

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
за номером
127-А от 21.05.2015*

**Обзор
инфляции**

*Программа денежно-кредитной политики.
2-ой квартал, 2015 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 1-го квартала 2015 г.*

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	7
<i>2.1. Внешняя среда</i>	<i>7</i>
<i>2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос</i>	<i>9</i>
<i>2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте</i>	<i>15</i>
3. Фактические развития первого квартала 2015 года	19
3.1. Инфляция	19
<i>3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции.....</i>	<i>19</i>
<i>3.1.2. Цены на импорт и цены производителей</i>	<i>22</i>
<i>3.1.3. Инфляционные ожидания</i>	<i>23</i>
3.2. Совокупный спрос и предложение	23
<i>3.2.1. Совокупное предложение</i>	<i>23</i>
<i>3.2.2. Совокупный спрос</i>	<i>24</i>
<i>3.2.3. Рынок труда</i>	<i>25</i>
<i>3.2.4. Налогово-бюджетная политика</i>	<i>26</i>
3.3. Деньги и развития финансового рынка	27
<i>3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты</i>	<i>27</i>
<i>3.3.2. Обменный курс</i>	<i>30</i>
3.4. Платежный баланс	32
<i>3.4.1. Текущий счет</i>	<i>32</i>
<i>3.4.2. Счет движения капиталов</i>	<i>32</i>
3.5. Внешняя среда	33
4. Заключение	35

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

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

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

Прогнозы в настоящем отчете составлены на основании фактической информации на дату до 12-го мая 2015 года - дня утверждения процентной ставки рефинансирования, результатов опросов Центрального банка и выводов, сделанных на основе информации о будущих макроэкономических развитиях.

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

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

Согласно прогнозам ЦБ РФ в течение 2015 года 12-месячная инфляция будет находиться у верхней границы диапазона допустимых колебаний целевого показателя $4\% \pm 1,5$ пп и в 2016 году стабилизируется в пределах целевого показателя.

Прогнозируется, что уровень экономического роста в 2015 году будет выше показателя предыдущего прогноза, в силу положительных развитий первого квартала по части экономической активности. В 2016 году темпы экономического роста останутся на том же уровне, затем ускорятся, постепенно приближаясь к долгосрочному равновесному уровню.

В первом квартале 2015 года ожидается 2,1-2,5% экономический рост.

Экономический рост в 2015 году был пересмотрен в сторону повышения по сравнению с предыдущим прогнозом: он составит 1,6-2,6%.

Согласно прогнозам ЦБ РФ в течение 2015 года 12-месячная инфляция будет находиться у верхней границы диапазона допустимых колебаний целевого показателя $4\% \pm 1,5$ пп и в 2016 году стабилизируется в пределах целевого показателя. Прогнозируется, что уровень экономического роста в 2015 году будет выше показателя предыдущего прогноза, в силу положительных развитий первого квартала по части экономической активности. В 2016 году темпы экономического роста останутся на том же уровне, затем ускорятся, постепенно приближаясь к долгосрочному равновесному уровню.

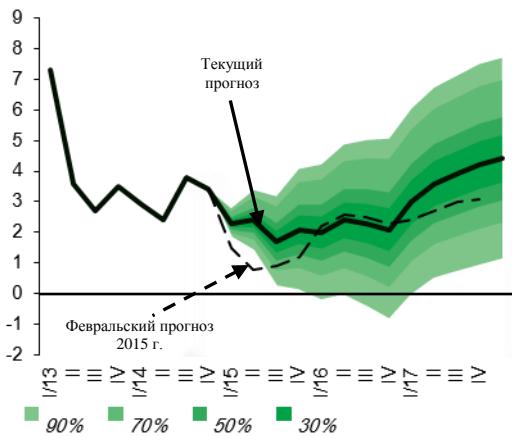
В первом квартале 2015 года внутренний спрос слегка увеличился по сравнению с прогнозом, за счет меньшего снижения **частного потребления**, при этом **инвестиционная активность** соответствовала ожидаемому низкому уровню, в силу, в основном, слабой активности в сфере строительства и замедления темпов роста объемов кредитования предприятий. В результате оценивается, что в первом квартале 2015 года расходы на частное потребление снизятся по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 1,3%, а частные вложения – на 7,4%. Негативное воздействие указанных факторов на совокупный спрос в некоторой степени смягчилось в силу лагового воздействия проводимых в предыдущем году расширяющей фискальной и денежно-кредитной политик и воздействия продолжающейся в первом квартале 2015 года расширяющей фискальной политики. Слегка высокий показатель активности с точки зрения предложения был обусловлен превысившим ожидания ростом объемов выпуска сельхозпродукции и меньшим, чем прогнозировалось, спадом отрасли строительства. В свете вышесказанного ожидается, что в первом квартале 2015 года **экономический рост окажется в пределах 2,1-2,5%**.

Согласно прогнозам ЦБ, в 2015 году сократятся как частное потребление, так и частные вложения - на 2,5% и 8,0% соответственно. Предусматриваемый в течение года налогово-бюджетный импульс (рассчитанный относительно предыдущего года) будет расширяющим на 2,0-2,5. Учитывая, что сведения по первому кварталу 2015 года о развитиях внешней торговли нецелостные из-за неполного сбора показателей по торговле, прогнозы для 2015 года относительно реального роста экспорта и импорта товаров и услуг не были пересмотрены: реальный рост экспорта товаров и услуг составит 7,0-9,0%, а реальный спад импорта – 4,0-6,0%. Темпы роста денежных переводов физических лиц в долларовом выражении снизятся на 25%. Показатель несколько улучшился по сравнению с предыдущим прогнозом, благодаря более быстрым, чем ожидалось, темпам укрепления российского рубля.

В результате **экономический рост в 2015 году был пересмотрен в сторону повышения по сравнению с предыдущим прогнозом, и составит 1,6-2,6%**, чему окажут содействие обеспечение финансовой стабильности и ослабление в первом квартале денежно-кредитных условий, осуществление более стимулирующей, чем предусматривалось, фискальной политики, и положительные развития отрасли сельского хозяйства.

В прогнозируемом горизонте темпы экономического роста останутся на том же уровне, затем постепенно ускорятся и приблизятся к своему долгосрочному равновесному уровню, что будет обусловлено осуществлением предусмотренных Правительством ряда программ в экспортируемом сегменте и постепенным улучшением внешней экономической среды. Причем, учитывая снижение долгосрочных равновес-

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



К концу марта 12-месячная инфляция составила 5,8%.

В первом квартале 2015 года ЦБ существенно ослабил денежно-кредитные условия: ломбардная ставка репо была постепенно снижена с 20% до 12%.

В 2015 году в условиях инфляционных развитий вследствие возможного удорожания тарифов на электроэнергию, 12-месячная инфляция останется у верхней границы допустимого диапазона колебаний.

ных уровней экономического роста в условиях увеличения неопределенностей, связанных с дальнейшими экономическими развитиями основных торговых партнеров Армении¹, и замедление иностранных капитальных вложений, поступающих из этих стран, а также сохраняющуюся во внутренней экономике слабую инвестиционную активность, **долгосрочный равновесный уровень роста экономики РА был пересмотрен в сторону снижения, составив 4-5%.**

Таким образом, **в прогнозируемом горизонте**, в результате стабилизации частного потребления и нейтрального, в целом, воздействия фискальной политики, **воздействие совокупного спроса на внутренние цены будет нейтральное.**

В первом квартале 2015 года **в странах - основных торговых партнерах РА** сохранилась тенденция медленного роста экономической активности, в результате **внешний спрос** остался на низком уровне. **На основных международных рынках сырья и продовольствия** продолжились дефляционные развития, которым способствовали также укрепление доллара США и ожидания богатого урожая на рынке продовольствия.

В прогнозируемом горизонте, в условиях постепенного ускорения экономического роста мировой экономики и экономики основных партнеров РА, ожидается стабильный рост цен на сырьевые и продовольственные товары, а также относительная стабилизация и дальнейшее укрепление национальных валют стран-партнеров, которые окажут положительное воздействие на экономику РА. Тем не менее, со стороны внешнего сектора **существенных инфляционных давлений не ожидается.**

В первом квартале 2015 года **динамика 12-месячной инфляции**, как и ожидалось, была растущей. В результате **к концу марта 12-месячная инфляция составила 5,8%**, что близко верхней границы диапазона допустимых колебаний.

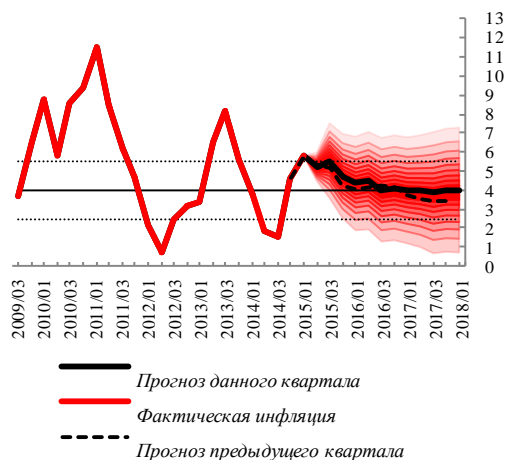
Несмотря на сформировавшийся высокий уровень инфляции, под воздействием решительных действий ЦБ, предпринятых в конце 2014 года, инфляционные ожидания в первом квартале 2015 года закрепились, обусловив, в основном, нейтрализацию создавшейся напряженности на финансовом и товарном рынках РА. Исходя из этого **в первом квартале 2015 года ЦБ существенно ослабил денежно-кредитные условия: ломбардная ставка репо** была постепенно снижена с 20% до 12%. В то же время, в целях сохранения в долгосрочном отрезке денежно-кредитной позиции РА в условиях тенденций роста инвестиционных рисков и процентных ставок в развивающихся странах, в первом квартале 2015 года ЦБ повысил процентную ставку рефинансирования, установив ее на уровне 10,5%. В результате была восстановлена естественная удаленность процентной ставки инструмента ломбардного репо от ставки рефинансирования на 1,5 пп и снизились краткосрочные рыночные ставки. **В первом квартале 2015 года** вступил в силу также **нулевой или слабый механизм обязательного резервирования** по привлеченным банками долгосрочным средствам и были осуществлены **иные макро-руденциальные мероприятия**. (подробнее см. в разделе "3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции").

В заключение следует отметить, что в первом квартале, в целом, имело место ослабление денежно-кредитных условий.

В 2015 году в условиях инфляционных развитий, обусловленных возможным удорожанием тарифов на электроэнергию, **12-месячная инфляция останется у верхней границы допустимого диапазона колебаний.** Инфляция затем постепенно снизится, в силу большего сезон-

¹ Подробнее см. в разделе "2.1. Внешняя среда".

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



ного снижения цен на продовольственные товары и ожидаемого слабого спроса во внешней и внутренней экономиках.

Согласно прогнозам ЦБ, сохранение во втором полугодии существующего в настоящее время уровня ставки рефинансирования позволит с 2016 года стабилизировать 12-месячную инфляцию вокруг целевого показателя. В дальнейшем, в зависимости от экономических развитий, ЦБ скорректирует, при необходимости, направления денежно-кредитной политики, обеспечив достижение целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке.

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины будут равносторонними, как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах. Причем, *риски, вытекающие из внешнего сектора*, связаны, главным образом, с восстановлением темпов роста мировой экономики и развитиями цен на международных рынках сырья и продовольствия. *Риски, вытекающие из внутренней экономики*, обусловлены, в основном, ходом восстановления внутреннего спроса, осуществляемыми стимулирующими программами Правительства, экономическими последствиями процесса региональной интеграции, а также развитиями в отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий. С другой стороны, отсутствие четкой информации о размере и сроках возможного удорожания тарифов на электроэнергию значительно усиливает неопределенности, связанные с инфляционными развитиями. 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 2015 г. медленные темпы роста мировой экономики и роста экономики стран – торговых партнеров РФ продолжатся, что отразится, главным образом, на экономиках развивающихся стран.

В 2015 году медленные темпы роста мировой экономики и роста экономик стран-партнеров РФ продолжатся, что отразится, главным образом, на экономиках развивающихся стран, тогда как в развитых странах ожидается определенное ускорение экономической активности.

Во внешнем секторе в краткосрочном отрезке дефляционные тенденции продолжатся, обусловленные медленным ростом мировой экономики, а в прогнозируемом среднесрочном горизонте в условиях постепенного роста мирового спроса будут наблюдаться слабые инфляционные тенденции.

Во внешнем секторе в краткосрочном отрезке продолжатся дефляционные тенденции, обусловленные медленным ростом мировой экономики, а в прогнозируемом среднесрочном горизонте в условиях постепенного роста мирового спроса будут наблюдаться слабые инфляционные тенденции.

В результате анализа, проведенного в апрельском отчете 2015 года “Перспективы развития мировой экономики”, МВФ переоценил темпы долгосрочного стабильного экономического роста развитых и развивающихся стран в направлении снижения, что обусловлено проблемой старения населения и медленными темпами роста капитала. На базе данного анализа США и ЕС снизили оценки долгосрочного стабильного экономического роста примерно на 0,5 пп.

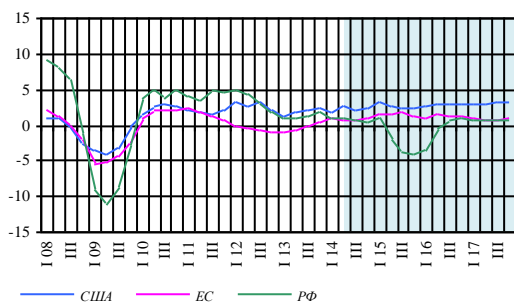
В начале 2015 года было отмечено замедление экономического роста **США**. Оценка для 2015 года составляет 2,6%, которая в прогнозируемом горизонте ускорится, достигнув 3,2% в 2017 году. Несмотря на убывающую с конца предыдущего года инфляцию, в условиях восстановления экономической активности и спроса, Федеральная резервная система **США** прогнозирует повышение процентных ставок политики со второй половины 2015 года.

В 2015 году в **евроzone**, после замедления в предыдущем году экономической активности, ожидается тенденция некоторого ускорения экономического роста. Снижение цен на нефть, ослабление обменного курса и расширяющая программа Европейского центрального банка по покупке активов сыграют положительную роль в ускорении экономического роста. Экономический рост составит в 2015 году 1,5% и в прогнозируемом горизонте стабилизируется вокруг этого показателя. Европейский центральный банк, в условиях непрерывного усиления дефляционной среды, продолжит до середины 2016 года проведение политики низких процентных ставок. В то же время, ЕЦБ продолжит стартовавшие в конце 2014 года и начале 2015 года программы количественного расширения до сентября 2016 года, в результате денежно-кредитная политика будет более расширяющей, направленной на регулирование инфляции.

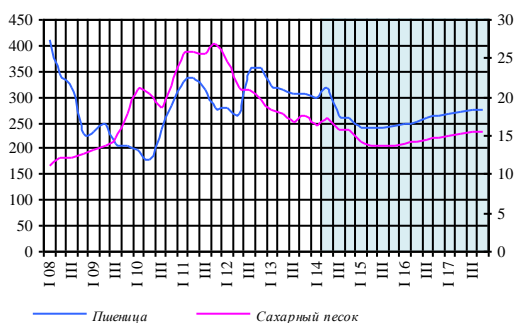
В России, в результате отмеченного в конце 2014 года и начале 2015 года существенного экономического колебания, в 2015 году ожидается спад экономики, который в среднем составит 2,2% (к концу года спад достигнет 4%). Экономический спад продолжится до середины 2016 года, и только в конце прогнозируемого горизонта будет отмечен положительный рост экономической активности – примерно 0,7%. Ожидается, что последствия спада цен на нефть и жестких экономических санкций,

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.)

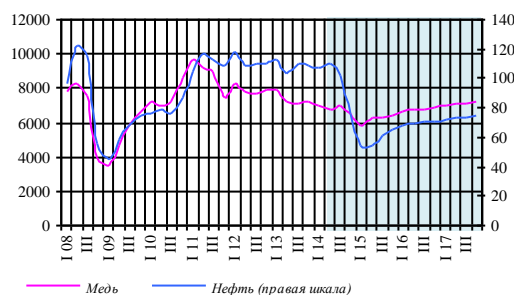
Экономический рост стран - торговых партнеров (%)



Продовольственные товары (доллары США)



Сырьевые товары (доллары США)



воздействие которых уже наблюдались в конце 2014 года, еще резче проявятся в текущем и последующем 2016 годах. Вместе с прогнозом ослабления спроса в 2015 году, в качестве благоприятного фактора для экономического роста послужит замена импорта продукцией местного производства, что значительно ослабит шок, вызванный ухудшением условий внешней торговли. Вместе с этим, ослабление обменного курса и торговые ограничения будут иметь определенное положительное воздействие на обеспечение роста выпуска продукции в некоторых отраслях производства, улучшение внешней позиции, пострадавшей от снижения цен на нефть, восстановление экономического роста и сохранение уровня занятости. Обусловленная обвалом рубля высокая 12-месячная инфляция сохранит тенденцию в течение всего 2015 года, составив к концу года 12%. Тем не менее, в прогнозируемом горизонте ожидается некоторая стабилизация обменного курса, связанная с прогнозом роста цен на нефть и восстановлением потоков капитала.

Отметим также, что МВФ в своем апрельском отчете прогнозировал для 2015 года 3,5% показатель мирового экономического роста, а для 2016 года – 3,8% (почти соответствует предыдущему январскому прогнозу).

По сравнению с предыдущим годом, перспективы, предусматриваемые для стран с развитой экономикой, улучшились, тогда как в странах с развивающейся экономикой ожидается замедление экономического роста.

Дефляция на рынках **основных сырьевых и продовольственных товаров** в условиях медленного роста мировой экономики продолжится до середины 2015 года, однако в прогнозируемом горизонте ожидаются определенные тенденции восстановления, связанные с сокращением производства и предложения в среднесрочном отрезке из-за низких цен, а также с постепенным ростом мирового спроса. В то же время, развития на рынках отдельных товаров будут обусловлены характерными для них фундаментальными основами, в частности, тарифы на энергоносители будут обусловлены геополитическими и международными развитиями, а цены на продовольственные товары – погодными условиями.

Риски, связанные с прогнозами мировой экономики, продолжают оставаться значимыми, однако по сравнению с предыдущим прогнозом они стали более разнovesными. В частности, сохранение международных цен на сырьевые и продовольственные товары на низком уровне обеспечит положительное воздействие с точки зрения мирового спроса. Риски, связанные с экономическими развитиями России, направлены в основном на углубление спада экономики и на сохранение в долгосрочном отрезке, в силу проявления рисков, связанных с усилением экономических санкций и негативными воздействиями оттока капитала. Следует также отметить, что риски в направлении снижения экономического роста еврозоны все еще сохраняются, в силу замедления структурных реформ в странах еврозоны и геополитических развитий.

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

Товарные рынки в прогнозируемом горизонте

Согласно апрельскому докладу ОПЕК 2015 года по рынку нефти, в 2015 году ожидается рост спроса на нефть на 1,17 млн бар/сут, а потребление составит примерно 92,45 млн бар/сут. Рост выработки нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК, составит 0,68 млн бар/сут, вместо 0,48 млн бар/сут в предыдущем году, тогда как рост объемов выработок стран-членов ОПЕК составит в 2015 году 0,19 млн бар/сут (вместо 0,18 бар/сут в предыдущем году). В указанных условиях ожидается сохранение низких цен в краткосрочном отрезке. И несмотря на уже начавшееся замедление капитальных вложений в нефтепромышленность, это воздействие проявится только в среднесрочном отрезке. В то же время, на рынке нефтепродуктов сохранились неопределенности, обусловленные решениями, принятыми производителями нефти относительно объемов выработки, а также геополитическими развитиями.

В силу замедления потенциального экономического роста в Китае и медленного роста мировой экономики, на рынках промышленных металлов будет наблюдаться медленный рост цен.

Согласно апрельскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай зерновых в 2014/2015 маркетинговом году составит 726,5 млн тонн (по сравнению с предыдущим годом объем производства вырос примерно на 9,7 млн тонн). Объемы запаса зерна составят в 2015 году 199 млн тонн и рост по сравнению с 2014 годом составит 11,0% (20,0 млн тонн). Положительные развития производства зерна будут наблюдаться во всех регионах-производителях. Вследствие оттягивания спроса из-за увеличения объемов производства и дефляционных ожиданий, в краткосрочном отрезке ожидается снижение цен на зерно.

В 2014/2015 маркетинговом году объем мирового производства риса составит 474,6 млн тонн (по сравнению с предыдущим годом на 2,28 млн тонн меньше). Согласно оценкам Организации по продовольствию и сельскому хозяйству, запасы риса в 2015 году составят 176 млн тонн, (снижение в годовом исчислении – 0,8%). Несмотря на ожидаемое некоторое сокращение объемов производства риса, замедление спроса в краткосрочном отрезке приведет к снижению международных цен на рис.

В 2015 году в Бразилии – передовом производителе и экспортере сахарного песка – ожидается высокий урожай сахарной свеклы, который вызовет краткосрочное снижение цен на сахар. Формированию дефляционной среды также окажет содействие ослабление бразильского реала по отношению к доллару США.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение

Прогнозы экономического роста 2015 года были пересмотрены в направлении небольшого повышения, в силу ослабления в первом квартале денежно-кредитных условий в условиях сохранения финансовой стабильности, осуществления более стимулирующей, чем предусматривалось, фискальной политики, и положительных развитий в отрасли сельского хозяйства. В результате в 2015 году ожидается **1,6-2,6%**³ **экономический рост**. С другой стороны, следует отметить, что сохраняются

В 2015 году ожидается 1,6-2,6% экономический рост.

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

С 2017 года экономический рост ускорится и составит к концу прогнозируемого горизонта 3,5-5%, содействием которому, главным образом, окажет экспортный сектор экономики.

низкие темпы мирового экономического роста, снижение внутреннего спроса экономики РА и низкие уровни международных цен на горнорудные металлы.

Эффективная реализация программы Правительства, направленной на стимулирование экспорта и инвестиций, постепенное улучшение внешней экономической среды и структурные реформы - это факторы, которые ускорят экономический рост с 2017 года в условиях стабильной инфляции. В силу вышеперечисленных развитий ожидается, что **экономический рост ускорится и составит к концу прогнозируемого горизонта 3,5-5%**³, чему главным образом окажет содействие экспортный сектор экономики.

При это, учитывая снижение долгосрочных равновесных уровней экономического роста⁴ в условиях увеличения неопределенностей, связанных с экономическими развитиями основных торговых партнеров РА, замедление иностранных капитальных вложений, а также сохранение в экономике РА низкой инвестиционной активности, **долгосрочный равновесный уровень экономического роста РА был пересмотрен в направлении снижения: он составит 4-5%**.

Прогнозы 2015 года в отрасли **промышленности** пересмотрены в направлении небольшого роста, вследствие, главным образом, корректировки темпа роста пищевой и перерабатывающей промышленности в результате положительных развитий отрасли сельского хозяйства. Таким образом, в 2015 году в отрасли промышленности прогнозируется 1,5-2,5% рост добавочной стоимости. В 2015 эксплуатация рудника в Тегуте и нахождение новых рынков экспорта окажут существенное содействие ожидаемому умеренному росту.

В прогнозируемом горизонте рост промышленности ускорится и **стабилизируется в пределах 3,5-4,5%**, чему, в основном, окажут содействие реализация некоторых инвестиционных программ и расширение экспортного потенциала в условиях осуществления предусмотренной Правительством программы по стимулированию экспорта и инвестиций.

В отрасли **строительства** прогнозы относительно добавочной стоимости также были пересмотрены в направлении роста, основанием для которого явилась более высокая, чем прогнозировалось, активность в первом квартале. Ожидаемое сокращение объемов строительства за счет средств населения смягчится, в некотором смысле, благодаря предусматриваемому строительству, осуществляемому за счет средств государства, бюджетов общин и средств международных организаций, строительству дорог, ирригационной систем, систем подачи и удаления воды, строительных работ в рамках программы использования возобновляемых источников энергии и модернизации Ереванского метрополитена. В результате в отрасли ожидается снижение добавленной стоимости на 0,5-1,5%. **В прогнозируемом горизонте** в результате постепенного выравнивания создавшегося в отрасли строительства неравновесия между спросом и предложением, ожидается **стабилизация роста в пределах 0-2%**. Вышесказанное будет обусловлено реализацией крупных строительных программ по улучшению инфраструктур.

В сфере **услуг** прогноз добавленной стоимости был пересмотрен в направлении снижения. Основанием для пересмотра послужили фактические негативные развития сферы торговли. В результате реальный рост добавленной стоимости услуг составит в 2015 году 0,6-1,6%. Отметим, что в существенное содействие умеренному росту в течение

⁴ Подробнее см. в разделе "2.1. Внешняя среда".

года окажет обусловленные ростом туризма в РА ожидаемые положительные развития в соответствующих подотраслях.

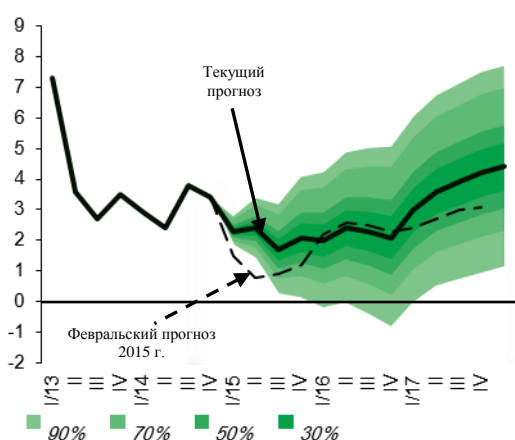
В прогнозируемом горизонте в условиях постепенно восстановления внутреннего спроса и предполагаемого роста туризма ожидается ускорение роста услуг **и стабилизация в пределах 4-5%**.

В отрасли **сельского хозяйства** прогноз добавленной стоимости был пересмотрен в направлении роста по сравнению с предыдущими прогнозами, в основном, в силу, как фактических положительных развитий в первом квартале, так и благоприятных погодных условий. В результате реальный рост добавленной стоимости в 2015 году ожидается в пределах 6,5-7,5%.

В прогнозируемом горизонте рост сельского хозяйства стабилизируется в пределах 5-6%. При этом сохранение сравнительно высоких темпов роста в среднесрочном отрезке будет обусловлено расширением парниковых хозяйств, посевных площадей, ростом урожайности и поголовья скота в результате последовательного проведения Правительством комплексных мер, направленных на развитие сельского хозяйства.

В прогнозируемом горизонте риски экономического роста двусторонние и равносторонние, что обусловлено, как ходом развития мировой экономики и экономическими последствиями процесса региональной интеграции, так и сохранением неопределенностей по части осуществления частных расходов.

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

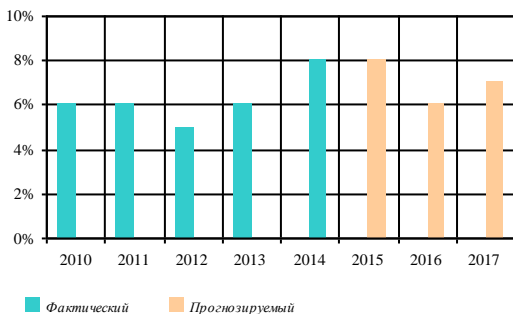


Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП

Период	диапазон 90% вероятности		диапазон 30% вероятности	
	Мин.	Макс.	Мин.	Макс.
2015 январь-декабрь / 2014 январь-декабрь	1.6%	2.6%	-0.1%	4.1%
2016 январь-декабрь / 2015 январь-декабрь	1.4%	2.8%	-0.9%	5.1%
2017 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	3.4%	5%	-0.9%	7.5%

В 2015 году ожидается рост средней номинальной заработной платы на 8,3%, в 2016 году – 6,1%, а в 2017 году – на 6,5%.

Рост средней заработной платы в годовом выражении



Рынок труда⁵. Прогнозы показателей рынка труда на 2015-2017 годы по сравнению с предыдущим улучшились, вследствие пересмотра прогнозов экономического роста. В частности, в прогнозируемом горизонте, по сравнению с предыдущими прогнозами, ожидаются более высокие темпы роста средней заработной платы и более низкий уровень безработицы. В 2015 году ожидается рост **средней номинальной заработной платы на 8,3%, в 2016 году – 6,1%, а в 2017 году – на 6,5%**.

В результате повышения в июле 2014 года заработных плат работников государственного сектора, в первом полугодии 2015 года 2015 сохранятся высокие темпы роста средней заработной платы, составив примерно 10,4%, а во второй половине года это воздействие нейтрализуется. Отметим также, что с 1-го июля 2015 года будет поднят порог минимальной заработной платы – до 55000 драмов. В результате в 2015 году ожидается примерно 8,3% рост средней заработной платы.

В условиях ожидаемого экономического роста, стабилизации инфляции, а также сохранения политики Правительства на повышение уровня минимальной заработной платы, средние номинальные заработные платы повысятся в 2016-2017 годах примерно на 6,0-6,5% в год.

⁵ Данные по рынку труда за первый квартал 2015 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях четвертого квартала 2014 года и январь-февраля 2015 года. Показатели роста даны по отношению к тому же кварталу предыдущего года, если иное не указывается.

Уровень безработицы



Ожидаемый в 2015 году рост заработных плат соответствует ожидаемому в том же периоде росту производительности. **В результате можно утверждать, что воздействие рынка труда на инфляцию в прогнозируемом горизонте будет нейтральным.**

Прогноз по безработице был пересмотрен в направлении некоторого снижения по сравнению с предыдущими прогнозами. В 2015 году средний уровень безработицы составит 18,2%. Вследствие ускорения экономического роста в 2016-2017 годах будет наблюдаться устойчивая тенденция снижения уровня безработицы. Однако, в прогнозируемом горизонте уровень безработицы будет выше своего равновесного уровня, отразив небольшой отрицательный разлом ВВП и созданные им слабые инфляционные давления в вышеуказанном периоде.

Совокупный спрос⁶

Вследствие ожидаемого существенного сокращения денежных переводов из РФ – основного торгового партнера РА, и слабой инвестиционной активности в экономике, прогнозируется, что в 2015 году в экономике РА расходы частного сектора сократятся на 3,5%. В 2015 году ожидается меньшее, по сравнению с предыдущими прогнозами, снижение частных расходов, обусловленное прогнозируемой в течение года расширяющей фискальной политикой.

Кроме этого, осуществленная в конце 2014 года жесткая монетарная политика, направленная на обеспечение стабильности цен и финансовой стабильности, сменилась в 2015 г. значительным ослаблением денежно-кредитных условий, что позволит смягчить ожидаемое в 2015 году сокращение уровня частных расходов.

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

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

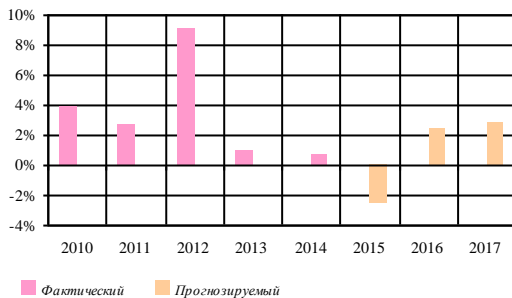
Вследствие ощутимого уменьшения денежных переводов из РФ и ожидания ослабления темпов роста кредитования экономики, в 2015 году расходы домохозяйств на конечное потребление в реальном выражении сократятся на 2,5%. Однако, снижение частного потребления будет меньше предыдущих прогнозов, в силу ожидаемой в 2015 году более высокой экономической активности, стимулов со стороны фискальной и денежно-кредитной политик, а также более медленных темпов сокращения денежных переводов.

Указанные выше факторы, а также имеющаяся и ожидаемая слабая инвестиционная активность в экономике вызовут в 2015 году сокращение частных вложений примерно на 8%, что значительно ниже предыдущих прогнозов.

Ожидаемое в 2015 году сокращение частных вложений будет обусловлено сокращением вложений в строительство и иные предприятия,

2 В 2015 году расходы домохозяйств на конечное потребление в реальном выражении сократятся на 2,5%, а частное вложение – на 8%.

Рост частного потребления в годовом выражении



⁶ Показатели реального роста потребления и вложений частного сектора на 2015-2017гг являются оценками ЦБ РА. Фактические величины указанных показателей представлены на основании опубликованных НСС РА данных четвертого квартала 2014 года. Оценки реального роста даны по отношению к тому же кварталу предыдущего года, если иное не указывается.

действующие в неэкспортных отраслях экономики, которое превысит ожидаемый рост вложений в экспортном секторе экономики. Ожидаемый рост вложений в экспортном секторе обусловлен относительным ростом доходности в сфере по сравнению с неэкспортным сектором в результате ослабления курса драма РА в конце 2014 года.

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

В 2016 - 2017 гг. частное потребление увеличится на 2-3%, а частные вложения – на 3-4%.

В 2016 - 2017 годах ожидается 3,0-4,0% рост частных вложений. Умеренный рост вложения ожидается за счет увеличения ожидаемых вложений в экспортном секторе экономики, основным стимулом для которого послужит последнее ослабление драма и непрерывность осуществляемых в экономике РА структурных изменений. В указанных условиях в неэкспортном секторе экономики в 2016-2017 гг. ожидается медленное восстановление инвестиционной активности, однако рост будет ниже прогноза роста экспортного сектора.

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

В условиях вышеописанных развитий частного потребления и частных вложений, затраты частного сектора в 2015 году уменьшатся на 3,5%. Начиная с 2016 года частные затраты постепенно восстановятся и к концу прогнозируемого горизонта увеличатся на 2,5-3,0%. Таким образом, разлом частных затрат в 2015-2016 годах все еще будет отрицательный, несмотря на то, что уровень роста частных затрат в прогнозируемом горизонте оценивается выше предыдущих прогнозов.

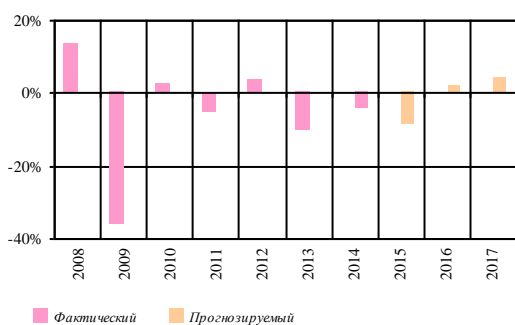
Планируемое осуществление во внутренней экономике расширяющей фискальной политики, постепенное ослабление монетарной политики, а также ускорение экономического роста основных торговых партнеров РА постепенно уменьшат отрицательный разлом частных затрат и в прогнозируемом горизонте нейтрализуют указанное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

В период с первого квартала 2015 года до второго полугодия 2016 года **частные затраты окажут на инфляцию в среднем сдерживающее воздействие на 2,0-2,3 пп.** Со второго полугодия до конца 2017 года частные затраты не окажут существенного воздействия на инфляцию.

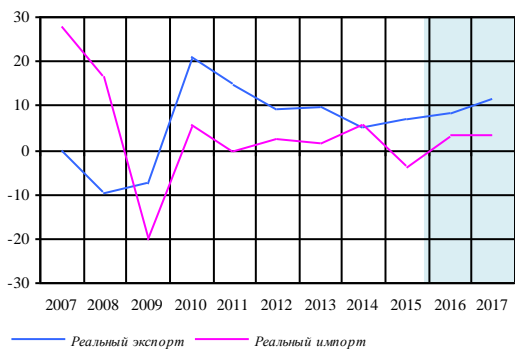
Текущий счет

Поскольку из-за неполного сбора показателей по торговле информация о развитиях внешней торговли первого квартала 2015 года оказалась нецелостная, прогнозы реального роста экспорта и импорта не были пересмотрены. Согласно предыдущему прогнозу, рост реальных объемов экспорта товаров и услуг составит в 2015 году 7,0-9,0%, а реальное снижение импорта товаров и услуг – 4,0-6,0%. Корректировки по части торговли товарами относятся к долларovým стоимостям, что, согласно оценкам ЦБ РА, обусловлено улучшением условий торговли (ожидается, что в 2015 году темпы снижения средних цен на экспорт будут ниже темпов снижения цен на импорт).

Рост частных вложений в годовом выражении



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



В 2015 году налогово-бюджетный импульс будет 2-2,5 расширяющим.

Сокращение в 2015 году денежных переводов физических лиц будет меньше, чем предусматривалось в предыдущем прогнозе, в силу более быстрых, чем ожидалось, темпов укрепления курса рубля. В результате оценивается, что долларовая стоимость денежных переводов физических лиц снизится на 25,0% вместо 30% прежнего прогноза.

В результате корректировок показатель “дефицит текущего счета/ ВВП” снизился по сравнению с 8,0% прогнозом 2014 года и в 2015 году составит 6,0-7,0%. Примечательно, что процесс улучшения текущего счета в условиях негативных развитий частных трансфертов будет обеспечен, в основном, за счет улучшения торгового баланса.

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

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

В 2015 году, по сравнению с 2014 годом, на целостный спрос ожидается нейтральное воздействие доходов и расширяющее воздействие расходов. Причем, расширяющее воздействие ожидается во всех кварталах, а по результатам года расширяющее воздействие составит 2-2,5. Примечательно, что развития внутренней экономики будут главным образом обусловлены ходом исполнения государственного бюджета.

В прогнозируемом горизонте прогнозы **налогово-кредитной политики** основаны на прогнозах макроэкономических показателей “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2016-2018 гг.”. **В среднесрочном отрезке** фискальная политика ориентирована на постепенное сокращение дефицита. Воздействие налогово-бюджетной политики будет в 2016 году сдерживающим, в 2017-2018 годах - нейтральным, а в среднесрочном отрезке - в целом **нейнфляционным**.

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетной политики					
% в ВВП	2014 ⁸	2015	2016	2017	2018
Доходы государственного бюджета	24.3	24.2	24.6	25.0	24.9
Расходы государственного бюджета	26.4	27.9	27.4	27.3	26.8
Процентные платежи по долгу	1.4	1.5	1.9	1.9	1.9
Баланс государственного бюджета	-2.1	-3.7	-2.8	-2.3	-1.9
Первичный бюджет*	-0.7	-2.2	-0.9	-0.4	-0.0
Единовременные/временные потоки**	-0.6	0.3	-0.7	-0.6	-0.5
Скорректированный баланс***	-0.1	-2.5	-0.2	0.2	0.4
Циклический баланс****	0.2	-0.2	-0.6	-0.2	-0.1
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	-0.3	-2.3	0.4	0.4	0.5
Налогово-кредитная позиция*****	0.7	2.0	-2.6	0.0	-0.1

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

⁷ Показатель ВВП 2015 г. является оценкой ЦБ.

⁸ Показатели государственного бюджета 2014 года представлены без учета внебюджетных средств.

Таким образом, в период с первого квартала 2015 года до первого полугодия 2016 года целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены будет дефляционным – в среднем 0,4-0,5 пп, вследствие преобладающего дефляционного воздействия частных затрат. Учитывая также дефляционное воздействие чистого внешнего спроса в 0,2-0,3 пп, можно утверждать, что развития совокупного общего спроса и рынка труда создадут в вышеуказанном периоде дефляционные давления на потребительском рынке в среднем на 0,6-0,8 пп. Со второй половины 2016 года до конца прогнозируемого горизонта воздействие совокупного общего спроса и рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

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

В первом квартале 2015 года во внешнем секторе сохранилась тенденция медленного роста мировой экономики, а на международных рынках основных сырьевых и продовольственных товаров сформировалась дефляционная среда.

В первом квартале 2015 года во внешнем секторе *сохранилась тенденция медленного роста мировой экономики*, которая, сопровождаемая факторами и ожиданиями увеличения спроса на товарных рынках, а также укреплением доллара США, сформировала *на международных рынках основных сырьевых и продовольственных товаров дефляционную среду*.

В прогнозируемом горизонте *продолжатся медленные темпы роста мировой экономики*, что проявится, главным образом, в экономиках развивающихся стран, тогда как в развитых странах ожидается некоторое ускорение экономической активности. Следует отметить, что в условиях геополитических и внутриэкономических развитий прогноз экономического роста России существенно не изменился по сравнению с предыдущим. В частности, в 2015 году ожидается 2,2% экономический спад, который продолжится до середины 2016 года, постепенно приближаясь в прогнозируемом горизонте к 0,7%. В то же время, неопределенности, обусловленные развитиями внешнего сектора, хотя и смягчились, однако остаются значимым фактором. В условиях медленного роста мировой экономики в краткосрочном отрезке во внешнем секторе *сохранится дефляционная среда, а в прогнозируемом горизонте ожидаются некоторые тенденции восстановления*, обусловленные определенным сокращением предложения, а также постепенным увеличением мирового спроса.

В первом квартале 2015 года темпы экономического роста были выше прогноза, и экономический рост будет находиться в пределах 2,1-2,5%.

В первом квартале 2015 года темпы экономического роста были выше прогноза, что обусловлено опережающими прогноз положительными развитиями сельского хозяйства и строительства. В результате оценивается, что в данном периоде экономический рост будет находиться *в пределах 2,1-2,5%*, в основном за счет сельского хозяйства и сферы услуг.

В условиях замедления экономической активности РФ и ослабления российского рубля, вызванного геополитическими и внутриэкономическими развитиями России, в первом квартале 2015 года, как и ожидалось, *было отмечено существенное снижение чистого притока частных трансфертов и заработных плат сезонных работников*, что сформировало глубокий отрицательный разлом по части частных трансфертов. Все это сопровождалось сокращением в течение квартала расходов, направленных на частное потребление, которое, однако, оценивается ниже, чем прогнозировалось, благодаря более стимулирующей фискальной политике и превысившей прогноз экономической активно-

В силу, главным образом, лагового воздействия ослабления курса драма, наблюдаемого в конце года, 12-месячный показатель инфляции, как и ожидалось, существенно повысился, приблизившись к верхней границе диапазона допустимых колебаний, и составил к концу марта 5,8%.

В первом квартале 2015 года ЦБ значительно ослабил денежно-кредитные условия: с начала года ЦБ постепенно снизил ставку ломбардного репо с 20% до 12%, а также осуществил макропруденциальные мероприятия.

Прогноз экономического роста в 2015 году составляет 1,6-2,6%, за счет в основном, сферы сельского хозяйства и услуг.

Экономический рост к концу прогнозируемого горизонта окажется в пределах 3,5-5,0%.

сти. В то же время, в течение квартала сохранилась слабая инвестиционная среда, обусловленная сохранением низкой активности в сфере строительства.

В результате вышеперечисленных факторов в первом квартале 2015 года наблюдалось сокращение внутреннего спроса, **которое оказало содействие формированию разлома ВВП**. Тем не менее, **12-месячный показатель инфляции**, как и ожидалось, **существенно повысился**, в силу, главным образом, лагового воздействия ослабления курса драма, наблюдаемого в конце года, и, приблизившись к верхней границе диапазона допустимых колебаний, составил к концу марта 5,8%.

В первом квартале 2015 года ЦБ значительно ослабил денежно-кредитные условия, учитывая стабилизацию сложившейся в конце предыдущего года ситуации на финансовом и торговом рынках РА и сдерживание инфляционных ожиданий в результате проведения ЦБ решительных мер. В частности, с начала года ЦБ постепенно снизил **ставку ломбардного репо с 20% до 12%**. Вместе с этим, **ЦБ повысил процентную ставку рефинансирования на 2,0 пп, установив ее на уровне 10,5%**. Это было реакцией на тенденцию роста инвестиционных рисков и ставок в развивающихся странах в долгосрочном отрезке. В результате вышеуказанного в конце квартала была восстановлена естественная удаленность процентной ставки инструмента ломбардного репо от ставки рефинансирования на 1,5 пп и сократилась сформировавшаяся разница между ставкой политики ЦБ и краткосрочными рыночными ставками. Кроме этого, с целью расширения возможностей долгосрочного кредитования и стимулирования экономического роста, ЦБ **ослабил денежно-кредитные условия также и в рамках макропруденциальных мероприятий**. В частности, в первом квартале вступил в силу **нулевой или слабый механизм обязательного резервирования по привлеченным банками долгосрочным средствам**, который существенно нейтрализовал воздействие ужесточения условий обязательного резервирования, установленного в конце предыдущего года

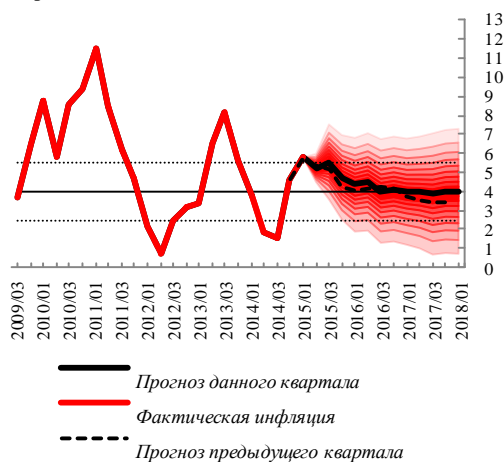
Что касается макроэкономических прогнозов ЦБ, то следует отметить, что прогнозы экономического роста 2015 года были пересмотрены в направлении повышения, в силу значительного ослабления денежно-кредитных условий в первом квартале, уменьшения неопределенностей во внешнем секторе, осуществления более стимулирующей, чем ожидалось, фискальной политики и положительных развитий в сельском хозяйстве. В то же время, учитывая опережающий прогноз укрепление рубля, ожидаются более медленные темпы снижения долларовой стоимости частных трансфертов. В результате, **прогноз экономического роста в 2015 году составил 1,6-2,6%**, за счет в основном, сферы сельского хозяйства и услуг. Под воздействием вышеуказанных факторов в 2015 году спад частных затрат будет меньше, а слабая инвестиционная активность хотя и сохранится, однако благодаря положительным развитиям в отрасли строительства снизится меньше, чем предусматривалось в предыдущем прогнозе.

В прогнозируемом горизонте в 2016 году темпы экономического роста сохранятся на том же уровне, а в дальнейшем ускорятся, что связано с осуществлением ряда программ Правительства в экспортном секторе, и постепенным улучшением внешней экономической среды. В результате вышеуказанных развитий частные затраты в 2016-2017 годах постепенно восстановятся, что вместе с положительным содействием чистого экспорта приведет к уменьшению и нейтрализации отрицательного разлома ВВП к концу прогнозируемого горизонта. Ожидается, **что экономический рост к концу прогнозируемого горизонта окажется в пределах 3,5-5,0%**, содействие которому окажет, главным образом, экс-

В результате возможного повышения в ближайшее время тарифов на электроэнергию, в течение 2015 года 12-месячная инфляция окажется у верхней границы допустимого диапазона.

ЦБ считает, что сохранение существующего уровня процентной ставки рефинансирования во втором квартале 2015 года позволит с 2016 года стабилизировать 12-месячную инфляцию вокруг своего целевого показателя.

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



портный сектор экономики. Тем не менее, следует отметить, что в прогнозируемом горизонте прогнозы экономического роста, главным образом, зависят от объема, направлений и эффективности осуществляемых программ Правительства.

В инфляционных развитиях 2015 года ожидается, что в результате возможного повышения в ближайшее время тарифов на электроэнергию, 12-месячная инфляция окажется у верхней границы допустимого диапазона. В то же время, большее, чем прогнозировалось, снижение цен на продовольственные товары в условиях ожидаемых положительных развитий в сельском хозяйстве, а также слабый спрос во внешнем и внутреннем экономиках, частично смягчат инфляционное воздействие от удорожания тарифа на электроэнергию.

Таким образом, ЦБ считает, что сохранение существующего уровня процентной ставки рефинансирования во втором квартале 2015 года позволит с 2016 года стабилизировать 12-месячную инфляцию вокруг своего целевого показателя. В дальнейшем, в соответствии с экономическими развитиями, ЦБ скорректирует, при необходимости, направления денежно-кредитной политики, оказав содействие достижению целевого ориентира инфляции в среднесрочном отрезке.

Риски отклонения инфляции от прогнозируемого уровня оцениваются как *равносторонние*, как в краткосрочном, так и среднесрочном отрезках. Причем, *риски внешнего сектора* обусловлены, в основном, восстановлением темпов роста мировой экономики и перспективами международных цен на сырьевые и продовольственные товары. *Риски, вытекающие из внутренней экономики*, связаны, в основном, с ходом восстановления внутреннего спроса, осуществляемыми программами Правительства, экономическими последствиями процесса регионального интегрирования, а также развитиями сельского хозяйства, которые, в свою очередь, зависят от природных условий. Отметим также, что отсутствие четкой информации о размере и сроках удорожания тарифа на электроэнергию существенно увеличивает неопределенности, связанные с инфляционными развитиями. В случае проявления таких рисков ЦБ предпримет соответствующие меры, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном периоде.

Период	Вероятность нахождения инфляции в данном диапазоне				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
II кв. 2015	0.0%	0.0%	8.0%	80.8%	11.2%
III кв.	0.1%	2.4%	63.0%	30.8%	3.7%
IV кв.	1.1%	10.7%	73.2%	13.5%	1.6%
I кв. 2016	5.5%	21.9%	64.5%	7.3%	0.8%
II кв.	4.1%	17.6%	65.6%	10.9%	1.8%
III кв.	2.2%	11.2%	62.4%	18.8%	5.5%
IV кв.	3.9%	15.3%	62.8%	14.5%	3.5%
I кв. 2017	4.0%	15.2%	62.2%	14.8%	3.8%
II кв.	5.0%	16.0%	59.8%	14.8%	4.4%
III кв.	7.0%	17.1%	55.9%	14.6%	5.3%
IV кв.	8.0%	18.0%	55.0%	13.9%	5.0%
I кв. 2018	9.2%	18.9%	54.0%	13.1%	4.7%

В прогнозируемом горизонте, вместе со снижением экономической активности, сохранится спрос на кредитование, следовательно, и прогнозы снижения темпа роста кредитования. Сказанное будет в некоторой мере возмещено кредитованием по совместным программам ЦБ РА и Правительства, кредитованием по некоторым программам между-

народных финансовых организаций (ВБ, АБР, KfW, ЕИБ) с участием ЦБ, а также кредитованием со сравнительно низкими процентными ставками по различным социальным программам (“Жилье молодым”, “Национальный ипотечный фонд”).

В долгосрочном периоде путем сохранения процентных ставок на целевом уровне ЦБ будет гибко реагировать на изменения спроса на ликвидность, обеспечивая предложение денег, адекватное спросу на деньги.

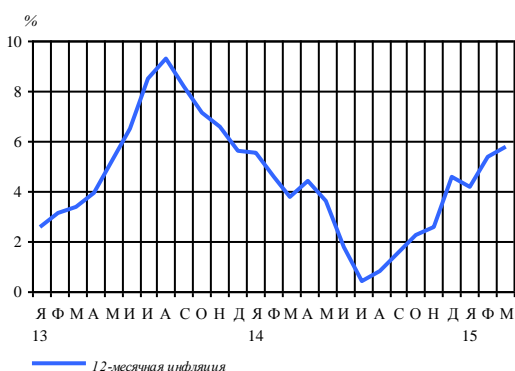
3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ПЕРВОГО КВАРТАЛА 2015 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

В первом квартале 2015 года инфляция составила 2,3%, в результате 12-месячная инфляция составила 5,8%.

В первом квартале 2015 года продолжилось расширение инфляционной среды



В первом квартале 2015 года инфляция составила 2,3%, в результате 12-месячная инфляция, как и ожидалось, повысилась, и, находясь у верхней границы диапазона допустимых колебаний целевого показателя $4\% \pm 1,5$ пп, составила 5,8%. Квартальная инфляция была обусловлена, в основном, ростом цен на продовольственные и непродовольственные товары на 2,8% и 3,6% соответственно, а их общее содействие инфляции составило 2,1 пп. В частности, рост цен на продовольственные товары было обусловлено сезонным повышением цен на товары групп “Фрукты”, “Овощи и картофель” на 9,4% и 10,0% соответственно (общее содействие инфляции – 0,9 пп). В то же время, определенный рост был отмечен по часто цен на хлеб, мясные продукты и кондитерские изделия, оказав содействие инфляции на 0,4 пп.

Рост цен на непродовольственные товары был обусловлен, главным образом, ростом цен на бытовые товары, обувь, одежду и трикотаж, а также на медикаменты, что было некоторым образом смягчено 5,2% снижением цен на бензин и дизельное горючее. Квартальной инфляции определенным образом оказал содействие также рост цен на организацию отдыха (рост на 17,9%) и медицинские услуги (рост – 3,4%).

Инфляция по товарам, оказавшим основное содействие						
Наименование	декабрь 2014 г. (в годовом выражении)		март 2015 г. (в годовом выражении)		1-ый квартал 2015 г.	
	Рост	Содействие	Рост	Содействие	Рост	Содействие
ИПЦ	4.6		5.8		2.3	
Продовольственные товары	6.3	3.4	6.8	3.3	2.8	1.4
хлеб	5.9	0.6	8.1	0.8	1.6	0.2
молочные продукты	13.1	0.6	10.8	0.5	0.6	0.0
мясные продукты	3.3	0.3	7.6	0.7	1.3	0.1
фрукты	14.6	0.5	21.9	0.7	9.4	0.3
овощи и картофель	7.9	0.5	-3.2	-0.2	10	0.6
растительное масло и животный жир	1.9	0.1	2.7	0.1	-3.4	-0.1
яйца	2.1	0.0	2.9	0.0	-0.5	0.0
сахарный песок	6.9	0.1	7.7	0.1	-0.02	0.0
кондитерские изделия	5.93	0.1	16.8	0.2	9.7	0.1
Непродовольственные товары	1.6	0.3	5.8	1.2	3.6	0.7
Услуги	3.0	0.9	3.7	1.1	0.8	0.2

В первом квартале *базовая инфляция* составила 1,1%, в результате показатель 12-месячной инфляции повысился на 1,6 пп и составил к концу марта 4,4%.

Для краткосрочного периода предыдущего года, охватывающего период *со второго квартала 2014 года до второго квартала 2015 года*, ЦБ прогнозировал непрерывное снижение инфляции, которая в третьем квартале года должна была снизиться до нижней границы допустимого диапазона колебаний, вследствие нейтрализации в июле 2013 года воздействия роста тарифов на энергоносители. **В третьем квартале 2014 года ЦБ предусматривал продолжение ослабления денежно-кредитных условий**, что вместе с ослаблением до этого момента и ожидаемой в течение года расширяющей фискальной политикой, должно было привести к расширению совокупного спроса и восстановлению темпов инфляции, содействуя стабилизации инфляции в прогнозируемом горизонте вокруг своего целевого уровня.

Как и ожидалось, во втором и третьем кварталах 12-месячная инфляция снизилась быстрее, чем прогнозировалось, в силу, в основном, более слабого внешнего и внутреннего спросов. Исходя из этого в указанных кварталах ЦБ скорректировал прогнозируемую динамику инфляции вниз.

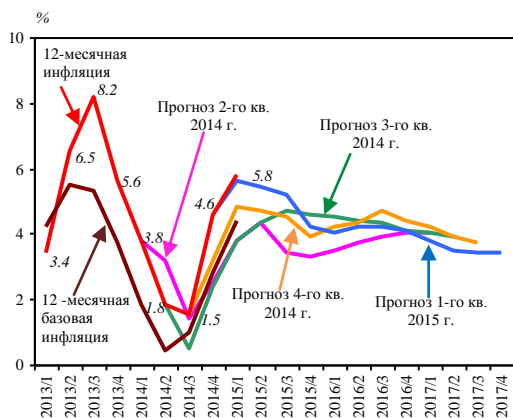
Во втором и третьем кварталах 2014 года была отмечена 1,9% дефляция, вместо **0,3% инфляции** за тот же период предыдущего года, в результате 12-месячная инфляция постепенно снизилась и к концу сентября 2014 года составила **1,5%**, что ниже нижней границы допустимого диапазона колебаний целевого показателя. В этом периоде **большее, чем ожидалось, снижению 12-месячной инфляции** оказали содействие **сохранение низких темпов экономического роста и существенное снижение цен на некоторые продовольственные товары** из-за низкого уровня инвестиций и замедления темпов роста частного потребления. Причем, за тот же период снизилась также и **12-месячная базовая инфляция**: с уровня **1,8%**, отмеченного в конце первого квартала, до **1,0%** в конце третьего квартала.

В течение указанного периода, учитывая сохранение низкой инфляционной среды и ожидания в среднесрочном отрезке неинфляционных воздействий из внешнего сектора и экономики РА, ЦБ РА продолжил постепенное ослабление денежно-кредитных условий. **В период с апреля по сентябрь 2014 года** ЦБ РА снизил процентную ставку рефинансирования в целом на 0,75 пп, установив ее в конце сентября на уровне **6,75%**.

В смысле динамики инфляции резко отличился четвертый квартал, когда в мире, особенно, в регионе усилились геополитические проблемы. С другой стороны, в 2014 году, в условиях ускорения темпов экономического роста США и укрепление доллара США, во многих развитых и развивающихся странах наблюдалось ослабление национальных валют и формирование высокой инфляционной среды. Воздействие указанных явлений наблюдалось, в первую очередь, на валютном рынке, где в результате существенного сокращения валютных переводов из зарубежья и России - основного торгового партнера РА - было отмечено резкое ослабление драма. Эти развития незамедлительно сказались на торговом рынке, расширив инфляционную среду и сформировав инфляционные ожидания. В результате **12-месячная инфляция составила к концу года 4,6% вместо ожидаемого 3,2%, находясь близко к целевому показателю**.

На создавшуюся краткосрочную напряженную ситуацию ЦБ отреагировал решительными действиями, в частности, в конце ноября была повышена **ставка ломбардного репо с 8,25% до 21,0%**, затем с середины декабря была увеличена **норма обязательного резервирования по валютным средствам с 12,0% до 24,0%**. На ужесточение Центральным

Согласно прогнозам ЦБ, в течение ближайших двух кварталов 12-месячная инфляция будет колебаться в пределах верхней границы допустимого диапазона, а затем стабилизируется в прогнозируемом горизонте в пределах 4% целевого показателя.



банком условий финансового рынка краткосрочные драмовые процентные ставки отреагировали резким повышением, сформировавшись вокруг процентной ставки ломбардного репо Центрального банка. В результате **процентная ставка ломбардного репо стала играть роль ориентира на финансовом рынке**. В то же время, в целях смягчения будущих инфляционных давлений и закрепления инфляционных ожиданий вокруг целевого показателя, в конце декабря ЦБ повысил процентную ставку рефинансирования на 1,75 пп. В результате указанных мер в краткосрочном отрезке на валютном и товарном рынках наблюдалась тенденция некоторой стабилизации, на что ЦБ ответил снижением в конце декабря как **норматива обязательного резервирования по инвалютным средствам, так и процентной ставки ломбардного репо**: соответственно с **24% до 20%** и с **21% до 20%**.

Под воздействием решительных мер, осуществленных ЦБ в конце 2014 года, **в первом квартале 2015 года** инфляционные ожидания были уже сдержаны, что обусловило, в целом, нейтрализацию напряжения, создавшегося на финансовом и торговом рынках РА. Исходя из этого, **в первом квартале 2015 года ЦБ существенно ослабил денежно-кредитные условия**, постепенно снизив с начал года **процентную ставку ломбардного репо**: с **20 до 12%**.

В первом квартале 2015 года ЦБ существенно ослабил денежно-кредитные условия, постепенно снизив с начал года процентную ставку ломбардного репо: с 20 до 12%.

В то же время, в целях сохранения в долгосрочном отрезке денежно-кредитной позиции ЦБ в условиях тенденции роста инвестиционных рисков и повышения процентных ставок в развивающихся странах, в первом квартале 2015 года ЦБ повысил процентную ставку рефинансирования, установив ее на уровне 10,5%. В результате предпринятых мер была восстановлена естественная удаленность процентной ставки инструмента ломбардного репо от ставки рефинансирования на 1,5 пп и снизились краткосрочные рыночные ставки.

В 1-м квартале ЦБ восстановил естественную удаленность процентной ставки инструмента ломбардного репо от ставки рефинансирования на 1,5 пп, вернув ставке роль ориентира на финансовом рынке.

В первом квартале 2015 года вступил в силу также **нулевой или слабый механизм обязательного резервирования** по привлеченным банками долгосрочным средствам и были осуществлены **иные макропруденциальные мероприятия**. В частности средства, привлеченные действующими в РА банками от международных организаций, и средства, привлеченные по выпущенным банками облигациям, на срок 2 года и более подлежат резервированию по нулевой или сниженной процентной ставке. В рамках макропруденциальных мероприятий были ослаблены веса рисков по требованиям к финансовым организациям – нерезидентам в случае наличия у них внешних рейтингов, а также рисков по валютным кредитам заемщиков, занимающихся экспортом.

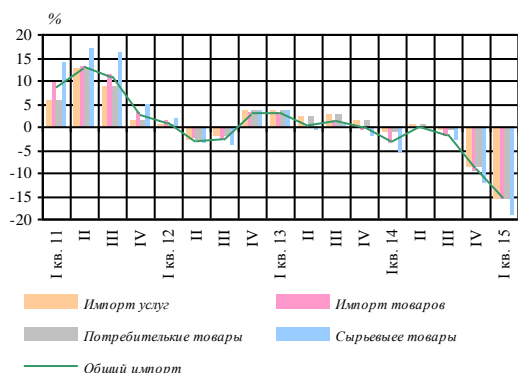
Можно утверждать, что осуществленные ЦБ меры имели, в целом, расширяющую направленность.

Проведенные изменения позволят снизить за короткий срок эффективную ставку обязательного резервирования и создать реальный стимул для привлечения банками долгосрочных финансовых средств. Вышесказанное, наряду с осуществлением со стороны ЦБ РА и Правительства и ряда международных организаций (Всемирный банк, Азиатский банк развития, Банк KfW, Европейский инвестиционный банк) совместного доступного финансирования различных социальных программ (квартиры молодым семьям, студенческие кредиты и др.) и отдельных сфер (содействие МСБ, сельскому хозяйству, восстанавливающей энергетике, финансированию жилья и др.), расширит возможности кредитования, тем самым создаст в ближайшее время благоприятные условия для здорового роста экономической активности.

В 1-м квартале 2015 года расширение денежно-кредитных условий и осуществление ряда макропруденциальных мероприятий расширят потенциал кредитования, создав в ближайшем будущем благоприятные условия для здорового роста экономической активности.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

В 1-м квартале 2015 г. темпы снижения долларовой стоимости товаров и услуг ускорились (в годовом выражении)



В 1-м квартале 2015 года наибольший рост цен был отмечен по части строительства



Цены на импорт. В первом квартале 2015 года темпы снижения долларовых цен на импорт товаров и услуг ускорились и составили 8,5% кв/кв, в результате снижение в годовом выражении составило 15,7%. В целом, содействие продолжающемуся снижению долларовых цен оказали высокие темпы укрепления доллара США. Снижению долларовых цен на импорт в годовом выражении оказало содействие снижение цен на товары на 12,0 пп и на тарифы на услуги на 3,7 пп (в первом квартале 2015 года долларовые цены на импорт услуг снизились на 9,1% кв/кв, а на товары - на 8,3% кв/кв). В то же время, снижению долларовых цен на импорт товаров в годовом выражении оказала содействие, в основном, дефляция товаров промежуточного потребления, в том числе, дефляция продовольственных и сырьевых товаров.

Содействие снижению долларовых цен на потребительские товары оказало, в основном, снижение в годовом выражении долларовых цен России, стран Евросоюза, Украины, обусловленное падением обменного курса в этих странах. В результате потребительские товары оказали инфляции отрицательное содействие на 3,4 пп.

Цены производителей⁹. В первом квартале 2015 года во всех отраслях экономики был отмечен рост индекса цен, в результате в январе-марте дефлятор ВВП, согласно оценкам ЦБ РА, составил порядка 104 в годовом выражении.

Рост цен в **отрасли промышленности** в первом квартале составил 5,4% в годовом выражении, в силу, главным образом, роста цен в отрасли перерабатывающей промышленности на 6,7% и производстве и распределении электроэнергии и газа на 8,3%. Причем, сравнительно низкий рост последнего показателя по сравнению с предыдущими периодами, явился следствием увеличения в структуре электроэнергии, использованной промышленными предприятиями, доли электроэнергии, приобретенной от АЭС, тариф которой был самым низким¹⁰.

В течение квартала в **сельском хозяйстве** было отмечено повышение цен на 3,7% в годовом выражении¹¹, обусловленное ростом цен в животноводстве на 5,3%. В растениеводстве цены снизились на 7,1%, что было обусловлено снижением цен на картофель и овощебахчевые культуры на 12% и зерновые культуры - на 6,5%. Инфляция в отрасли животноводства была обусловлена ростом цен на молоко и молочные продукты на 10,4%, яйца - 7,7% и мясо - 2,6%.

В первом квартале в **строительстве** был отмечен рост цен на 6,1% в годовом выражении, обусловленный ростом затрат в сфере строительно-монтажных работ - на 4,8%, оборудование (материалы) - 2,7% и иных расходов - на 17,1%. Причем отмеченная инфляция по части иных расходов была результатом, в основном, роста заработных плат.

Отмеченная в течение квартала инфляция по части **грузоперевозок** составила 2,9% в годовом выражении, обусловленная ростом тарифов на железнодорожный (13%) и автомобильный транспорт (1,3%). Причем, высокий рост тарифов на железнодорожный транспорт явился следствием удорожания тарифов на энергоносители с 1-го августа 2014 года.

⁹ Изменение индексов цен в январе-марте 2015 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹⁰ Решение Комиссии по регулированию общественных услуг РА "О тарифах электроэнергетической системы" номер 232-А от 1-го июля 2014 года.

¹¹ Представлены цены производителя на реализацию сельхозпродукции.

3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки

По результатам опроса, проведенного ЦБ РА в первом квартале 2015 года по некоторым макроэкономическим показателям среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств, инфляционные ожидания в финансовой системе в одногодичном горизонте несколько смягчились. Объясняется это главным образом тем, что в результате проведенных в конце предыдущего года решительных мер ЦБ, удалось сдержать инфляционные ожидания, сформировавшиеся на финансовом рынке РА в результате геополитических развитий в мире, в особенности, в регионе. В результате вышеперечисленного инфляционные ожидания банков в одногодичном горизонте сформировались в среднем вокруг уровня 4,8% 12-месячной инфляции, вместо среднего показателя 5,8% предыдущего опроса. Инфляционные ожидания домохозяйств к в одногодичном горизонте также были скорректированы в направлении снижения, составив в среднем 3,7% повышение цен.

Согласно результатам опроса в одногодичном горизонте, в финансовой системе ожидается некоторый рост процентных ставок по драмовым вкладам, а ставки по инвалютным вкладам проявят понижающую динамику, которая будет вновь обусловлена мерами, предпринятыми ЦБ в конце предыдущего года. В соответствии с этим в одногодичном горизонте ожидается также некоторое повышение процентных ставок по размещаемым финансовой системой средств в драмах и инвалюте.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹²

Опубликованный НСС РА *показатель экономического роста* в четвертом квартале 2014 года составил 2,7% в годовом выражении, в результате *экономический рост* в январе-декабре составил 3,4%, совпав с показателем экономического роста, предусмотренным в предыдущих двух прогнозах ЦБ.

В первом квартале 2015 года показатель экономической активности составил 2,5% в годовом выражении, слегка превысив ожидания в силу опережающего прогноза роста объемов выпуска сельского хозяйства и строительства. В результате *экономический рост* в первом квартале 2015 года оценивается 2,1-2,5%¹³.

Учитывая отмеченный в первом квартале 2015 года рост объемов выпуска в отрасли *промышленности* на 2,2% в годовом выражении, рост добавленной стоимости отрасли в первом квартале 2015 года составил 0,5-1,0% в годовом выражении. Рост обусловлен, в основном, ростом объемов выработки металлической руды (28%), объемов производства металлургии (3,55), табачных изделий (48,3%), медикаментов (46,5%), строительных материалов (8,3%) и водоснабжения (8,9%). Причем, высокий рост производства металлической руды обусловлен эксплуатацией рудника Тегут.

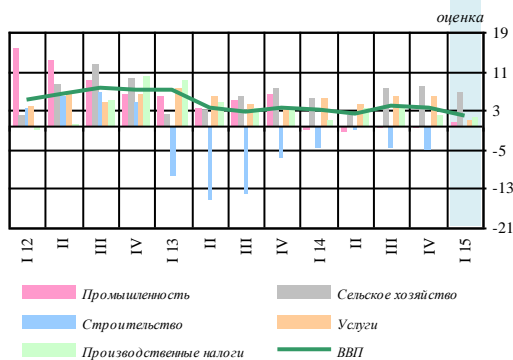
Основываясь на фактическом росте объемов выпуска отрасли *строительства* в январе-марте 2015 года – 0,8% в годовом выражении, рост добавленной стоимости в отрасли составил в том же периоде 0- 0,5% в

В первом квартале 2015 года *экономический рост* окажется в пределах 2,1-2,5%.

¹² Показатели реального роста добавленной стоимости отраслей экономики за январь-март 2015 года являются прогнозами ЦБ РА, а показатели подотраслей отражают темпы роста выпуска продукции за январь-март 2015 года в годовом выражении, если иное не указывается.

¹³ См. колебания по 50% вероятности в графике прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП.

Кумулятивные темпы роста фактического реального ВВП и отраслей экономики в годовом выражении (%)



годовом выражении. Причем, в отличие спада объемов строительства, осуществляемого за счет средств населения (спад на 9,9%), организаций (спад на 0,7%) и общин (спад на 28,2%), рост был отмечен в строительстве, осуществляемом за счет всех остальных источников финансирования. В частности, выросли объемы строительства, осуществляемого за счет государственного бюджета (12,3%), международных кредитов (57,1%) и гуманитарной помощи (8,6%).

В сфере **услуг** рост добавленной стоимости в первом квартале 2015 года оценен 0,7-1,2% в годовом выражении, что является следствием роста объемов оказанных услуг на 3,9% и снижения объемов торговли на 6,3%. Причем, содействие росту объема оказанных услуг оказал преимущественно рост услуг в сфере банковской деятельности (20,9%), культуры, развлечений и отдыха (88,3%), информационных технологий (8,3%), услуг по организации проживания (7,4%) и в сфере предпринимательской деятельности (0,6%). Спад торговли был обусловлен снижением объемов оборота оптовой, розничной торговли и торговли автомобилями на 6,4%, 5,1% и 16,1% соответственно. Указанный спад торговли явился следствием снижения реальных располагаемых доходов населения из-за резкого сокращения чистого притока трансфертов.

В сельском хозяйстве в первом квартале 2015 года рост добавленной стоимости составил 6,4-6,9% в годовом выражении за счет роста объемов выпуска продукции животноводства, растениеводства и рыбного хозяйства на 3,5%, 28,9% и 23,1% соответственно. Причем, рост в животноводстве был обусловлен ростом объемов производства молока (5%) и реализации убойного скота и птицы (4,5%), а рост растениеводства – увеличением урожая овощей в 2,3 раза.

3.2.2. Совокупный спрос¹⁴

В первом квартале 2015 года уменьшение расходов на частное потребление было меньше предыдущих прогнозов и составило 1,3%. Основанием для пересмотра послужило лаговое воздействие расширяющей фискальной и монетарной политик и осуществление Правительством в течение отчетного времени более стимулирующей, чем ожидалось, фискальной политики.

Снижение в первом квартале 2015 года денежных переводов из РФ существенно сократило расходы на конечное потребление домохозяйств, что в первом квартале привело к сокращению расходов на частное потребление. Сокращение расходов на частное потребление в первом квартале было смягчено воздействием вышеуказанных факторов.

О сокращении частного потребления свидетельствуют результаты проводимых ЦБ РА опросов¹⁵, а также динамика рассчитываемых НСС РА индексов торгового оборота. В первом квартале 2015 года индекс доверия потребителей был ниже диапазона стабильности и составил 41,1, свидетельствуя о сокращении потребительских затрат домохозяйств в отчетном периоде. В первом квартале, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, торговый оборот в экономике снизился на 6,3%, причем, спад был отмечен и в оптовой, и в розничной торговле, и в торговле автомобилями.

В первом квартале 2015 года инвестиционная активность в экономике была низкой, как и ожидалось, в результате снижения частных вло-

В 1-м квартале 2015 г. частное потребление сократится на 1,3%, а частные вложения – на 7,4%.

¹⁴ Показатели по частным затратам, частному потреблению и частным вложениям первого квартала 2015 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных четвертого квартала 2014 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по отношению к тому же кварталу предыдущего года, если иное не указывается.

¹⁵ <https://www.cba.am/am/SitePages/statsscci.aspx>

жений составило 7,4% по сравнению с тем же периодом предыдущего года. Спад вложений был обусловлен слабой активностью в строительстве, замедлением роста объемов кредитования предприятий, а также низким уровнем общей деловой активности.

О снижении вложений в отчетном периоде свидетельствуют также результаты опросов ЦБ РА среди предприятий. Согласно результатам этих опросов, в первом квартале 2015 года вложения осуществили 16% из опрошенных предприятий, что ниже на 2 пп показателя аналогичного периода предыдущего года.

В результате вышеописанных развитий частного потребления и вложений, темп роста частных затрат в первом квартале сократился на 2,1%, что в условиях 2,2% показателя роста государственных затрат привело к 1,4% сокращению внутреннего спроса в отчетном квартале.

В свете вышеуказанных развитий разрыв затрат частного сектора был отрицательным, а его воздействие на инфляцию - *1,0-1,2 ппсдерживающее*.

Информация о развитиях внешней торговли в первом квартале 2015 года нецелостная, в силу неполного сбора показателей по торговле.

В первом квартале 2015 года чистый приток некоммерческих переводов физических лиц через банковскую систему, сократился по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 48,0%. Такое сокращение было обусловлено, главным образом, более быстрыми, чем в аналогичном периоде предыдущего года, темпами ослабления курса рубля по отношению к доллару США в условиях неблагоприятных развитий экономики России.

3.2.3. Рынок труда¹⁶

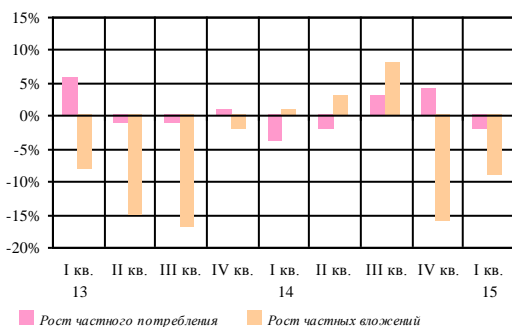
Темп роста номинальной заработной платы в первом квартале 2015 года был несколько выше предыдущих прогнозов и составил 10,6%. В указанном периоде показатель роста заработных плат в государственном секторе опережал рост зарплат частного сектора.

В результате повышения в июле 2014 года заработных плат в некоторых сферах государственного сектора, во втором полугодии 2015 года и первом квартале 2015 года показатель роста заработных плат в государственном секторе был выше среднего темпа роста в посткризисный период. В результате в первом квартале 2015 года рост средней номинальной заработной платы в этой сфере составил 13,7%.

В силу сравнительно низкого уровня экономической активности, в первом квартале 2015 года темп роста заработных плат частного сектора слегка замедлился по сравнению с темпом роста предыдущего года и составил 7,1%. В 2014 году средние заработные платы частного сектора выросли на 7,4%.

Вследствие слабой экономической активности, отмеченной в четвертом квартале 2014 года и первом квартале 2015 года, спрос на рабочую силу в экономике повысился меньше, чем предложение. Эта тенденция была отмечена уже в первом квартале 2014 года, особенно углубилась к концу года и в первом квартале 2015 года. В результате в первом квартале *уровень безработицы* повысился на 1,4 пп по сравнению в тем же периодом предыдущего года и составил 19,2%. По сравнению с преды-

Рост частного потребления и вложений в годовом выражении



¹⁶ Данные по рынку труда 2014 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях четвертого квартала 2014 года и января-февраля 2015 года. Оценки роста в подразделе даны по отношению к тому же кварталу предыдущего года, если иное не указывается.

дущими прогнозами безработица в первом квартале была чуть ниже, в силу более высокого, чем прогнозировалось, уровня экономической активности.

В отчетном периоде рост заработных плат соответствовал росту производительности. В результате в первом квартале 2015 года воздействие рынка труда на инфляцию было нейтральное.

3.2.4. Налогово-бюджетная политика¹⁷

В первом квартале 2015 года исполнение государственного бюджета проходило с выполнением квартальных пропорций по доходам и экономией по некоторым статьям расходов.

Воздействие налогово-бюджетного сектора на совокупный спрос, согласно показателю фискального импульса, было больше, чем ожидалось – импульс был 2,4 расширяющий. Причем, импульс доходов составил 0,4 расширяющий, а импульс расходов – 2,0 расширяющий.

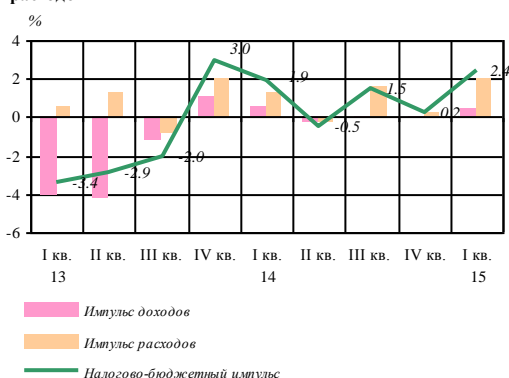
Доходы совокупного бюджета увеличились по сравнению с первым кварталом предыдущего года на 3,5%, главным образом, за счет налоговых доходов. Рост налоговых доходов и государственных пошлин в государственном бюджете составил по сравнению с первым кварталом 2014 года 3,8%, главным образом, за счет налога на прибыль и таможенных пошлин. В результате квартальный план госбюджета по части налогов и государственных пошлин был перевыполнен на 0,3%. В первом квартале 2015 года в налогах и пошлинах государственного бюджета выросли по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года непрямые налоги - на 3,5%, прямые налоги – на 4,3%, а прочие налоговых доходы снизились на 2,7%. Причем, доля непрямых налогов выросла на 0,1 пп, составив 52,8%, доля прямых налогов выросла на 0,4 пп, составив 39,4%, а доля прочих налоговых доходов снизилась на 0,5 пп и составила 7,8%.

Иные доходы, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, увеличились на 40,1% и превысили пропорцию, запланированную для квартала.

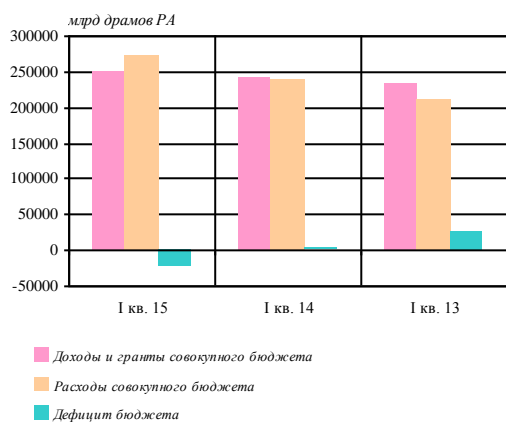
В первом квартале фактические расходы составили 89,9% скорректированного плана на квартал. Тем не менее, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года был отмечен рост расходов совокупного бюджета на 14,2%, за счет, в основном, текущих расходов. **Государственное потребление** в текущих расходах увеличилось по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 24,4%. Снижение показателя по части статьи **“Операции с нефинансовыми активами”**, или **рост капитальных расходов**, составило по сравнению с тем же периодом предыдущего года 7,5%, в силу сокращения как программ, осуществляемых за счет внешнего финансирования, так и расходов, осуществляемых за счет средств внутреннего финансирования.

В результате вышеуказанных развитий доходов и расходов в первом квартале сформировался дефицит бюджета на 22,2 млрд драмов, вместо 51,3 млрд драмов, предусмотренных для квартала скорректированным планом. Дефицит был полностью финансируван за счет внешних источников.

В 1-м квартале 2015 года расширяющее воздействие налогово-бюджетной политики было обусловлено, главным образом, расширяющим воздействием расходов



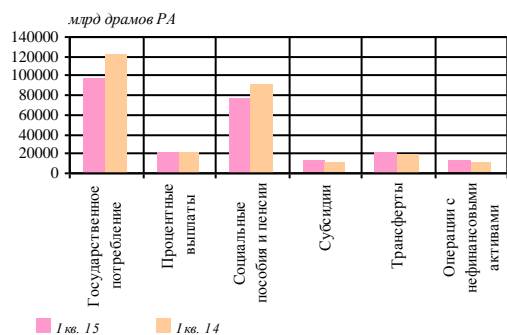
Динамика основных показателей совокупного бюджета



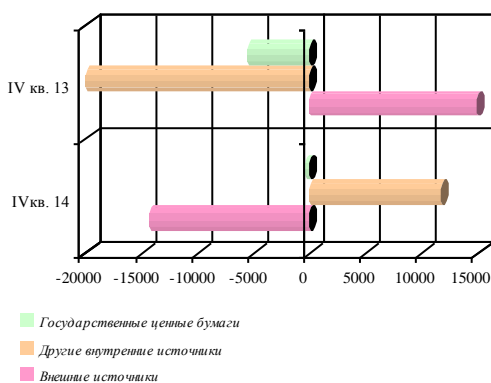
В первом квартале 2015 года налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос 2,4 расширяющее воздействие.

¹⁷ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен с использованием предварительных фактических показателей совокупного бюджета, рассчитанных на базе предварительных фактических показателей за первый квартал (включая показатели групп по реализации проектов), без учета внебюджетных средств. Причем, воздействие доходов рассчитано по отношению к прогнозированным номинальным показателям ВВП, а воздействие расходов – к оцененному потенциальному показателю ВВП.

В расходах бюджета РА в 1-м квартале 2015 г. был отмечен рост по части текущих расходов



В 1-м квартале 2015 г., в отличие от первых кварталов предыдущих 2 лет, сформировался дефицит бюджета (млрд драмов РА)



В результате размещения выпущенных в первом квартале инвалютных государственных облигаций доходы государственного бюджета составили 229,9 млрд драмов, из которых 94,2 млрд были потрачены на выкуп инвалютных государственных облигаций, выпущенных в 2013 году. За счет поступлений, сформировавшихся в результате размещения и выкупа указанных ценных бумаг, во внутренних источниках образовались свободные средства.

В первом квартале 2015 года налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос расширяющее воздействие, обусловленное, в основном, расширяющим воздействием расходов.

Таким образом, сокращение денежных переводов из РФ в первом квартале 2015 года и наблюдаемая во внутренней экономике слабая инвестиционная активность сократили расходы частного сектора. Сокращение расходов частного сектора было смягчено лаговым воздействием осуществленной в течение 2014 года расширяющей денежно-кредитной и фискальной политик, и, особенно в первом квартале 2015 года, новыми налогово-бюджетными и денежно-кредитными стимулами, предоставленными экономике, смягчив также замедление экономического роста РА и дефляционную среду.

В первом квартале 2015 года разлом расходов частного сектора был отрицательным. Учитывая также динамику рынка труда и государственных расходов оценивается, что в первом квартале вышеуказанные факторы вызвали дефляционные давления на потребительском рынке в 0,4-0,5 пп.

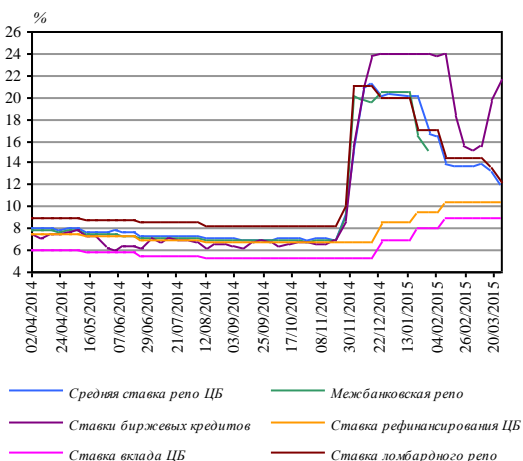
3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

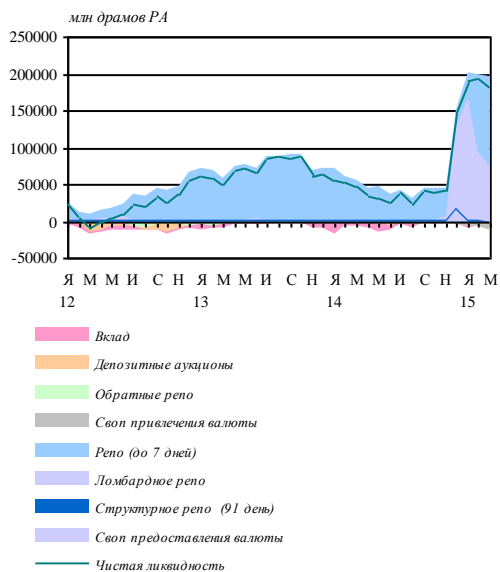
В первом квартале 2015 года ЦБ РА, следуя своим заявлениям, направленным на смягчение вызванного развитиями конца предыдущего года напряжения на финансовом рынке РА и на дальнейшую стабилизацию ситуации, наиболее часто обращался к изменению процентных ставок. **На финансовом рынке сформировались высокие процентные ставки, уровень которых был близок к процентной ставке инструмента ломбардного репо.** В целях снижения рыночных процентных ставок параллельно стабилизации финансового рынка Совет ЦБ в течение квартала постепенно снизил ставку ломбардного репо - с 20% до 12%. Вместе с этим, в силу роста инвестиционных рисков и повышения процентных ставок в развивающихся странах в долгосрочном отрезке, ЦБ дважды, в январе и феврале, повысил ставку рефинансирования ЦБ, установив ее на уровне 10,5%. В результате, в конце квартала была восстановлена естественная удаленность ставки ломбардного репо от ставки рефинансирования на 1,5 пп. Указанные действия были направлены **на восстановление ориентирующей роли ставки рефинансирования на рынке** путем сокращения разницы между процентными ставками политики ЦБ рыночными краткосрочными ставками, в то же время оказав содействие стабилизации финансового рынка и достижения целевого показателя инфляции в среднесрочном отрезке.

В результате предпринятых действий со стороны ЦБ в течение квартала удалось ослабить напряжение на финансовом рынке, передавшееся из внешнего сектора в ноябре-декабре 2014 года. Ослабление вырази-

В течение квартала краткосрочные ставки сформировались вокруг процентной ставки инструмента ломбардного репо ЦБ



Объемы операций ЦБ (среднемесячный запас)



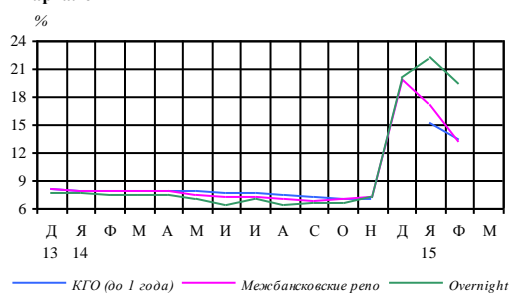
лось как в снижении краткосрочных процентных ставок, так и установлении на валютном рынке сравнительно устойчивой динамики обменного курса драма.

В первом квартале ставка основного инструмента ЦБ - 7-дневного репо находилась в пределах ставки предлагаемого ЦБ инструмента ломбардного репо. В результате в марте средняя ставка, по сравнению с декабрьской, снизилась на 7,45 пп и составила 13,16%.

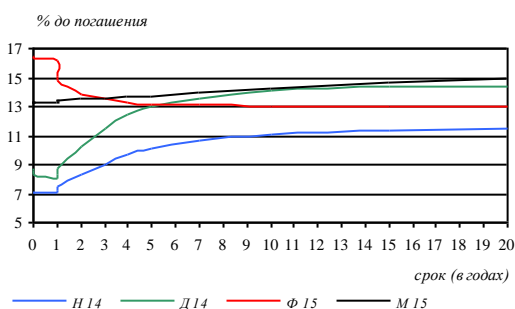
Операции, совершенные ЦБ РА						
Период	Репо (до 7 дней)		Привлеченные средства		Ломбардные репо	
	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %
I кв. 2013 г.	63652.16	8.09	2518.46	6.50	14.53	9.50
II кв.	71467.51	8.19	2712.31	6.50	45.74	9.50
III кв.	86238.94	8.42	2712.31	6.75	20.30	9.50
IV кв.	76070.53	8.31	6035.38	6.71	7.69	10.0
I кв. 2014 г.	58769.52	7.80	8230.77	6.17	297.76	9.05
II кв.	41619.24	7.79	9908.46	5.88	41.38	8.75
III кв.	37331.05	7.16	3270.00	5.47	16.08	8.43
IV кв.	34048.94	10.60	1765.67	5.25	41550.14	19.69
I кв. 2015 г.	95454.55	14.25	63.75	8.04	104521.49	16.27

В течение первого квартала 2015 года развития на финансовом рынке соответствовали проводимой ЦБ политике. В этот период на межбанковском рынке было проведено мало сделок, что затрудняло действия ЦБ по выявлению краткосрочных ставок на финансовом рынке. Однако сохранялись объемы операций на рынке внутрибанковских репо, и постепенное снижение ставки ломбардного репо ЦБ вызвало поэтапное снижение процентных ставок на внутрибанковском рынке: снижение среднемесячной ставки в марте составило по сравнению с декабрем примерно 7 пп.

Динамика краткосрочных процентных ставок в 1-м квартале



В 1-м квартале 2015 года ставки на рынке государственных облигаций повысились



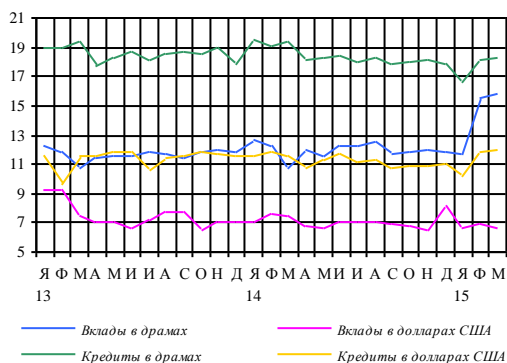
Вкладыш 2

Рынок государственных облигаций

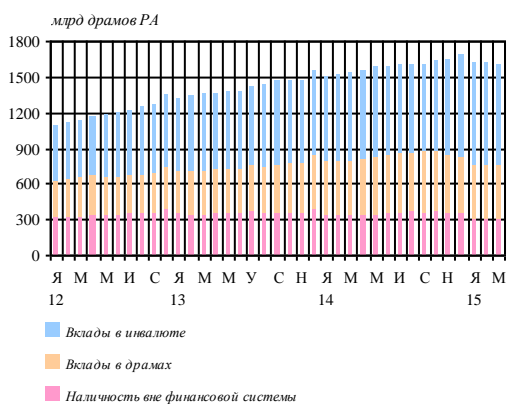
Ситуация, сложившаяся на финансовом рынке, повлияла также и на рынок гособлигаций. Среднеквартальная доходность краткосрочных облигаций повысилась по сравнению с предыдущим кварталом на 7,6 пп и составила 14,7%, а рост среднеквартальной доходности среднесрочных и долгосрочных облигаций составил в марте, по сравнению с декабрем, примерно 2,0 пп.

Потрясения финансового рынка в ноябре-декабре 2014 года не оказали существенного воздействия на вторичный рынок гособлигаций, видимо, из-за отсутствия сделок на рынке. Хотя в декабре, по сравнению с ноябрем, доходность гособлигаций выросла по всей длине кривой на 2,0 пп, тем не менее, это не стало отражением развитий на финансовом рынке. Ситуация изменилась в январе-феврале, когда в результате новых выпусков краткосрочных облигаций, кривая доходности перевернулась, отражая ожидания участников рынка, выразившиеся в высокой степени рисков, обусловленных существующими неопределенностями, особенно в краткосрочном отрезке. Вместе со стабилизацией финансового рынка ситуация на рынке гособлигаций также восстановилась: в конце квартала кривая доходности вновь перевернулась и приняла свою восходящую траекторию. В конце марта, по сравнению с декабрем, общий показатель кривой доходности вырос: долгосрочная ставка составила 14,9%, повысившись по сравнению с декабрем на 0,5 пп, а разность между долгосрочными и краткосрочными ставками кривой (пиков) снизилась в марте на 4,0 пп и составила 1,6 пп.

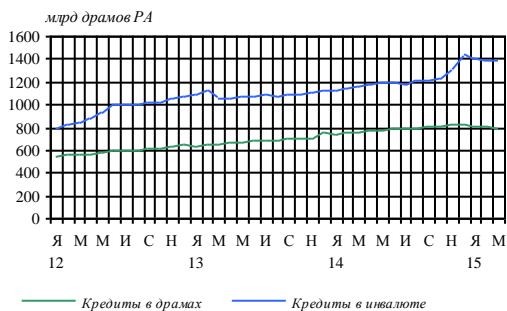
Процентные ставки по средствам в драмах и инвалюте



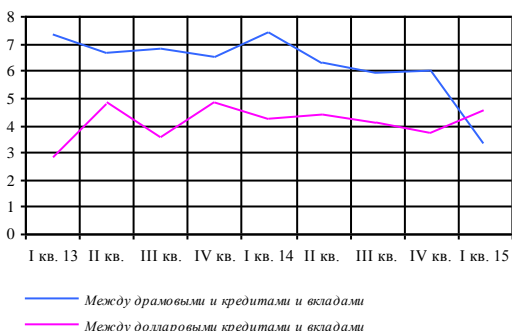
В 1-м квартале снизились как драмовые, так и инвалютные вклады



В 1-м квартале 2015 г. в общем объеме кредитования продолжили преобладать инвалютные кредиты



В 1-м квартале 2015 г. сократилась разница между процентными ставками по драмовым кредитам и вкладам



Рост ставок на финансовом рынке в четвертом квартале 2014 года предполагал также рост процентных ставок по привлеченным банками средствам. Рост произошел только по части вкладов в драмах (в основном, по краткосрочным средствам), а декабрьское повышение норматива обязательного резервирования по привлеченным инвалютным средствам вызвало сокращение объема инвалютных вкладов и снижение ставок. В марте среднемесячная процентная ставка по драмовым вкладам составила 15,9%, повысившись по сравнению с декабрем на 4,0 пп, а среднеквартальный показатель вырос по сравнению с предыдущим кварталом на 2,5 пп и составил 14,4%. Среднемесячная ставка по инвалютным вкладам составила в марте 6,7%, снизившись по сравнению с декабрем на 1,5 пп, а среднеквартальная ставка снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 0,4 пп, составив 6,8%.

Неопределенности на финансовом рынке, возникшие в декабре 2014 года, повлияли на объемы привлеченных вкладов: снизились объемы привлеченных вкладов как в драмах, так и в инвалюте. Преобладающая доля снижения была отмечена по срочным вкладам и вкладам до востребования, привлеченным от предприятий. В течение квартала вклады в драмах снизились на 2,0%, а инвалютные вклады – на 1,3%.

Процентные ставки кредитования в драмах проявили в течение квартала относительную стабильность, в некоторых случаях было отмечено снижение ставок: среднеквартальный уровень ставок по кредитованию в драмах снизился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,3 пп и оставил 17,7%. Тенденцию на снижение в основном проявили кредиты, предоставленные физическим и юридическим лицам сроком более 1 года: средний показатель по кварталу снизился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,9 пп.

В первом квартале 2015 года процентные ставки по кредитам в инвалюте существенно не изменились.

Замедление темпов экономического роста, сокращение сбережений домохозяйств, удорожание финансовых ресурсов оказали воздействие на объемы кредитования. Об этом свидетельствуют результаты проведенных ЦБ РА опросов об условиях кредитов, предоставляемых банками и кредитными организациями РА. Банки, в случае структурных изменений экономики в течение квартала, переоценили свои риски, скорректировали кредитную политику в целях сохранения качества кредитного портфеля.

Вкладыи 3

Согласно результатам проведенного в первом квартале 2015 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, в квартале в целом наблюдалось ужесточение процедур кредитования, ожидаемое еще по итогам предыдущего опроса. Основными факторами ужесточения процедур послужили замедление экономической активности и вопросы, связанные с кредитоспособностью клиентов.

Во втором квартале 2015 года ожидается рост спроса на все виды кредитов, а меры ЦБ, предпринимаемые в направлении планового кредитования, по всей видимости, окажут содействие тому, чтобы кредитование не удорожалось.

В первом квартале 2015 года сократилась разница между ставками по драмовым кредитам и вкладам: среднеквартальный показатель уменьшился по сравнению с показателем предыдущего квартала на 2,7 пп и

составил 3,3 пп. С другой стороны, был отмечен рост разности между процентными ставками по инвалютным кредитам и вкладам: среднеквартальный показатель составил 4,6 пп, увеличившись по сравнению с показателем предыдущего квартала на 0,9 пп.

В первом квартале 2015 года показатель долларизации (инвалютные вклады/денежная масса) увеличился по сравнению с предыдущим кварталом на 1,6 пп.

Денежно-кредитные показатели	март 14 12-месячный рост	июнь 14 12-месячный рост	сентябрь 14 12-месячный рост	декабрь 14 12-месячный рост	март 15 12-месячный рост
Денежная масса (%)	12.84	14.78	9.64	8.34	4.1
Драмовая масса (%)	10.92	14.26	14.15	-3.51	-4.4
Денежная база (%)	20.84	8.21	-0.52	-0.15	1.61
Драмовая масса (%)	1.67	4.49	0.63	15.53	19.6
Наличность (%)	-4.49	-1.19	1.44	-9.39	-9.8
Вклады в драмах (%)	25.27	28.59	25.31	1.37	-0.5
Вклады в инвалюте (%)	14.95	15.36	4.71	22.74	13.0
Долларизация (процентные пункты)	0.89	0.24	-2.15	6.0	4.2
Денежный мультипликатор (процентные пункты)	-0.14	0.13	0.21	0.15	0.0
Драмовый мультипликатор (процентные пункты)	0.12	0.12	0.17	-0.22	-0.28

3.3.2. Обменный курс

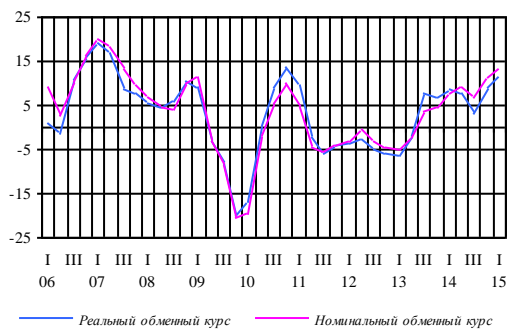
Ослабление средневзвешенного обменного курса валют торговых партнеров РА к доллару США продолжилось в первом квартале 2015 года и составило 14,6% в квартальном выражении. Хотя номинальный обменный курс рубля проявил в первом квартале тенденцию удорожания, тем не менее средний уровень оставался выше среднего уровня четвертого квартала 2014 года. В результате преобладающая часть девальвации валют торговых партнеров – 6,2 пп, была вызвана обвалом рубля. В то же время, быстрые темпы ослабления курсов евро и гривны оказали содействие на 3,1 и 3,0 пп соответственно. В результате сохранения внешнего равновесия в условиях девальвационных давлений валют торговых партнеров, номинальный обменный курс драма составил в первом квартале 2015 года 9,9% в квартальном выражении. Центральный банк осуществил валютные вливания на рынке в течение указанного периода на сумму 149,6 млн долларов США, в целях нейтрализации ожиданий на валютном рынке и обеспечения финансовой стабильности.

В силу более резкого обвала валют стран партнеров, в первом квартале 2015 года номинальный эффективный обменный курс драма укрепился на 3,5% кв/кв, а реальный эффективный обменный курс – на 5,6% кв/кв.¹⁸

Укрепление реального обменного курса на 11,6% в годовом выражении было обусловлено, в основном, отмеченным в конце предыдущего года ослаблением средневзвешенного номинального обменного курса торговых партнеров.

¹⁸ Показатель реального обменного курса в первом квартале 2015 года является оценкой ЦБ РА.

В 1-м квартале 2015 г. ускорились темпы укрепления реального эффективного обменного курса в годовом выражении (%)



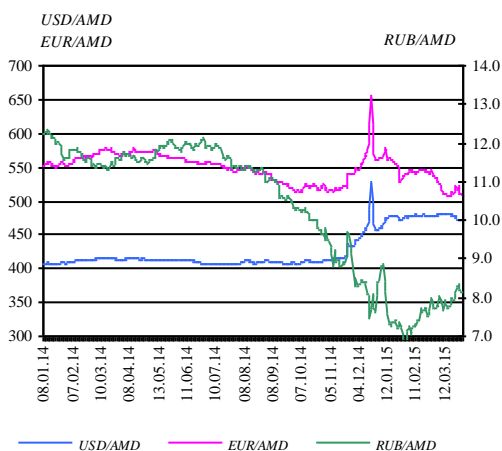
рост в годовом выражении, %	I кв. 13	II кв. 13	III кв. 13	IV кв. 13	I кв. 14	II кв. 14	III кв. 14	IV кв. 14	I кв. 15
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	-6.4	-1.6	7.9	6.8	8.5	7.8	3.1	9.2	11.6
Средняя инфляция в РА	3.0	5.2	8.7	6.4	4.6	3.3	1.0	3.2	5.2
Номинальный средний обменный курс драм РА/доллар США (+ укрепление)	-5.1	-3.3	0.5	0.2	-0.4	0.5	0.0	-5.7	-13.9
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	4.5	4.4	4.3	4.0	3.7	4.4	4.6	5.1	6.7
Средневзвешенный номинальный обменный курс торговых партнеров (+ укрепление)	-0.4	-1.1	-3.2	-4.3	-8.0	-8.6	-7.0	-18.5	-32.1

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

Вкладыш 4

Валютный рынок

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



Средний рыночный обменный курс драма к доллару США составил к концу первого квартала 2015 года 471,13 драма: укрепившись по сравнению с концом предыдущего квартала на 0,82%.

Динамика обменного курса драма РА в первом квартале 2015 г. к доллару США, евро и российскому рублю

Динамика обменного курса драма РА			
Валютная пара	Обменный курс на 31.12.2014 г. (драм РА)	Обменный курс на 31.03.2015 г. (драм РА)	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	474.97	471.13	+0.82
EUR/AMD	577.47	505.29	+14.28
RUB/AMD	8.15	8.13	+0.25
Динамика среднего обменного курса драма РА			
Валютная пара	Средний обменный курс в первом квартале 2014 г.	Средний обменный курс в первом квартале 2015 г.	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	411.05	477.26	-13.87
EUR/AMD	562.97	538.40	+4.56
RUB/AMD	11.72	7.61	+54.01

Совокупный объем операций доллар США - драм РА, осуществленных на валютном рынке в течение квартала, составил 2,45 млрд долларов США, снизившись на 11,55% по отношению к предыдущему периоду (2,77 млрд долларов США).

Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро - драм РА, составил 199,42 млн евро вместо 192,7 млн евро в предыдущем квартале, а совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций рубль РФ-драм РА составил 9,6 млрд рублей, увеличившись на 5,5% в годовом выражении (1-ый квартал 2014 г. – 9,1 млрд рублей).

3.4. Платежный баланс¹⁹

Информация о развитиях внешней торговли в первом квартале 2015 года нецелостная, в силу неполного сбора показателей по торговле. Следовательно, в отчете не представлены показатели экспорта и импорта по группам товаров. Показатели общего экспорта и импорта являются показателями Отчета инфляции за предыдущий квартал, которые скорректированы фактическими развитиями долларовых цен экспорта и импорта.

В первом квартале 2015 года сохранились высокие темпы снижения денежных переводов физических лиц, которые в силу неблагоприятных развитий в России сохраняют зависимость от высоких темпов ослабления курса рубля по отношению к доллару США по сравнению с тем же периодом предыдущего года. В результате указанных развитий и прогнозов снижение дефицита текущего счета было обусловлено, главным образом, снижением дефицита торгового баланса. Характерной особенностью квартала стало размещение Правительством евробондов, в результате в счете движения капиталов был отмечен чистый приток средств в больших объемах. В результате развитий платежного баланса чистые внешние активы ЦБ увеличились.

3.4.1. Текущий счет

В первом квартале 2015 года дефицит текущего счета снизился по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 175,5 млн долларов США и составил 271,5 млн долларов США, главным образом вследствие единовременной крупной сделки, отмеченной в статье “Инвестиционные доходы” в первом квартале предыдущего года.

Согласно прогнозам в первом квартале 2015 года экспорт товаров снизился на 11,2% в годовом выражении, импорт – на 22,6%, отражая существенное снижение цен на экспорт и импорт²⁰.

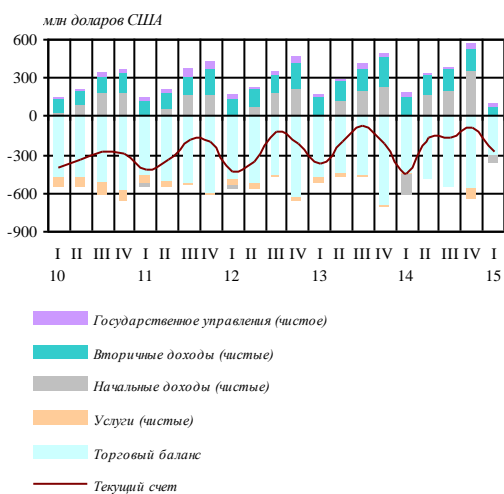
В первом квартале отрицательный баланс услуг снизился по сравнению с первым кварталом предыдущего года и составил 3,9 млн долларов США. Обусловлено это было снижением отрицательного баланса транспортных услуг. В результате в первом квартале снижение экспорта услуг составит 6,2%, а импорта услуг – 8,6% в годовом выражении.

В первом квартале 2015 года высокие темпы сокращения денежных переводов физических лиц сохранились, в силу более быстрых, чем в аналогичном периоде предыдущего года, темпов ослабления курса рубля по отношению к доллару США в условиях неблагоприятных развитий экономики России. В частности, чистый приток по статье “Оплата труда работников” уменьшился на 48,0% годовых и составил 72,0 млн долларов США, что ниже чистого оттока по статье “Доходы от вложений”. В результате по статье “Начальные доходы” был отмечен чистый отток на 52,4 млн долларов США. Чистый приток частных трансфертов снизился на 50,9% годовых и составил 135,9 млн долларов США.

3.4.2. Счет движения капиталов²¹

В первом квартале 2015 года был отмечен чистый приток по “Счету движения капиталов” на сумму 306,6 млн долларов США, обусловлен-

В 1-м квартале 2015 г. дефицит текущего счета г/г снизился



¹⁹ Показатели первого квартала 2015 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

²⁰ По оценкам ЦБ, долларовые цены импорта и экспорта в первом квартале 2015 года значительно снизились.

²¹ Показатели счета движения капиталов первого квартала 2015 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

В 1-м квартале 2015 г. чистый приток по счету движения капиталов увеличился в годовом выражении
("+" - чистое кредитование, "-" - чистое заимствование)



ный, главным образом, размещением Правительством евробондов. Финансирование текущего счета было осуществлено за счет портфельных вложений (размещение евробондов) и других средств, привлеченных частным сектором (кроме банков). В результате развития платежного баланса чистые внешние активы ЦБ увеличились на 35,1 млн долларов США.

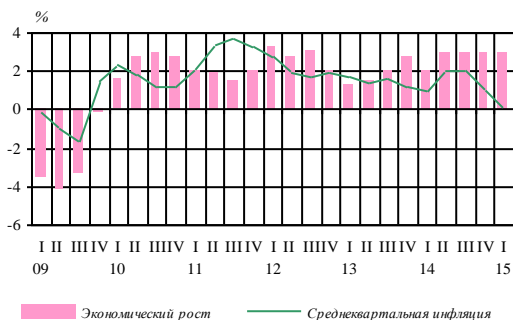
Капитальные трансферты сократились в первом квартале 2015 года и составили 8,4 млн долларов США, вместо 11,0 млн долларов США в том же периоде предыдущего года. Чистый приток иностранных прямых инвестиций в текущем квартале составил 13,6 млн долларов США. По части государственных кредитов (кроме евробондов) был отмечен чистый приток на 13,1 млн долларов США вместо чистого оттока в 7,3 млн долларов США в том же квартале предыдущего года.

Чистые внешние активы частного сектора сократились на 2,9 млн долларов США, вместо роста на 48,2 млн долларов США в первом квартале предыдущего года. В том числе, чистые внешние активы коммерческих банков увеличились на 136,6 млн долларов США, в отличие от сокращения на 139,6 млн долларов чистых внешних активов иного частного сектора.

3.5. Внешняя среда

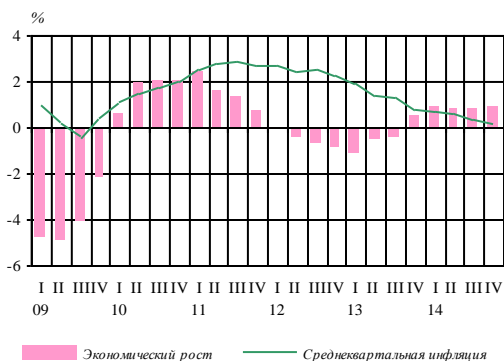
В первом квартале 2015 года у торговых партнеров РА продолжилась тенденция медленного роста экономической активности.

В 1-м квартале 2015 г. в США была отмечена дефляция



Согласно предварительным оценкам Бюро анализа Министерства торговли **США, в первом квартале 2015 года в Соединенных Штатах Америки** был отмечен 0,2% экономический рост кв/кв в годовом выражении, вместо 2,2% роста в предыдущем квартале (рост в первом квартале составил 3,0% в годовом выражении). Основными причинами замедления экономического роста в первом квартале послужили снижение расходов на частное потребление, замедление экспорта, вложений и государственных затрат, что частично было нейтрализовано замедлением импорта и ростом частных вложений в резервы. В первом квартале 2015 года в США была отмечена дефляция, составившая в среднем 0,06% в годовом выражении, вместо 1,2% инфляции в предыдущем квартале. Инфляция остается ниже уровня своего целевого показателя, что частично обусловлено снижением цен на нефтепродукты и на импортированные не нефтяные товары. Федеральная резервная система США сохранила в первом квартале низкие процентные ставки политики на уровнях 0-0,25%.

В 1-м квартале 2015 г. инфляция в зоне евро снизилась



Согласно предварительным оценкам Евростата, в первом квартале 2015 года в **зоне евро** экономический рост составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 1,0% в годовом выражении. Вместе с этим в первом квартале 2015 года была отмечена дефляция в среднем на 0,3% в годовом выражении, вместо 0,2% инфляции в предыдущем квартале.

Европейский центральный банк сохранил в первом квартале 0,05% процентную ставку политики и -0,2% ставку привлечения денежных средств. В то же время, в дополнение к запущенной еще в конце 2014 года программе количественного расширения по покупке обеспеченных активами ценных бумаг и обеспеченных облигаций, с начала 2015 года ЕЦБ приступил к программе покупки суверенных облигаций, доведя объем ежемесячных покупок, в целом, до 60 млрд евро.

В первом квартале 2015 года на валютном рынке было отмечено ослабление евро по отношению к доллару США на 9,8% (ослабление в годовом выражении 17,8%), и средний обменный курс доллара США к евро составил 1,126.

Согласно предварительным оценкам *Государственной статистической службы России*, в первом квартале 2015 года экономический спад в России составил 1,9% в годовом выражении. Спад отмечается впервые после 2009 года, и обусловлен последствиями снижения цен на нефть и введения санкций. Причем, в смысле годового роста положительные развития были отмечены в перерабатывающей промышленности (2,1% рост) и отрасли строительства (1,1%), тогда как в сфере сельского хозяйства был отмечен спад на 5,7%. Следует отметить, что в условиях замедления экономической активности снизились также темпы роста частного потребления, составив 1,3% вместо роста в предыдущем квартале на 1,5%, а спад совокупных вложений углубился и составил 6,0% вместо спада в предыдущем квартале на 2,8%.

Индекс потребительских цен в России, в условиях ослабления в первом квартале 2015 года обменного курса на 43,8% в годовом выражении, вырос, в среднем, на 16,2% в годовом выражении вместо 9,6% инфляции в предыдущем квартале. В конце года инфляция в России составила 11,4%, ускорившись в январе до 15%. Учитывая факт снижения инфляционных рисков и сохранение существенного замедления экономического роста, Центральный банк России снизил в первом квартале 2015 года ставку политики до 14,0% (средняя ставка предыдущего квартала - 17,0%).

В первом квартале 2015 года *цена на сырую нефть марки "Brent"* на бирже "Intercontinental Exchange" (ICE) снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 25,6%, в силу увеличения объемов выработки в США и формирования соответствующих ожиданий на финансовых рынках, составив в среднем 54,0 долларов США за один баррель (49,5% снижение в годовом выражении).

Цена на медь на Лондонской бирже металлов составила в первом квартале 2015 года в среднем 5801 доллар США за одну тонну, снизившись на 11,7% (снижение в годовом выражении - 17,1%). Снижение вызвано, в основном, воздействиями замедления темпов роста спроса в Китае, а также укрепления доллара США.

По данным Департамента сельского хозяйства США, цена экспортируемых сортов твердой краснозерной *пшеницы*, в силу ожиданий высокого мирового производства, снизилась в первом квартале на 7,4% кв/кв, составив в среднем 6,5 долларов США за бушель (снижение в годовом выражении - 19,6%).

Индекс цен на необработанный *сахар* на бирже "New York Board-Intercontinental Exchange" (NYB-ICE) снизился в первом квартале 2015 года на 10,4% кв/кв (снижение в годовом выражении - 13,9%). Дефляция была обусловлена рыночными ожиданиями богатого урожая в Бразилии, являющейся основным производителем, а также ослаблением курса бразильского реала по отношению к доллару США.

Несмотря на определенное сокращение объемов производства, цена на *рис* на бирже "Chicago Board of Trade" (CBOT) снизилась в первом квартале 2015 года на 12,0% в силу замедления спроса, и средняя цена за один американский центнер (45,3 кг) составила 10,9 доллара США (снижение в годовом выражении - 29,2%).

На рынках сырьевых и продовольственных товаров в первом квартале отмечались существенные дефляционные тенденции, что было обусловлено низким уровнем мирового спроса, укреплением доллара США, а также ожиданиями богатого урожая на рынках продовольственных товаров.

На рынках сырьевых и продовольственных товаров в первом квартале отмечались существенные дефляционные тенденции, что было обусловлено низким уровнем мирового спроса, укреплением доллара США, а также ожиданиями богатого урожая на рынках продовольственных товаров.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В первом квартале 2015 года *спрос во внешнем секторе* остался на низком уровне, а *на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров* наблюдались превысившие ожидания дефляционные развития. *В прогнозируемом горизонте* не ожидается *существенных инфляционных давлений* из внешнего сектора.

В первом квартале 2015 года *экономическая активность* слегка опередила прогноз за счет объемов выпуска сельского хозяйства, рост которых был выше прогноза, и более меньшего, чем ожидалось, спада в строительстве. В результате *экономический рост* в первом квартале 2015 года будет в пределах *2,1-2,5%*.

В прогнозируемом горизонте темпы экономического роста в 2016 году сохранятся на том же уровне, затем рост постепенно приблизится к своему долгосрочному равновесному уровню благодаря осуществлению программ, предусмотренных Правительством в экспортном секторе, и постепенному улучшению внешней экономической среды. Таким образом, *в прогнозируемом горизонте*, в результате стабилизации частного спроса и нейтрального, в целом, воздействия фискальной политики, *воздействие внутренней экономики на совокупный спрос будет неинфляционное*.

В первом квартале 2015 года *12-месячная инфляция* проявила повышательную тенденцию, *составив в конце марта 5,8%*, что близко верхней границы диапазона допустимых колебаний.

В прогнозируемом горизонте 12-месячная инфляция стабилизируется вокруг целевого показателя 4%. В результате ожидаемого удорожания тарифов на электроэнергию ближайшие месяцы, *в течение 2015 года 12-месячная инфляция останется у верхней границы диапазона допустимых колебаний*. Затем, в условиях большего, чем ожидалось, сезонного снижения цен на продовольственные товары, вызванного воздействием положительных развитий сельского хозяйства, и ожидаемого во внутренней экономике слабого спроса, инфляция станет постепенно снижаться.

Согласно оценкам ЦБ, сохранение во втором квартале 2015 года существующего уровня ставки рефинансирования позволит стабилизировать 12-месячную инфляцию вокруг целевого показателя. В дальнейшем, зависимости от экономических развитий, ЦБ скорректирует, при необходимости, направления денежно-кредитной политики, обеспечив достижение целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке.

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины будут *равносторонними*, как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах. Причем, *риски, вытекающие из внешнего сектора*, связаны, главным образом, с восстановлением темпов роста мировой экономики и развитиями цен на международных рынках сырья и продовольствия. *Риски, вытекающие из внутренней экономики*, обусловлены, в основном, ходом восстановления внутреннего спроса, осуществления стимулирующих программ Правительства, экономическими последствиями процесса региональной интеграции, а также развитиями отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий. С другой стороны, отсутствие четкой информации о размере и сроках возможного удорожания тарифов на электроэнергию значительно усиливает неопределенности, связанные с инфляционными развитиями. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.

© Центральный банк Республики Армения, 2015

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