

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 24 февраля 2017 N 46А*

Обзор инфляции

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



*Отчет о выполнении программы денежно-
кредитной политики 4-го квартала 2016 г*

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	7
2.1. Внешняя среда	7
2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос	9
2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте	18
3. Фактические развития четвертого квартала 2016 года	23
3.1. Инфляция	23
3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции	23
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей	25
3.1.3. Инфляционные ожидания и ожидания процентной ставки ..	27
3.2. Совокупный спрос и совокупное предложение	28
3.2.1. Совокупное предложение	28
3.2.2. Совокупный спрос	29
3.2.3. Рынок труда	31
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	32
3.3. Деньги и развития финансового рынка	34
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты	34
3.3.2. Обменный курс	37
3.4. Платежный баланс	38
3.5. Внешняя среда	39

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

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

В рамках выполнения стратегии инфляционного таргетирования, начиная с 2012 года ЦБ публикует прогноз безусловной инфляции в трехгодичном горизонте, в течение которого денежно-кредитная политика нацелена на сведение к минимуму отклонений будущей инфляции от 4% целевого показателя. Прогнозы в настоящем отчете составлены на основе всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования - 14 февраля 2017 года, результатов опросов Центрального банка и выводов, вытекающих из информации о будущих макроэкономических развитиях.

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

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

В течение 2016 года, основываясь на сформировавшейся макроэкономической ситуации и инфляционных развитиях, денежно-кредитная политика ЦБ была расширяющей, направленной на смягчение существующей дефляционной среды. Последовательность, которую проявил ЦБ в вопросе постепенного смягчения денежно-кредитных условий, имела положительные результаты, так как на фоне сохраняющейся низкой инфляции в течение года инфляционные ожидания значительно снизились, наблюдалось некоторое восстановление внутреннего спроса и инфляции. Кроме этого, эта политика способствовала сохранению покупательной способности доходов и восстановлению внешней конкурентоспособности.

В четвертом квартале 2016 года сохранились медленные темпы роста экономической активности, в силу, в основном, снижения объемов выпуска в сельском хозяйстве и горно-рудной промышленности, что заставило ЦБ пересмотреть прогнозы экономического роста в 2016 году в сторону снижения. Что касается прогноза экономического роста в 2017 году, то он не был существенно изменен. С 2017 года до конца прогнозируемого горизонта, под воздействием некоторого ускорения темпов роста мировой экономики, ожидаемого постепенного восстановления внутреннего спроса в экономике РА, эффективной реализации ряда правительственных программ по стимулированию экспорта и инвестиций и проведения структурных изменений, темпы экономического роста ускорятся, постепенно приближаясь к долгосрочному равновесному уровню. Дефляционные развития, сохраняющиеся в течение 2016 года, несколько смягчились в четвертом квартале, и к концу года 12-месячная инфляция составила -1.1%. Вследствие ожидаемого формирования низких цен на некоторые непродовольственные товары и снижения с февраля нынешнего года тарифов на электроэнергию, траектория достижения целевого уровня инфляции замедлится по сравнению с предыдущим прогнозом. До конца 2017 года дефляционная среда постепенно нейтрализуется, и в прогнозируемом горизонте 12-месячная инфляция вернется к целевому показателю.

ЦБ пересмотрел прогнозы экономического роста на 2016 год в сторону снижения, тем не менее, прогноз экономического роста на 2017 год существенных изменений не претерпел.

Дефляционные развития, сохраняющиеся в течение 2016 года, несколько смягчились в четвертом квартале, и к концу года 12-месячная инфляция составила -1.1%. До конца 2017 года дефляционная среда постепенно нейтрализуется, и в прогнозируемом горизонте 12-месячная инфляция вернется к целевому показателю.

В четвертом квартале 2016 года экономическая активность продолжала расти медленными темпами, в силу, в основном, снижения объемов выпуска в сельском хозяйстве и замедления темпов роста горнорудной промышленности. Сокращение денежных переводов из РФ в 2015-2016 годах негативно отразилось на внутреннем спросе, тем не менее, осуществленные ЦБ и Правительством в течение того же периода расширяющая денежно-кредитная и налогово-бюджетная политики значительно нейтрализовали это воздействие. В этих условиях, начиная со второго квартала 2016 года внутренний спрос несколько восстановился, что выразилось в ускорении темпов

Показатель экономической активности в 2016 году оценивается в интервале 0,3-0,5%.

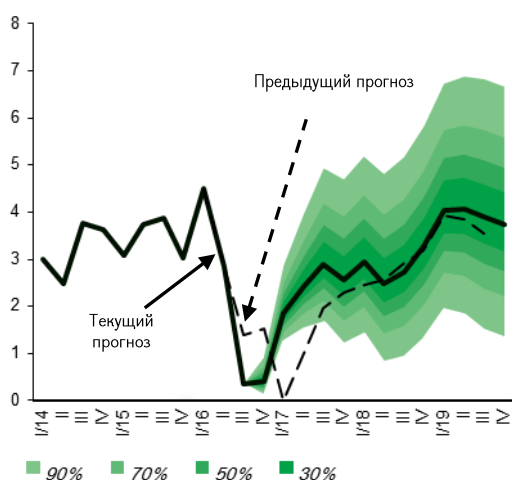
В 2016 году 12-месячная инфляция составила -1,1%.

В 4-ом квартале ЦБ снизил процентную ставку рефинансирования в целом на 0,5 п.п. (в годовом исчислении – на 2,5 п.п.).

С 2017 года темпы роста мировой экономики слегка ускорятся, а на мировых товарных рынках, за исключением рынка зерна, продолжатся инфляционные развития.

В 2017 году ожидается 2,2-3,2% экономический рост.

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



роста частного потребления за этот период. В результате оценка **частного потребления** в 2016 году составила 0,9% рост в реальном выражении и 2,5% снижение **частных реальных вложений**. В четвертом квартале продолжилось улучшение чистого реального экспорта: рост экспорта товаров и услуг в 2016 году составил 14,0%, а импорт товаров и услуг в реальном выражении увеличился на 1,5%. В этих условиях **показатель экономической активности** в 2016 году оценивается **0,3-0,5%**.

В четвертом квартале 2016 года инфляция составила 2,7% вместо 1,9% в аналогичном периоде предыдущего года, в результате **12-месячная инфляция** составила в конце года **-1,1%**. Учитывая перспективу сохранения дефляционной среды в ближайшие месяцы, слабый внутренний спрос и постоянное смягчение инфляционных ожиданий, ЦБ в четвертом квартале вновь ослабил денежно-кредитные условия: процентная ставка рефинансирования была снижена в целом на 0,5 п.п. (в годовом исчислении – на 2,5 п.п.), установив ее в конце декабря на уровне **6,25%** (подробнее см. в разделе «3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции»).

Согласно прогнозам ЦБ, с 2017 года темпы роста мировой экономики слегка ускорятся, а на мировых товарных рынках, за исключением рынка зерна, продолжатся инфляционные развития. Тем не менее, **в прогнозируемом горизонте из внешнего сектора существенных инфляционных давлений не ожидается**.

В 2017 году ускорятся темпы экономического роста, в основном, в силу ожидаемого постепенного восстановления внутреннего спроса, эффективной реализации ряда программ Правительства по стимулированию экспорта и инвестиций, неуклонного улучшения внешней экономической среды и осуществления структурных реформ. В результате в 2017 году ожидается **2,2-3,2% экономический рост**, который с точки зрения спроса будет обеспечен за счет 1,7% роста частного потребления, 3,0% роста частных вложений, а также за счет чистого экспорта, в составе которого рост экспорта товаров и услуг прогнозируется в интервале 5,0-7,0%, а рост импорта товаров и услуг – 0-2,0%. В то же время, в течение года ожидается 0,3 сдерживающее воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос по сравнению с предыдущим годом. С точки зрения предложения экономическому росту окажет содействие рост предложения промышленности и сельского хозяйства.

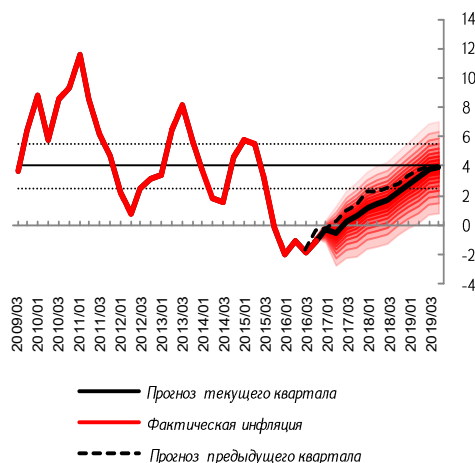
В прогнозируемом горизонте темпы роста экономики продолжат ускоряться, **составив 3,2-4,4%**.

Таким образом, **в прогнозируемом горизонте, до начала 2018 года дефляционное воздействие внутреннего спроса на внутренние цены постепенно ослабнет и до конца прогнозируемого горизонта станет инфляционным**.

Согласно прогнозам ЦБ, траектория достижения целевого уровня инфляции, по сравнению с предыдущим прогнозом, немного замедлится, в силу формирования низких цен на некоторые непродовольственные товары и снижения с февраля тарифов на элект-

ЦБ считает целесообразным и возможным ослабление в 1-ом квартале 2017 года денежно-кредитных условий.

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



роэнергию. Затем дефляционная среда до конца года постепенно нейтрализуется, и 12-месячная инфляция в прогнозируемом горизонте вернется к целевому показателю.

Учитывая указанные факторы и предусматриваемую в 2017 году, по сравнению с предыдущим годом, сдерживаемую налогово-бюджетную политику, **ЦБ пока считает целесообразным и возможным ослабление в первом квартале 2017 года денежно-кредитных условий.**

ЦБ считает также, что осуществляемая по настоящее время денежно-кредитная политика создала достаточные условия для нейтрализации в 2017 году дефляционной среды и достижения целевого показателя инфляции в прогнозируемом горизонте, тогда как предстоящие возможности традиционной денежно-кредитной политики остаются ограниченными.

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины будут в целом понижательные, как в краткосрочном периоде, так и в среднесрочном периоде. Причем, **риски, обусловленные внешним сектором, не изменились по сравнению с предыдущим прогнозом и остались слабо инфляционными**, вызванные в основном рисками, обусловленными оттоком капитала из развивающихся стран и, как следствие, волатильностью финансовых рынков, а также рисками, обусловленными развитиями международных цен на сырьевые и продовольственные товары. **Риски, обусловленные внутренней экономикой, будут дефляционными**, связанными со степенью воздействия изменений цен на внешних товарных рынках на внутренние цены, ходом восстановления внутреннего спроса, темпами восстановления роста частных вложений, а также структурными реформами, осуществляемыми Правительством. В то же время, имеются двусторонние риски, обусловленные развитиями в отрасли сельского хозяйства, которые зависят от природно-климатических условий.

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

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда¹

В 2017 году мировая экономика будет расти более быстрыми, по сравнению с предыдущим годом, темпами.

На международных рынках сырьевых и продовольственных товаров, за исключением рынка зерна, в 2017 году ожидаются инфляционные тенденции.

В 2017 году мировая экономика будет расти более быстрыми темпами по сравнению с медленным ростом в предыдущем году. В частности, по части основных торговых партнеров РФ ожидается: существенное ускорение темпа роста экономики США, некоторое замедление темпов экономического роста еврозоны, а в России, после экономического спада в 2016 году ожидается восстановление роста экономики.

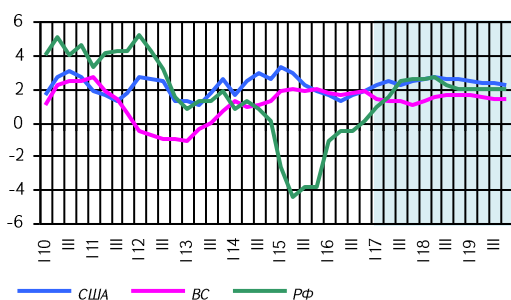
На международных рынках сырьевых и продовольственных товаров, за исключением рынка зерна, в 2017 году ожидаются инфляционные тенденции.

Рост экономики **США** в 2017 году составит 2,3% вместо 1,6% роста в 2016 году, а в среднесрочном отрезке экономический рост останется на уровне 2,4%, которому в основном окажет содействие непрерывный рост вложений². В условиях сокращения безработицы и восстановления инфляции предусматривается, что в 2017 году Федеральная резервная система США будет проводить постепенную ужесточающую денежно-кредитную политику.

В еврозоне в 2017 году предусматривается примерно 1,3% экономический рост, вместо 1,7% роста в 2016 году. Основным стимулом экономического роста является укрепление внутреннего спроса, а препятствием – сокращение чистого экспорта. В среднесрочном отрезке экономический рост сохранится на уровне 1,5%. Несмотря на ускорение темпов инфляции в еврозоне, она находится ниже своего целевого уровня. Основное содействие инфляции оказывает рост тарифов на услуги и цен на продовольственные товары. ЕЦБ продолжает осуществлять расширяющую политику, в рамках которой количественное расширение продолжится до конца 2017 года, а инфляция достигнет своего целевого показателя только в конце прогнозируемого горизонта.

В России в 2017 году ожидается 1,8% экономический рост вместо 0,5% роста в 2016 году. В среднесрочном отрезке рост составит примерно 2%, которому окажет содействие денежно-кредитная политика Банка России, направленная на снижение инфляции и удержание инфляционных ожиданий, а также сохранение в дальнейшем цен на нефть на сравнительно высоких уровнях. Инфляция продолжает снижаться и ожидается, что она достигнет целевого показателя во второй половине 2017 года, а в среднесрочном отрезке будет находиться в пределах 4% показателя. В условиях ослабевающих инфляционных ожиданий российский рубль продолжает укрепляться, несмотря на проведение валютных интервенций в

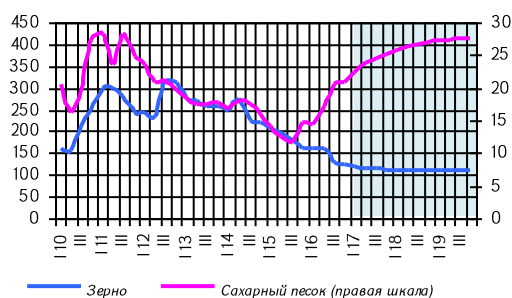
Экономический рост основных стран партнеров (%)



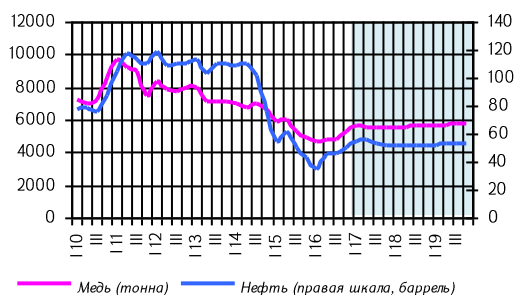
¹ Прогнозы внешней среды составлены на базе информации, опубликованной различными авторитетными аналитическими, исследовательскими, рейтинговыми, финансовыми и информационными агентствами (в том числе, IMF, World Bank, The Economist, Economist Intelligence Unit, Global Insight, Financial Times и др.).

² Все прогнозы внешней среды основаны на данных на 27.01.2017г.

Продовольственные товары (доллары США)



Сырьевые товары (доллары США)



рамках применения министерством финансов РФ переходных положений бюджетного правила.

Следует также добавить, что в январском докладе МВФ 2017 года «Перспективы развития мировой экономики» прогноз мирового экономического роста в 2017 году не был изменен, он остался на опубликованном в октябре 2016 года 3,4% уровне.

Ожидается, что в 2017 году на **сырьевых и товарных рынках** продолжатся инфляционные тенденции, обусловленные как факторами предложения, так и определенным восстановлением спроса.

Предыдущие прогнозы относительно **рисков**, обусловленных развитиями мировой экономики, существенно не изменились. Сохранились риски, связанные в условиях неопределенностей денежно-кредитной политики США с оттоком капитала из развивающихся стран и вытекающей из этого волатильностью финансовых рынков, и риск колебаний международных цен на нефть.

Вкладыш 1

Товарные рынки в прогнозируемом горизонте

Согласно докладу ОПЕК, опубликованному в январе 2017 года по рынку **нефти**, в 2017 году рост спроса на нефть составит 1,16 млн бар/сут, при этом мировое потребление составит примерно 95,6 млн бар/сут (вместо спроса в 2016 г. в объеме 94,44 млн бар/сут). Оценивается, что объем выработки нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК, в 2017 году увеличится на 0,12 млн бар/сут и составит в среднем 57,26 млн бар/сут. А выработка нефти в странах - членах ОПЕК увеличится в 2017 году на 0,15 млн бар/сут. Тем не менее, международные цены на нефть в краткосрочном отрезке проявят волатильность, зависящую, в основном, от вероятной волатильности доллара США, обусловленной ожидаемым изменением Федеральной резервной системой США процентных ставок политики.

На рынках промышленных **металлов** продолжится тенденция роста цен, вызванная, в основном, постепенным восстановлением спроса. На международном рынке меди, несмотря на ожидаемый определенный рост объемов производства, прогнозируется, что в 2017 году продолжится тенденция роста потребления, отмеченная в конце года, которая приведет к формированию высоких уровней международных цен. В среднесрочном отрезке международные цены на медь останутся на высоких уровнях, вследствие увеличения объемов потребления в Китае и США.

Согласно январскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай **пшеницы** в 2016/2017 маркетинговом году снизится на 4,2 млн тонн и составит примерно 748,2 млн тонн, а объемы мирового запаса, несмотря на сокращение на 4,7 млн тонн, в 2016/2017 гг. Будут, согласно оценкам, сравнительно высокими и составят 248,6 млн тонн. Снижение международных цен на зерно из-за богатого урожая продолжится в краткосрочном отрезке, хотя и более медленными темпами, а в среднесрочном отрезке будут наблюдаться слабые тенденции роста цен на фоне ожидаемого в среднесрочном отрезке некоторого сокращения производства и постепенного восстановления мирового спроса.

Международные цены на **сахарный песок** продолжат повышаться медленными темпами, что связано с ожиданием сокращения урожая сахарной свеклы в ведущих странах производителях и экспортёрах - Бразилии и Таиланде.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение

Оценка экономического роста в 2016 году составила 0,3-0,5%.

Прогнозы ЦБ по экономическому росту на 2016 год были пересмотрены в сторону снижения, в основном из-за более слабой, чем ожидалось, экономической активностью во втором квартале, которая, в свою очередь, была вызвана проявлением рисков снижения объемов выпуска продукции в сельском хозяйстве и горнорудной промышленности, как и предусматривалось в предыдущих Программах денежно-кредитной политики. В результате **оценка экономического роста в 2016 году составила 0,3-0,5%**³. Что касается прогноза экономического роста в 2017 году, то он не был существенно пересмотрен.

Низкой экономической активности в 2016 году существенное содействие оказало сокращение денежных переводов из РФ, отрицательное влияние которого смягчилось под воздействием расширяющей денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик, проводимых в течение года. В результате в 2016 году был отмечен **рост внутреннего спроса на 0,8%**, который, однако, остается ниже равновесного уровня. Следует отметить, что денежные переводы из РФ в четвертом квартале 2016 года увеличились на **5%**, что наряду с проводимой расширяющей политикой привело в конце года к ускорению темпов роста внутреннего спроса.

В 2017 году ожидается 2,2-3,2% экономический рост, который постепенно ускоряясь, составит к концу прогнозируемого горизонта 3,2-4,4%.

Ожидаемое постепенное восстановление внутреннего спроса в экономике РА, эффективное проведение ряда программ Правительства по стимулированию экспорта и вложений, продолжающее улучшение внешней экономической среды и структурные реформы – это те факторы, которые ускорят экономический рост в прогнозируемом горизонте. В результате в 2017 году ожидается **2,2-3,2% экономический рост**, который, постепенно ускоряясь, **составит к концу прогнозируемого горизонта 3,2-4,4%**⁴. Описанное ускорение экономического роста произойдет, в основном, благодаря расширению возможностей экспорта, выявлению новых рынков и товарного ассортимента, что главным образом будет определяться политикой Правительства по стимулированию экспорта.

Причем, учитывая ожидаемые долгосрочные экономические развития основных торговых партнеров РА, а также структурные изменения во внутренней экономике, **долгосрочный равновесный уровень экономического роста РА составит 4,0-5,0%**. В настоящее время рост потенциального уровня ВВП оценивается 1,0-1,5%. Однако, и оцененный темп долгосрочного роста ВВП, и прогнозируемый темп экономического роста в среднесрочном отрезке могут снизиться в случае, если структурные реформы будут протекать медленно, и вложения в экспортный сектор экономики существенно не увеличатся. Примечательно, что в прогнозируемом горизонте

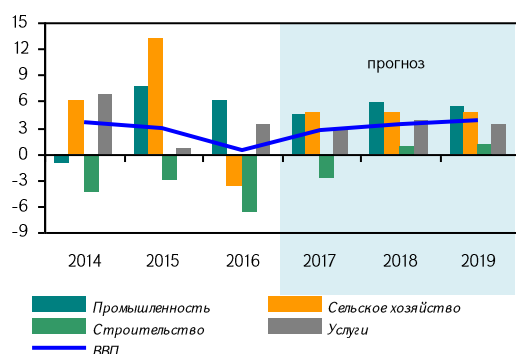
³ См. диапазон 30% вероятности графика распределения вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП.

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

эффективность указанных вложений будет высокой, если они сформируются как прямые иностранные инвестиции, или будут финансированы за счет внутренних сбережений.

В прогнозируемом горизонте в отраслях экономики ожидаются следующие развития.

Рост ВВП по отраслям экономики



Прогнозы по **промышленности** пересмотрены в сторону небольшого роста, вследствие наблюдаемой в конце 2016 года экономической активности в перерабатывающей промышленности и ожидания более высокого уровня цен на горнорудную продукцию. В результате **в 2017 году в отрасли промышленности прогнозируется 4,4-5,2% рост добавленной стоимости. В прогнозируемом горизонте** рост промышленности **стабилизируется в пределах 5,0-6,0%**, чему, в основном, окажут содействие реализация ряда инвестиционных программ и расширение экспортного потенциала в условиях осуществления намеченной Правительством программы по стимулированию экспорта.

В отрасли **строительства** прогнозы добавленной стоимости на 2017 год скорректированы в сторону небольшого снижения, вызванного более низкими, чем ожидалось, показателями экономической активности в отрасли. В результате, в 2017 году спад добавленной стоимости в сфере строительства составит **2,5-3,1%**. Спад в отрасли будет обусловлен, в основном, сокращением объемов строительства, осуществляемого за счет государственных средств и международных кредитов, и смягчится вследствие ожидаемого роста строительства, осуществляемого за счет средств организаций.

В конце прогнозируемого горизонта, в результате выравнивания неравновесия между спросом и предложением в отрасли строительства, ожидается **стабилизация роста в пределах 0,7-1,3%**. Это будет обусловлено реализацией строительных программ по улучшению инфраструктур, а также реализацией инвестиционных программ в частном секторе.

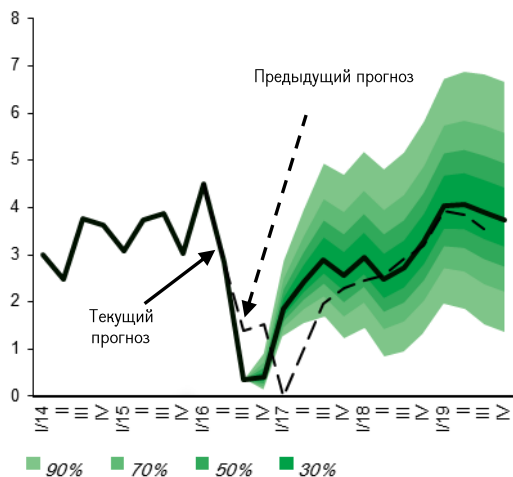
В сфере **услуг** прогнозы добавленной стоимости на 2017 год существенных изменений не претерпели: рост в отрасли составит **2,4-3,0%**, содействие которому окажет ожидаемое медленное восстановление экономической активности в отрасли товарооборота, а также рост оказываемых услуг. По сравнению с 2016 годом рост экономической активности ожидается главным образом в сферах воздушного транспорта, финансовой и страховой деятельности, а также рост услуг, взаимосвязанных с туризмом.

В прогнозируемом горизонте, в условиях постепенно восстановления внутреннего спроса и предполагаемого роста туризма, ожидается **стабилизация роста услуг в пределах 3,2-4,0%**.

В отрасли **сельского хозяйства** прогнозы добавленной стоимости в 2017 году существенные изменения не претерпели (4,5-5,3%). Содействие ожидаемому росту в отрасли, главным образом, окажут формирующийся высокий рост добавленной стоимости парниковых хозяйств, а также умеренный рост в растениеводстве и животноводстве.

Риски экономического роста в прогнозируемом горизонте двухсторонние, хотя слегка преобладают риски роста.

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



Рост сельского хозяйства **в конце прогнозируемого горизонта** составит **4,0-5,0%**. Причем ожидаемые темпы роста будут обусловлены расширением парниковых и холодильных хозяйств, увеличением посевных площадей, ростом урожайности и поголовья скота, ростом транспортного потенциала в экспорте и увеличением конкурентоспособности отрасли в результате последовательного проведения в прогнозируемом горизонте правительственных комплексных мер, направленных на развитие сельского хозяйства. При этом в отрасли сельского хозяйства имеются риски, как в направлении роста, так и снижения, зависящие от погодного фактора.

Риски экономического роста в прогнозируемом горизонте двухсторонние, хотя **слегка преобладают риски роста**. Риски экономического роста обусловлены некоторыми ожидаемыми неопределенностями относительно развития, как во внешнем секторе, так и во внутренней экономике.

Причем среди рисков в сторону роста самым значительным риском является реализация ряда правительственных программ по улучшению бизнес среды и стимулированию вложений и их воздействие на экономический рост.

Положительными рисками для экономического роста являются также более быстрое восстановление мировой экономики по сравнению с базовым сценарием, а также освоение новых рынков для экспорта со стороны хозяйствующих субъектов РА и создание нового товарного ассортимента.

Из рисков в сторону снижения выделяются неблагоприятные погодные условия, в среднесрочном отрезке — более медленное, чем ожидается, восстановление частного спроса, а также медленный ход структурных реформ, стимулирующих экономический рост.

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП

Период	диапазон 30% вероятности		диапазон 90% вероятности	
	мин.	макс.	мин.	макс.
2016 январь-декабрь / 2015 январь-декабрь	0.3%	0.5%	0.1%	0.9%
2017 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	2.2%	3.2%	1.2%	4.6%
2018 январь-декабрь / 2017 январь-декабрь	2.8%	3.9%	1.3%	5.8%
2019 январь-декабрь / 2018 январь-декабрь	3.2%	4.4%	1.3%	6.7%

Рынок труда⁵. Прогнозы по средней номинальной заработной плате на 2017-2019 годы⁶ были пересмотрены в сторону небольшого уменьшения, обусловленного фактическими развитиями средней номинальной заработной платы в государственном секторе.

⁵ Показатели рынка труда за 2016-2019 гг. являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях за третий квартал 2016 года и январь-ноябрь 2016 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

⁶ Средняя номинальная заработная плата состоит из вознаграждения за труд и эквивалентных выплат (премии, компенсационные и стимулирующие выплаты и др.).

Прогнозы по безработице существенных изменений не претерпели.

В условиях низкого уровня экономической активности, отмеченного в 2016 году, и дефляционной среды **в частном секторе** в конце года темпы роста средней номинальной заработной платы

замедлились. Ожидается, что низкие темпы роста сохранятся и в 2017 году и постепенно ускорятся в прогнозируемом горизонте, учитывая политику, направленную на рост экономики и достижение целевого уровня инфляции. Таким образом, в 2017 году прогнозируется 3,6% рост средней номинальной заработной платы в частном секторе, в 2018 году – 4,7% рост, а в 2019 году – 6,1% рост. Прогнозы заработной платы в частном секторе существенно не отличаются от предыдущих прогнозов.

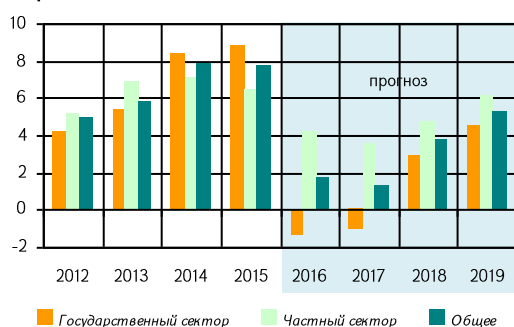
В 2016 году средняя заработная плата работников **государственного** сектора сократилась, что обусловлено реформами в рамках правительственной политики оптимизации государственного управленческого аппарата. Учитывая эту политику⁷, в 2017 году ожидается 1% снижение средней номинальной заработной платы в государственном секторе, вместо роста на 0,4% по предыдущему прогнозу. Согласно ЦБ, в 2018-2019 годах темпы роста государственных заработных плат ускорятся благодаря межотраслевой конкуренции между частным и государственным секторами рынка труда. В результате ожидается, что в 2018 году заработная плата в государственном секторе повысится на 2,9%, а в 2019 году – на 4,5%.

В результате вышеописанных развитий заработных плат в частном и государственном секторах, в 2017 году **рост средней номинальной заработной платы** составит **1,5%, затем постепенно ускорится, составив в 2018 году 3,6-4,0%, а в 2019 году – 4,8-5,2%.**

В 2017 году ожидается, что средний уровень безработицы составит 18,5%, что существенно не отличается от предыдущих прогнозов. Сформировавшийся вследствие низкой экономической активности в 2016 году слабый спрос на рабочую силу, постепенно восстановится в прогнозируемом горизонте вследствие ускорения экономического роста, и окажет содействие медленному росту занятости. Слабый спрос на рабочую силу был частично возмещен ростом количества отработанных часов за неделю, отмеченного в течение 2016 года.

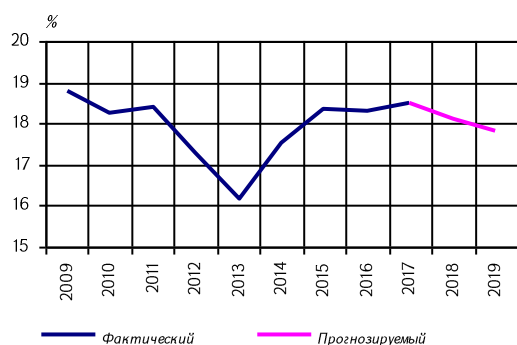
Учитывая ускорение экономического роста в прогнозируемом горизонте, в 2018-2019 годах уровень безработицы снизится ежегодно примерно на 0,3-0,4 п.п. и составит соответственно 18,0-18,2% и 17,6-18,0%.

Прирост номинальной заработной платы в годовом выражении



⁷ Учитывая реформы в системе государственного управления, указанные в правительственной программе за октябрь 2016 год, ЦБ РА предусматривает снижение средней номинальной зарплаты в государственном секторе, вызванное изменением структуры статистического распределения номинальной заработной платы.

Уровень безработицы



По оценкам ЦБ РА, за период с первого квартала 2017 года до первого полугодия 2018 года уровень безработицы будет выше своего равновесного уровня, вследствие отрицательного разрыва ВВП и созданного им небольшого дефляционного давления. В результате положительного содействия экономического роста в конце прогнозируемого горизонта указанное неравновесие будет преодолено, и уровень безработицы приблизится к своему среднесрочному равновесному уровню.

В условиях вышеописанных развитий темп роста заработной платы в первом полугодии 2017 года будет ниже темпа роста производительности. В результате на потребительском рынке возникнут 0,2-0,3% дефляционные воздействия, а в прогнозируемом горизонте воздействие рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

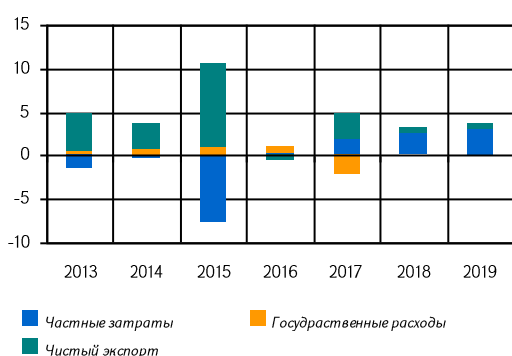
Совокупный спрос⁸

Непрерывное сокращение в 2016 году денежных переводов из РФ – основного торгового партнера РА, негативно отразилось на расходах частного сектора экономики, что, в свою очередь, оказало содействие сформировавшейся в экономике низкой инфляционной среде. С целью стимулирования расходов частного сектора и стабилизации инфляции ЦБ РА, начиная с конца 2015 года, непрерывно смягчал денежно-кредитные условия. С целью ослабления негативных экономических последствий слабого внутреннего спроса в 2016 году Правительство РА также провело расширяющую налогово-бюджетную политику. Благодаря существенному содействию описанных расширяющих политик рост внутреннего спроса в 2016 году составил примерно 1,0%.

В условиях воздействия восстановления денежных переводов из РФ, правительственной политики по оказанию содействия вложениям и смягчаемых денежно-кредитных условий ожидается, что в 2017 году темпы роста частных затрат ускорятся и составят примерно 2,0%. В среднесрочном отрезке, исходя из целей стабилизации долга, в 2017 году ожидается сокращение дефицита бюджета, что однако, будет иметь в краткосрочном периоде сдерживающее воздействие на внутренний спрос. В результате описанных развитий частных и государственных расходов рост внутреннего спроса в 2017 году составит 0,1%, который, однако, все еще останется ниже равновесного уровня.

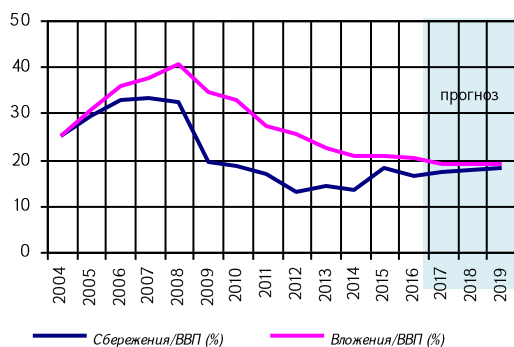
В 2018-2019 годах в условиях оживления экономик стран - торговых партнеров РА и сохранения лаговых воздействий вышеописанной расширяющей денежно-кредитной политики в

Содействие компонентов спроса экономическому росту



⁸ Показатели реального роста потребления и вложений частного сектора на 2017-2019 годы являются оценками ЦБ РА. Фактические величины указанных показателей представлены на основе опубликованных НСС РА данных за третий квартал 2016 года. Оценки реального роста представлены по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

Динамика разрыва вложения-сбережения



экономике РФ, внутренний спрос постепенно увеличится и приблизится к равновесному уровню.

В 2017-2019 годах, в случае увеличения мирового спроса и инвестиций в экспортный сектор, чистый экспорт продолжит оказывать существенное содействие экономическому росту. Причем, эффективность инвестирования будет наиболее высокой, если инвестиции будут финансироваться не за счет внешних долговых средств, а за счет внутренних сбережений, или будут сформированы как прямые иностранные инвестиции, поскольку финансирование путем кредитования увеличивает уязвимость предприятий.

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

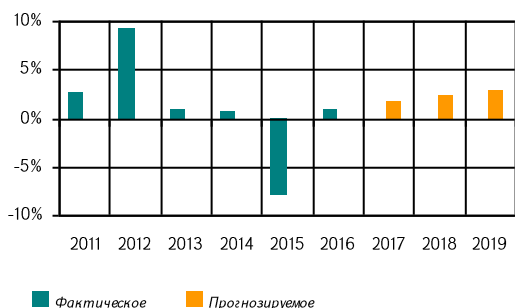
В прогнозируемом горизонте сравнительно слабый внутренний спрос и экономический рост, зависящий от содействия экспортного сектора, приведут к укреплению равновесия, сформировавшегося в экономике с 2016 года (преодолению разрыва между сбережениями и вложениями), что окажет содействие ослаблению внешней уязвимости экономики и формированию основ для более прочного экономического роста за счет внутренних сбережений.

Расходы частного сектора

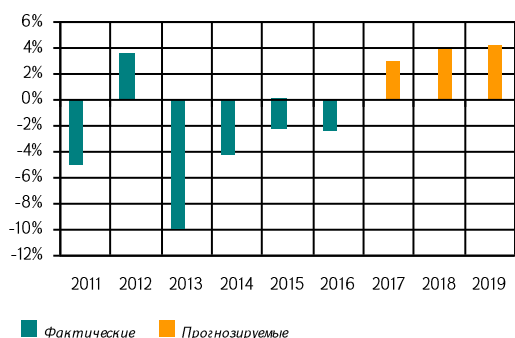
Ожидаемый в 2017 году рост денежных переводов из РФ, а также сохраняющаяся в РФ дефляционная среда положительно скажутся на реальных доходах домашних хозяйств. Таким образом, ожидается, что в 2017 году расходы домохозяйств на конечное потребление увеличатся на 1,7%, что существенно не отличается от предыдущих прогнозов. Прогнозируемый в 2017 рост частного потребления будет выше роста в 2016 году примерно на 0,8 п.п. Ожидаемому в течение года росту частного потребления окажут содействие проводимая с 2015 года расширяющая денежно-кредитная политика, воздействие расширяющей налогово-бюджетной политики в 2016 году, наличие дефляционной среды в экономике, а также положительное влияние экономического роста на располагаемые доходы, обусловленного содействием чистого экспорта. Несмотря на прогнозируемый в 2017 году рост частного потребления, он, тем не менее, будет ниже равновесного уровня.

В 2017 году прогнозируется небольшое восстановление инвестиционной активности в неэкспортном секторе экономики. С другой стороны, ожидается ускорение инвестиционной активности в экспортном секторе экономики, обусловленное реализацией правительственной программы по стимулированию инвестиций, а также увеличением относительной конкурентоспособности сферы. На фо-

Частное потребление



Частные вложения



не этих развитий совокупные частные вложения в экономике увеличатся в 2017 году примерно на 3,0%, что несколько выше предыдущего прогноза.

В случае высокой эффективности реализации программы по стимулированию инвестиций, рост вложений частного сектора может превысить указанную оценку. Вышеописанные развития частного потребления и вложений окажут содействие росту частных расходов в 2017 году на 2,0%.

Следует также отметить, что в 2017 году налогово-бюджетная политика окажет на внутренний спрос сдерживающее воздействие, являясь отражением последовательного сокращения дефицита государственного бюджета с целью стабилизации государственного долга в среднесрочном периоде. В результате в 2017 году ожидается 0,1% рост внутреннего спроса.

В 2018-2019 годах содействие восстановлению спроса в частном секторе окажет, кроме факторов сохранения лагового воздействия расширяющей денежно-кредитной политики и восстановления денежных переводов из РФ, также и рост доходов домохозяйств РА, который произойдет в результате улучшения экономической среды торговых партнеров РА и непрерывного восстановления экспорта. В результате ожидается, что в 2018 году частное потребление увеличится на 2,0-2,5% и приблизится к концу прогнозируемого горизонта к уровню 2,5-3,1%.

В результате содействия вышеуказанных факторов ожидается, что в 2018 году частные вложения увеличатся на 3,7-4,1%, а в 2019 году - на 4,0-4,6%. Содействие росту вложений окажут также усиление конкурентоспособности в экспортном секторе экономики и проводимые Правительством РА структурные реформы и политика содействия частным вложениям. Благодаря указанным развитиям, в неэкспортном секторе экономики, в частности, в сферах строительства и торговли, в 2018-2019 годах ожидается медленное восстановление инвестиционной активности, хотя рост будет слабее, чем прогнозируется для экспортного сектора. При этом и в 2018-2019 годах будут преобладать риски в сторону роста частных вложений, зависящие от степени эффективности последовательно проводимой Правительством программы по улучшению инвестиционной среды.

В условиях вышеописанных развитий частного потребления и частных вложений, затраты частного сектора в 2018-2019 годах ускорятся соответственно на 2,4-2,8% и 2,9-3,3%. В результате развитий налогово-бюджетной политики, направленной на стабилизацию государственного долга, и частных затрат внутренний спрос увеличится в 2018-2019 годах соответственно на 2,0-2,4% и 2,5-2,9%.

Несмотря на ожидаемый рост, ЦБ РА считает, что в 2017 году частные затраты будут ниже равновесного уровня. Неопределенный рост частных затрат постепенно уменьшит отрицательный разрыв частных затрат и нейтрализует указанное неравновесие в начале

2018 года. Со второго квартала 2018 года до конца прогнозируемого горизонта разрыв частных затрат будет положительным.

Начиная с 2017 года до начало 2018 года **разрыв частных затрат постепенно уменьшится, а также ослабнет дефляционное воздействие этого разрыва**. Параллельно с восстановлением частного спроса, обусловленного содействием расширяющей денежно-кредитной политики, со второго квартала 2018 года до конца прогнозируемого горизонта разрыв частных затрат станет положительным, оказав положительное влияние на инфляцию. До начала 2018 года разрыв частных затрат окажет на инфляцию сдерживающее воздействие в среднем на 0,4-0,6 п.п., а со второго квартала 2018 года до конца прогнозируемого периода воздействие частных затрат будет инфляционное – в среднем на 0,8-1,0 п.п.

Счет текущих операций

Показатель «Дефицит текущего счета/ВВП» продолжил улучшаться в 2016 году, составив 2,0% вместо 2,7% в предыдущем году. Обусловлено это, в основном, снижением дефицита торгового баланса. Рост реального экспорта товаров и услуг оценивается для 2016 года в пределах 14,0%, а рост реального импорта товаров и услуг – примерно 1,5%. Сокращение денежных переводов в 2016 году составило 6,5% с учетом восстановления в четвертом квартале.

Основной пересмотр прогнозов на 2017 год касается улучшения условий торговли по сравнению с прогнозом предыдущего квартала. Обусловлено это будет пересмотром цен на металлы на международных рынках в сторону роста. В условиях наиболее высоких цен на металлы в 2017 году по сравнению с предыдущим прогнозом, прогноз роста экспорта товаров и услуг был пересмотрен и составил 5,0-7,5%. Рост импорта товаров и услуг останется в пределах предыдущего прогноза и в условиях слабого внутреннего спроса будет низким - 0-0,2%.

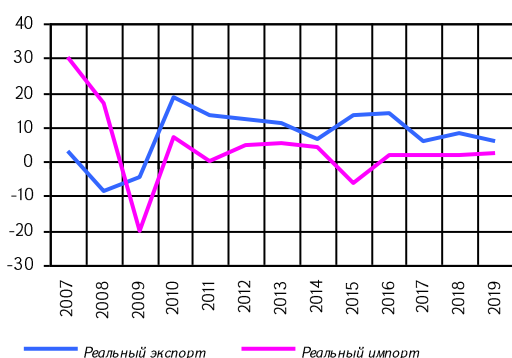
Денежные переводы физических лиц восстановятся в течение 2017 года в результате ожидаемого восстановления экономики России. В этом случае рост денежных переводов составит, как и в предыдущем прогнозе, 4,0-6,0%.

В результате улучшения условий торговли и вышеуказанных прогнозов показатель «дефицит текущего счета/ВВП» в 2017 году улучшится по сравнению с предыдущим прогнозом и составит 10-2,0%.

Налогово-бюджетный сектор

Оценка воздействия налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в 2017 году была составлена на базе номинальных показателей бюджета, установленных законом РА «О государственном бюджете РА на 2017 год», согласно которому по отношению к предварительным показателям 2016 года показатель «налоги/ВВП» уве-

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



В 2017 году, по сравнению с 2016 годом, воздействие налогово-бюджетной политики на целостный спрос ожидается сдерживающее на 0,3.

личится на 0,2 п.п., а показатель «расходы/ВВП»⁹ уменьшится на 2,3 п.п. Причем уменьшение расходов предусматривается по статье «Операции с нефинансовыми активами». В результате показатель «дефицит/ВВП» составит в 2017 году 2,8% ВВП.

В 2017 году, по сравнению с 2016 годом, воздействие налогово-бюджетной политики на целостный спрос ожидается сдерживающее на 0,3, причем, доходы окажут 0,3, а расходы – 2,7 сдерживающее воздействие. Следует отметить, что сдерживающее воздействие ожидается во всех кварталах 2017 года. Тем не менее, воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет в большей мере зависеть от хода выполнения государственного бюджета.

Прогнозы **налогово-бюджетной политики в прогнозируемом периоде** основаны на макроэкономических показателях “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2017-2019 г.г.”, и прогнозах ЦБ РА.

В среднесрочном отрезке, для формирования стабильной долгой среды, налогово-бюджетная политика будет направлена на постепенное сокращение дефицита, который составит в 2018-2019 гг. в среднем 1,85% ВВП. Воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет слегка сдерживающее, следовательно, неинфляционное.

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетного сектора					
% в ВВП	2015	2016	2017	2018	2019
Доходы государственного бюджета ¹⁰	22.4	22.2	22.6	22.4	22.6
Расходы государственного бюджета	27.2	27.7	25.4	24.5	24.3
Процентные платежи по долгу	1.5	1.9	2.3	2.1	2.1
Баланс государственного бюджета	-4.8	-5.5	-2.8	-2.0	-1.7
Первичный бюджет*	-3.3	-3.6	-0.5	0.1	0.4
Единоновременные/временные потоки**	-0.6	0.1	-0.1	-0.6	-0.8
Скорректированный баланс***	-2.7	-3.7	-0.4	0.7	1.2
Циклический баланс****	-0.3	-0.6	-0.9	0.0	0.3
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	-2.4	-3.1	0.5	0.7	0.8
Налогово-бюджетная позиция*****				-0.2	-0.1
* Баланс бюджета за вычетом процентных выплат по долгу. ** Временные или единовременные поступления в бюджет. Здесь рассматриваются чистые остатки кредитования (знак “+” означает предоставление средств, знак “-” – возврат средств). *** Первичный бюджет, скорректированный с учетом единовременных или временных поступлений. **** Оценка ЦБ: та часть баланса бюджета, которая зависит от колебаний делового цикла. Компоненты зависят от разрыва ВВП и коэффициентов гибкости доходов и расходов к ВВП. ***** Оценка ЦБ: изменение структурного баланса в годовом исчислении, отражающая дискреционный характер налогово-кредитной политики (положительный знак означает фискальное расширение, отрицательный знак – сдерживание).					

⁹ ВВП за 2016 и 2017 годы является оценкой ЦБ РА.

¹⁰ Показатели по государственному бюджету представлены без учета внебюджетных средств.

Подведем итоги. Разрыв совокупного спроса, существующий в 2017 году, нейтрализуется во втором квартале 2018 года. По сравнению с 2016 годом, в 2017 году дефляционное воздействие отрицательного разрыва совокупного спроса будет слабее. Начиная с 2017 года до второго квартала 2018 года целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены будет дефляционное - в среднем 1,5-1,7 п.п., вследствие преобладающего дефляционного воздействия частных затрат в условиях стабилизирующихся инфляционных ожиданий. Учитывая также инфляционное воздействие чистого внешнего спроса в 0,3-0,5 п.п. в том же периоде, можно утверждать, что общие развития совокупного общего спроса и рынка труда создадут на потребительском рынке в вышеуказанном периоде дефляционные давления в среднем на 1,3-1,5 п.п.

Совокупный спрос под воздействием стимулирующей денежно-кредитной политики восстановится со второй половины 2018 года с положительным разрывом, в результате описанные дефляционные давления постепенно угаснут и со второго квартала 2018 года до конца прогнозируемого горизонта воздействия совокупного общего спроса и рынка труда будут инфляционными - в среднем 0,9-1,1 п.п.

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

В четвертом квартале 2016 года, в условиях сохранения слабого мирового спроса, в **основных странах-партнерах РА продолжилась тенденция ускорения экономической активности**. В то же время, на фоне факторов сокращения предложения, во внешнем секторе еще сохранились некоторые дефляционные тенденции, которые в основном, **соответствовали прогнозам предыдущей Программы**.

В прогнозируемом горизонте продолжатся медленные темпы роста мировой экономики, причем в развитых странах ожидается ускорение темпа экономического роста, а в развивающихся странах – сохранение медленных темпов роста экономики. Вместе с этим, неопределенности и риски относительно дальнейших развитий мировой экономики, предусмотренные в предыдущем прогнозе, в основном сохранились. К ним прибавились также некоторые политические и экономические риски, обусловленные изменением правящей партии в США.

На международных рынках сырьевых и продовольственных товаров, за исключением рынка зерна, под влиянием факторов предложения в краткосрочном отрезке будет наблюдаться **слабая инфляционная среда**. В прогнозируемом горизонте ожидается тен-

денция медленного роста международных цен, связанная с постепенным восстановлением мирового спроса и сокращением объемов производства.

Опубликованный показатель экономического роста за январь-сентябрь 2016 года составил 0,3%, что на 1,1 п.п. ниже предыдущей оценки ЦБ РА. Сравнительно высокие ожидания Центрального банка по экономическому росту в предыдущих прогнозах были обусловлены ранее опубликованным показателем 1,6% роста экономической активности за январь-сентябрь. В результате, учитывая также сохранение слабой экономической активности в четвертом квартале 2016 года, ожидалось, что экономический рост в 2016 году составит **0,3-05%**, что, однако, не окажет существенного влияния на прогноз экономического роста в 2017 году. Отметим также, что основными движущими силами роста в 2016 году будут отрасли промышленности и сфера услуг.

Экономический рост в 2016 году составит 0,3-05%, что, однако, не окажет существенного влияния на прогноз экономического роста в 2017 году.

В условиях замедления темпов спада экономики России, а также укрепления курса рубля к доллару США, **долларовая стоимость чистого притока частных трансфертов и заработных плат трудовых мигрантов** в течение четвертого квартала 2016 года, как и прогнозировалось, значительно увеличилась, составив 5,4% в годовом исчислении, а снижение в 2016 году составило примерно 6,5%. Сформировавшийся в этих условиях в предыдущем квартале отрицательный разрыв частных реальных трансфертов нейтрализовался в четвертом квартале 2016 года, и оказался в пределах прогноза.

В условиях восстановления темпов роста частных трансфертов, роста объемов товарооборота и ускорения темпов кредитования, в четвертом квартале 2016 года восстановились темпы роста частного потребления, соответствуя предыдущим прогнозам. Кроме этого, инвестиционная активность была слегка выше прогноза, хотя в условиях продолжающейся низкой экономической активности в сфере строительства сохранилась и слабая инвестиционная активность. В результате, в течение квартала темпы восстановления частных затрат и внутреннего спроса оказались в рамках ожидаемого. В то же время, восстановлению внутреннего спроса оказали содействие, в основном, осуществленные в 2015-2016 годах стимулирующие денежно-кредитная и налогово-бюджетная политики, а также сформировавшаяся в экономике слабая инфляционная среда. Отметим также, что в четвертом квартале 2016 года продолжился процесс улучшения чистого внешнего спроса, хотя темпы высокого роста, отмеченные в предыдущих кварталах, замедлились, что обусловлено некоторым восстановлением реального роста экспорта на фоне продолжающегося реального высокого роста экспорта товаров и услуг. В результате, по оценкам 2016 года, показатель «текущий счет/ВВП» улучшился на 2,0%.

В результате вышеперечисленных развитий, в четвертом квартале 2016 года **отрицательный разрыв ВВП**, как и оценивалось, **уменьшился по сравнению с предыдущим кварталом**. Таким образом, базовая инфляция оказалась в четвертом квартале **в пре-**

В 2016 году показатель 12-месячной дефляции составил к концу декабря 1,1%.

В 4-ом квартале 2016 года ЦБ продолжил ослабление денежно-кредитных условий.

делах прогноза, а показатель 12-месячной инфляции приблизился к концу декабря к уровню **-1,8%**. В то же время, квартальной инфляции в основном оказало содействие колебание сезонного роста цен на продовольственные товары. В результате дефляционная среда значительно смягчилась к концу года, оказавшись недалеко от прогноза, а **12-месячная дефляция составила** к концу декабря **1,1%**.

В четвертом квартале 2016 года, учитывая ухудшение перспектив экономического роста со второго квартала и сохранение и реализацию в среднесрочном отрезке предусмотренных дефляционных рисков, **ЦБ РА продолжил ослабление денежно-кредитных условий, снизив** в ноябре и декабре **ставку рефинансирования в целом на 0,5 п.п., установив ее в конце декабря на уровне 6,25%**. Следует отметить, что ЦБ РА считает, что процентная ставка политики довольно близко приблизилась к оцененному уровню риска страны, а в 2015-2016 годах денежно-кредитная политика сформировала достаточные стимулы для преодоления дефляционной среды в 2017 году и достижения целевого уровня инфляции в прогнозируемом горизонте.

Что касается макроэкономических прогнозов ЦБ, отметим, что как оценивалось в предыдущем прогнозе, в условиях постепенного восстановления экономики России в 2017 году **долларовая стоимость чистого притока денежных переводов увеличится** и составит 4,0-6,0%. В результате, учитывая также слабую инфляционную среду и существенное ослабление денежно-кредитных условий в 2015-2016 годах, в 2017 году темпы роста частного потребления, все еще оставаясь ниже равновесного уровня, несколько ускорятся, и показатель будет близок к предыдущим прогнозам. В то же время, в условиях эффективной реализации политики Правительства по стимулированию вложений в 2017 году ожидается определенное восстановление инвестиционной активности, которое обусловит, по сравнению со снижением в 2016 году, рост частных вложений на 3,0%, что слегка выше предыдущих оценок. Следует отметить, что в 2017 году налогово-бюджетная политика окажет на внутренний спрос сдерживающее воздействие, в результате в 2017 году темп роста внутреннего спроса по сравнению с предыдущим годом существенно не изменится, составив примерно 0,1%. С другой стороны, в условиях улучшения условий торговли в 2017 году ожидается улучшение чистого внешнего спроса, который в условиях еще предыдущего прогноза низкого роста реальных объемов импорта товаров и услуг, будет обусловлен более высокими темпами роста реального экспорта. **В результате, в 2017 году дефицит текущего счета в ВВП улучшится по сравнению с предыдущим прогнозом и составит 0-2,0%**. И хотя в результате вышеуказанных развитий отрицательный разлом частных затрат постепенно уменьшится в течение 2017 года, отрицательный разлом ВВП за тот же период постепенно углубится, обусловленный сдерживающей, по сравнению с предыдущим годом, налогово-бюджетной политикой, намеченной Правительством на 2017 год, воздействие которой на внутренний спрос будет зависеть от хода реализации программы.

Темпы экономического роста в 2017 году несколько ускорятся и составят 2,2%-3,2%.

В то же время, в условиях постепенного восстановления частных затрат в экономике РА, улучшения внешней экономической среды и сравнительно благоприятных развитий в отрасли сельского хозяйства ожидается, что темпы экономического роста в 2017 году несколько ускорятся и составят **2,2%-3,2%**. Следует отметить, что прогноз экономического роста на 2017 год существенно не был пересмотрен по сравнению с предыдущим.

Ожидается, что в 2018-2019 годах, в условиях неуклонного улучшения внешней экономической среды, восстановления темпов роста частных трансфертов и реализации ряда намеченных Правительством программ в экспортном секторе, внутренний спрос постепенно восстановится, приближаясь к равновесному уровню, а внешний спрос продолжит оказывать содействие экономическому росту. В результате, начиная с 2018 года отрицательный разлом ВВП постепенно сократится, и во втором полугодии вернется в область положительных значений. В этом случае оценивается, что **темпы экономического роста постепенно ускорятся и к концу прогнозируемого горизонта составят 3,2%-4,4%**. Большое содействие этому окажет экспортный сектор экономики, **обусловленный ростом внешней конкурентоспособности РА в условиях более низкой инфляции по сравнению с партнерами**. Тем не менее, следует отметить, что прогнозы экономического роста в большей мере зависят от вложений частного сектора, объема, направлений и эффективности осуществляемых Правительством программ и структурных реформ, а также развитий внешнего сектора.

Что касается инфляционных развитий, то следует отметить, что прогнозируемый на конец года показатель инфляции, по сравнению с предусмотренными в предыдущей программе оценками, был пересмотрен в направлении снижения, в основном, вследствие пересмотра прогнозов базовой инфляции в условиях отрицательного разлома ВВП, формирования низких цен на некоторые непродовольственные товары, а также снижения с февраля настоящего года тарифов на электроэнергию¹¹. Общее воздействие снижения тарифов на электроэнергию на инфляцию оценивается ЦБ до -0,3 п.п. В январе 2017 года тариф для населения на природный газ, как и ожидалось, снизился на 5,25% (содействие инфляции - -0.32 п.п.). В условиях вышеуказанных развитий ЦБ оценивает, что до конца года дефляционная среда постепенно нейтрализуется, и в прогнозируемом горизонте 12-месячная инфляция вернется к целевому показателю, хотя траектория достижения целевого показателя будет по сравнению с предыдущим прогнозом немного медленней.

Таким образом, учитывая все вышеперечисленные факторы, а также намеченную Правительством сдерживающую, по сравнению с предыдущим годом, налогово-бюджетную политику в 2017 году, **ЦБ**

ЦБ оценивает, что до конца 2017 года дефляционная среда постепенно нейтрализуется, и в прогнозируемом горизонте 12-месячная инфляция вернется к целевому показателю.

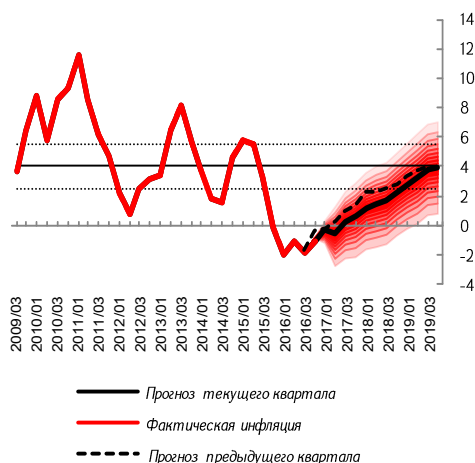
¹¹ На основании принятого 23-го декабря 2016 года решения о пересмотре тарифов на электроэнергию, поставляемой потребителям ЗАО «Электрические сети Армении».
(http://psrc.am/images/docs/monitoring/electric/Texekanq_Sakagner_Sayt.pdf)

ЦБ считает целесообразным и возможным ослабление денежно-кредитных условий в 1-ом квартале 2017 года.

пока считает целесообразным и возможным ослабление денежно-кредитных условий в первом квартале 2017 года.

ЦБ РА считает, что осуществленная денежно-кредитная политика создала достаточные стимулы для нейтрализации в 2017 году дефляционной среды и достижения в прогнозируемом горизонте целевого уровня инфляции.

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



Период	Вероятность нахождения инфляции в данном диапазоне				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
I кв. 2017	99.9	0.04	0.00	0.00	0.06
II кв.	93.0	6.7	0.2	0.00	0.06
III кв.	75.7	21.3	2.9	0.00	0.04
IV кв.	65.1	27.4	7.4	0.01	0.06
I кв. 2018	49.5	33.9	16.5	0.1	0.02
II кв.	43.0	33.9	22.7	0.4	0.0
III кв.	38.0	34.2	27.1	0.7	0.0
IV кв.	25.7	32.8	39.4	1.9	0.2
I кв. 2019	17.5	28.5	48.9	4.5	0.6
II кв.	12.4	23.5	53.7	8.5	1.9
III кв.	7.1	17.7	57.2	13.7	4.2
IV кв.	6.4	16.6	57.0	15.0	5.1

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины оцениваются в целом в сторону снижения, как для краткосрочного, так и среднесрочного периодов. Причем риски, вытекающие из внешнего сектора, по сравнению с предыдущим прогнозом существенно не изменились – они слегка инфляционные. Это риски, связанные с оттоком капитала из развивающихся стран с вытекающим из этого ростом волатильности финансовых рынков, а также риски, связанные с развитиями международных цен на сырьевые и продовольственные товары. **Риски, вытекающие из внутренней экономики, дефляционные.** Связаны они со степенью воздействия изменений цен на внешних товарных рынках на внутренние цены, с ходом восстановления внутреннего спроса, темпом восстановления роста частных вложений, а также структурными реформами, осуществляемыми Правительством. В то же время, в развитиях в отрасли сельского хозяйства имеются двусторонние риски, обусловленные природно-климатическими условиями.

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

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ЧЕТВЕРТОГО КВАРТАЛА 2016 ГОДА

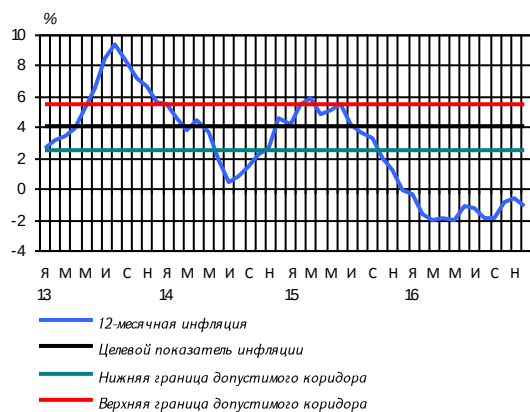
3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

В четвертом квартале 2016 года была отмечена 2,7% дефляция, содействие которой, как и прогнозировалось, в основном оказало сезонный рост колеблющихся цен на продовольственные товары, в частности на товары групп «фрукты» и «овощи и картофель» соответственно на 5,1% и 74,2% (квартальное содействие инфляции 4,1 п.п.¹²). В то же время, в условиях сохраняющихся инфляционных развитий на некоторых международных товарных рынках и отрицательного разлома ВВП, в четвертом квартале 2016 года **рост базовой инфляции был близок к прогнозам, составив 0,3%**, а показатель 12-месячной инфляции составил к концу декабря **-1,8%**. Обусловлено это было, в основном, ростом цен на молочные продукты и сахар, а также тарифов на услуги турагентств и туроператоров: (7,6% кв/кв), воздействие которых на базовую инфляцию было ослаблено снижением цен на бензин (-10,4% кв/кв) и некоторые услуги: на воздушный транспорт (-8,8% кв/кв) и медицинское обслуживание (-0,6% кв/кв). В то же время, инфляция непродовольственных товаров была несколько ниже прогноза – 0,1%. Обусловлена она была, главным образом, продолжающимся снижением цен на импортные товары, в частности цен на одежду и трикотаж (5,9% кв/кв), обувь (1,0% кв/кв) и медицинские препараты (-2,4% кв/кв).

В условиях указанных развитий в четвертом квартале 2016 года дефляционная среда, как и ожидалось, смягчилась, в результате **12-месячная инфляция составила в декабре 1,1%**.

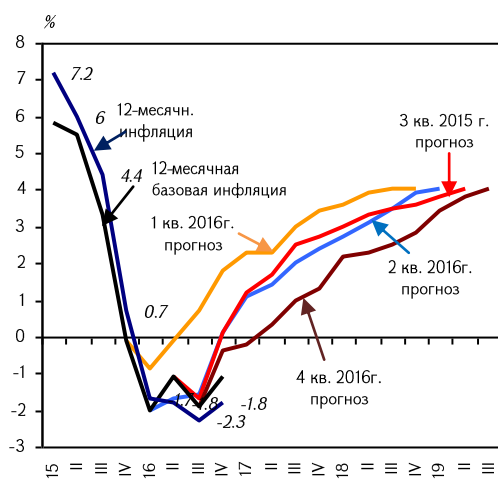
В 4-ом квартале 2016 г. дефляционная среда смягчилась



¹² Вследствие особенностей статистической методологии расчета инфляции, между суммарным итогом содействия, оказанного различными ассортиментными товарами на инфляцию, и официально опубликованным показателем общей инфляции существует статистическое отклонение.

Инфляция по товарам, оказавшим основное содействие						
Ассортимент товаров	Сентябрь 2016 (в годовом выражении)		Декабрь 2016 г. (в годовом выражении)		4-й квартал 2016 г.	
	Рост (%)	Содействие (%)	Рост (%)	Содействие (%)	Рост (%)	Содействие (%)
ИПЦ	-1.9		-1.1		2.7	
Продовольственные товары	-3.3	-1.5	-0.2	-0.1	6.1	2.7
хлеб						
мясные продукты	-3.0	-0.3	-3.7	-0.4	-0.6	-0.1
молочные продукты	-4.1	-0.4	-1.7	-0.2	0.1	0.01
фрукты	-4.3	-0.2	-3.4	-0.1	1.8	0.1
овощи и картофель	2.0	0.1	17.0	0.4	5.1	0.1
яйца	-19.0	-1.0	-1.0	-0.1	74.2	4.0
сахарный песок	15.5	0.2	6.8	0.1	-0.3	0.0
Непродовольственные товары	9.8	0.1	14.6	0.1	5.0	0.04
Услуги	-3.8	-0.9	-3.4	-0.8	0.1	0.02

По прогнозам ЦБ, дефляционная среда постепенно нейтрализуется и со 2-го полугодия 2017 г. 12-месячная инфляция вернется в область положительных значений, а в оставшемся отрезке прогнозируемого периода установится вокруг своего 4% целевого показателя.



Согласно программе денежно-кредитной политики первого квартала 2016 года, для краткосрочного одногодичного периода, включающего 2016 год, **сформировавшаяся в конце предыдущего года слабая дефляционная среда должна была, в основном, сохраниться в первом полугодии**, так как ни из внутренней экономики, ни из внешнего сектора существенных инфляционных давлений не ожидалось. Затем, **12-месячная дефляция должна была постепенно нейтрализоваться**, приближаясь и стабилизируясь в прогнозируемом горизонте вокруг целевого показателя. В подобной ситуации ЦБ предусматривал продолжить в течение года ослабление денежно-кредитных условий, причем предпочтительным считалось **постепенное стимулирование**, так как оценивалось, что наиболее эффективным в содействии вопросам снижения и удержания имеющих ожидания высокой инфляции, сдерживания сокращения внутреннего спроса, сохранения покупательной способности доходов и восстановления ослабшей в результате существенного ослабления валют стран партнеров внешней конкурентоспособности является положительное влияние низкой инфляции.

Динамика **12-месячной инфляции** в 2016 году показала, что она, в основном, была ниже прогнозируемого показателя в силу ряда факторов. В первом квартале, как и ожидалось, дефляционная среда углубилась и сохранилась в течение последующих двух кварталов. Содействием этому в большей мере оказала передача влияния сохраняющихся на международных рынках дефляционных тенденций на внутренние цены, слабый внутренний спрос и обусловленное

высоким ростом сельского хозяйства формирование низких, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, цен на продовольственные товары. Таким образом, в течение первых пяти месяцев года дефляция составила 0,5%, вместо 1,5% инфляции за аналогичный период предыдущего года, в результате 12-месячная инфляция снизилась на 2,0 п.п.: в конце мая она достигла до -2,1% (содействие снижения цен на продовольственные товары дефляции составило 1,8 п.п.). За период с июня по сентябрь была зарегистрирована 3,2% дефляция, вместо 3,4% за тот же период предыдущего года. В результате 12-месячная инфляция осталась почти без изменений, составив в конце сентября -1,9%. В четвертом квартале дефляционная среда несколько смягчилась: была зарегистрирована 2,7% инфляция вместо 1,9% в том же периоде предыдущего года. В результате 12-месячная инфляция составила к концу года -1,1%.

В соответствии с такой инфляционной динамикой ЦБ продолжил в течение года проведение расширяющей денежно-кредитной политики. Причем уже с начала года оценивалось, что резкое ослабление денежно-кредитных условий в конце предыдущего года в основном было достаточным для нейтрализации дефляционных давлений в течение года, и на тот момент Совет ЦБ счет наиболее целесообразным *постепенное* ослабление денежно-кредитных условий, снизив процентную ставку рефинансирования на 0,25 п.п. Исключение составили два решения, принятые в мае и сентябре, когда ставка была снижена дважды на 0,5 п.п. В основе первого решения лежал фактор существенного снижения инфляционных ожиданий в результате последовательно проводимой ЦБ денежно-кредитной политики и ожидаемое снижение тарифов на природный газ. Второе решение обусловили ухудшение с третьего квартала перспективы экономического роста и растущие дефляционные риски вследствие низкого спроса.

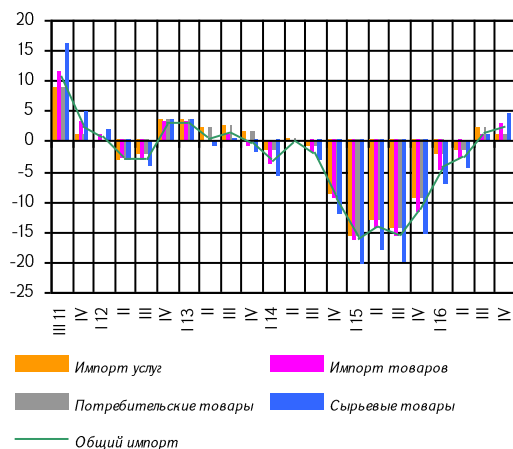
В целом, в течение года ставка рефинансирования была снижена на 2,5 п.п. в декабре она составила **6,25%**. Следует отметить, что в этом периоде активно действовал механизм передачи, поскольку параллельно снижению ставки политики по всей длине кривой существенно снизились рыночные ставки и доходность государственных облигаций.

Вместе с этим, ЦБ считал, что процентная ставка политики довольно близко приблизилась к оцененному уровню риска для страны, а осуществленная по сей день денежно-кредитная политика сформировала достаточные стимулы для преодоления дефляционной среды в 2017 году и достижения целевого уровня инфляции в прогнозируемом горизонте.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

Цены на импорт. В четвертом квартале 2016 года долларовые цены на импорт товаров и услуг, снизились в среднем на -0,8%. По

В 4-м квартале 2016 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились (в годовом выражении, %)



сравнению с тем же периодом предыдущего года рост цен составил 2,4% в годовом выражении.

Повышению долларовых цен на импорт в годовом выражении оказали содействие повышение цен на товары (на 2,2 п.п.) и тарифов на услуги (на 0,2 п.п.). Рост цен на нефть и железо на международном рынке вызвал инфляцию импортируемых сырьевых товаров.

Вследствие укрепления Японии и РФ в годовом выражении повысились также цены на потребительские товары, ввозимые из этих стран. Содействие потребительских товаров составило 0,2 п.п.

Цены производителей¹³. По оценкам ЦБ РА, в январе-декабре 2016 года дефлятор ВВП по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года существенно увеличился - на 1,0%. Оценки проведены на основании ценовых развитий, отмеченных в различных сферах экономики.

В отрасли **промышленности** в январе-декабре был отмечен рост цен на 1,5% в годовом выражении, обусловленный, в основном, повышением цен в *горнодобывающей промышленности* на 7,2% и снижением цен в *перерабатывающей промышленности* (0,4%), *производстве и распределении электроэнергии и газа* (0,7%) и *управлении отходами* (0,2%). Описанные ценовые развития были, в свою очередь, вызваны восстановлением цен на международных рынках на сырьевые товары, а также слабым внешним и внутренним спросом.

В течение вышеуказанного периода в **сельском хозяйстве** была отмечена 2,2% дефляция, которая стала отражением 4,7% инфляции в *растениеводстве* в условиях 7,4% дефляции в *животноводстве*. Причиной дефляции явился слабый внутренний спрос, а рост цен в растениеводстве был обусловлен сокращением объемов выпуска продукции по сравнению с предыдущим годом.

В условиях зарегистрированной в течение года слабой экономической активности тарифы на **услуги** увеличились всего лишь на 1,8%, что значительно ниже среднего показателя темпа роста за последние годы¹⁴, что обусловлено слабым внутренним спросом.

Дефляция в **строительстве** в январе-декабре составила 1,8% в годовом выражении, вследствие снижения затрат в сфере *строительно-монтажных работ* (2,0%), *цен на оборудование* (0,6%) и сокращения *прочих расходов* (2,2%). Описанные ценовые развития были обусловлены спадом объемов выпуска в строительстве и снижением заработных плат, что, в свою очередь, было вызвано тем, что предложение в сфере строительства превышало спрос.

Индекс тарифов на грузоперевозки вырос на 7,4% в результате снижения тарифов на *железнодорожный* (2,0%) и *автомобильный транспорт* (5,2%) и роста тарифов на магистральный трубопроводный транспорт на 15,8%. Эти развития были обусловлены

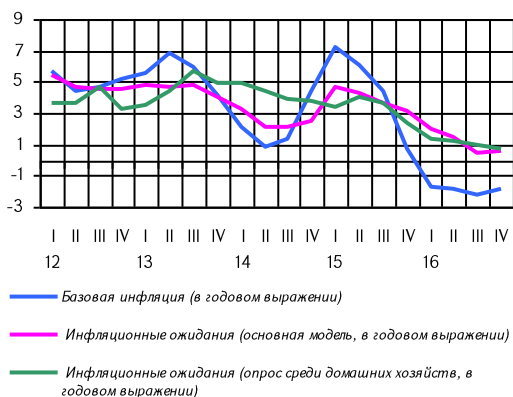
¹³ Изменение индексов цен в январе-декабре 2016 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹⁴ Тарифы на услуги в 2013-2015 гг. повысились в среднем на 4,8%.

соответственно сокращением объемов торговли в экономике за отчетный период, снижением цен на бензин и дизельное топливо и ростом расходов, связанных с эксплуатацией турбопроводов.

3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки

Инфляционные ожидания



По оценкам ЦБ РФ инфляционные ожидания общества, которые существенно смягчились в 2015–2016 годах, в четвертом квартале 2016 года, как и ожидалось, стабилизировались и ожидается, что в одногодичном горизонте они постепенно восстановятся и удержатся в прогнозируемом горизонте у целевого показателя инфляции. В частности, согласно оценкам, полученным в рамках основной модели ЦБ РФ, в четвертом квартале 2016 года, по сравнению с предыдущим кварталом, инфляционные ожидания имели сравнительно устойчивую динамику, составив 0,6%, что, в основном, было обусловлено последовательной денежно-кредитной политикой ЦБ в 2015–2016 годах и некоторым ослаблением дефляционной среды в конце года.

О небольшой стабилизации инфляционных ожиданий в четвертом квартале 2016 года свидетельствуют также результаты опроса ЦБ среди домашних хозяйств и организаций финансового сектора по некоторым макроэкономическим показателям. В частности, по результатам текущего опроса, инфляционные ожидания домашних хозяйств в предстоящем одногодичном горизонте в определенной мере стабилизировались, в среднем на уровне **0,7%** 12-месячной инфляции. Вместе с этим, **средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы** в предстоящем одногодичном горизонте составит **2,6%**, вместо показателя **2,8%** в предыдущем опросе. Причем устойчивыми были инфляционные ожидания коммерческих банков и кредитных организаций, оставаясь на уровнях **2,4%** и **3,0%** 12-месячной инфляции соответственно. Что касается страховых компаний и инвестиционных компаний и фондов, их инфляционные ожидания продолжили смягчаться. Вместо среднего показателя **2,7%**, полученного по результатам предыдущего опроса среди указанных организаций, по результатам текущего опроса ожидается, что 12-месячная инфляция составит соответственно **2,2%** и **2,3%**.

В четвертом квартале 2016 года процентные ставки на финансовом рынке продолжили снижаться. Причем, к фактору ослабления денежно-кредитных условий добавился фактор влияния избытка ликвидности, сформировавшегося в результате уменьшения норматива обязательного резервирования и пополнения капитала банков, что и обусловило быстрые темпы снижения межбанковской процентной ставки и доходности государственных облигаций (подробнее см. в разделе “3.3. Деньги и развития финансового рынка”).

По результатам опроса четвертого квартала ожидания финансовой системы относительно процентных ставок были пересмотрены в сторону снижения. Кроме этого, в одногодичном периоде в финансовой системе ожидается также постепенное снижение ставок как по привлеченным, так и размещенным средствам.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹⁵

Опубликованный **показатель экономического роста** за январь-сентябрь 2016 года составил 0,3% в годовом выражении, что на 1,1 п.п. ниже предыдущей оценки ЦБ РА. Более высокие ожидания ЦБ в предыдущем прогнозе были обусловлены ранее опубликованным 1,6% ростом экономической активности для периода январь-сентябрь¹⁶.

В четвертом квартале 2016 года сохранился низкий уровень экономической активности, в результате рост экономической активности в январе-декабре составил 0,5%.

В результате вышеуказанных развитий оценка экономического роста за январь-декабрь была пересмотрена в сторону снижения, составив 0,3-0,5%¹⁷. Однако замедление экономической активности было смягчено осуществленной ЦБ РА расширяющей денежно-кредитной политикой и предоставленными экономике налогово-бюджетными стимулами, свидетельствами которых являются рост объемов кредитования на 6,0% и дефицит государственного бюджета в 2016 году, оцениваемый в 5,5%.

Учитывая отмеченный за январь-декабрь 2016 года рост объемов выпуска в отрасли **промышленности** на 6,7% в годовом выражении, рост добавленной стоимости отрасли за тот же период оценивается 5,6-6,0% в годовом выражении. Причем, рост объемов выпуска промышленности обусловлен ускорением внутреннего спроса в странах-партнерах и структурными изменениями, осуществляемыми в экономике РА.

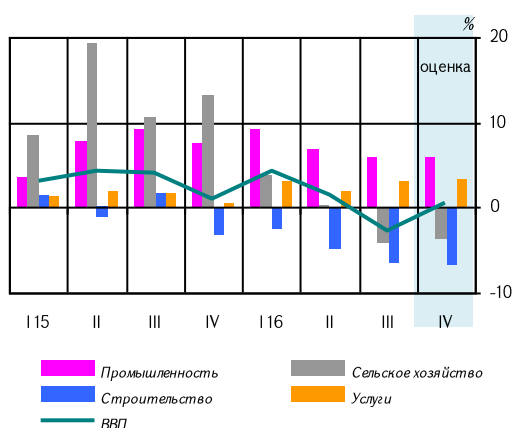
Основываясь на снижении в годовом выражении фактических объемов выпуска **строительства** в январе-декабре 2016 года (10,8% в годовом выражении), спад добавленной стоимости в отрасли в том же периоде оценен в 6,4-7,0%. Такой спад обусловлен существующим в экономике РА слабым внутренним спросом и несоответствием между спросом и предложением в сфере строительства.

В сфере **услуг** рост добавленной стоимости в январе-декабре 2016 года оценен 3,2-3,6% в годовом выражении, что является следствием роста объемов оказанных услуг на 7,1% и торговли на 1,0%. Причем зарегистрированный небольшой рост объемов торговли свидетельствует о слабой экономической активности, обусловленной слабым внутренним спросом в отчетном периоде.

Учитывая отмеченный в январе-декабре 2016 года спад объемов производства в отрасли **сельского хозяйства** - на 5,2% в годовом выражении, спад добавленной стоимости в январе-декабре 2016

Оценка экономического роста за январь-декабрь 2016 года была пересмотрена в сторону снижения, составив 0,3-0,5%.

Динамика ВВП и отраслей экономики



¹⁵ Показатели реального роста добавленной стоимости в годовом выражении отраслей экономики за январь-декабрь 2016 года являются оценками ЦБ РА, а показатели подотраслей отражают темпы роста выпуска продукции за январь-декабрь 2016 года, если иное не указывается.

¹⁶ <http://www.armstat.am/file/doc/99498788.pdf>

¹⁷ См. диапазон 30% вероятности графика распределения вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП.

года оценен 3,4-4,0% в годовом выражении. Обусловлено это тем, что наряду с ростом в животноводстве и рыбном хозяйстве на 4,7% и 3,0% соответственно, в растениеводстве был зарегистрирован спад на 11,7% вследствие неблагоприятных погодных условий, которые были несколько хуже, чем в предыдущем году, а также методическими корректировками объемов выпуска в отрасли. Более того, риски снижения объемов выпуска в сельском хозяйстве были намечены в опубликованных предыдущих программах денежно-кредитной политики ЦБ РА.

3.2.2. Совокупный спрос¹⁸

В четвертом квартале 2016 года рост расходов на частное потребление оценивается примерно 2,5%, что совпадает с предыдущими прогнозами. В результате в 2016 году рост частного потребления составит 0,9%.

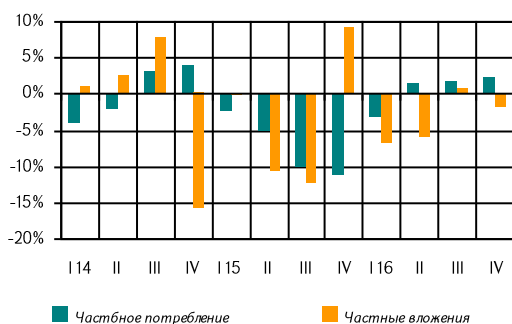
Начатое с конца 2014 года сокращение денежных переводов из России, которое продолжилось и в 2015-2016 годах, негативно отразилось на располагаемых доходах домашних хозяйств, что привело к сокращению расходов на частное потребление в течение всего 2015 года и в первом квартале 2016 года. Следует отметить, что сокращение частного потребления существенно смягчилось вследствие начатого в 2015 году и непрерывно продолжающегося ослабления денежно-кредитных условий, а также в результате существующей в экономике дефляционной среды.

При содействии описанных развитий во втором квартале 2016 года был зарегистрирован рост частного потребления, который ускорился в третьем и четвертом кварталах. Несмотря на рост в отчетном периоде, уровень частного потребления все еще ниже равновесного уровня, вследствие глубокого спада, зарегистрированного в предыдущем году.

О постепенном восстановлении еще слабого в четвертом квартале частного потребления свидетельствуют результаты опросов ЦБ РА, а также динамика рассчитываемых НСС РА индексов торгового оборота. Согласно результатам опросов, в третьем квартале 2016 года показатель деловой активности составил 46,8 единиц, снизившись по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 6,9%. Индекс потребительского доверия составил 44,7, что ниже интервала его стабильности, составляющего 45-55. Это говорит о том, что частное потребление находится ниже равновесного уровня. Однако следует отметить, что по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года, индекс потребительского доверия увеличился на 7,5%, что, в свою очередь, свидетельствует о восстановлении низкого уровня частного потребления. Об этом свидетельствует

¹⁸ Показатели по частным затратам, частному потреблению и частным вложениям за четвертый квартал 2016 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных третьего квартала 2016 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

Прирост частного потребления и частных вложений в годовом выражении



также рост товарного оборота в четвертом квартале, увеличившись по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 3,4%. Более того, темп сокращения денежных переводов (вознаграждение работников и частные трансферты) замедлился в третьем квартале 2016 года, а в четвертом квартале был зарегистрирован положительный рост. В 2016 году негативное воздействие денежных переводов на потребление было некоторым образом смягчено ростом объемов кредитования в экономике.

В четвертом квартале 2016 года инвестиционная активность в экономике была несколько выше, в результате уменьшение частных вложений по сравнению с тем же периодом предыдущего года оценивается 2,0%. В результате спад частных вложений в 2016 году составит 2,5%. Слабая инвестиционная активность в экономике в отчетном периоде обусловлена неудовлетворительным уровнем внутреннего спроса и низкой экономической активностью в сфере строительства. Однако следует отметить, что в конце года наблюдался некоторый рост строительных работ, осуществляемых за счет средств организаций. Причем, как и намечалось в предыдущих прогнозах ЦБ, спад инвестиций наиболее отчетливо проявился в неэкспортном секторе экономики, а инвестиционная активность в экспортном секторе была сравнительно высокой.

О замедлении темпов снижения вложений со второго полугодия 2016 года свидетельствуют результаты опросов о деловой среде, проведенных ЦБ среди предприятий. В четвертом квартале 2016 года показатель деловой активности составил 52,1 единицы, увеличившись по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года на 3,6%.

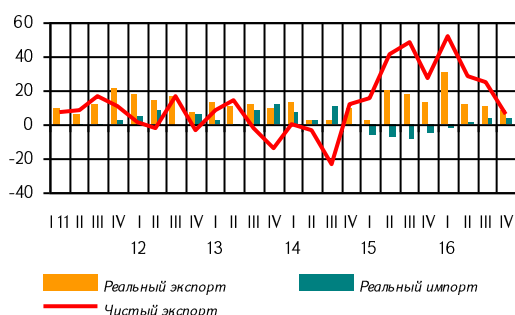
Согласно результатам опросов, в четвертом квартале 2016 года показатель деловой активности в неэкспортном секторе экономики – в строительстве – составил 41,6 единиц, что ниже уровня стабильности, составляющего 50 единиц. С другой стороны, показатель деловой активности в экспортном секторе – в промышленности был выше уровня стабильности, составляющего 50 единиц, и составил 60,6 единиц.

Вследствие вышеописанных развитий частного потребления и вложений, в четвертом квартале рост затрат частного сектора оценивается 1,6%. В условиях роста государственных затрат, опережающего рост частных затрат, внутренний спрос в отчетном периоде увеличился на 2%. Росту внутреннего спроса существенное содействие оказали как ослабление денежно-кредитных условий со стороны ЦБ и стимулирующая, за счет большого дефицита государственного бюджета, налогово-бюджетная политика, так и существующая в экономике дефляционная среда. В результате в 2016 году рост частных затрат оценивается 0,3%, а рост внутреннего спроса составит 0,8%.

Несмотря на отмеченный рост, разлом затрат частного сектора в четвертом квартале был отрицательный, в результате на потребительском рынке возникли **дефляционные давления в 1,4-1,6 п.п.**

Улучшение чистого экспорта в реальном выражении прекратилось в 4-ом квартале 2016 г.

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



Согласно оценкам ЦБ, в четвертом квартале 2016 года продолжилось улучшение чистого реального экспорта, хотя высокие темпы предыдущих кварталов замедлились. Замедление улучшения чистого реального экспорта, в условиях сохранения реального высокого роста экспорта товаров и услуг, было обусловлено некоторым восстановлением реального роста импорта товаров и услуг. В четвертом квартале 2016 года темпы роста реального экспорта товаров и услуг составили 8,0% в годовом выражении, в условиях 3,2% роста реальных объемов импорта товаров и услуг¹⁹.

В четвертом квартале 2016 года по части денежных переводов в долларом выражении был зарегистрирован рост, обусловленный постепенным восстановлением экономики России.

3.2.3. Рынок труда²⁰

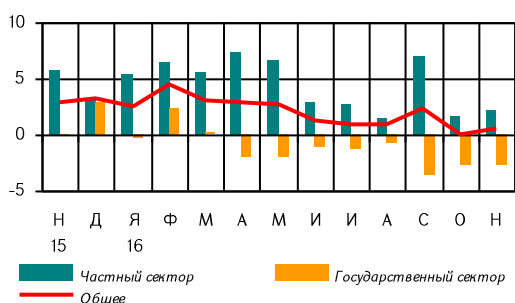
Темп роста средней номинальной заработной платы в четвертом квартале 2016 года был ниже предыдущего прогноза ЦБ и оценен 0,3%, что было обусловлено более низким, чем ожидалось, уровнем заработных плат работников государственного сектора. В результате в 2016 году темп роста средней номинальной заработной платы составил 1,8%.

Начиная с третьего квартала 2016 года темп роста номинальной заработной платы частного сектора замедлился вследствие замедления экономической активности и слабой инфляционной среды, зарегистрированной в экономике. В четвертом квартале 2016 года темп роста номинальной заработной платы частного сектора составил 1,8%, в результате годовой рост в 2016 году составил 4,2%.

В четвертом квартале 2016 года номинальные заработные платы **в государственном** секторе были ниже предыдущих прогнозов на 2,7%, что было обусловлено процессом оптимизации, осуществляемым в государственном секторе. В результате снижение номинальных заработных плат в государственном секторе по сравнению с предыдущим годом оценивается 1,4%.

Вследствие зарегистрированной в 2016 году слабой экономической активности, спрос на рабочую силу в экономике сократился. Сокращение спроса было возмещено высоким темпом роста производительности, зарегистрированного в экономике, о чем свидетельствует рост отработанных в среднем часов в неделю. Учитывая также замедление темпов экономического роста во второй половине года, **уровень безработицы** в четвертом квартале 2016 составил 18,6%, что немного выше предыдущих прогнозов. В результате средний годовой уровень безработицы в 2016 составил 18,3%.

Рост номинальной заработной платы в годовом выражении

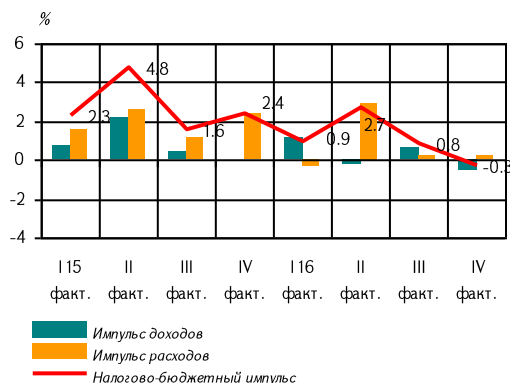


¹⁹ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

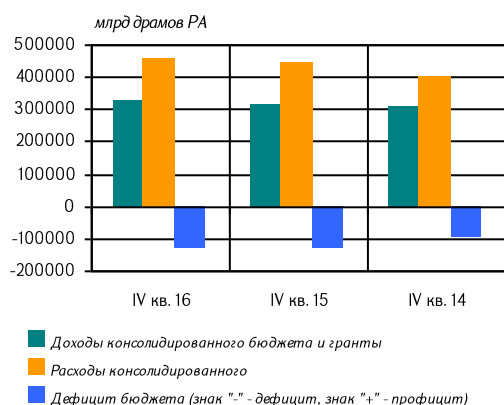
²⁰ Данные по рынку труда четвертого квартала 2016 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях за третий квартал 2016 года и январь-ноябрь 2016 года. Оценки роста в подразделе даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

В результате вышеописанных развитий в четвертом квартале 2016 года темп роста производительности опередил темп роста заработных плат и оказал 0,62-0,4% дефляционное воздействие на потребительские цены.

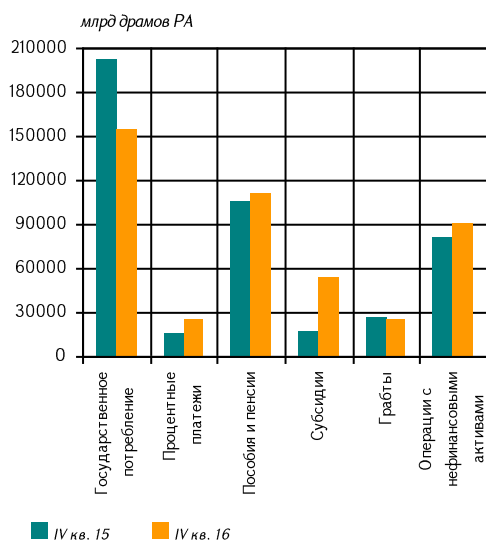
В 4-ом квартале 2016 года нейтральное воздействие налогово-бюджетной политики обусловлено сдерживающим воздействием доходов и на столько же расширяющим воздействием расходов



Динамика основных показателей консолидированного бюджета



Структура расходов бюджета РА



3.2.4. Налогово-бюджетная политика²¹

В четвертом квартале 2016 года как доходы, так и расходы бюджета превысили оценки ЦБ²², а показатель предоставленного экономике чистого кредитования (ожидался возврат) уступил запланированному показателю. Воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос оценено для квартала 0,3 сдерживающее, что соответствует прогнозу на четвертый квартал.

В четвертом квартале 2016 года доходы и гранты консолидированного бюджета увеличились по сравнению с тем же кварталом предыдущего года на 4,0%, вследствие роста налогов и иных доходов и снижения грантов. Импульс доходов был сдерживающим на 0,5 вместо прогнозируемого 4,0 расширяющего, что было, в основном, обусловлено превысившим прогноз ЦБ сбором доходов на 4,2%.

Расходы превысили прогноз ЦБ на 1,2%. Расходы консолидированного бюджета в годовом выражении составили 3,0%, что обусловлено расходами по **статье по операциям с нефинансовыми активами**. **Государственное потребление** в текущих расходах снизилось по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 23,8% а субсидии превысили соответствующий показатель предыдущего года в 3,3 раза²³. Обусловлено это было изменением системы финансирования сферы образования, а также ростом субсидий, выделенных водоснабжению и сфере транспорта.

Процентные выплаты по государственному долгу превысили показатель того же периода предыдущего года на 65,0%, в основном, вследствие роста расходов по обслуживанию долга в результате роста объема внешнего долга.

Расходы по статье **«Операции с нефинансовыми активами»** увеличились по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 13%, вследствие роста капитальных расходов, осуществляемых за счет внутреннего финансирования.

²¹ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен с использованием предварительных фактических показателей консолидированного бюджета (оценка бюджета общин) – без учета внебюджетных средств, рассчитанных на базе предварительных фактических показателей за четвертый квартал (включая показатели групп по реализации проектов). Причем, воздействие доходов рассчитано по отношению к прогнозируемому номинальному показателю ВВП, а воздействие расходов – к оцененному экономическому потенциалу.

²² Сравнение проведено с показателями, прогнозируемыми ЦБ РА.

²³ Снижение государственного потребления и рост субсидирования обусловлен изменением системы финансирования дошкольных и общеобразовательных учреждений. В предыдущем году это предусматривалось как покупка договорных услуг, а с 2016 года – как субсидирование указанных организаций.

В четвертом квартале 2016 года импульс расходов был 0,2 расширяющим вместо прогнозированного 0,7 сдерживающего, обусловленный расширением расходов и чистого кредитования. В результате вышеуказанных развитий доходов и расходов в четвертом квартале сформировался дефицит бюджета на 130 млрд драмов, что близко к показателю, спрогнозированному ЦБ. В частности, чистый доход от размещения государственных казначейских облигаций составил 66,2 млрд драмов. В начале квартала он был обусловлен необходимостью финансирования дефицита, образовавшегося в условиях снижения налоговых доходов, а в конце квартала – необходимостью достижения ориентира по процентным ставкам в рамках согласованной политики ЦБ и Правительства.

Таким образом, в четвертом квартале 2016 года налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос 1,2 сдерживающее воздействие.

В целом, **по результатам года²⁴** доходы и гранты государственного бюджета выросли по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 0,5%. Рост налоговых доходов составил 1,2%, а показатель «налоги-ВВП» – 21,1%, снизившись по сравнению с предыдущим годом на 0,1 п.п. Государственные расходы (включая показатели групп по реализации проектов) увеличились в годовом выражении на 3,5%. Дефицит государственного бюджета в конце года составил 282,0 млрд драмов или 5,5% ВВП. Дефицит был financирован на 67,2% за счет внешних, и на 32,8% за счет внутренних источников.

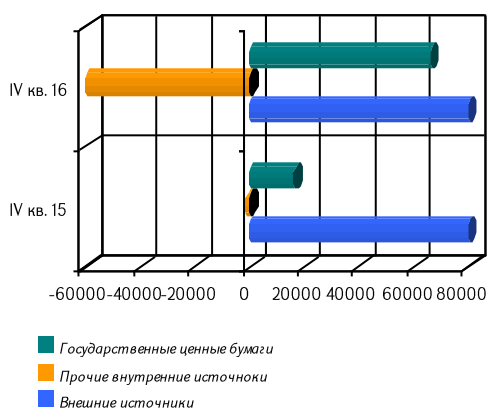
В целом, осуществленная в течение года налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос 0,8 расширяющее воздействие, обусловленное, в основном, расширяющим воздействием расходов.

Таким образом, сокращение денежных переводов из РФ и наблюдаемая во внутренней экономике слабая инвестиционная активность в четвертом квартале 2016 года негативно отразились на затратах частного сектора, что было смягчено налогово-бюджетными стимулами, предоставленными экономике в 2015-2016 годах, и непрерывным ослаблением денежно-кредитных условий со стороны ЦБ, смягчившим также замедление экономического роста РА и ослабившим дефляционную среду.

В четвертом квартале 2016 года разрыв расходов частного сектора был отрицательный. Учитывая также лаговое воздействие расширяющей налогово-бюджетной политики, дефляционную динамику чистого экспорта и рынка труда оценивается, что общие развития совокупного спроса и рынка труда создали в четвертом квартале на потребительском рынке дефляционные давления на 2,1-2,3 п.п.

Осуществленная в течение 2016 года налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос 0,8 расширяющее воздействие,

Дефицит в 4-ом квартале 2016 года был financирован за счет внешних источников
(млрд драмов РА)



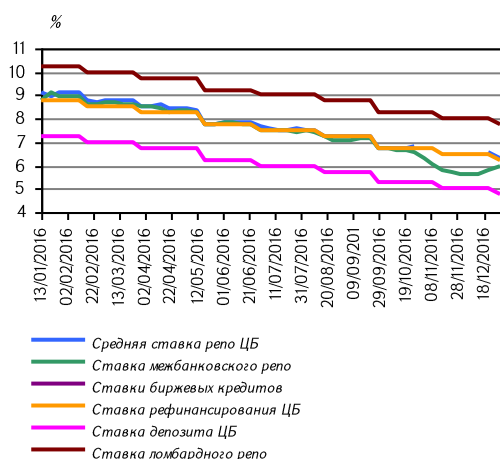
²⁴ Без учета внебюджетных средств.

3.3. Деньги и развития финансового рынка

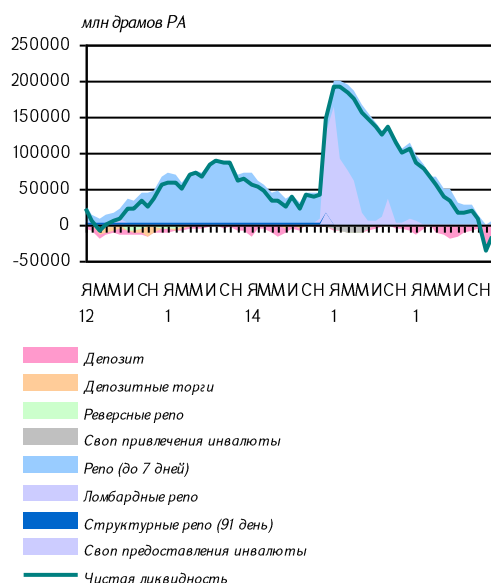
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

В 4-ом квартале 2016 года ЦБ продолжил ослабление денежно-кредитных условий: Совет ЦБ снизил ставку рефинансирования в ноябре и декабре в целом на 0,25 п.п., установив ее в декабре на уровне 6,25%.

В течение квартала краткосрочные ставки отклонились от ставки инструмента репо ЦБ



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



Постепенное снижение ставки политики ЦБ с одной стороны, и увеличение капитала банков и снижение норматива обязательного резервирования по привлеченным банками инвалютным средствам с другой стороны, сказались на течение квартала в значительном снижении процентных ставок на финансовом рынке.

В четвертом квартале 2016 года ЦБ продолжил ослабление денежно-кредитных условий: Совет ЦБ снизил ставку рефинансирования в ноябре и декабре в целом на 0,25 п.п., установив ее в декабре на уровне 6,25%. Снижение ставки политики было обосновано продолжающимся снижением инфляционных ожиданий, а также наличием некоторых дефляционных рисков.

Вместе с этим, Совет провел оценку и послал импульсы участникам финансового рынка о значительном снижении в течение квартала процентных ставок финансового рынка, которые приблизились к уровню риска для страны, который может рассматриваться как нижний порог процентной ставки для развивающихся стран. С другой стороны, ЦБ оценил, что осуществленная денежно-кредитная политика сформировала достаточные стимулы для преодоления в 2017 году дефляционной среды и достижения в прогнозированном горизонте целевого показателя инфляции.

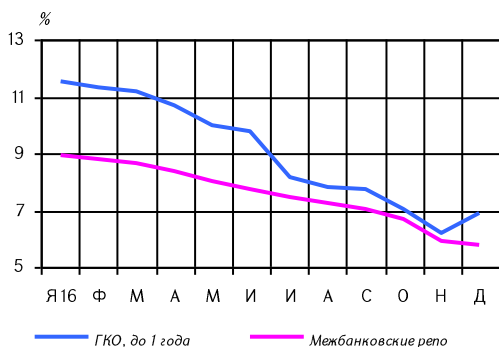
Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА

	I кв. 16	II кв. 16	III кв. 16	IV кв. 16
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	8.25	7.5	6.75	6.25
Ставка РЕПО ЦБ	8.92	8.13	7.35	6.54
Ставка межбанковского РЕПО	8.73	8.01	7.27	6.19
Доходность краткосрочных государственных облигаций	11.33	10.25	7.87	6.65
Доходность среднесрочных государственных облигаций	14.51	13.88	11.36	10.13
Доходность долгосрочных государственных облигаций	16.33	16.37	14.16	13.65

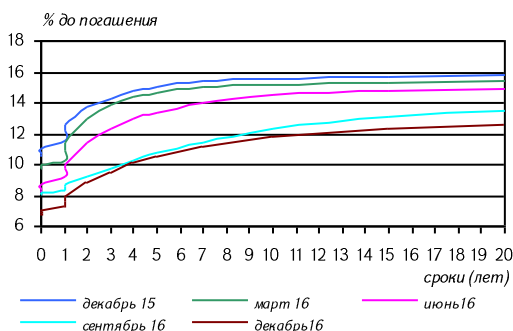
Постепенное снижение ставки политики ЦБ с одной стороны, и увеличение капитала банков и снижение норматива обязательного резервирования по привлеченным банками инвалютным средствам с другой стороны, сказались в течение квартала на значительном снижении процентных ставок на финансовом рынке. Следует полагать, что существующая в банковской системе высокая ликвидность обусловила тот факт, что межбанковские ставки были ниже уровня ставки рефинансирования ЦБ. В результате согласованных действий ЦБ и Правительства эта разница к концу года постепенно сократилась, и в конце декабря межбанковские процентные ставки приблизились к уровню ставки политики.

Вследствие существующих развитий в течение квартала спрос на ликвидность, предлагаемую посредством инструмента репо ЦБ, был небольшим: банки часто обращались за инструментом постоянной возможности по привлечению средств со стороны ЦБ. В результате

Динамика краткосрочных процентных ставок в 4-ом квартале 2016 года



Доходность на рынке ГО в течение 4-го квартала 2016 года



объем основного инструмента ЦБ – 7-дневного репо был довольно небольшим, а средняя квартальная процентная ставка снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 0,81 п.п. и составила 6,54%. В декабре средняя месячная ставка снизилась по сравнению с сентябрьской на 0,74 п.п. и составила 6,38%.

В четвертом квартале 2016 года показатель средней квартальной ставки межбанковского репо снизился на 1,08 п.п. и составил 6,19%, а средняя месячная ставка в декабре составила 5,79%, снизившись по сравнению с сентябрьской на 1,22 п. п.

В течение квартала доходность государственных облигаций также проявила динамику, соответствующую тенденциям, установившимся на финансовом рынке. Продолжилась тенденция снижения доходности государственных облигаций, более того, в ноябре доходность краткосрочных государственных облигаций была ниже процентной ставки политики ЦБ. В декабре, вследствие увеличения объемов выпуска государственных облигаций, доходность облигаций увеличилась, и средний месячный показатель краткосрочных облигаций составил 6,91%, снизившись по сравнению с сентябрем на 0,85 п.п. Снижение среднего квартального показателя по сравнению с предыдущим периодом составило 1,22 п.п.

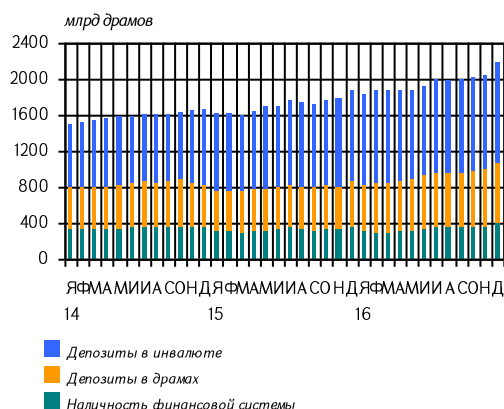
Тенденция снижения ставок на финансовом рынке отразилась на кривой доходности государственных облигаций. Кривая доходности в этом квартале также постепенно переместилась вниз, однако наибольшее снижение было отмечено по краткосрочному и долгосрочному отрезкам (по сравнению со средними показателями предыдущего квартала – на 1,1 и 0,6 п.п. соответственно). К концу декабря, по сравнению с концом сентября, долгосрочная ставка (20 лет) кривой доходности снизилась на 0,9 п.п. и составила 12,6%, а разница между долгосрочными и краткосрочными ставками кривой (пиками кривой), повысилась в декабре на 0,4 за счет более значительного снижения краткосрочной ставки и составила 5,9 п.п.

Непрерывное смягчение в течение четвертого квартала 2016 года денежно-кредитных условий, снижение ставок финансового рынка вновь оказали влияние на ставки коммерческих банков по привлеченным и предоставленным средствам.

Процентная ставка по драговым депозитам	III кв. 16	IV кв. 16	измен.
<i>До 1 года</i>			
От юридических лиц	9.07	8.75	-0.32
От физических лиц	12.92	11.56	-1.36
<i>Более 1 года</i>			
От юридических лиц	12.65	12.61	-0.04
От физических лиц	13.21	12.54	-0.67
Процентная ставка по драговым кредитам			
<i>До 1 года</i>			
От юридических лиц	14.17	13.21	-0.96
От физических лиц	20.97	20.36	-0.61
<i>Более 1 года</i>			
От юридических лиц	14.64	12.4	-2.24
От физических лиц	18.23	17.61	-0.62

Процентная ставка по иввалютным депозитам	III кв. 16	IV кв. 16	измен.
<i>До 1 года</i>			
От юридических лиц	4.9	6.34	1.44
От физических лиц	5.15	4.86	-0.29
<i>Более 1 года</i>			
От юридических лиц	7.27	6.31	-0.63
От физических лиц	6.75	6.12	-0.62
Процентная ставка по иввалютным кредитам			
<i>До 1 года</i>			
От юридических лиц	8.8	8.18	-0.62
От физических лиц	13.96	14.69	0.73
<i>Более 1 года</i>			
От юридических лиц	9.94	9.59	-0.35
От физических лиц	14.02	13.84	-0.18

В 4-ом квартале 2016 года рост депозитов в драмах превысил рост депозитов в иввалюте



В декабре 2016 года 12-месячное увеличение драмовых депозитов составило 32,6%, иввалютных депозитов – 11,2%. Опережающий рост драмовых депозитов был обусловлен ослаблением инфляционных ожиданий, что привело к снижению уровня долларизации (на 3 п.п. в течение 12-ти месяцев). Уровень долларизации, т.е. соотношение «иввалютные депозиты/денежная масса» составил 59,9% (снижение по сравнению с предыдущим годом – на 4,1 п.п.).

В течение квартала снизились процентные ставки почти по всем видам кредитования, и 12-месячный рост общего объема кредитования составил в декабре 2016 года 6,02%. В общей структуре кредитования продолжают преобладать кредиты, выданные в иввалюте, которые составляют 62% кредитования (снижение по сравнению с предыдущим кварталом – 2%).

Вкладыш 2

Опрос об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА

Согласно результатам проведенного в четвертом квартале 2016 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, продолжилось упрощение условий по всем видам кредитования, что сказалось на усилении конкурентоспособности, пересмотре условий в программах по рефинансированию, росте конкурентоспособности среди банков и прочих финансовых организаций, что отразилось на процентных ставках кредитования, упрощении непроцентных платежей, сроках и требованиях к залогам. Вырос фактический спрос на все виды кредитования.

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

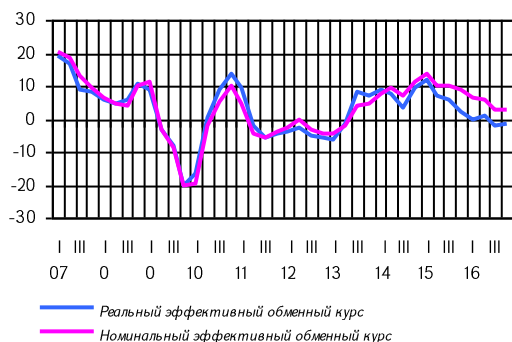
3.3.2. Обменный курс

В четвертом квартале 2016 года на фоне денежно-кредитной политики, осуществленной и планируемой Федеральным резервным банком США, на валютных рынках торговых партнеров были отмечены давления укрепления доллара США. В частности, средневзвешенный номинальный обменный курс валют торговых партнеров РА в четвертом квартале 2016 года ослабел на 3%, обусловленный ослаблениями евро, турецкой лиры и болгарского лева (содействие 1,1, 0,6 и 0,6 п.п. соответственно), тогда как российский рубль в течение квартала укрепился. Вместе с ослаблением национальных валют стран - партнеров, в четвертом квартале 2016 года средний номинальный обменный курс драма к доллару США ослаб на 0,7%. В подобных условиях, с целью нейтрализации краткосрочных колебаний на валютном рынке, обусловленных фактором сезонности платежного баланса, Центральный банк РА купил на валютном рынке 22,7 млн долларов США в чистом выражении.

В условиях ослабления валютной корзины стран-партнеров относительно доллара США, в четвертом квартале 2016 года номинальный эффективный обменный курс драма укрепился в среднем на 2,27% по сравнению с предыдущим кварталом. Укрепление реального эффективного обменного курса составило 3% по сравнению с предыдущим кварталом²⁵.

По сравнению с тем же кварталом предыдущего года ослабление реального эффективного обменного курса составило 1,3%.

В 4-ом квартале 2016 года было зарегистрировано ослабление в годовом выражении реального эффективного обменного курса (%)

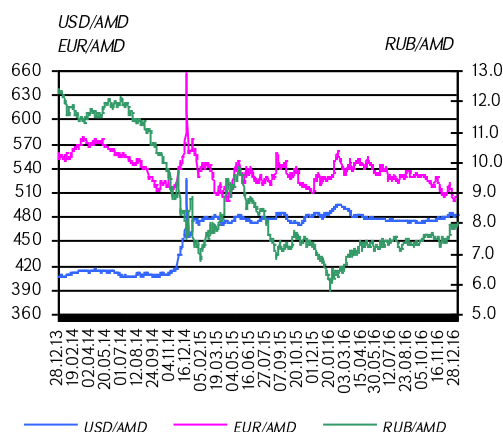


Рост в годовом выражении, %	IV кв. 2014	I кв. 2015	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв. 2016	II кв.	III кв.	IV кв.
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	9.2	11.7	6.7	5.8	2.2	-0.1	1.02	-1.9	-1.3
Средняя инфляция в РА	3.2	5.2	5.1	4.4	1	-1.2	-1.6	-2.2	-0.7
Номинальный средний обменный курс драм РА/доллар США (+ укрепление)	-5.7	-13.9	-13.4	-14.8	-10.1	-2.3	-0.5	0.8	0
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	5.1	6.7	7.9	7.5	6.9	5.1	3.1	3.2	3.2
Средневзвешенный номинальный обменный курс торговых партнеров (+ укрепление)	-18.5	-32.1	-27.2	-29.4	-20.7	-9.1	-6.5	-2.1	-2.7

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

²⁵ Показатель реального обменного курса за четвертый квартал 2016 года является оценкой ЦБ РА.

Обменный курс драма РА к доллару США, евро и рублю РФ



Валютный рынок

Средний рыночный обменный курс драма к доллару США составил к концу четвертого квартала 2016 года 483,94 драма, ослабившись по сравнению с концом предыдущего квартала 1,96%.

Совокупный объем операций доллар США - драма РА, осуществленных на валютном рынке в течение четвертого квартала, составил 2,81 млрд долларов США, увеличившись по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 6,03% (2,65 млрд долларов США).

Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро - драма РА составил 297,18 млн евро вместо 300,48 млн евро в четвертом квартале 2015 года (-1,09%), а совокупный объем операций рубль РФ - драма РА составил в течение квартала 20,82 млрд рублей, уменьшившись по сравнению с четвертым кварталом 2015 года на 1,7% (21,18 млрд рублей).

3.4. Платежный баланс²⁶

В 4-ом квартале 2016 года, в условиях продолжающегося восстановления внешнего спроса РА и улучшения условий торговли, продолжилась тенденция снижения дефицита торгового баланса.

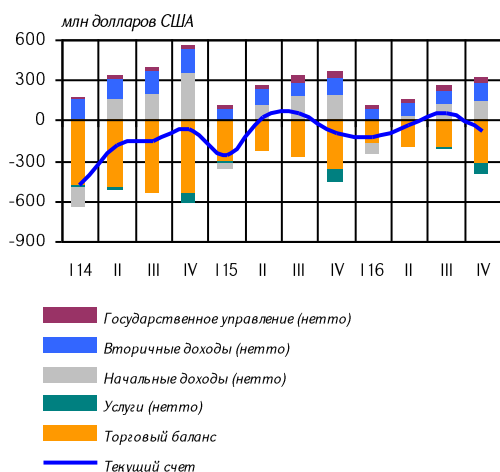
В четвертом квартале 2016 года, в условиях продолжающегося восстановления внешнего спроса РА и улучшения условий торговли, продолжилась тенденция снижения дефицита торгового баланса.

В четвертом квартале 2016 года 20,8% рост в годовом выражении долларовой стоимости экспорта²⁷ был обусловлен, в основном, ростом сырьевых товаров и ассортимента группы «Готовая пищевая продукция».

В условиях постепенного улучшения внутреннего спроса, продолжилась тенденция восстановления импорта потребительских и инвестиционных товаров. Импорт сырьевых товаров также положительно сказался на показателе импорта. В результате в четвертом квартале был отмечен 6,7% рост долларовой стоимости импорта в годовом выражении.

В результате опережающего роста экспорта, дефицит товарного баланса в четвертом квартале 2016 года²⁸ снизился на 44,6 млн долларов США и составил 320,0 млн долларов США. Приток денежных переводов увеличился на 5,4% в годовом выражении вследствие тенденции постепенного восстановления экономики России. Отрицательный остаток инвестиционных доходов увеличился на 61,0 млн долларов США. В результате отмеченных развитий в

В 4-ом квартале дефицит текущего счета сократился по сравнению с 4-ым кварталом предыдущего года



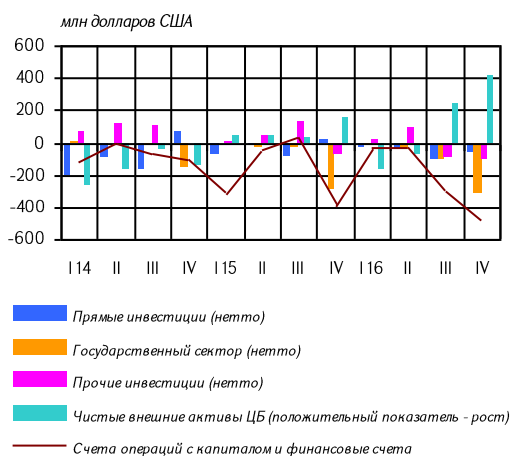
²⁶ Показатели платежного баланса за четвертый квартал 2016 г. будут опубликованы в соответствии с графиком в конце марта 2017 года. Показатели за четвертый квартал 2016 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

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

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

В 4-м квартале 2016 г. чистые займы экономики РА значительно увеличились

(+ нетто-кредитование, - нетто-заимствование)



четвертом квартале 2016 года дефицит текущего счета снизился по сравнению с четвертым кварталом предыдущего года и составил 80,5 млн долларов США. Согласно оценкам 2016 года показатель соотношения «дефицит текущего счета/ВВП» улучшился и составил 2,0%.

Чистый приток иностранных прямых инвестиций составил в четвертом квартале 2016 года 54,0 млн долларов США. Чистый приток кредитов от государственного сектора был достаточно высоким и составил 313,2,1 млн долларов США. Чистые внешние активы частного сектора уменьшились на 107,0 млн долларов США.

В результате развития платежного баланса чистые внешние активы ЦБ РА увеличились на 413,9 млн долларов США. Обусловлено это было ростом кредитов со стороны государственного сектора, а также ростом инвалютных средств коммерческих банков в ЦБ РА. Причем в текущем квартале ЦБ РА выступил как чистый покупатель инвалюты.

3.5. Внешняя среда

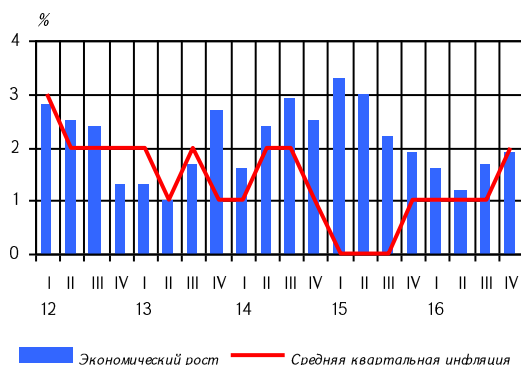
В 4-м квартале 2016 года продолжилась тенденция экономической активности среди основных стран - торговых партнеров РА. Примечательно, что спад экономики России прекратился и показатель экономического роста вернулся в область положительных значений.

В четвертом квартале 2016 года продолжилась тенденция экономической активности среди основных стран - торговых партнеров РА. Примечательно, что спад экономики России прекратился и показатель экономического роста вернулся в область положительных значений.

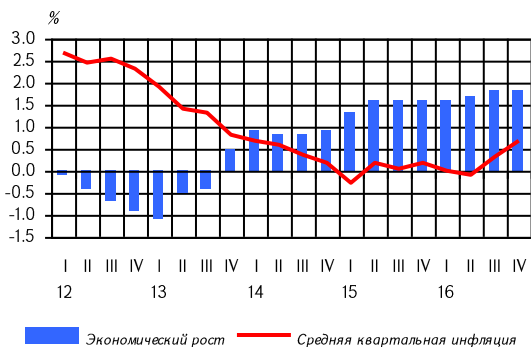
Согласно предварительной оценке Бюро анализа Министерства торговли **США**, в четвертом квартале 2016 года в Соединенных Штатах Америки экономический рост составил 1,9% по сравнению с предыдущим кварталом (в предыдущем квартале – 3,5%), а рост экономики в годовом выражении также составил 1,9% (в предыдущем квартале - 1,7%). Экономическому росту в основном продолжило оказывать содействие восстановление вложений. В четвертом квартале 2016 года средняя квартальная инфляция в США ускорилась и составила 1,6% вместо 1,1% в предыдущем квартале, однако продолжает находиться ниже уровня целевого показателя вследствие низких цен на непродовольственные товары. В этих условиях Федеральная резервная система США повысила в четвертом квартале 2016 года процентные ставки политики на уровень целевого коридора 0,5 – 0,75% (предыдущий коридор – 0,25-0,5%).

Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в **евроzone** в четвертом квартале 2016 года составил 1,8% в годовом выражении (рост в предыдущем квартале имел тот же показатель - 1,8%). Экономическому росту главным образом способствовал рост внутреннего спроса. В четвертом квартале 2016 года средняя квартальная инфляция в евроzone составила 0,7% (в предыдущем квартале – 0,3%), что все еще ниже долгосрочного целевого показателя. Инфляция в основном была обусловлена

В 4-ом квартале 2016 года темп инфляции в США ускорился



В 4-ом квартале 2016 года инфляция в еврозоне ускорилась



ростом цен на услуги. В четвертом квартале Европейский центральный банк сохранил 0,0% ставку для инструмента рефинансирования и ставку -0,4% для привлечения денежных средств, а также продолжил программу количественного расширения по покупке активов до 80 млрд евро в месяц.

В четвертом квартале 2016 года евро на валютном рынке ослаб по отношению к доллару США на 3,3% по сравнению с предыдущим кварталом (ослабление в годовом выражении составило 1,5%), а средний обменный курс составил 1,08 доллара США за евро.

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы **России**, экономический рост в четвертом квартале 2016 года составил 0,1% в годовом выражении вместо спада в предыдущем квартале на 0,4%. В результате в 2016 году экономический спад составит в среднем 0,5%. В четвертом квартале российский рубль, в связи с ростом международных цен на нефть, укрепился на 4,1% по сравнению с предыдущим кварталом, а по сравнению с тем же периодом предыдущего года укрепление составило 5,5%. В четвертом квартале, из-за снижения цен на продовольственные и непродовольственные товары, а также тарифов на услуги, инфляция продолжала замедляться и составила 6,0% (в предыдущем квартале - 6,7%). Однако следует отметить, что инфляция все еще остается выше своего 4% целевого показателя, при этом инфляционные ожидания, несмотря на замедление, также находятся на высоком уровне. В этих условиях Банк России сохранил в четвертом квартале процентную ставку политики на уровне 10,0%.

В четвертом квартале 2016 года **цена на сырую нефть марки Брент** на бирже "Intercontinental Exchange" (ICE) выросла по сравнению с предыдущим кварталом на 9,1%, составив в среднем 50 долларов США за баррель (рост в годовом выражении - 15,7%). Такая динамика цен на нефть обусловлена, в основном, факторами предложения, а также заключением членами ОПЭК соглашения о сокращении объемов выработки.

Цена на медь на Лондонской бирже металлов в четвертом квартале 2016 года значительно повысилась по сравнению с предыдущим кварталом - на 10,2% (рост в годовом выражении - 7,9%), чему оказало содействие, в основном, ожидание восстановления спроса в Китае и США.

Цена экспортируемых сортов твердой краснозерной **пшеницы** продолжала снижаться, в основном вследствие больших объемов мирового производства. Цены на зерно в четвертом квартале снизились по сравнению с предыдущим кварталом на 4,3% (снижение в годовом выражении - 24,4%), и составили в среднем 3,3 доллара США за бушель.

Индекс цен на необработанный **сахар** на бирже "New York Board-Intercontinental Exchange" (NYB-ICE), обусловленный ослаблением национальной валюты Бразилии - основного производителя и поставщика, бразильского реала к доллару США снизился в конце четвертого квартала 2016 года, однако по сравнению с предыду-

щим кварталом почти не изменился: квартальный рост составил 1,4%, а рост в годовом выражении – 41,8%.

Средняя цена на **рис** на бирже “Chicago Board of Trade” (CBOT) в четвертом квартале 2016 года снизилась в силу сокращения объемов мирового производства. По сравнению с предыдущим кварталом цена снизилась на 12,4% и составила 16,6 доллара США за один американский центнер (45,3 кг) (рост в годовом выражении составил 2,1%).

Таким образом, в четвертом квартале 2016 года инфляционные тенденции на рынках сырьевых и продовольственных товаров в основном, соответствовали прогнозам, представленным в предыдущей Программе, за исключением международных цен на медь, зарегистрированный рост которых превысил прогноз.