце 2014 года прог-

рамму количественного расширения по покупке обеспеченных активами ценных бумаг и обеспеченных облигаций и начатую с 2015 года программу покупки суверенных облигаций.

В четвертом квартале 2015 года на валютном рынке евро ослаб по отношению к доллару США на 1,5% кв/кв (ослабление в годовом выражении составило 12,3%) и средний обменный курс составил 1,09 доллара США за евро.

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы России, в четвертом квартале 2015 года вновь был отмечен экономический спад, составивший 3,8% в годовом выражении, вместо спада в 4,1% в предыдущем квартале. Экономический спад в 2015 году в среднем составил 3,7%. В условиях ослабления в четвертом квартале 2015 года обменного курса российского рубля примерно на 28,9% в годовом выражении, 12-месячная инфляция в России составила 13,8% (вместо 14,6% в предыдущем квартале), а к концу года была отмечена 12,9% инфляция в годовом выражении. Следует отметить, что по сравнению с предыдущим кварталом российский рубль ослаб в четвертом квартале на 4,3%. В условиях подобных развитий экономики Центральный банк России оставил процентную ставку политики на том же уровне 11,0%.

В четвертом квартале 2015 года **цена на сырую нефть марки Брент** на бирже “Intercontinental Exchange” (ICE), обусловленная большими объемами выработки и слабым мировым спросом, продолжила падение, снизившись по сравнению с предыдущим кварталом примерно на 13,4%, составив в среднем 43,2 доллара США за баррель (снижение в годовом выражении – 42,6%). В предыдущем квартале международная цена на баррель нефти составляла 49,9 млн долларов США (о развитиях международного рынка нефти см. во вкладыше 7).

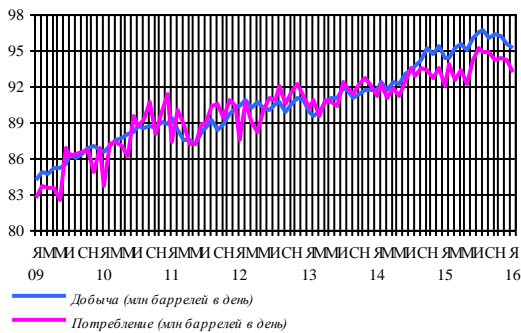
Вкладыш 7

Развития на рынке нефти

Уже второй год подряд на международном рынке нефти наблюдается непрерывная тенденция падения цен. За последние полтора года цены по сравнению с первым полугодием 2014 года упали примерно на 70%. Главным фактором, оказавшим содействие этому, явилось значительное увеличение объемов мирового предложения нефти.

Благодаря эксплуатации новых буровых установок и развитию технологий по добыче сланцевой нефти в нефтепромышленности США, начиная с 2009 года наблюдается значительный рост объемов нефти. По объему добычи в США уже в 2014 году приблизились к лидирующим странам на международном нефтяном рынке – Саудовской Аравии и России, тем самым США нарушили равновесие в расстановке сил на мировом энергетическом рынке и вызвали дисбаланс предложения и спроса на рынке, а следовательно, и падение цен. С другой стороны, большему обвалу цен оказал содействие также слабый мировой спрос, где важную роль сыграло влияние замедления экономики особо крупного импортера нефти - Китая. Однако в такой ситуации страны-члены ОПЕК, вместо сокращения объемов предложения на рынке, стали наращивать объемы добычи для того, чтобы, не потерять свои позиции на международном рынке. Это обстоятельство еще больше усугубило рыночное неравновесие и вызвало дополнительные дефляционные давления. Определенное содействие снижению цен на нефть в 2015 году оказала также денежно-кредитная политика США и укрепление на этом фоне доллара США, в результате импорт нефти, котированной в долларах, стал недоступен для стран-импортеров, и что вызвало спад спроса на нефтепродукты. В начале 2016 года были от-

Мировое предложение нефти превышает мировой спрос



менены экономические ограничения против Ирана, связанные с экспортом иранской нефти, и Иран смог вступить на международный рынок нефти, чем оказал содействие увеличению предложения на рынке. После снятия санкций с января 2016 года Иран старается восстановить свою добычу и планирует в 2016 году увеличить объемы добычи и обеспечить дополнительные поставки на 1 млн баррелей в день (отметим, что по данным за январь, Иран уже увеличил поставки нефти на 2,86 млн баррелей в день). Примечательно, что информация о выходе Ирана на рынок еще с 2015 года запустила цепную реакцию рыночных ожиданий, оказав содействие снижению цены на нефть.

Судя по оценкам предельных затрат и точки безубыточности стран и организаций - поставщиков нефти можно отметить, что цены на нефть, по своей видимости, уже близки к нижней границе. Тем не менее, существенного роста цен на нефть в ближайшие годы не ожидается. Все международные аналитические организации снизили свои прогнозы относительно цен на нефть в 2016 году. В частности, согласно прогнозу Morgan Stanley в 2016 году средняя цена на сырую нефть марки Brent составит 49 долларов за баррель, а в начале 2017 года - достигнет 59 долларов за баррель. Согласно прогнозу Barclays в 2016 году средняя цена на нефть составит 37 долларов за баррель, а в 2017 году - 43 доллара за баррель. Компания Citigroup оценила цены на нефть для 2016 в среднем в 40 долларов за баррель и рост до конца года до 52 долларов за баррель.

В краткосрочном отрезке имеются риски относительно развития цен на нефть. В частности, вероятное ослабление доллара США содержит риски, связанные с ростом цен на нефть. Неопределенности вокруг реальных объемов поставок иранской нефти на рынок, а также вероятное сокращение объемов добычи нефти в США также вызовут риски, связанные с неопределенностями изменения предложения и установлением международных цен. Риски, связанные со спросом на нефть и потреблением, в основном, зависят от большего, чем ожидается, замедления экономического роста Китая.

Цена на медь на Лондонской бирже металлов снизилась в четвертом квартале 2015 года на 7,3% кв/кв (снижение в годовом выражении – 26,4%), составив в среднем 4879 долларов США за тонну. Факторами, способствующими дефляции, остаются слабый спрос Китая и укрепление курса доллара США.

Цена экспортируемых сортов твердой красной пшеницы, в силу мирового производства и больших запасов, продолжила снижение в четвертом квартале на 8,9% кв/кв, составив в среднем 4,42 доллара США за бушель (снижение в годовом выражении – 26,4%).

Индекс цен на необработанный сахар на бирже “New York Board-Intercontinental Exchange” (NYB-ICE) повысился в четвертом квартале 2015 года на 25,8% кв/кв (снижение в годовом выражении – 7,95%). Обусловлено это задержкой сбора урожая в Бразилии - основного производителя и поставщика.

Средняя цена на рис на бирже “Chicago Board of Trade” (CBOT) в четвертом квартале 2015 года, в силу сохранения больших объемов производства, снизилась на 4,2%, и составила за один американский центнер (45,3 кг) 16,3 доллара США (снижение в годовом выражении – 14,8%).

В четвертом квартале сохранились дефляционные тенденции на рынках сырьевых и продовольственных товаров, что совпало с прогнозами предыдущей Программы по продовольственным товарам, а фактические развития цен на сырьевые продукты отклонились в сторону снижения, что было обусловлено, в основном, изменением рыночных оценок относительно объемов добычи.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В 2015 году *в основных странах-партнерах РА* продолжатся тенденции медленного роста экономической активности, в результате *внешний спрос* остался на низком уровне. *На международных рынках основных товаров* в течение года были отмечены дефляционные тенденции. *В прогнозируемом горизонте* из внешнего сектора *существенных инфляционных давлений не ожидается*.

Рост экономической активности в течение 2015 года *составил 3,1%*, обусловленный, в основном, ростом объемов выпуска отраслей сельского хозяйства и горнодобывающей промышленности. В результате *экономический рост в 2015 году оценивается в 3,1-3,3%*.

Экономический рост в 2016 году ожидается в пределах 1,5-2,6%. *Экономический рост в 2015 году ожидается в пределах 3,2-3,9%*, Этот сравнительно низкий показатель обусловлен прогнозом слабого восстановления экономики стран-партнеров, низким уровнем цен на рудное сырье и высокой степенью насыщенности сферы сельского хозяйства. *С 2017 года темп экономического роста ускорится* и к концу прогнозируемого горизонта *установится в пределах 3,0 – 4,5%*.

Таким образом, *в прогнозируемом горизонте*, в результате стабилизации частного потребления и в целом сдерживающего воздействия налогово-бюджетной политики, *воздействие совокупного спроса на внутренние цены будет в некоторой степени дефляционным и нейтрализуется к концу прогнозируемого горизонта*.

В конце 2015 года *12-месячная инфляция составила минус 0,1%*, что было обусловлено сохраняющимся слабым внешним и внутренним спросом, большим предложением продукции сельского хозяйства, а также тем, что в конце года во внутренних ценах уже частично отразилось отмеченное в течение года снижение внешних цен.

В конце прогнозируемого горизонта 12-месячная инфляция стабилизируется вокруг своего целевого 4% уровня. В первом полугодии 2016 года сохранится слабая дефляционная среда, поскольку ни из внутренней экономики, ни из внешней среды инфляционные давления не ожидаются. В прогнозах инфляции было учтено инфляционное воздействие от изменения акцизного налога, предусматриваемое в мае 2016 года. В свете этих развитий ЦБ оценивает, что к концу года 12-месячная инфляция окажется у нижней границы диапазона допустимых колебаний, а в последующие месяцы, под воздействием расширяющей денежно-кредитной политики, постепенно расширится, приблизится и закрепится *в прогнозируемом горизонте* вокруг целевого показателя.

Согласно оценкам ЦБ, в создавшейся низкой инфляционной среде в первом квартале 2016 года целесообразно продолжит ослабление денежно-кредитных условий, что вместе с осуществляемым с начала 2015 года смягчением денежно-кредитных условий приведет к расширению совокупного предложения и достижению целевого уровня инфляции в прогнозируемом горизонте. Причем, в условиях все еще сохраняющихся сравнительно высоких инфляционных ожиданий на фоне “жесткости” цен (в сторону снижения) и риска увеличения долларизации, *Совет ЦБ придает большое значение постепенному ослаблению денежно-кредитных условий*.

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины в краткосрочном периоде оцениваются в сторону снижения, а в среднесрочном периоде будут равновесные. Риски в сторону снижения в краткосрочном периоде в основном обусловлены снижением международных цен на сырьевые и продовольственные товары и максимальной

передачей их дефляционного воздействия на внутренние цены, а также развитиями цен на сельхозпродукцию. В среднесрочном периоде **риски, вытекающие из внешнего и внутреннего секторов**, в основном сохранились по сравнению с прежними прогнозами. В частности, **риски внешнего сектора** связаны с оттоком капитала из развивающихся стран в США и ростом волатильности денежных единиц развивающихся стран, замедлением мирового экономического роста и спадом мировых цен на сырьевые и продовольственные товары в результате резкого замедления экономического роста Китая. **Риски, вытекающие из внутренней экономики**, обусловлены, в основном, развитиями в отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий, ходом восстановления внутреннего спроса, темпом восстановления роста частных вложений, а также стимулирующими программами, осуществляемыми Правительством. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.