

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
за номером
244-А от 20.11.2015 г.*

**Обзор
инфляции**

*Программа денежно-кредитной политики.
4-й квартал, 2015 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 3-го квартала 2015 г.*

Содержание

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

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

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

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

Прогнозы в настоящем отчете составлены на основании фактической информации на дату до 10-го ноября 2015 года - дня утверждения процентной ставки рефинансирования, результатов опросов Центрального банка и выводов, сделанных на основе информации о будущих макроэкономических развитиях.

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

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

Согласно прогнозам ЦБ РА до конца 2015 года 12-месячная инфляция сформируется у нижней границы диапазона допустимых колебаний целевого показателя $4\% \pm 1,5$ пп, а в последующие месяцы останется на низком уровне, постепенно приближаясь и стабилизируясь в прогнозируемом периоде вокруг целевого показателя.

Прогноз экономического роста на период с января по сентябрь 2015 г. составляет 3,4-3,6%.

Согласно прогнозам ЦБ РА до конца 2015 года 12-месячная инфляция сформируется у нижней границы диапазона допустимых колебаний целевого показателя $4\% \pm 1,5$ пп, а в последующие месяцы останется на низком уровне, постепенно приближаясь и стабилизируясь в прогнозируемом периоде вокруг целевого показателя. Предусматривается, что 2015 г. 3,2-3,9% экономическим ростом, который замедлится в 2016 г. вследствие замедления ожидаемого темпа роста в основном в сельском хозяйстве и промышленности. Вместе с восстановлением с 2017 г. внутреннего спроса, темпы экономического роста ускорятся, постепенно приближаясь к долгосрочному равновесному уровню.

В период с января по сентябрь 2015 г. прогноз экономического роста составляет 3,4-3,6%, что превосходит ожидания в силу превысившего ожидания роста объемов выпуска промышленности и услуг. Внутренний спрос уменьшился, что связано со значительным сокращением располагаемых доходов домохозяйств вследствие уменьшения денежных переводов из России, слабой активности в сфере строительства и замедления темпов роста кредитования экономики. Уменьшение спроса в течение прошедших девяти месяцев было ослаблено непрерывной стимулирующей налогово-кредитной политикой Правительства и значительным ослаблением с начала года денежно-кредитных условий со стороны ЦБ (ставка ломбардного репо была снижена с 20% до 12%, а процентная ставка рефинансирования – с 10,5% до 9,75%). Тем не менее, в третьем квартале 2015 г. ожидается, что расходы на частное потребление сократятся на 7,0%, частные вложения – на 10,0%. Чистый экспорт в реальном выражении продолжил улучшаться в третьем квартале, что было обусловлено реальным ростом экспорта товаров и услуг на 21,4% в годовом выражении, при реальном снижении импорта товаров и услуг на 8,5% в годовом выражении.

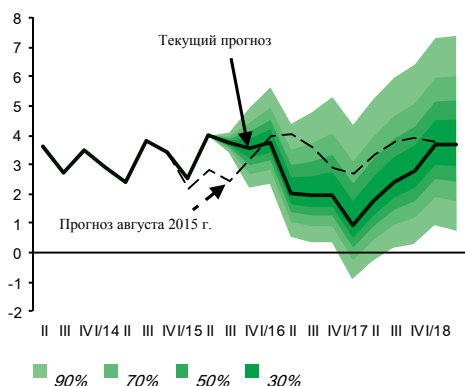
Согласно краткосрочным прогнозам ЦБ 2015 г. закончится сокращением частного потребления и частных вложений соответственно на 6,0% и 5,0%, главным образом из-за 30% уменьшения в том же периоде чистых денежных переводов физических лиц в долларовом выражении. Предусматриваемый для года налогово-бюджетный импульс (рассчитанный относительно предыдущего года) будет 2,0-2,5 расширяющий, что вместе с ослаблением денежно-кредитных условий смягчит уменьшение частных расходов в 2015 году. В результате сокращения внутреннего спроса реальное уменьшение импорта товаров и услуг составит в 2015 г. 7,0-9,0%. Несмотря на то, что в течение года в мировой экономике сохранился слабый спрос, предусматривается, что реальный рост экспорта товаров и услуг составит в 2015 году 13,0-15,0%, что обусловлено ростом производительности в экспортном секторе экономики РА и увеличением предложения отраслей сельского хозяйства и горнорудной промышленности. В результате, в 2015 г. текущий счет значительно улучшится - 3,0-4,0 % ВВП, на этом фоне на валютном рынке наблюдается восстановление равновесия. С этой точки зрения ожидается, что инфляционные ожидания, обусловленные колебаниями обменного курса, продолжат слабость и окажут влияние на снижение инфляции, рассчитанной без учета сезонных колебаний цен на продовольственные товары и регулируемых тарифов на услуги.

Экономический рост в 2015 г. составит 3,2-3,9%, чему в большей мере окажет содействие рост чистого экспорта.

В результате, экономический рост в 2015 г. составит 3,2-3,9%, в силу, главным образом, роста чистого экспорта. По сравнению с предыдущим прогнозом, экономический рост был слегка пересмотрен, в основном, вверх, за счет опередившего ожидания роста, отмечаемого в сферах промышленности и услуг.

В 2016 году темпы роста экономики снизятся, а начиная с 2017 года ускорятся. Ожидается, что экономический рост составит к концу прогнозируемого горизонта 3,0 – 4,5%.

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



В третьем квартале 2015 года в основных торговых партнерах РА - США и еврозоне продолжились темпы медленного экономического роста, а в России был отмечен больший, чем прогнозировался, спад экономики.

На сырьевых и продовольственных рынках дефляционные тенденции в краткосрочном отрезке сохранятся. В прогнозируемом горизонте инфляционных давлений из внешнего сектора не ожидается.

В третьем квартале 2015 г. 12-месячная инфляция проявила понижательную динамику, соответствующую прогнозу, и составила к концу сентября 3,3%, что было почти целиком обусловлено низкими, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, ценами на сельхозпродукцию.

Несмотря на сформировавшийся слабый внутренний спрос и внешнюю дефляционную среду, цены на товары, за вычетом сезонных цен на сельхозпродукцию, сопротивлялись понижению, свидетельствуя о наличии все еще высоких инфляционных ожиданий.

ЦБ ослабил денежно-кредитные условия, снизив в августе ставку рефинансирования на 0,25 пп, установив ее на уровне 10,25%.

*В 2016 году темпы роста экономики снизятся, а начиная с 2017 года ускорятся под воздействием эффективного выполнения правительственной программы по стимулированию экспорта и импорта, постепенного улучшения внешней экономической среды и воздействия структурных реформ. Благодаря этим развитиям ожидается, что **экономический рост составит к концу прогнозируемого горизонта 3,0 – 4,5%.***

Таким образом, *в прогнозируемом горизонте* совокупный спрос постепенно стабилизируется и окажет содействие процессу восстановления экономического роста, хотя, тем не менее, спрос частного сектора будет ниже своего равновесного уровня. Учитывая воздействия налогово-бюджетной политики, ожидается, что внутренний спрос в прогнозируемом горизонте сохранит дефляционные давления на потребительском рынке, которые в 2015-2017 гг. смягчатся благодаря инфляционному воздействию чистого экспорта и нейтрализуются к концу прогнозируемого горизонта.

В третьем квартале 2015 года у *основных торговых партнеров РА* - США и еврозоне сохранилась тенденция медленного роста экономической активности, а в России был отмечен больший, чем прогнозировался, спад экономики. В третьем квартале *на международных рынках основных товаров* сохранились дефляционные тенденции, обусловленные низким уровнем мирового спроса и ожиданиями больших объемов производства.

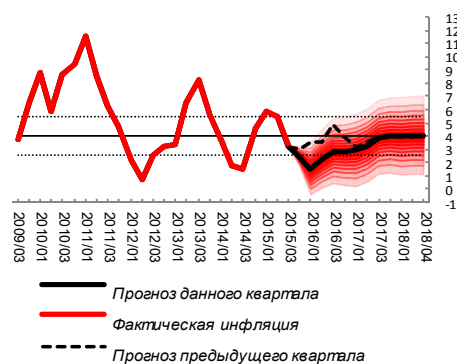
В прогнозируемом горизонте, в условиях низкого мирового спроса, на сырьевых и продовольственных рынках *сохранятся дефляционные тенденции в краткосрочном отрезке*. Затем, параллельно с восстановлением мирового спроса, ожидается некоторое восстановление цен. Из вышеперечисленного следует, что *в прогнозируемом горизонте инфляционных давлений из внешнего сектора не ожидается.*

В начале прогнозируемого горизонта финансовые риски, вытекающие из развитий мировой экономики и основных торговых партнеров РА и переходящие в экономику РА, сохранятся, а в среднесрочном отрезке постепенно нейтрализуются в результате восстановления экономического роста торговых партнеров, стабилизации цен на рынках сырьевых и продовольственных товаров, а также нейтрализации волатильности на мировых финансовых рынках.

В третьем квартале 2015 г. *12-месячная инфляция проявила понижательную динамику, соответствующую прогнозу, и составила к концу сентября 3,3%, а в октябре снизилась до 1,9%, что было почти целиком обусловлено* низкими, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, ценами на сельхозпродукцию. Вместе с этим, несмотря на сформировавшийся слабый внутренний спрос и внешнюю дефляционную среду, цены на товары, за вычетом сезонных цен на сельхозпродукцию, сопротивлялись понижению, свидетельствуя о наличии все еще высоких инфляционных ожиданий. Учитывая существующую низкую инфляционную среду, а также отсутствие инфляционных давлений на фоне слабого внешнего и внутреннего спросов, *ЦБ ослабил денежно-кредитные условия, снизив в августе ставку рефинансирования на 0,25 пп, установив ее на уровне 10,25%* (подробнее в разделе “3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции”).

Согласно прогнозам ЦБ, *к концу 2015 г. 12-месячная инфляция окажется в пределах нижней границы диапазона допустимых колебаний, а в последующие месяцы сохранится на низком уровне, постепенно приближаясь и стабилизируясь в прогнозируемом периоде вокруг целевого показателя.* Параллельно со снижением инфляционных ожиданий снизится также инфляция без сезонных сельхозпродуктов. В

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



К концу 2015 г. 12-месячная инфляция окажется в пределах нижней границы диапазона допустимых колебаний, а в последующие месяцы сохранится на низком уровне, постепенно приближаясь и стабилизируясь в прогнозируемом периоде вокруг целевого показателя.

ЦБ считает, что ослабление в четвертом квартале 2015 года денежно-кредитных условий, которое могло быть более решительным в случае низких инфляционных ожиданий, приведет к расширению совокупного спроса и стабилизации инфляции в прогнозируемом горизонте вокруг целевого показателя.

инфляционных развитиях не рассматривается прямое воздействие повышения с 1-го августа тарифов на электроэнергию, учитывая объявление Правительства и ЗАО “Электрические сети Армении” о субсидировании до августа следующего года удорожавшего тарифа для некоторой части населения и для малого бизнеса, и связанные с этим неопределенности в последующий период. Вместе с этим, не прямое воздействие удорожания тарифа на электроэнергию на инфляцию, выразившееся в виде повышения себестоимости ряда товаров, было небольшим, что соответствовало оценкам ЦБ, и дополнительных инфляционных рисков, связанных с этим, в будущем не ожидается. В прогнозе инфляции было учтено также инфляционное воздействие изменений акцизного налога, предусматриваемого в налоговом законодательстве 2016 года.

Согласно оценкам ЦБ, ослабление денежно-кредитных условий в четвертом квартале 2015 года, которое в условиях инфляционных ожиданий могло быть более резким, в сочетании с политикой смягчения с начала года денежно-кредитных условий и подстегивающей налогово-бюджетной политикой, приведет к расширению совокупного спроса и стабилизации инфляции в прогнозируемом горизонте вокруг целевого показателя. В свете всего этого 10 ноября 2015 года ЦБ снизил процентную ставку рефинансирования на 0,5 пп, установив ее на уровне 9,75 %. Причем, в случае удержания инфляционных ожиданий, отсутствия внешних и внутренних дополнительных рисков, в четвертом квартале ЦБ планирует продолжить ослабление денежно-кредитных условий.

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах будут **равновесные**. Причем, **риски, вытекающие из внешнего сектора**, связаны с экономическими перспективами как развитых, так и развивающихся стран. В частности, ожидаемое повышение процентных ставок со стороны Федеральной резервной системы США может привести к оттоку капитала из развивающихся стран в США и росту волатильности денежных единиц развивающихся стран. Наиболее значительны риски, связанные с дальнейшими развитиями экономики России, обусловленные большим, чем ожидалось, спадом цен на нефть и сохранением более низкого уровня цен в прогнозируемом горизонте, дальнейшим ослаблением российского рубля, а также риски, связанные с дальнейшим ходом геополитических развитий. Резкое замедление экономического роста Китая также может вызвать риски в смысле замедления мирового экономического роста и спада мировых цен на сырьевые и продовольственные товары. **Риски, вытекающие из внутренней экономики**, двухсторонние, и обусловлены, в основном, развитиями в отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий, ходом восстановления внутреннего спроса, темпа восстановления роста частных вложений, а также стимулирующими программами, осуществляемыми Правительством. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда ¹

В основных странах-партнерах РА, за исключением России, где пока ожидается сокращение темпов роста экономики, продолжатся тенденции медленного экономического роста. В частности в развитых странах ожидается медленный рост экономики, в развивающихся странах - сокращение темпов экономического роста.

На внешних рынках в краткосрочном отрезке дефляционные тенденции продолжатся, в силу, в основном, слабого роста мирового спроса, а также избытка предложения на отдельных товарных рынках. Тем не менее, в среднесрочном отрезке, параллельно с восстановлением мирового спроса ожидается некоторая тенденция роста цен.

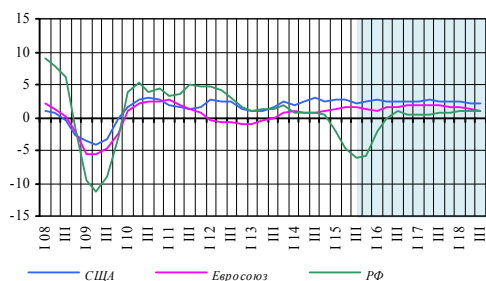
В 2015 году экономический рост США составит примерно 2,5%, который сохранится и в 2016 году, а в прогнозируемом горизонте показатель роста стабилизируется вокруг 2,2%. Повышение процентных ставок политики со стороны Федеральной резервной системы США ожидается в декабре 2015 года в условиях непрерывного укрепления экономики и рынка труда. Поскольку рынок труда в США продолжает укрепляться, показатель безработицы значительно снизился и несмотря на то, что инфляция находится пока еще на низком уровне, ожидается, что в среднесрочном отрезке она приблизится к 2% целевому показателю.

Прогноз экономического роста в еврозоне составляет примерно 1,4%. Рост в прогнозируемом горизонте ускорится до 1,7%. Инфляция находится ниже целевого показателя, и ожидается, что к своему целевому уровню она приблизится лишь к концу прогнозируемого горизонта. В подобных условиях ожидается, что Европейский центральный банк сохранит до конца 2016 года политику низких процентных ставок, а также продолжит программу количественного расширения, что окажет содействие улучшению экономической активности еврозоны и регулированию инфляции.

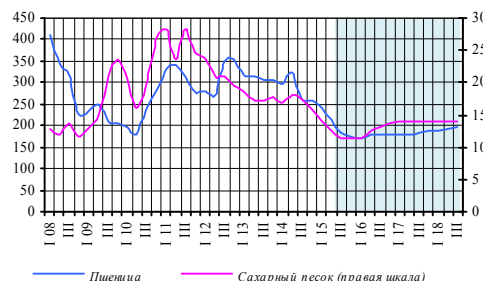
Спад экономики России продолжится в 2015 году, составив к концу года в среднем отрицательный 4,7%. Показатель был пересмотрен по сравнению с предыдущим прогнозом в сторону углубления, вследствие оценки большего, чем ожидалось, экономического спада в третьем квартале. Восстановление экономики будет наблюдаться к концу 2016 года, а к концу прогнозируемого горизонта экономический рост составит примерно 0,8%. Низкая экономическая активность будет обусловлена, в основном, сохранением низких цен на нефть и продолжающимися экономическими санкциями. В случае сохранения существующих низких цен на нефть, обесценение российского рубля не изменится до конца года, и инфляция сохранится на высоком уровне, составив примерно 13-14%. Тем не менее, в среднесрочном отрезке ожидается некоторое снижение инфляции и стабилизация курса рубля: к концу 2016 года инфляция составит 7%, а в прогнозируемом горизонте приблизится к целевому показателю Банка России – 4%.

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

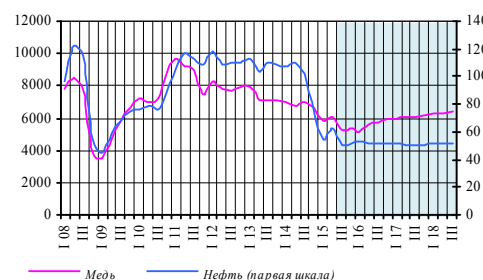
Экономический рост стран - основных партнеров (%)



Продовольственные товары (доллары США)



Сырьевые товары (доллары США)



В дополнение отметим, что в октябрьском докладе МВФ предусматривает 3,1% мировой экономической рост для 2015 года, 3,6% - для 2016 года (по сравнению с июльским выпуском новые оценки пересмотрены в сторону понижения – соответственно на 0,2 пп меньше). До начала 2016 года на рынках сырья и продовольствия ожидается сохранение дефляционной среды, обусловленное непрерывным ростом объемов производства и низким уровнем мирового спроса. Тем не менее, в прогнозируемом горизонте, в условиях восстановления спроса, ожидается небольшой рост и восстановление цен. На рынке нефти цены останутся на низком уровне до конца прогнозируемого горизонта, что обусловлено ожидаемым увеличением объемов выработки в результате вступления Ирана на нефтяной рынок и наличия больших запасов на рынке.

Риски, связанные с развитиями мировой экономики, сохранились по сравнению с предыдущим прогнозом. В частности, положительные риски, вытекающие из сохраняющихся низких цен на сырьевые и продовольственные товары, продолжают подстегивать мировой спрос. Риск, связанный со вступлением Ирана на международный рынок, сохраняет свою актуальность, поскольку может оказать содействие понижению мировых цен на нефть в краткосрочном отрезке и формированию более низких цен в среднесрочном отрезке. Перспективы экономического развития Китая также содержат риски сокращения мирового спроса, а также снижения мировых цен на сырьевые и продовольственные товары. Сохранятся также риски, связанные с рынком нефти и экономическими развитиями, вытекающие из геополитической напряженности на Ближнем Востоке и Украине. Неопределенности, связанные с повышением процентной ставки политики со стороны Федеральной резервной системы США, продолжают содержать в себе риски с точки зрения оттока капитала из развивающихся стран и роста волатильности на финансовых и валютных рынках.

В начале прогнозируемого горизонта финансово-экономические риски, переходящие в экономику РА вследствие развитий мировой экономики и основных стран-партнеров РА, сохраняются, однако в среднесрочном отрезке постепенно нейтрализуются благодаря восстановлению экономического роста торговых партнеров, стабилизации цен на сырьевых и продовольственных рынках, а также нейтрализации волатильности мировых финансовых рынков.

Вкладыш 1

Товарные рынки в прогнозируемом горизонте

Согласно октябрьскому докладу ОПЕК 2015 года по рынку нефти, в 2015 году ожидается рост спроса на нефть на 1,5 млн бар/сут, а потребление составит примерно 92,861 млн бар/сут. Выработка нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК, составит в 2015 году в среднем 57,24 млн бар/сут (рост по сравнению с предыдущим годом – 0,72 млн бар/сут). Рост выработки нефти в странах - членах ОПЕК составит по сравнению с предыдущим годом 0,19 млн бар/сут. В 2016 году дополнительному увеличению объемов выработки нефтепродуктов окажет содействие вступление Ирана на рынок, что обеспечит относительное увеличение рыночного предложения и сохранение низкого уровня цен на нефть в прогнозируемом периоде.

Большие объемы производства на рынке металлов, а также резкое замедление отрасли промышленности в экономике Китая обуславливают формирование низких цен на рынках промышленных металлов.

Согласно октябрьскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай зерновых в 2015/2016 маркетинговом году составит 732,8 млн тонн (в предыдущем маркетинговом году - 731 млн тонн), а объемы мирового запаса зерна оцениваются в 226,6 млн тонн. Подобное масштабное предложение зерновых на рынке обеспечит в краткосрочном отрезке формирование низких цен.

В 2015/2016 маркетинговом году объем мирового производства риса составит 474,0 млн тонн. Согласно оценке Министерства сельского хозяйства США, запасы риса в 2015/2016 маркетинговом году составят 88,3 млн тонн, снизившись на 1,9 млн тонн. Сокращение объемов производства риса будет обусловлено, в основном, неблагоприятными климатическими условиями. Тем не менее, в краткосрочном отрезке тенденция понижения международных цен на рис продолжится, вследствие сокращения мирового спроса.

Сокращение урожая сахарной свеклы из-за обильных дождей в Бразилии - передовом производителе и экспортере сахарного песка, а также негативное воздействие погодных условий на объемы производства в Индии и Таиланде, окажут содействие росту международных цен на сахарный песок в среднесрочном отрезке.

В целом ожидается, что в краткосрочном отрезке цены на продовольственные товары снизятся и сформируются на более низком уровне по сравнению с предыдущим прогнозом.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение

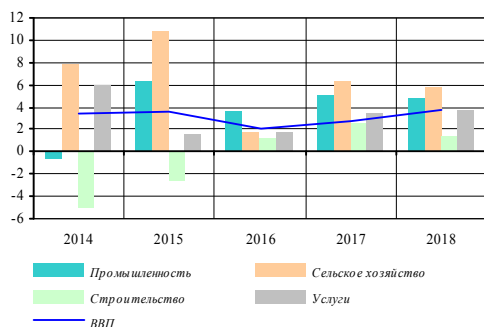
Прогнозы экономического роста 2015 года были пересмотрены в направлении небольшого повышения, вследствие, в основном, более высокого, чем ожидалось, роста добавленной стоимости в отрасли промышленности и сфере услуг, отмеченном в первом полугодии. В результате в 2015 году ожидается **3,2-3,9%² экономический рост**. В условиях ослабления внутреннего спроса ожидаемому росту экономики в 2015 году, в основном, оказал содействие чистый экспорт, что было обусловлено структурными изменениями, осуществленными за последние годы, благоприятными развитиями в отрасли сельского хозяйства и ослаблением драма по отношению к доллару в конце 2014 года.

В 2016 году, восстановление по сравнению с предыдущим годом уровня денежных переводов из РФ, некоторое оживление экономик торговых партнеров РФ, а также лаговое воздействие ослабления в 2015 году денежно-кредитных условий окажут содействие повышению внутреннего и внешнего спроса. Несмотря на ожидаемый постепенный рост внутреннего спроса, в 2016 году расходы в экономике останутся на низком уровне. Учитывая также вероятное замедление темпов роста в сельском хозяйстве и промышленности, экономический рост в 2016 году составит **1,6-2,7%³**.

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

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

Рост ВВП по секторам экономики



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

Причем, в условиях снижения долгосрочных равновесных уровней экономического роста⁵ вследствие увеличения неопределенностей, связанных с экономическими развитиями основных торговых партнеров РА, и вытекающее из этого ожидаемое замедление иностранных капитальных вложений, а также сохранение в экономике РА низкой инвестиционной активности, **долгосрочный равновесный уровень экономического роста РА составит 4,0-5,0%**. Однако оцененный выше темп роста ВВП может снизиться, если вложения в экспортный сектор экономики не увеличатся.

Прогнозы на 2015 год для отрасли **промышленности** пересмотрены в сторону роста, вследствие, главным образом, отмеченного в первом полугодии более высокого, чем ожидалось, темпа роста в горнодобывающей промышленности.

В результате в 2016 году в отрасли промышленности прогнозируется 6,0-6,4% рост добавленной стоимости. В 2015 эксплуатация рудника в Тегуте и нахождение новых рынков экспорта оказали существенное содействие росту в отрасли в течение года.

В прогнозируемом горизонте рост промышленности **стабилизируется в пределах 4,0-5,5%**, чему, в основном, окажут содействие реализация ряда инвестиционных программ и расширение экспортного потенциала в условиях осуществления предусмотренной Правительством программы по стимулированию экспорта и инвестиций.

В отрасли **строительства** прогнозы добавленной стоимости были пересмотрены в сторону снижения, основанием для которого явился более низкий показатель, чем ожидаемые в первом полугодии темпы роста добавленной стоимости. В условиях сохраняющейся низкой инвестиционной активности в неэкспортном секторе ожидается, что объемы строительства, осуществляемого за счет средств организаций, сократятся. Учитывая сокращение объемов строительства, осуществляемого за счет государственных средств, в 2015 году сокращение добавленной стоимости в сфере общего строительства составит 2,0 – 3,0%.

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

В сфере **услуг** прогнозы добавленной стоимости были пересмотрены в сторону небольшого роста благодаря более быстрым, чем прогнозировалось, темпам роста оказанных услуг. В этом случае ожидается, что в 2015 году реальный рост добавленной стоимости сферы услуг составит 1,4 – 1,8%. Однако ожидаемый рост в сфере весьма ниже показателя среднего роста за последние годы. Замедление роста первым делом обусловлено сокращением объемов торговли и связанных с ней других

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

⁵ Подробнее см. в разделе “2.1. Внешняя среда” главы “Прогнозы, изменение прогноза и риски”.

услуг из-за слабого внутреннего спроса в экономике, что, однако, способствует коррекции неопределенностей, имеющихся в экономике, и дальнейшей стабилизации роста экономики.

В прогнозируемом горизонте в условиях постепенного восстановления внутреннего спроса и предполагаемого роста туризма ожидается ускорение роста услуг **и стабилизация в пределах 3,5-4,5%**.

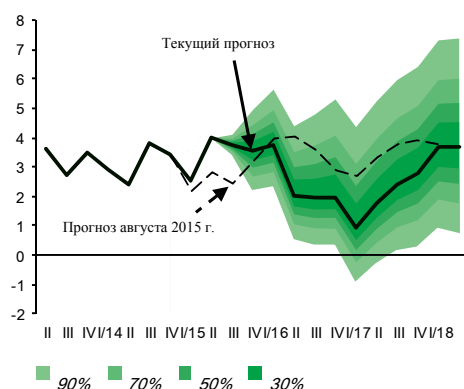
В отрасли **сельского хозяйства** прогноз добавленной стоимости не изменился (10,5-11,5%). Ожидаемый рост обусловлен довольно высоким ростом растениеводства по сравнению со средним показателем последних лет, которому оказали содействие чрезвычайно благоприятные погодные условия. Росту в течение года оказали содействие также высокий рост рыбного хозяйства и умеренный рост животноводства, которые сохранятся и в четвертом квартале года.

В прогнозируемом горизонте рост сельского хозяйства стабилизируется в пределах 5,0-6,0%. Причем сохранение сравнительно высоких темпов роста в среднесрочном отрезке будет обусловлено расширением за последние годы парниковых и холодильных хозяйств, увеличением посевных площадей, ростом урожайности и поголовья скота, ростом транспортного потенциала в экспорте в результате проведения правительственных комплексных мер, направленных на развитие сельского хозяйства.

Риски экономического роста за 2015 год будут двухсторонние и равносторонние, что обусловлено ростом отрасли промышленности в результате производства и переработки богатого урожая, а также сохранением неопределенностей относительно ожидаемого темпа роста в сфере услуг из-за убывающего внутреннего спроса.

В прогнозируемом горизонте риски экономического роста будут также двухсторонние, однако будут преобладать риски в сторону роста. Риски экономического роста обусловлены некоторыми неопределенными развитиями как во внешнем секторе, так и во внутренней экономике, из которых наиболее характерными являются увеличение и использование экспортного потенциала в отрасли промышленности в условиях постепенного восстановления мировой экономики и роста конкурентоспособности РА, а также сохранение отмеченных в 2015 году высоких темпов роста услуг некоммерческого характера в среднесрочном периоде. Из рисков в сторону снижения характерными будут вероятное сокращение объемов выпуска сельхозпродукции в 2016 году, вследствие беспрецедентного базового эффекта высокой урожайности 2015 года.

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

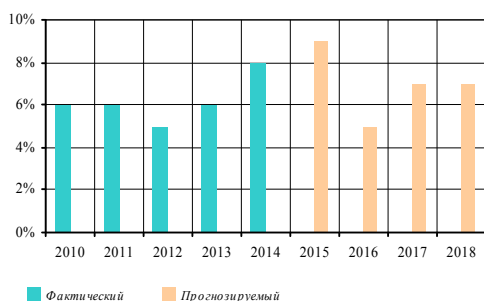


Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП				
Период	диапазон 90% вероятности		диапазон 90% вероятности	
	Мин.	Макс.	Мин.	Макс.
2015 январь-декабрь / 2014 январь-декабрь	3.2%	3.9%	2.2%	5.0%
2016 январь-декабрь / 2015 январь-декабрь	1.6%	2.7%	0.3%	5.3%
2017 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	2.2%	3.7%	0.2%	6.4%
2018 январь-декабрь / 2017 январь-декабрь	3.0%	4.5%	0.6%	7.4%

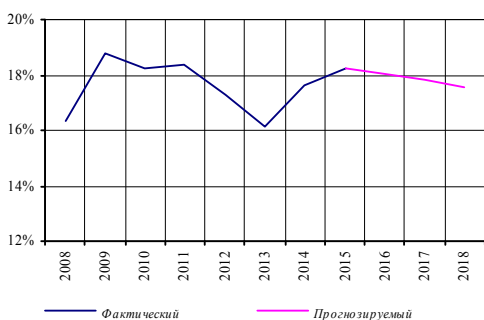
Рынок труда⁶. Прогнозы показателей рынка труда на 2015 год не были пересмотрены, а на 2016-2018 годы - несколько ухудшились

⁶ Данные по рынку труда за третий квартал 2015 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях за второй квартал 2015 года и июль-август 2015 года. Показатели роста даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

Рост средней номинальной зарплаты в годовом выражении



Уровень безработицы



вследствие пересмотра прогнозов экономического роста, а также ожидаемого низкого роста заработной платы в государственном секторе. В частности, в 2015 году ожидается рост *средней номинальной заработной платы на 9,2%, в 2016 году – 5,4%, а в 2017-2018 годах – на 7,0%.*

Со второй половины 2015 года нейтрализовалось воздействие повышения в июле 2014 года заработных плат работников государственного сектора. До конца года темп повышения государственных зарплат будет близок к среднему темпу роста, отмеченному за последние годы, что сравнительно ниже темпов роста за первое полугодие. Высокий темп роста зарплат частного сектора сохранится до конца года, и за 2015 год составит в среднем 7,7%. Отметим также, что с 1-го июля 2015 года будет поднят порог минимальной заработной платы – до 55000 драмов. В результате в 2015 году ожидается примерно 9,2% рост средней заработной платы.

Вследствие ожидания более низкого, по сравнению с предыдущими прогнозами, экономического роста в 2016 году, а также неповышения минимального порога заработной платы, рост средней номинальной заработной платы составит в 2016 году 5,4%. В случае ожидаемого экономического роста, достижения уровня инфляции, а также восстановления правительственной программы по повышению с 2017 года минимальной заработной платы, в 2017-2018 гг. средняя номинальная заработная плата повысится примерно на 7,0%.

Несмотря на ускорение экономической активности, обусловленной ростом производительности, прогноз по безработице за 2015 год не претерпел существенного изменения по сравнению с предыдущим прогнозом. **В 2015 году средний уровень безработицы составит 18,3%.** В 2016 году рост производительности нейтрализуется, минимальная заработная плата не повысится, а в 2016-2018 годах экономическому росту в большей степени окажут содействие совокупное предложение и чистый экспорт. В результате в 2016-2018 годах ожидается годовое снижение безработицы примерно на 0,2 пп. Более того, до второго квартала 2017 года уровень безработицы будет выше своего равновесного уровня, отразив небольшой отрицательный разрыв ВВП и созданные им слабые инфляционные давления. В конце прогнозируемого горизонта безработица приблизится к своему равновесному уровню.

Ожидаемый в четвертом квартале 2015 года рост производительности слегка превышает ожидаемый рост заработных плат и в течение квартала окажет на инфляцию 0,1-0,2% дефляционное воздействие, а в прогнозируемом горизонте воздействие рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

Совокупный спрос⁷

Вследствие продолжающейся с начала года тенденции сокращения денежных переводов из РФ – основного торгового партнера РА, и сохранения слабой инвестиционной активности в экономике, в 2015 году в экономике РА расходы частного сектора сократятся на 6,0%. В 2015 году ожидается большее снижение частных расходов, обусловленное большим, чем прогнозировалось ранее, сокращением частного потребления.

⁷ Показатели реального роста потребления и вложений частного сектора на 2015-2017гг являются оценками ЦБ РА. Фактические величины указанных показателей представлены на основании опубликованных НСС РА данных за первый квартал 2015 года. Оценки реального роста даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

Ужесточение в конце 2014 года денежно-кредитной политики, направленное на обеспечение стабильности цен и финансовой стабильности, сменилось с начала 2015 года ослаблением денежно-кредитных условий. Такая политика позволила смягчить ожидаемое в 2015 году сокращение уровня частных расходов и вместе с этим помогла избежать резких корректировок экономики и обеспечить макроэкономическую стабильность.

В свою очередь, расширяющая фискальная политика в 2015 году значительно смягчила спад внутреннего спроса, вызванный сокращением доходов частного сектора, и его негативное влияние на экономический рост.

В 2016-2018 годах, в условиях оживления экономики торговых партнеров РА и сохранения лагового воздействия вышеописанных расширяющих политик в экономике РА, внутренний спрос постепенно увеличится. Несмотря на негативное воздействие низкого внутреннего спроса на экономический рост в начале прогнозируемого периода, тем не менее, оно окажет содействие преодолению неравновесий, наблюдаемых в последние годы, в частности корректировке отрицательного текущего счета. Указанный процесс в условиях плавающей ставки повышает конкурентоспособность экспортного сектора экономики РА, укрепляет макроэкономическую стабильность, и создает перспективы для долгосрочного стабильного экономического роста.

Важно отметить, что в 2015 году формированию экономического роста РА оказал содействие, в основном, чистый экспорт, обусловленный ускорением темпов роста производительности в экспортном секторе РА благодаря процессу улучшения конкурентоспособности, что выразилось в росте отраслей сельского хозяйства, промышленности и оказанных услуг в 2015 году. В 2016-2018 годах, в случае увеличения мирового спроса и вложений в экспортный сектор, чистый экспорт продолжит оказывать существенное содействие экономическому росту. Созданные доходы в экспортном секторе в прогнозируемом горизонте станут, в свою очередь, дополнительным источником финансирования для совокупных частных расходов, и окажут содействие восстановлению внутреннего спроса и экономическому росту.

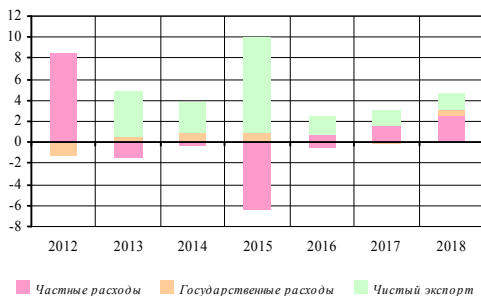
Расходы частного сектора

Вследствие значительного уменьшения денежных переводов из РФ и ослабления темпов роста кредитования экономики, в 2015 году расходы домохозяйств на конечное потребление в реальном выражении сократятся на 6%. Снижение частного потребления будет больше предыдущих прогнозов, в силу большего, чем ожидалось, сокращения объемов частного потребления во втором квартале 2015 года, а также непрерывного ухудшения экономической ситуации в РФ.

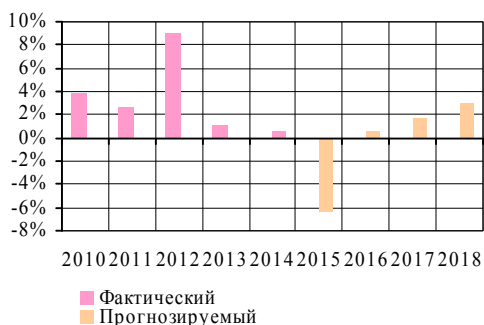
Указанные выше факторы, а также имеющаяся и ожидаемая слабая инвестиционная активность в экономике вызовут в 2015 году сокращение частных вложений примерно на 5,0%, что совпадает с предыдущими прогнозами.

Ожидаемое в 2015 году сокращение частных вложений будет обусловлено сокращением вложений в строительство и иные предприятия, действующие в неэкспортных отраслях экономики, которое превысит ожидаемый рост вложений в экспортном секторе экономики. Ожидаемый рост вложений в экспортном секторе обусловлен относительным ростом доходности в сфере по сравнению с неэкспортным сектором в

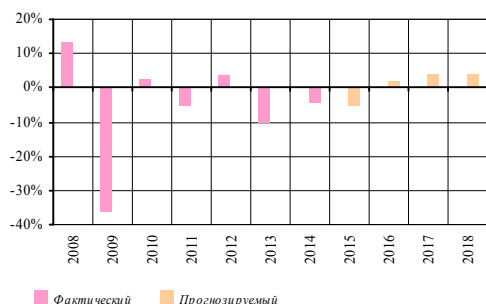
Содействие компонентов совокупного спроса
экономическому росту РА



Рост частного потребления в годовом выражении



Рост частных вложений в годовом выражении



результате ослабления курса драма РА в конце 2014 года, усилением внешней конкурентоспособности экономики в результате проведенных реформ.

Расширяющая фискальная политика в 2015 году, ощутимое ослабление денежно-кредитных условий с начала 2015 года, и стабильная инфляционная среда в экономике смягчат спад частного потребления и частных вложений в 2015 году и окажут содействие их постепенному восстановлению в 2016-2019 годах. Этому процессу окажет частичное содействие также улучшение внешней экономической среды, в частности, восстановление экономики РФ. В результате ожидается, что рост частного потребления, по сравнению с предыдущими прогнозами, будет меньше и составит в 2016 году 0,3-0,9%, в 2017 году – 1,3-2,1%, а к концу прогнозируемого горизонта – 2,5-3,5%.

Показатели роста частных вложений, ожидаемые в вышеописанных периодах прогнозируемого горизонта, составят соответственно 1,8-2,3%, 3,6-4,4% и 4-5%, что существенно не отличается от предыдущего прогноза. Умеренный рост вложений ожидается за счет увеличения ожидаемых вложений в экспортном секторе экономики и непрерывности проведения структурных реформ в экономике РА. В указанных условиях в неэкспортном секторе экономики в 2016-2018 гг. ожидается медленное восстановление инвестиционной активности, однако рост будет ниже прогноза роста в экспортном секторе.

В условиях вышеописанных развитий частного потребления и частных вложений, затраты частного сектора в 2015 году уменьшатся на 6,2%. Начиная с 2016 года частные затраты постепенно восстановятся и увеличатся на 0,6-1,2%, а к концу прогнозируемого горизонта рост стабилизируется в пределах 2,5-3,5%. Таким образом, разрыв частных затрат в 2015-2016 годах все еще будет отрицательный, несмотря на то, что уровень роста частных затрат в прогнозируемом горизонте постепенно восстанавливается.

Осуществление во внутренней экономике расширяющей фискальной политики, непрерывное ослабление монетарной политики, а также ускорение экономического роста основных торговых партнеров РА постепенно уменьшат отрицательный разрыв частных затрат и к концу прогнозируемого горизонта нейтрализуют указанное неравновесие.

В период с четвертого квартала 2015 года до первого полугодия 2017 года, параллельно со стабилизацией оцениваемых в настоящее время высоких инфляционных ожиданий, **частные затраты окажут на инфляцию сдерживающее воздействие в среднем на 1,3-1,4 пп.** Со второго полугодия 2017 года до конца прогнозируемого периода частные затраты не окажут существенного воздействия на инфляцию.

Текущий счет

Оценка 2015 года показателя “дефицит текущего счета/ ВВП” улучшилась в результате сохраняющихся положительных развитий в отрасли промышленности РА и фактических развитий текущего счета в первом полугодии, несмотря на новые прогнозы экономического роста России. В частности, показатель “дефицит текущего счета/ ВВП” составит к концу 2015 года 3,0-4,0%, вместо июльского прогноза в 4,0-5,0%. Процесс улучшения текущего счета, в условиях негативных развитий частных трансфертов, будет обеспечен, в основном, за счет улучшения торгового баланса. Рост реального экспорта товаров и услуг в 2015 году составит 13,0-15,0% с учетом меньшего, чем ожидалось, роста экспорта

товаров и услуг в третьем квартале и пересмотра прогноза темпов роста в четвертом квартале в сторону некоторого снижения. Темпы снижения реальных объемов импорта товаров и услуг в 2015 году будут по сравнению с предыдущим прогнозом более быстрыми – 7,0-9,0%. Это будет обусловлено более глубоким, чем ожидалось, снижением темпов в предыдущем квартале, и корректировкой в сторону снижения для четвертого квартала. Сокращение денежных переводов физических лиц составит к концу года примерно 30,0%, учитывая сильное ослабление рубля в третьем квартале и корректировку в сторону еще большего сокращения для четвертого квартала.

Прогнозируемый для 2016 год слабый мировой спрос, низкие цены на металлы и замедление темпов роста промышленности приведут к замедлению темпов роста экспорта товаров и услуг, которое составит 3,0-5,0%. Реальное уменьшение импорта товаров и услуг прогнозируется в пределах 2,0-4,0%, что обусловлено сохранением слабого внутреннего спроса.

Учитывая, что спад российской экономики будет продолжаться, темп роста денежных переводов физических лиц в 2016 году будет нулевым.

В результате вышеуказанных прогнозов в 2016 году показатель “дефицит текущего счета/ВВП” останется на уровне 2015 года – 3,0-4,0%. Процесс улучшения текущего счета будет обеспечен за счет снижения дефицита торгового баланса, оставаясь в среднесрочном отрезке в пределах 3,0-4,0%.

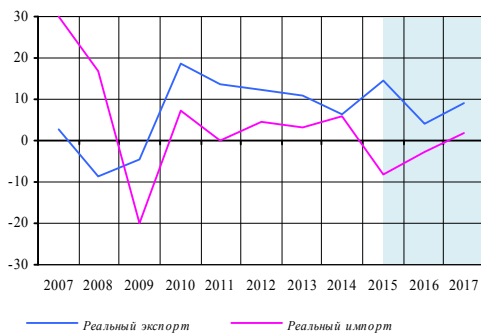
Воздействие чистого внешнего спроса в прогнозируемом горизонте будет инфляционным на 0,2-0,3 пп и нейтрализуется к концу периода.

Оценка *воздействия налогово-бюджетной политики* на целостный спрос в 2015 году была проведена на базе ожидаемых показателей за 2015 год проекта закона РА “О государственном бюджете РА 2016 года”, согласно которому ожидается снижение показателя “налоги/ВВП” и рост показателя “расходы/ ВВП” по отношению к показателям 2014 года, в основном, как за счет текущих, так и капитальных расходов. В результате соотношение “дефицит/ВВП” в 2015 году будет большим - 3,8%, вместо предусмотренного законом показателя 2,34%.

В 2015 году, по сравнению с 2014 годом, на целостный спрос ожидается расширяющее воздействие доходов - 0,95 и расходов 1,0. Причем, в четвертом квартале ожидается менее расширяющее воздействие, чем в первых трех кварталах года, в результате оценка расширяющего воздействия налогово-бюджетной политики на совокупный спрос для 2015 года сохранится в пределах 2,0-2,5.

В прогнозируемом горизонте прогнозы *налогово-кредитной политики* основаны на показателях проекта закона РА “О государственном бюджете РА 2016 года”. По прогнозам за 2015 год ожидается снижение показателя как “налоги/ВВП”, так и показателя “расходы/ ВВП”⁸ соответственно на 0,2% и 0,5%. По итогам года фискальная политика будет иметь сдерживающее воздействие в пределах 1,0-1,3, что будет обусловлено, в основном, сдерживающим воздействием расходов. **В среднесрочном отрезке**, воздействие государственного сектора, основанное на прогнозах основных макроэкономических показателей “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2016-2018 гг.”, будет в 2017 году сдерживающим, в 2018 году – нейтральным.

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



Оценка расширяющего воздействия налогово-бюджетной политики на совокупный спрос для 2015 года сохранится в пределах 2,0-2,5.

⁸ ВВП за 2015 г. является прогнозом ЦБ РА.

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетного сектора					
% в ВВП ⁹	2014	2015	2016	2017	2018
Доходы государственного бюджета	22.8	21.9	21.7	22.3	22.4
Расходы государственного бюджета	24.7	25.7	25.2	24.2	24.0
Процентные платежи по долгу	1.2	1.5	1.8	1.8	1.7
Баланс государственного бюджета	-1.9	-3.8	-3.5	-1.8	-1.6
Первичный бюджет*	-0.7	-2.3	-1.7	-0.1	0.1
Единоновременные/временные потоки**	-0.6	0.1	-0.4	-0.6	-0.5
Скорректированный баланс***	-0.1	-2.4	-1.3	0.5	0.6
Циклический баланс****	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.1
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	-0.1	-2.1	-1.0	0.5	0.5
Налогово-кредитная позиция*****		2.0	-1.1	-1.5	0.0

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

Таким образом, в период с четвертого квартала 2015 года до первого полугодия 2017 года целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены будет дефляционным – в среднем 1,7-1,9 пп, вследствие преобладающего дефляционного воздействия частных затрат в условиях стабилизирующихся инфляционных ожиданий. Учитывая также инфляционное воздействие чистого внешнего спроса в 0,2-0,1 пп, можно утверждать, что развития совокупного общего спроса и рынка труда создадут в вышеуказанном периоде дефляционные давления на потребительском рынке в среднем на 1,5-1,7 пп.

Со второй половины 2017 года до конца прогнозируемого горизонта воздействие совокупного общего спроса и рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

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

В третьем квартале 2015 года в основных странах-партнерах РА, за исключением России, где экономический спад был больше, чем прогнозировалось, были отмечены медленные темпы экономического роста. В этих условиях мировой спрос оставался слабым и, в сочетании с факторами увеличения предложения, сформировал на международных рынках сырьевых и продовольственных товаров более глубокую, чем ожидалось, дефляционную среду.

В прогнозируемом горизонте продолжатся медленные темпы роста мировой экономики, причем в развитых странах ожидаются тенденции медленного улучшения экономического роста, а в развивающихся странах - сокращение темпов экономического роста. Следует отметить, что в условиях геополитических и внутриэкономических развитий спад экономики России продолжится и будет глубже, чем

В развитых странах ожидаются тенденции медленного улучшения экономического роста, а в развивающихся странах - сокращение темпов экономического роста.

⁹ Показатели государственного бюджета представлены без учета внебюджетных средств.

прогнозировалось. В частности, в 2015 году ожидается 4,7% экономический спад вместо предыдущего прогноза в 3,2%, который продолжится до середины 2016 года, постепенно приближаясь в прогнозируемом горизонте к 0,8%. В то же время, **неопределенности и риски** относительно дальнейшего хода мировой экономики, предусматриваемые в предыдущем прогнозе, в основном сохраняются. С одной стороны, они связаны с дальнейшими развитиями экономики России, в условиях ожидания повышения со стороны Федеральной резервной системы США процентных ставок и вытекающих из этого последствий, геополитическими и внутриэкономическими развитиями, с другой стороны, с перспективами экономического развития Китая, вступлением Ирана на международный рынок нефти, а также возможными последствиями, вытекающими из геополитической напряженности на Ближнем Востоке и Украине.

В условиях слабого мирового спроса и сохраняющегося излишка предложения на некоторых товарных рынках во внешнем секторе сформируется более глубокая, чем прогнозировалось, дефляционная среда, которая сохранится также в краткосрочном отрезке. В прогнозируемом горизонте ожидается некоторая тенденция роста международных цен на сырьевые и продовольственные товары, обусловленная постепенным восстановлением мирового спроса.

Во внешнем секторе сформируется глубокая дефляционная среда, которая сохранится также в краткосрочном отрезке.

В первом полугодии 2015 года темпы экономического роста РА были выше прогноза, составив 4,0% в годовом выражении, что обусловлено опережающим прогнозом ростом в промышленности и сфере услуг.

В первом полугодии 2015 года темпы экономического роста РА были выше прогноза, составив 4,0% в годовом выражении, что обусловлено опережающим прогнозом ростом в промышленности и сфере услуг. В результате вышеуказанных отраслевых развитий оценивается, что **экономический рост за третий квартал 2015 года также превысит прогноз, составив 3,4-3,6%**, в основном за счет экспортного сектора экономики, в частности, отраслей сельского хозяйства и горнодобывающей промышленности, где с начала года наблюдался высокий рост производительности.

В третьем квартале 2015 года, в условиях ослабления российского рубля по отношению к доллару США и более глубокого спада экономики России, темпы снижения **долларовой стоимости чистого притока частных трансфертов и заработных плат трудовых мигрантов** были выше прогнозов, оказав содействие существенному углублению отрицательного разрыва реальных частных трансфертов, сформировавшегося в течение предыдущего квартала. В условиях углубления темпов снижения частных трансфертов, замедления темпа роста кредитования и сохраняющейся слабой активности в строительстве, в течение квартала внутренний спрос был слабее прогноза, что выразилось как в сокращении расходов на частное потребление, так и в сохраняющейся слабой инвестиционной среде. Ослабление внутреннего спроса было некоторым образом смягчено более стимулирующей, чем прогнозировалось для квартала, фискальной политикой, ослаблением с начала года денежно-кредитных условий со стороны ЦБ и существующей стабильной инфляционной средой в экономике. Вместе с этим, **в условиях ускорения темпов роста производительности в экспортном секторе экономики РА**, проявившемся в высоком росте в отраслях сельского хозяйства и промышленности, в течение квартала продолжился процесс значительного улучшения внешнего спроса и корректировки отрицательного текущего счета, что в условиях сокращения реальных объемов импорта выразилось в опередившем прогноз высоким росте реальных объемов экспорта.

Цены на товары, за вычетом сезонных цен на сельхозпродукцию, сопротивлялись понижению, свидетельствуя о наличии все еще высоких инфляционных ожиданий.

В результате вышеперечисленных развитий в третьем квартале 2015 года **разрыв ВВП, по сравнению с предыдущим прогнозом, был более отрицательным**, однако **цены на товары, за вычетом сезонных цен**

Снижение показателя 12-месячной инфляции в 3-м квартале 2015 г. до уровня 3,3% почти полностью было обусловлено формированием цен на сельхозпродукцию на более низком уровне, чем в аналогичном периоде предыдущего года.

ЦБ ослабил денежно-кредитные условия, снизив в августе ставку рефинансирования на 0,25 пп, установив ее на уровне 10,25%.

Прогнозы экономического роста 2015 года пересмотрены в направлении роста – 3,2-3,9%, основной движущей силой которого вновь остается экспортный сектор экономики, в частности сельское хозяйство и промышленность.

Экономический рост в 2016 году составит 1,6%-2,7%, основное содействие которому вновь окажет экспортный сектор экономики.

на сельхозпродукцию, сопротивлялись понижению, свидетельствуя о наличии все еще высоких инфляционных ожиданий. Следует отметить, что **снижение показателя 12-месячной инфляции** в течение квартала **до уровня 3,3%** (в рамках прогноза), а в октябре – до 1,9%, почти полностью было обусловлено формированием цен на сельхозпродукцию на более низком уровне, чем в аналогичном периоде предыдущего года, в результате отмеченных высоких темпов роста в сельском хозяйстве.

В третьем квартале 2015 года, учитывая существующую низкую инфляционную среду, а также отсутствие инфляционных давлений на фоне слабого внешнего и внутреннего спросов, **ЦБ ослабил денежно-кредитные условия, снизив в августе ставку рефинансирования на 0,25 пп, установив ее на уровне 10,25%.** В то же время, в сентябре ЦБ воздержался от дальнейшего ослабления денежно-кредитных условий, оставив процентную ставку рефинансирования на прежнем уровне, так как проявившиеся в этом периоде некоторые инфляционные риски (включая ожидаемое удорожание тарифов на электроэнергию и давления валютного рынка) свидетельствовали о наличии все еще высоких инфляционных ожиданий. Такая политика ЦБ была нацелена на снижение и удержание инфляционных ожиданий и обеспечение целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке.

Что касается макроэкономических показателей ЦБ, отметим, что прогнозы экономического роста 2015 года пересмотрены в направлении роста, что обусловлено опережающим прогноз ростом в промышленности и сфере услуг, а также наиболее стимулирующей денежно-кредитной политикой. В результате, **прогноз экономического роста в 2015 году составил 3,2-3,9%**, за счет, в основном, экспортного сектора экономики, в частности сферы сельского хозяйства и промышленности, где с начала года наблюдалось ускорение темпов роста производительности.

Учитывая фактические развития и оценки более глубокого спада экономики России, прогноз **долларовой стоимости чистого притока денежных переводов** за 2015 год был пересмотрен в сторону снижения. В результате, учитывая также замедление темпов роста кредитования экономики и сохраняемую в строительстве низкую активность, в 2015 году ожидается большее сокращение частных затрат, что проявится в опережающем прогноз уменьшении частного потребления, а также в сохранении слабой инвестиционной активности. В то же время, проводимая в 2015 году расширяющая фискальная политика, существенное ослабление с начала года денежно-кредитных условий, и существующая в экономике слабая инфляционная среда значительно ослабят негативное влияние частных затрат на внутренний спрос. На фоне низкого внутреннего спроса и высоких темпов роста производительности в экспортном секторе в 2015 году ожидается непрерывное улучшение внешнего спроса, однако сформированный в его условиях отрицательный разлом ВВП сохранится в четвертом квартале 2015 года.

В 2016 году темпы экономического роста замедлятся в силу осуществления в 2015 году наиболее сдерживающей фискальной политики вместо расширяющей, а также замедления темпов высоко роста, отмеченных в отраслях сельского хозяйства и промышленности. В результате ожидается, что **экономический рост** в 2016 году составит **1,6%-2,7%**, основное содействие которому вновь окажет экспортный сектор экономики.

С другой стороны, ожидается, что в **2016-2018 годах**, в условиях восстановления темпов роста частных трансфертов, постепенного улучшения внешней экономической среды, а также реализации ряда правительственных программ, предусмотренных для экспортного сектора, внутренний спрос постепенно восстановится, а внешний спрос вновь

Экономический рост ускорится к концу прогнозируемого горизонта и составит 3,0%-4,5%.

будет содействовать экономическому росту. В результате в 2016 году разрыв ВВП, оставаясь отрицательным, постепенно уменьшится, и обнулится к концу прогнозируемого горизонта. В этом случае ожидается, что **экономический рост ускорится к концу прогнозируемого горизонта и составит 3,0%-4,5%**. Содействие этому главным образом окажет экспортный сектор экономики. Тем не менее, прогнозы экономического роста зависят, в основном, от вложений частного сектора, объема, направлений и эффективности осуществляемых Правительством программ, а также развития внешнего сектора.

Что касается инфляционный развития 2015 года, отметим, что сформировавшийся слабый спрос и внешняя дефляционная среда пока еще не отразились на инфляции, рассчитанной без учета сезонных цен на сельхозпродукцию и регулируемых тарифов на услуги, что свидетельствует о наличии высоких инфляционных ожиданий. Тем не менее, ЦБ считает, что параллельно с ослаблением инфляционных ожиданий инфляция этих товаров также снизится. Кроме этого, в развитии инфляции не рассматривалось прямое инфляционное воздействие повышения с 1-го августа тарифов на электроэнергию в 2015 году, учитывая заявление о субсидировании Правительством и ЗАО “Электрические сети Армении” удорожавшего тарифа для определенной части населения и малого бизнеса до августа следующего года, и связанные с этим неопределенности в последующем периоде. В то же время, не прямое воздействие удорожания тарифа на электроэнергию на инфляцию, которое проявилось в повышении себестоимости некоторых товаров, было небольшим, как и прогнозировалось ЦБ, и связанных с этим дальнейших рисков не ожидается.

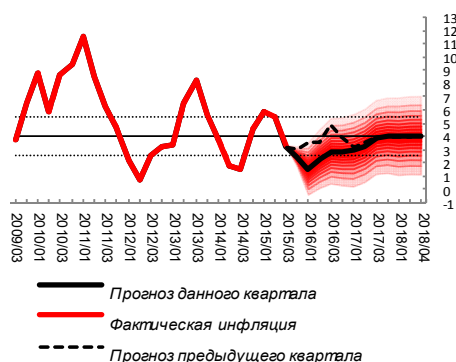
В прогнозах инфляции было учтено инфляционное воздействие возможных изменений акцизного налога в 2016 году. С учетом этих развитий ЦБ считает, что к концу года 12-месячная инфляция окажется у нижней границы допустимого диапазона колебаний, а в последующие месяцы сохранится на низком уровне, постепенно приближаясь и стабилизируясь в прогнозируемом горизонте вокруг целевого показателя.

Таким образом, **ЦБ считает, что ослабление в четвертом квартале 2015 года денежно-кредитных условий**, которое могло быть более решительным в случае низких инфляционных ожиданий, вместе с проводимыми с начала года смягчением денежно-кредитных условий и стимулирующей фискальной политикой приведет к расширению совокупного спроса и стабилизации инфляции в прогнозируемом горизонте вокруг целевого показателя. В дальнейшем, параллельно с внутренними и внешними экономическими развитиями, ЦБ будет корректировать по необходимости направления денежно-кредитной политики, в целях обеспечения целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке.

ЦБ считает, что к концу года 12-месячная инфляция окажется у нижней границы допустимого диапазона колебаний, а в последующие месяцы сохранится на низком уровне, постепенно приближаясь и стабилизируясь в прогнозируемом горизонте вокруг целевого показателя.

ЦБ считает, что ослабление в четвертом квартале 2015 года денежно-кредитных условий, которое могло быть более решительным в случае низких инфляционных ожиданий, приведет к расширению совокупного спроса и стабилизации инфляции в прогнозируемом горизонте вокруг целевого показателя.

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



Период	Вероятность нахождения инфляции в данном диапазоне				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
IV кв. 2015	0.1%	54.2%	45.7%	0.0%	0.0%
I кв. 2016	32.9%	46.1%	20.9%	0.0%	0.0%
II кв.	17.4%	39.5%	42.3%	0.8%	0.0%
III кв.	10.8%	29.8%	55.5%	3.6%	0.3%
IV кв.	12.6%	29.4%	53.4%	4.2%	0.4%
I кв. 2017	13.7%	27.2%	52.3%	5.8%	0.7%
II кв.	10.1%	23.3%	56.4%	8.6%	1.3%
III кв.	5.4%	16.5%	59.5%	14.4%	3.4%
IV кв.	5.2%	15.4%	58.0%	16.0%	4.3%
I кв. 2018	6.5%	16.2%	55.6%	15.6%	4.4%
II кв.	6.2%	15.6%	55.1%	16.3%	4.9%
III кв.	6.4%	15.7%	54.7%	16.3%	5.0%

Риски отклонения инфляции от прогнозируемого уровня будут равносторонними как в краткосрочном, так и среднесрочном отрезках. Причем, *риски, вытекающие из внешнего сектора*, связаны с экономическими перспективами как развитых, так и развивающихся стран. В частности, существует риск того, что ожидаемое повышение процентных ставок со стороны Федеральной резервной системы США вызовет отток капитала из развивающихся стран в США и рост волатильности валют развивающихся стран. Наиболее существенными являются риски, связанные с дальнейшими развитиями экономики России, что обусловлено большим, чем прогнозировалось, снижением цен на нефть и сохранением цен на более низком уровне в прогнозируемом горизонте, дальнейшим ослаблением рубля РФ по отношению к доллару США, а также предстоящими геополитическими развитиями. Резкое замедление экономического роста Китая также может вызвать риски в смысле замедления мирового экономического роста и спада мировых цен на сырьевые и продовольственные товары.

Риски, вытекающие из внутренней экономики, обусловлены, в основном, развитиями в отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий, ходом восстановления внутреннего спроса, темпами восстановления роста частных вложений, а также стимулирующими программами, осуществляемыми Правительством. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.

В прогнозируемом горизонте сохранится замедление темпов роста кредитования. Как уже отмечалось в предыдущем квартальном выпуске денежно-кредитной политики, снижение темпа роста кредитования будет в некоторой мере возмещено кредитованием по совместным программам ЦБ РА и Правительства, кредитованием по некоторым программам международных финансовых организаций (ВБ, АБР, KfW, ЕИБ) с участием ЦБ, а также кредитованием по сравнительно низким процентным ставкам за счет различных социальных программ (“Жилье молодым”, “Национальный ипотечный фонд”).

В то же время, продолжилось смягчение обязательного резервирования, связанное с внедрением нулевого или слабого механизма резервирования по долгосрочным средствам, привлеченным банками, которое нацелено на оказание содействия увеличению срочности обязательств банков.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ТРЕТЬЕГО КВАРТАЛА 2015 ГОДА

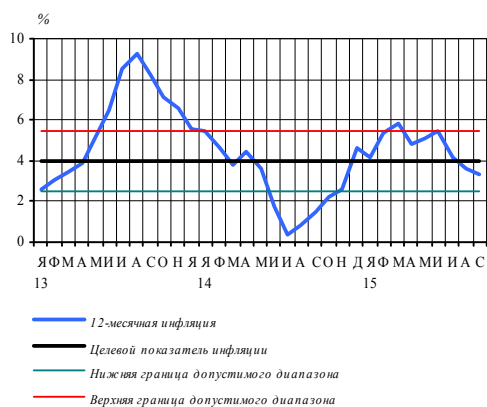
3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

В третьем квартале 2015 года была отмечена 1,9% дефляция вместо 0,2% инфляции в том же периоде предыдущего года, обусловленная почти полностью 3,9% дефляцией продовольственных товаров (общее содействие дефляции – -1,9 пп). Цены на непродовольственные товары снизились за указанный период на 0,4%, а тарифы на услуги остались без изменения. В результате 12-месячная инфляция, находясь близко к прогнозируемому уровню, снизилась на 1,2 пп и составила 3,3%.

Снижение в третьем квартале цен на продовольственные товары, обусловленное высокими темпами роста сельского хозяйства во внутренней экономике, было исключительно обусловлено ценами на сельхозпродукцию, в частности, сезонным понижением цен на товары группы “Фрукты” на 33,9% (содействие общей дефляции – -1,1 пп). Снизились также цены на товары групп “Яйца”, “Молочные продукты” и “Мясные продукты”, общее содействие инфляции которых составило отрицательные -0,4 пп. В то же время, слабый внутренний спрос и внешняя дефляционная среда медленно отражаются на инфляции продовольственных товаров, рассчитанной без учета цен на сезонную сельхозпродукцию, что свидетельствует о наличии все еще высоких инфляционных ожиданий в обществе. Например, снижение цен на импортные продукты, в частности на “Хлеб”, “Сахар”, “Растительное масло и животный жир”, “Кофе”, “Чай”, “Какао” оказало содействие общей квартальной дефляции всего лишь на -0,15 пп.

В 3-м квартале 2015 г. инфляционная среда ослабла



Инфляция по товарам, оказавшим основное содействие						
Наименование	июнь 2015 г. (в годовом выражении)		сентябрь 2015 г. (в годовом выражении)		2-е полугодие 2015 г.	
	Рост (%)	Содействие	Рост (%)	Содействие	Рост (%)	Содействие
ИПЦ	5.5		3.3		-1.9	
Продовольственные товары	5.2	2.5	2.3	1.1	-3.9	-1.9
хлеб	6.2	0.6	5.3	0.5	-0.6	-0.1
молочные продукты	4.3	0.2	2.7	0.1	-2.6	-0.1
мясные продукты	4.1	0.4	1.5	0.1	-0.7	-0.1
фрукты	21.1	0.7	-4.8	-0.2	-33.9	-1.1
овощи и картофель	-6.9	-0.4	12.6	0.7	3.3	0.2
растительное масло и животный жир	-0.9	-0.02	-4.6	-0.1	-0.6	0.0
яйца	4.1	0.06	-16.6	-0.3	-11.7	-0.2
сахарный песок	3.3	0.03	-2.1	0.0	-5.3	-0.04
кондитерские изделия	18.2	0.2	14.1	0.2	-0.2	0.0
Непродовольственные товары	7.0	1.4	6.1	1.3	-0.4	-0.1
Услуги	4.1	1.2	1.6	0.5	0.03	0.01

Дефляция непродовольственных товаров была обусловлена, главным образом, понижением цен на товары групп “Обувь”, “Моющие средства” и “Медикаменты” на -3,9%, -3,1%, -0,6% соответственно (общее воздействие дефляции – -0,14 пп).

Тарифы в группе “Услуги” повысились, в основном, в области образовательной системы (1,9%), организации отдыха (1,5%) и на медицинское обслуживание (0,6%), что было нейтрализовано снижением тарифов на воздушный транспорт на 6,9%.

В третьем квартале 2015 года инфляция, рассчитанная без сезонных колебаний цен на сельхозпродукцию и регулируемых тарифов на услуги, снизилась на 0,5% и составила к концу сентября **4,6%**¹⁰ в годовом выражении.

Прогноз ЦБ на **краткосрочный период предыдущего одного года с четвертого квартала 2014 года до четвертого квартала 2015 года** предусматривал определенное расширение инфляционной среды, однако рост цен, отмеченный в декабре, в некоторой степени превысил ожидания, в силу ожиданий ослабления драма. В частности, **в четвертом квартале 2014 года инфляция составила 5,4%** вместо **2,3%** в том же периоде предыдущего года, в результате год завершился **4,6%** уровнем 12-месячной инфляции. Следует отметить что преобладающая часть квартальной инфляции - более 3,0 пп была отмечена в декабре, когда в условиях существенного сокращения инвалютных переводов из заграницы и торгового партнера РА России на валютном рынке РА было отмечено резкое ослабление драма. Ослабление незамедлительно отразилось на товарном рынке, расширив инфляционную среду и сформировав инфляционные ожидания.

В создавшейся ситуации ЦБ РА отреагировал решительными действиями. В частности, в конце ноября была повышена **ставка ломбардного репо с 8,25% до 21,0%**, затем с середины декабря была увеличена **норма обязательного резервирования по инвалютным средствам с 12,0% до 24,0%**. На ужесточение Центральным банком условий финансового рынка краткосрочные драмовые процентные ставки отреагировали резким повышением, сформировавшись вокруг процентной ставки ломбардного репо Центрального банка. В результате **процентная ставка ломбардного репо стала играть роль ориентира на финансовом рынке**. В то же время, в целях смягчения будущих инфляционных давлений и закрепления инфляционных ожиданий вокруг целевого показателя, в конце декабря ЦБ повысил процентную ставку рефинансирования на 1,75 пп.

В результате указанных мер в краткосрочном отрезке на валютном и товарном рынках наблюдалась тенденция некоторой стабилизации, на что ЦБ ответил снижением в конце декабря как **норматива обязательного резервирования по инвалютным средствам, так и процентной ставки ломбардного репо**: соответственно с **24% до 20%** и с **21% до 20%**.

Под воздействием решительных мер, осуществленных ЦБ в конце 2014 года, уже **в первом квартале 2015 года** инфляционные ожидания были сдержаны, что обусловило, в целом, нейтрализацию напряжения, создавшегося на финансовом и торговом рынках РА. Исходя из этого, **в первом квартале 2015 года ЦБ существенно ослабил денежно-кре-**

В прогнозируемом горизонте 12-месячная инфляция постепенно приблизится к 4,0% целевому показателю



¹⁰ Вышеуказанные оценки инфляции рассчитываются ЦБ РА без учета сезонных колебаний цен на сельхозпродукцию и регулируемых тарифов и используются ЦБ РА для разработки и осуществления денежно-кредитной политики. В частности, этот показатель инфляции является той частью инфляции, которая максимально подвержена воздействию денежно-кредитной политики, и которая рассчитывается без учета сезонной инфляции сельхозпродукции (фрукты и овощи местного производства, яйца, рыба и рыбные продукты) и инфляции регулируемых услуг.

дитные условия, постепенно снизив с начал года **процентную ставку ломбардного репо с 20 до 12%**.

В то же время, в целях сохранения в долгосрочном отрезке денежно-кредитной позиции ЦБ в условиях тенденции роста инвестиционных рисков и повышения процентных ставок в развивающихся странах, в первом квартале 2015 года ЦБ повысил процентную ставку рефинансирования, установив ее на уровне 10,5%.

В результате предпринятых мер была восстановлена естественная удаленность процентной ставки инструмента ломбардного репо от ставки рефинансирования на 1,5 пп и снизились краткосрочные рыночные ставки.

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

Во втором и третьем кварталах 2015 года сохранилась сравнительно устойчивая инфляционная среда: в указанном периоде была отмечена в целом 4,2% дефляция, в результате 12-месячная инфляция достигла к концу сентября с 5,8% до 3,3%. Уровень находился в рамках прогноза, благодаря, в основном, положительным развитиям в отрасли сельского хозяйства. Учитывая существующую низкую инфляционную среду и, в случае слабого спроса во внешнем и внутреннем секторах, ожидаемые из этих секторов неинфляционные воздействия, ЦБ РА снизил в августе процентную ставку рефинансирования на 0,25 пп, установив ее на уровне 10,25%. Однако ЦБ воздержался от дальнейшего смягчения денежно-кредитных условий, поскольку проявившиеся в этот период некоторые инфляционные риски (в том числе, ожидаемое удорожание тарифов на электроэнергию и давления со стороны валютного рынка) свидетельствовали о все еще высоких инфляционных ожиданиях. В сентябре Совет ЦБ оставил процентную ставку рефинансирования без изменений, создав возможность для снижения и удержания в предстоящем периоде инфляционных ожиданий и обеспечения целевого уровня инфляции в среднесрочном периоде.

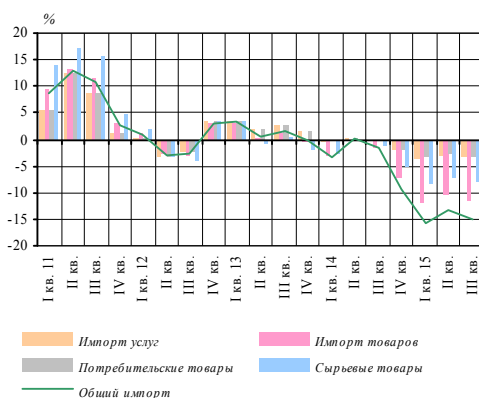
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

Цены на импорт. В третьем квартале 2015 года долларовые цены на импорт товаров и услуг снизились на 4,1% кв/кв, в результате темпы снижения по сравнению с тем же периодом предыдущего года увеличились и составили 15,1% в годовом выражении.

Снижению долларовых цен на импорт в годовом выражении оказало содействие снижение цен на товары на 11,6 пп и на тарифы на услуги на 3,5 пп. В то же время, снижению долларовых цен на импорт товаров в годовом выражении оказала содействие, в основном, дефляция товаров промежуточного потребления в годовом выражении. В целом это было обусловлено снижением цен на нефть, и ослаблением национальных валют стран-партнеров.

Снижение долларовых цен на потребительские товары было обусловлено, в основном, снижением в годовом выражении долларовых цен стран Евросоюза, России и Турции. В результате потребительские товары оказали отрицательное содействие инфляции на 3,2 пп.

В 3-м квартале 2015 г. темпы снижения долларовых цен на импорт товаров и услуг ускорились (в годовом выражении, %)



Цены производителей¹¹. В январе-сентябре 2015 года во всех отраслях экономики был отмечен рост индекса цен, за исключением отрасли сельского хозяйства и горнодобывающей промышленности, в результате роста дефлятора ВВП, согласно оценкам ЦБ РА, составил примерно 3,3% в годовом выражении.

В **отрасли промышленности** в январе-сентябре существенного изменения цен отмечено не было, поскольку рост цен в отрасли перерабатывающей промышленности на 3,8% и производстве и распределении электроэнергии и газа на 4,0% был нейтрализован 18,0% дефляцией в горнодобывающей промышленности, обусловленной снижением международных цен на продукцию этого сектора.

В течение первых девяти месяцев в **сельском хозяйстве** было отмечено снижение цен на 21,8% в годовом выражении¹², обусловленное снижением цен в растениеводстве на 39,0%. В том же периоде наблюдалось некоторое снижение цен в животноводстве – на 3,2% в годовом выражении.

Причем, дефляция в растениеводстве главным образом была обусловлена снижением цен на фрукты и ягоды (56,2%), на картофель, огородно-бахчевые культуры (1,5%) и на зерновые культуры (16,3%).

В сфере **услуг** в январе-сентябре был отмечен рост цен на 3,2% в годовом выражении, обусловленный, в основном, ростом тарифов на бытовые услуги на 6,3%, медицинские услуги – 5,0%, организацию отдыха – 22,5% и общественное питание – 8,4%. Наблюдаемое с начала года и продолжающееся в отчетном периоде сокращение внутреннего спроса существенно отразилось на сфере транспорта и связи, в результате в указанных сферах были отмечены соответственно 2,2% дефляция и всего лишь 0,7% инфляция.

В январе-сентябре в **строительстве** был отмечен рост цен на 6,6% в годовом выражении, обусловленный ростом затрат в сфере строительно-монтажных работ – на 5,6%, оборудование (материалы) – 4,1% и иных расходов – на 14,5%. Причем отмеченная инфляция по части иных расходов была результатом, в основном, роста заработных плат.

Рост цен по части **грузоперевозок** в январе-сентябре составил 1,9% в годовом выражении, обусловленный ростом тарифов на *железнодорожный (11,2%) и автомобильный транспорт (0,7%)*. Причем, высокий рост тарифов на железнодорожный транспорт явился следствием удорожания тарифов на электроэнергию.

3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки

По результатам опроса, проведенного ЦБ РА в третьем квартале 2015 года, инфляционные ожидания общества в одногодичном горизонте хотя и смягчились, однако остались выше 4,0% целевого уровня инфляции¹³. Об этом свидетельствует как создавшаяся определенная напряженность на внутренних финансовых и валютных рынках в результате роста волатильности в августе-сентябре 2015 года на мировых финансовых и валютных рынках, так и медленная корректировка в сторону снижения цен на товары без учета сезонных колебаний цен на сельхозпродукцию в условиях сформировавшегося слабого спроса и внешней дефляционной среды.

¹¹ Изменение индексов цен в январе-сентябре 2015 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹² Представлены цены производителя на реализацию сельхозпродукции.

¹³ Оценки ЦБ относительно инфляционных ожиданий получены по основной модели квартальных прогнозов ЦБ, в рамках которой инфляционные ожидания общества формируются как по динамике инфляции предыдущего периода, так и будущей динамики факторов, действующих на инфляцию.

В третьем квартале 2015 года ЦБ продолжил опрос по некоторым макроэкономическим показателям среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств. Согласно опросу инфляционные ожидания в финансовой системе в одногодичном горизонте несколько смягчились, однако пока остаются высокими. **Инфляционные ожидания банков** в одногодичном горизонте сформировались в среднем вокруг уровня **4,3%** 12-месячной инфляции (согласно предыдущему опросу – 4,7%), **инфляционные ожидания кредитных организаций** составили в среднем **4,7%** (согласно предыдущему опросу – 5,8%). **Ожидания домохозяйств** в одногодичном горизонте **также смягчились** и составили в среднем **3,6%** 12-месячной инфляции, вместо показателя **4,0%** в предыдущем опросе.

Согласно результатам опроса в одногодичном горизонте, в финансовой системе ожидания по процентным ставкам слегка пересмотрены по сравнению с предыдущим опросом. В частности, как по драмовым, так и по инвалютным привлеченным и размещенным средствам финансовая система ожидает некоторое снижение ставок, что, в основном, является отражением тенденции снижения рыночных ставок за последние месяцы.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹⁴

Опубликованный НСС РА **показатель экономического роста** в первом полугодии 2014 года составил 4,0% в годовом выражении, что выше предыдущего прогноза ЦБ РА в силу более быстрого, чем ожидалось, роста в первом полугодии показателя промышленности и сферы услуг.

В январе-сентябре 2015 года показатель экономической активности повысился на 3,7% в годовом выражении, слегка превысив ожидания в силу опережающего прогноза роста объемов выпуска в вышеуказанных отраслях. В результате оценка экономического роста за первые девять месяцев 2015 года составляет 3,4-3,6%¹⁵.

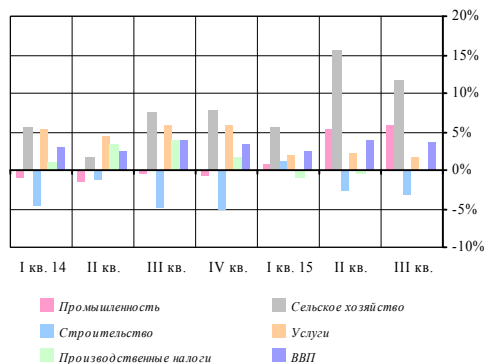
Учитывая отмеченный за первые девять месяцев 2015 года рост объемов выпуска в отрасли **промышленности** на 4,8% в годовом выражении, рост добавленной стоимости отрасли в том же периоде 2015 года составит 5,6-6,0% в годовом выражении. Рост обусловлен, в основном, ростом объемов выработки металлической руды (41,7%), объемов производства ювелирных изделий (51,4%), табачных изделий (52,8%), медикаментов (27,5%), химикатов (8,6%) и водоснабжения (9,9%). Причем, высокий рост производства металлической руды обусловлен эксплуатацией рудника в Тегуте. Несмотря на отмеченный рост в вышеперечисленных отраслях, значительный спад внутреннего спроса у основного торгового партнера РА - России привел к сокращению в январе-сентябре объемов производства в некоторых отраслях промышленности. В частности, на 6,3% и 21,5% сократилось производство продуктов питания и напитков соответственно, которые занимают значительную долю в промышленности, что, естественно, негативно отразилось на росте отрасли.

Основываясь на фактическом росте объемов выпуска отрасли **строительства** в январе-сентябре 2015 года – 0,1% в годовом выражении,

¹⁴ Показатели реального роста добавленной стоимости отраслей экономики за январь-сентябрь 2015 года являются прогнозами ЦБ РА, а показатели подотраслей отражают темпы роста выпуска продукции за январь-март 2015 года в годовом выражении, если иное не указывается.

¹⁵ См. диапазон 50% вероятности графика распределения вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП.

Темпы кумулятивного роста ВВП и секторов экономики



снижение добавленной стоимости в отрасли в том же периоде составит 2,7-3,6% в годовом выражении. Причем, спад отрасли обусловлен 10% сокращением объемов строительства, осуществляемого за счет государственного бюджета в условиях роста строительства, осуществляемого за счет средств населения и средств организаций соответственно на 14,4% и 0,2%.

В сфере **услуг** рост добавленной стоимости в январе-сентябре 2015 года оценен 1,4-2,0%, что является следствием роста объемов оказанных услуг на 2,5% и снижения объемов торговли на 5,6% за тот же период. Причем, росту объема оказанных услуг содействие оказал преимущественно рост услуг в сфере финансовой и страховой деятельности (8,6%), культуры, развлечений и отдыха (69,3%), информационных технологий (17,4%) и услуг по организации проживания (7,1%). Сокращение внутреннего спроса, обусловленное снижением трансфертов, отразилось на сокращении торгового оборота в экономике, следовательно, сокращении объемов выпуска в сфере транспорта, вызвав замедление темпов роста сферы общих услуг. Объемы оборота оптовой, розничной торговли и торговли автомобилями снизились на 7,6%, 1,9% и 8,6% соответственно, а снижение в сфере транспорта составило 25,4%.

В сельском хозяйстве за первые девять месяцев 2015 года рост добавленной стоимости составит 11,2-12,0% в годовом выражении за счет роста объемов выпуска продукции животноводства, растениеводства и рыбного хозяйства на 4,1%, 15,0% и 26,0% соответственно.

3.2.2. Совокупный спрос¹⁶

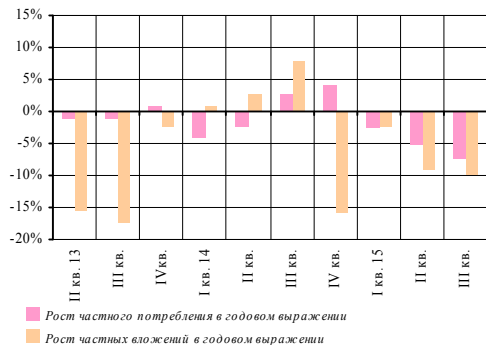
В третьем квартале 2015 года уменьшение расходов на частное потребление было больше, чем предусматривалось в предыдущих прогнозах, и составило порядка 8,0%. Обусловлено это большим, чем ожидалось, уменьшением объемов частного потребления, которое составило 7,0%.

Уменьшение денежных переводов из России с конца 2014 года существенно сократило располагаемые доходы домашних хозяйств, что привело к сокращению в 2015 году расходов на частное потребление. Сокращение расходов на частное потребление в экономике было значительным образом смягчено в результате проведения Правительством РА расширяющей фискальной политики, ослабления Центральным банком денежно-кредитных условий и устойчивой инфляционной среды в экономике.

О сокращении частного потребления свидетельствуют результаты проводимых ЦБ РА опросов¹⁷, а также динамика рассчитываемых НСС РА индексов торгового оборота. В третьем квартале 2015 года индекс доверия потребителей был ниже диапазона стабильности, составляющего 45-55 пунктов, составив 40,4 пункта, свидетельствуя о сокращении потребительских затрат домохозяйств в отчетном периоде. Отметим также, что в третьем квартале, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, торговый оборот в экономике снизился на 7,2%, причем, спад был отмечен и в оптовой, и в розничной торговле, и в торговле автомобилями.

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

Рост частного потребления и инвестиций в годовом выражении



¹⁶ Показатели по частным затратам, частному потреблению и частным вложениям третьего квартала 2015 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных второго квартала 2015 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по отношению к тому же кварталу предыдущего года, если иное не указывается.

¹⁷ <https://www.cba.am/am/SitePages/statsscci.aspx>

жений составило 10,0% по сравнению с тем же периодом предыдущего года. Спад вложений был обусловлен сокращением внутреннего спроса в отчетном периоде, замедлением роста объемов кредитования предприятий, а также низким уровнем общей деловой активности. Причем, как предусматривалось в предыдущих прогнозах ЦБ, спад вложений наибольшим образом выразился в неэкспортном секторе экономики, тогда как в экспортном секторе инвестиционная активность была сравнительно высокой.

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

Согласно результатам опросов, в третьем квартале 2015 года, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, показатели деловой активности в неэкспортном секторе экономики – строительстве и внутренней торговле – составили соответственно 39,0 и 45,8, что значительно ниже уровня стабильности, составляющего 50,0 единиц. С другой стороны, показатели деловой активности в экспортном секторе – промышленности и некоммерческих услугах – были выше уровня стабильности, составляющего 50,0 единиц, и составили 52,4 и 60,3 единиц соответственно.

Вследствие вышеописанных развитий частного потребления и вложений, в третьем квартале затраты частного сектора сократились на 7,8%. В условиях почти 8% показателя роста государственных затрат оценивается, что в отчетном периоде внутренний спрос снизился по сравнению со снижением частных затрат меньше - на 6%.

Согласно оценкам ЦБ, в третьем квартале 2015 года чистый экспорт в реальном выражении продолжил улучшаться. Обусловлено это высоким реальным ростом экспорта товаров и услуг на фоне снижения реальных объемов импорта и услуг. В частности, темпы роста реального экспорта товаров и услуг¹⁸ составили 21,4% в годовом выражении в условиях снижения реальных объемов импорта товаров и услуг на 8,5% в годовом выражении.

Следует отметить, что по причине кризиса в РФ произошло сокращение экспорта напитков, что, однако, было возмещено ростом экспорта на Ближний Восток.

Оценка влияния чистого внешнего спроса в текущем квартале составляет 0,3-0,4 пп инфляционное, что в условиях оцениваемого негативного разлома экспорта обусловлено наиболее глубоким негативным разломом импорта.

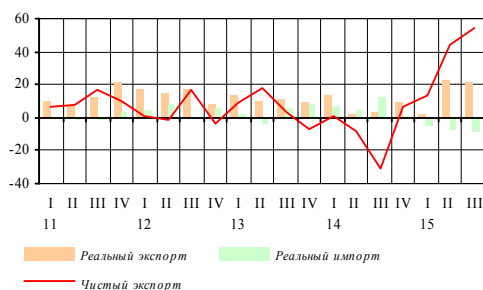
В третьем квартале 2015 года, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, было отмечено ускорение темпов снижения чистого притока некоммерческих переводов физических лиц через банковскую систему. Обусловлено это новой волной ослабления рубля РФ по отношению к доллару США, как результат негативных развитий экономики России. Чистый приток некоммерческих переводов физических лиц снизился на 40,4% в годовом выражении.

3.2.3. Рынок труда¹⁹

Темп роста номинальной заработной платы в третьем квартале 2015 года соответствовал предыдущим прогнозам и составил 7,9%. В

Отрицательная разница чистого экспорта значительно сократилась в 3-м квартале 2015 г.

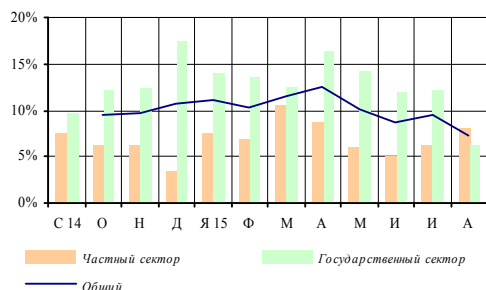
(чистый реальный экспорт в годовом выражении, %, положительный знак означает улучшение)



¹⁸ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

¹⁹ Данные по рынку труда третьего квартала 2015 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях второго квартала 2015 года и июля-августа 2015 года. Оценки роста в подразделах даны по отношению к тому же кварталу предыдущего года, если иное не указывается.

Рост номинальной зарплаты в годовом выражении



указанном периоде рост заработных плат в государственном секторе увеличился и был выше роста зарплат частного сектора, что было обусловлено сохранением в июле высокого роста государственных зарплат.

В третьем квартале 2015 года прекратилось воздействие повышения зарплат в сферах государственного сектора. В результате темп роста средней номинальной заработной платы в сфере замедлился и составил 8,2%.

Темп роста зарплат в частном секторе в третьем квартале 2015 года превысил аналогичный показатель 2014 года и составил 7,5%, обусловленный ростом производительности. Средняя заработная плата в частном секторе в том же периоде 2014 года повысилась на 6,7%.

Во втором квартале 2015 года наблюдался рост производительности, который сохранился и в третьем квартале, вызвав сокращение спроса на рабочую силу в экономике. В результате, несмотря на ускорение экономической активности, в силу роста производительности в третьем квартале **уровень безработицы**, в соответствии с прогнозом, повысился на 0,6 пп по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года и составил 17,7%.

В третьем квартале рост производительности опередил рост заработных плат, что привело к сокращению расходов на единицу рабочей силы и повышению конкурентоспособности. В результате, воздействие рынка труда на инфляцию было дефляционным на 0,2-0,3 пп.

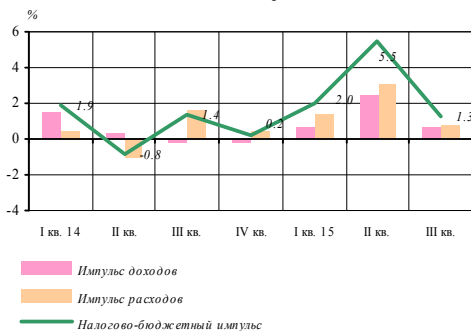
3.2.4. Налогово-бюджетная политика ²⁰

В третьем квартале 2015 года исполнение государственного бюджета проходило с недовыполнением квартальных пропорций по доходам и небольшой экономией по некоторым статьям расходов. Доходы, исходя из оценок ЦБ, также были недополучены, а расходы превысили оценки ЦБ в небольшом объеме. Воздействие налогово-бюджетного сектора на совокупный спрос, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, был в третьем квартале 1,3 расширяющий вместо прогноза 0,9 расширяющий.

В третьем квартале 2015 года доходы совокупного бюджета увеличились по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 3,4%. Причем налоговые доходы повысились на 2,1% в годовом выражении. Сбор фактических налогов был на 25,0 млрд драмов меньше скорректированного плана квартальных пропорций ²¹ и на 7,2 млрд драмов меньше прогноза ЦБ, в результате импульс доходов вместо прогноза нейтральный составил 0,6 расширяющий.

В условиях замедления экономической активности непрямые налоги увеличились по сравнению с третьим кварталом 2014 года всего лишь на 2,9%, а прямые налоги остались без изменения. Доля непрямых налогов в общем объеме налогов и пошлин увеличилась на 0,5 пп и составила 53,4%. Доля прямых налогов снизилась на 0,7 пп и составила 36,6%, а доля прочих налогов увеличилась на 0,3 пп и составила 10,0% налогов. Прочие доходы выросли примерно на 44,5% и превысили запланированный для третьего квартала показатель.

В 3-м квартале 2015 г. расширяющее воздействие фискальной политики было обусловлено расширяющим воздействием как доходов, так и расходов

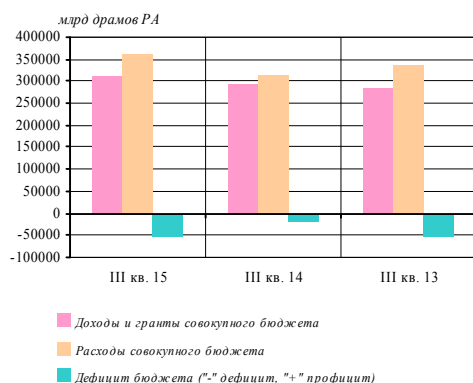


Воздействие налогово-бюджетного сектора на совокупный спрос, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, был в третьем квартале 1,3 расширяющий вместо прогноза 0,9 расширяющий.

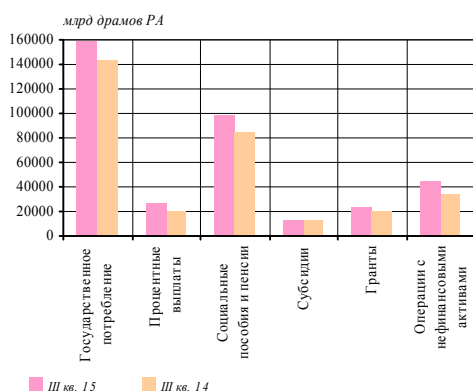
²⁰ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен с использованием предварительных фактических показателей совокупного бюджета, рассчитанных на базе предварительных фактических показателей за третий квартал (включая показатели групп по реализации проектов), без учета внебюджетных средств. Причем, воздействие доходов рассчитано по отношению к прогнозированным номинальным показателям ВВП, а воздействие расходов – к оцененному потенциальному показателю ВВП.

²¹ Закон РА "О государственном бюджете РА 2015 года" был скорректирован решениями Правительства РА (<https://www.e-gov.am/gov-decrees/>).

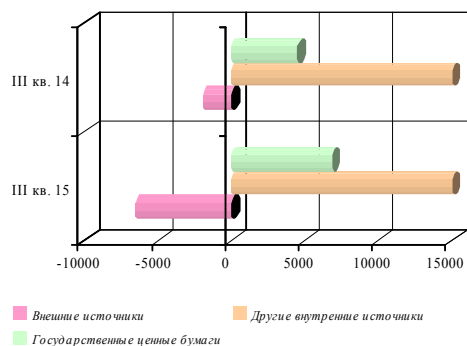
Динамика основных показателей совокупного бюджета



В расходах бюджета РА в 3-м квартале 2015 г. был отмечен рост почти по всем статьям расходов



Дефицит в 3-м квартале 2015 г. был финансируван за счет внутренних источников, в частности, средств Правительства в ЦБ РА (млрд драмов РА)



Государственные расходы были несколько меньше расходов по скорректированной квартальной пропорции, составив примерно 90% запланированных расходов. Расходы за третий квартал соответствовали прогнозируемому показателю ЦБ. По сравнению с тем же периодом предыдущего года был отмечен 15,2% рост расходов консолидированного бюджета. Текущие расходы увеличились на 13,6%, причем рост был отмечен по всем статьям, а *государственное потребление* увеличилось по отношению к тому же периоду предыдущего года на 10,4%. Расходы по части статьи “Операции с нефинансовыми активами” увеличились на 28,5%, в силу увеличения расходов, осуществляемых за счет внутренних средств финансирования.

В результате вышеуказанных развитий доходов и расходов в третьем квартале сформировался дефицит бюджета на 52,7 млрд драмов. Вследствие замедления экономической активности (по сравнению с экономическим ростом, предусмотренным законом РА “О государственном бюджете РА 2015 года”), по итогам первых девяти месяцев налоговые доходы государственного бюджета составили 94,1%, а государственные расходы – 91,4% скорректированного плана. По сравнению с тем же периодом предыдущего года рост налоговых доходов составил 1,2%, а рост государственных расходов – 5,2%. (включая показатели групп по реализации проектов).

Сформировавшийся по итогам первых девяти месяцев дефицит бюджета составил 112,8 млрд драмов, вместо 147,0 млрд драмов, предусмотренных скорректированным планом.

В целом, налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос расширяющее воздействие на 2,8, обусловленное, в основном, расширяющим воздействием расходов на 1,6 и доходов – на 1,2.

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

В третьем квартале 2015 года разрыв расходов частного сектора ожидается отрицательным. Учитывая также инфляционную динамику государственных расходов и чистого экспорта, а также дефляционную динамику рынка труда оценивается, что общие развития совокупного спроса и рынка труда создали в третьем квартале дефляционные давления на потребительском рынке в 1,7-1,95 пп. Однако описанные дефляционные давления не были полностью поглощены на потребительском рынке из-за наличия высоких инфляционных ожиданий в экономике.

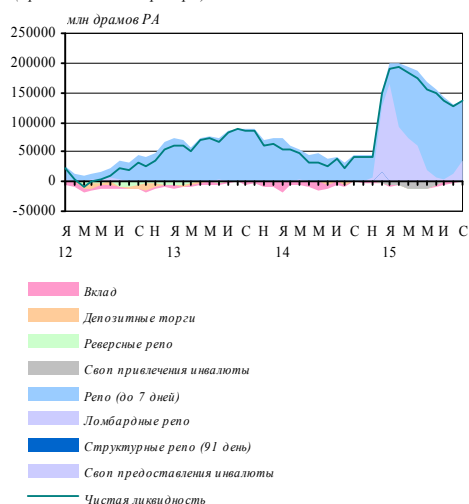
3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

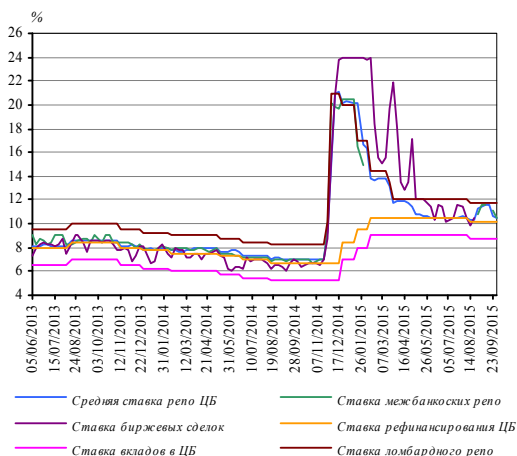
В условиях прогноза устойчивой инфляционной среды в первой половине третьего квартала 2015 года Совет ЦБ счел целесообразным ослабить денежно-кредитные условия, снизив в августе ставку рефинансирования на 0,25 пп, установив ее на уровне 10,25%. Финансовый рынок отреагировал на политику ЦБ стабильной понижающей динамикой

Финансовый рынок отреагировал на политику ЦБ стабильной понижающей динамикой процентных ставок.

Объем операций, совершенных ЦБ РА
(среднем есячный резерв)



В течение квартала краткосрочные ставки
сформировались вокруг ставки инструмента репо ЦБ



процентных ставок. Во второй половине квартала рост волатильности на мировых финансовых и валютных рынках вызвал сравнительно высокие инфляционные ожидания, не позволившие ЦБ продолжить ослабление денежно-кредитных условий. Совет ЦБ решил сохранить действующую ставку рефинансирования, что создаст возможность для снижения и удержания в будущем инфляционных ожиданий, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке. Сформировавшиеся в этот период ожидания вызвали рост спроса на драм и, несмотря на неизменный уровень ставки рефинансирования, процентные ставки на финансовом рынке повысились и были скорректированы лишь в конце сентября.

В течение квартала средний квартальный показатель ставки основного инструмента ЦБ – 7-дневного репо, снизился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,3 пп и составил 10,72%. Хотя рост предоставленных ЦБ процентных ставок ликвидности в течение сентября обусловил рост среднемесячного показателя, к концу сентября процентная ставка вновь снизилась до 10,54% и приблизилась к ставке политики ЦБ.

Вкладыи 2

Обязательное резервирование

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

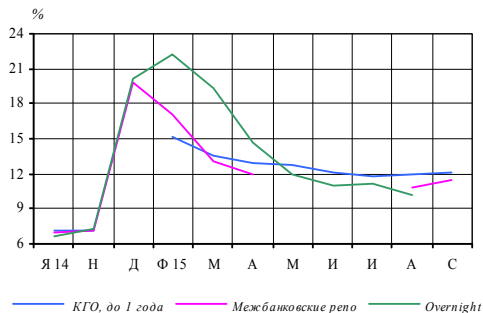
Наряду со стабилизацией финансового рынка в 2015 году ЦБ неоднократно обращался к ослаблению механизма обязательного резервирования:

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

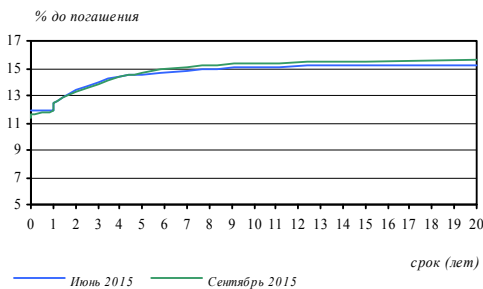
Период	Операции, совершенные ЦБ РА (средний объем сделки)					
	Репо (до 7 дней)		Привлеченные средства		Ломбардные репо	
	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %
I кв. 2014 г.	58769.52	7.80	8230.77	6.17	297.76	9.05
II кв.	41619.24	7.79	9908.46	5.88	41.38	8.75
III кв.	37331.05	7.16	3270.00	5.47	16.08	8.43
IV кв.	34048.94	10.60	1765.67	5.25	41550.14	19.69
I кв. 2015 г.	95454.55	14.25	63.75	8.04	104521.49	16.27
II кв.	141919.97	11.02	1857.26	9.00	27967.60	12.00
III кв.	119429.03	10.72	3639.62	8.95	17089.82	11.78

В третьем квартале 2015 года динамика других инструментов денежного рынка соответствовала динамике процентной ставки основного инструмента ЦБ. Ставки по межбанковским биржевым кредитам (overnight) приблизились в августе к ставке политики ЦБ, однако отсутствие с середины августа сделок на этой площадке не позволяет дать целостную оценку показателя за весь квартал. Вместе с этим, наблюдалось некоторое оживление на рынке межбанковских репо, где процентные ставки также сформировались вокруг ставки основного инструмента ЦБ: в сентябре средняя ставка составила 11,41%.

Динамика краткосрочных процентных ставок в 3-м квартале



В течение 3-го квартала 2015 г. краткосрочные процентные ставки на рынке ГКО снизились



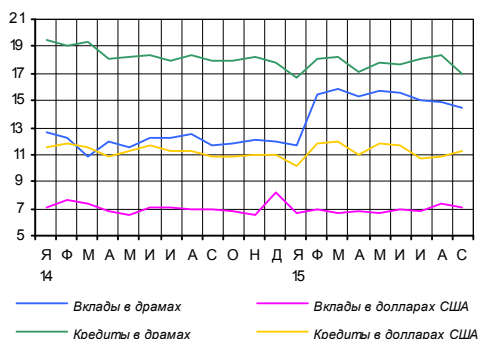
Вклады 3

Рынок государственных облигаций

В третьем квартале 2015 года на рынке государственных облигаций также было отмечено снижение доходности: среднеквартальный показатель доходности краткосрочных облигаций снизился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,7 пп и составил 11,9%, а в сентябре снижение составило 0,1 пп по сравнению с июнем.

Снижение краткосрочных процентных ставок на финансовом рынке в третьем квартале 2015 года отразилось также на кривой доходности государственных облигаций в виде снижения доходности и ростом восхождения кривой. К концу сентября, по сравнению с июнем, общий уровень кривой доходности несколько вырос: долгосрочная ставка составила 15,6%, повысившись по сравнению с июнем на 0,4 пп, а разность между долгосрочными и краткосрочными ставками кривой (пиков) повысилась в сентябре на 0,9 пп и составила 4,2 пп.

Динамика процентных ставок по драмовым и инвалютным средствам



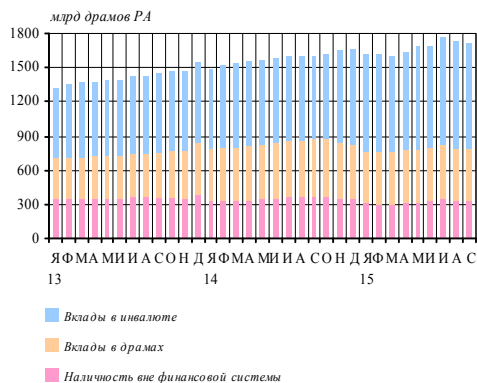
В течение квартала на рынках вкладов и кредитов продолжились проявившиеся в предыдущем квартале тенденции. В банковской системе в основном снизились ставки по средствам, привлеченным в драмах: по сравнению с предыдущим кварталом они снизились на 0,7 пп и составили 14,8%, а в сентябре средняя процентная ставка снизилась по сравнению с июнем на 1,0 пп и составила 14,5%. Низкий уровень драмовой ликвидности предполагал высокий уровень ставок по драмовым кредитам, что наиболее наглядно проявилось в июне-августе. В результате, средний показатель процентных ставок по драмовым кредитам за третий квартал повысился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,2 пп и составил 17,8%, а в сентябре средняя процентная ставка снизилась по сравнению с июнем на 0,8 пп и составила 16,9%.

Сформировавшиеся в третьем квартале 2015 года низкие процентные ставки по средствам, привлеченным в драмах, повлияли на объемы привлеченных средств: вклады в драмах уменьшились на 1,0%.

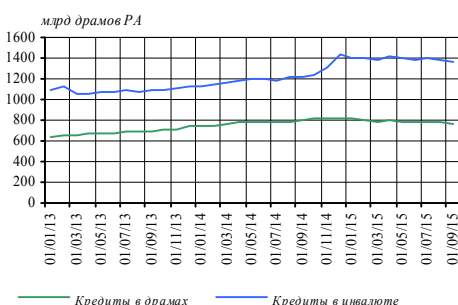
Периодическое ослабление в третьем квартале 2015 года механизма обязательного резервирования по инвалютным средствам, привело к росту процентных ставок по привлеченным инвалютным вкладам и росту объема: в сентябре среднемесячная процентная ставка по ин-

Периодическое ослабление в третьем квартале 2015 года механизма обязательного резервирования по инвалютным средствам, привело к росту процентных ставок по привлеченным инвалютным вкладам и росту объема.

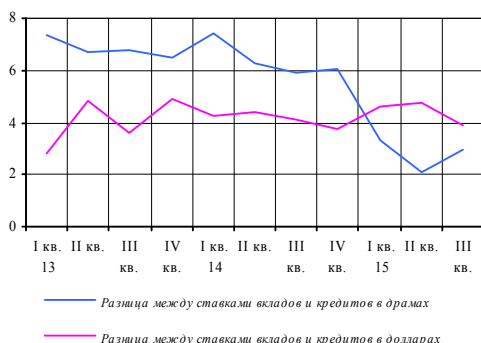
В течение 3-го квартала 2015 г. увеличились только вклады в инвалюте



В 3-м квартале 2015 г. в общем объеме кредитования продолжают преобладать кредиты в инвалюте



В 1-ом квартале 2015 г. разница между процентными ставками по вкладам и кредитам в драмах сократилась



валютным вкладам выросла по сравнению с июнем на 0,2 пп и составила 7,1%, на столько же повысилась средняя процентная ставка за третий квартал, составив 7,0%. В результате объем инвалютных вкладов увеличился на 4,04%.

Параллельно этому, вследствие сокращения расходности инвалютных средств, привлеченных банками, в течение квартала продолжилась тенденция снижения ставок по инвалютным кредитам: среднемесячная ставка снизилась в сентябре по сравнению с июнем на 0,5 пп и составила 11,22%, средний показатель за квартал составил 10,9%. Снижение по сравнению с предыдущим кварталом составило 0,6 пп, в основном за счет инвалютных кредитов со сроком более 1 года.

Можно утверждать, что снижение краткосрочных процентных ставок на финансовом рынке и, частично, ослабление механизма обязательного резервирования по долгосрочным инвалютным средствам вызвали, как и прежде, снижение процентных ставок по предоставленным кредитам как в драмах, так и в инвалюте. В третьем квартале 2015 года продолжилось замедление темпов роста кредитования, в частности, в сентябре рост кредитования в годовом выражении составил 6,3%, кредиты в инвалюте выросли на 11,7%, а кредиты в драмах снились на 4,3%. В третьем квартале 2015 года объем кредитов снизился на 0,9. Снизились в основном объемы кредитов, предоставленных домохозяйствам - на 2,1%. Кредиты, предоставленные предприятиям, выросли на 0,9%. В общей структуре кредитования продолжают преобладать кредиты, предоставленные в инвалюте (примерно 64%). Согласно опросам, проведенным в банках, в следующем квартале ожидается оживление кредитования.

Вклады и 4

Согласно результатам проведенного в третьем квартале 2015 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, прекратилось начатое с четвертого квартала 2014 года ужесточение процедур предоставления бизнес-кредитов и ипотечного кредитования, а в условия предоставления потребительских кредитов были внесены некоторые упрощения, в частности, по части уплаты процентной ставки кредитования и непроцентных платежей.

Относительно четвертого квартала 2015 года в банках и кредитных организациях сформировались следующие ожидания: по всем видам кредитования предусматривается некоторое упрощение процедур, спрос на кредитование повысится только по части кредитов, предоставляемых домохозяйствам, а в спросе на кредитование бизнеса прогнозируется снижение.

В третьем квартале 2015 года сократилась разница между ставками по предоставленным и привлеченным инвалютным средствам: среднеквартальный показатель уменьшился по сравнению с показателем предыдущего квартала на 0,8 пп и составил 3,9 пп. В то же время, существенное снижение процентных ставок по драмовым вкладам и замедление снижения процентных ставок по драмовым кредитам обусловили рост разницы между процентными ставками по драмовым кредитам и драмовым вкладам: среднеквартальный показатель повысился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,9 пп и составил 3,0 пп, а рост в сентябре составил по сравнению с июнем 0,2 пп.

В условиях инфляционных ожиданий и их увеличения в третьем квартале на инвалютном рынке наблюдалось напряжение, которое в третьем квартале 2015 года привело к росту показателя долларизации (инвалютные вклады/денежная масса) по сравнению с предыдущим кварталом на 1,2 пп.

Денежно-кредитные показатели	сентябрь 14 12-месячный рост	декабрь 14 12-месячный рост	март 15 12-месячный рост	июнь 15 12-месячный рост	сентябрь 15 12-месячный рост
Денежная масса (%)	9.64	8.34	4.1	6.3	7.3
Драмовая масса (%)	14.15	-3.51	-4.4	-4.2	-8.6
Денежная база (%)	-0.52	-0.15	1.61	14.7	22.1
Драмовая масса (%)	0.63	15.53	19.64	19.6	15.7
Наличность (%)	1.44	-9.39	-9.8	-6.7	-10.6
Вклады в драмах (%)	25.31	1.37	-0.5	-2.5	-7.2
Вклады в инвалюте (%)	4.71	22.74	13.0	17.9	26.2
Долларизация (процентные пункты)	-2.15	6.0	4.2	5.2	8.05
Денежный мультипликатор (процентные пункты)	0.21	0.15	0.0	-0.16	-0.27
Драмовый мультипликатор (процентные пункты)	0.17	-0.22	-0.28	-0.29	-0.30

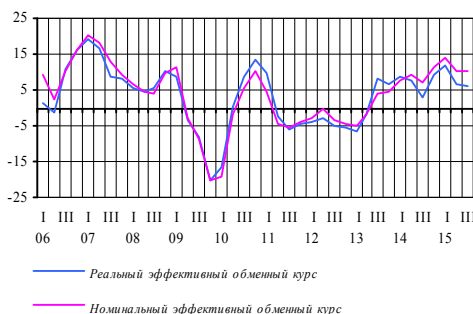
3.3.2. Обменный курс

В третьем квартале 2015 года на валютных рынках торговых партнеров были отмечены тенденции ослабления. В частности, средневзвешенный номинальный обменный курс валют торговых партнеров РА, после некоторого укрепления во втором квартале, ослабел в третьем квартале на 4,4% кв/кв, в основном вследствие ослабления российского рубля (содействие – на 3,7 пп). В условиях ослабления национальных валют стран партнеров, средний номинальный обменный курс драма в третьем квартале 2015 года также ощутимо ослабел – на 0,6% кв/кв. В течение указанного периода повысился уровень финансовой долларизации. Центральный банк РА продал на валютном рынке 82 млн долларов США, в целях нейтрализации дополнительных краткосрочных колебаний на валютном рынке.

В силу более высокого ослабления валютной корзины стран – торговых партнеров, в третьем квартале 2015 года номинальный эффективный обменный курс драма укрепился на 4,0% кв/кв. В результате, несмотря на существенное снижение темпов инфляции в РА, укрепление реального эффективного обменного курса составило 1,0% кв/кв²². Укрепление реального обменного курса сопровождалось резким улучшением позиции текущего счета и ростом производительности в экспортном секторе.

Укрепление реального эффективного обменного курса по сравнению с тем же периодом предыдущего года составило 6,2%.

В 3-м квартале 2015 г. сохранилось укрепление реального эффективного обменного курса в годовом выражении (%)



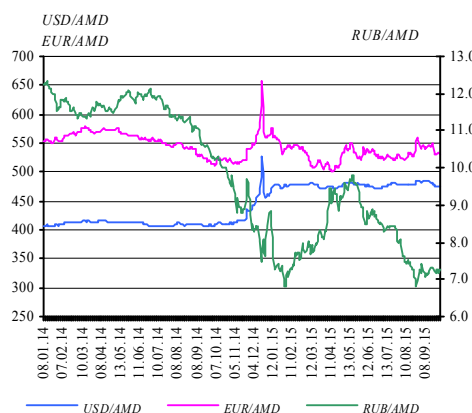
рост в годовом выражении, %	III кв. 2013	IV кв.	I кв. 2014	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв. 2015	II кв.	III кв.
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	7.9	6.8	8.5	7.8	3.1	9.2	11.7	6.7	6.2
Средняя инфляция в РА	8.7	6.4	4.6	3.3	1.0	3.2	5.2	5.1	4.0
Номинальный средний обменный курс драм РА/доллар США (+ укрепление)	0.5	0.2	-0.4	0.5	0.0	-5.7	-13.9	-13.4	-14.8
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	4.3	4.0	3.7	4.4	4.6	5.1	6.7	7.9	7.3
Средневзвешенный номинальный обменный курс торговых партнеров (+ укрепление)	-3.2	-4.3	-8.0	-8.6	-7.0	-18.5	-32.1	-27.2	-29.3

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

²² Показатель реального обменного курса за третий квартал 2015 года является оценкой ЦБ РА.

Валютный рынок

Динамика обменного курса драма к доллару США, евро и российскому рублю в течение 1 года



Средний рыночный обменный курс драма к доллару США составил к концу третьего квартала 2015 года 473,71 драма: ослабление по сравнению с концом предыдущего квартала составило 0,25%.²

Динамика обменного курса драма к доллару США, евро и российскому рублю в третьем квартале 2015 года представлена в нижеследующей таблице:

Динамика обменного курса драма РА конец третьего квартала по сравнению с концом второго квартала 2015 г.			
Валютная пара	Обменный курс на 30.06. 2015 г. (драм РА)	Обменный курс на 30.09. 2015 г. (драм РА)	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	472.53	473.71	-0.25
EUR/AMD	528.48	531.36	-0.54
RUB/AMD	8.51	7.25	+17.38

Средний обменный курс драма за третий квартал по сравнению с тем же периодом предыдущего года			
Валютная пара	Средний обменный курс в третьем квартале 2014 г.	Средний обменный курс в третьем квартале 2015 г.	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	408.47	479.39	-14.79
EUR/AMD	541.37	533.33	+1.51
RUB/AMD	11.27	7.62	+47.90

Совокупный объем операций доллар США - драм РА, осуществленных на валютном рынке в течение квартала, составил 2,98 млрд долларов США, увеличившись на 0,68% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (2,96 млрд долларов США).

Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро - драм РА, составил 276,65 млн евро вместо 276,28 млн евро в третьем квартале предыдущего года (+0,13%). Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций рубль РФ - драм РА составил в течение квартала 17,01 млрд рублей, увеличившись по сравнению с тем же периодом 2014 года на 13,02% (15,05 млрд рублей).

3.4. Платежный баланс ²³

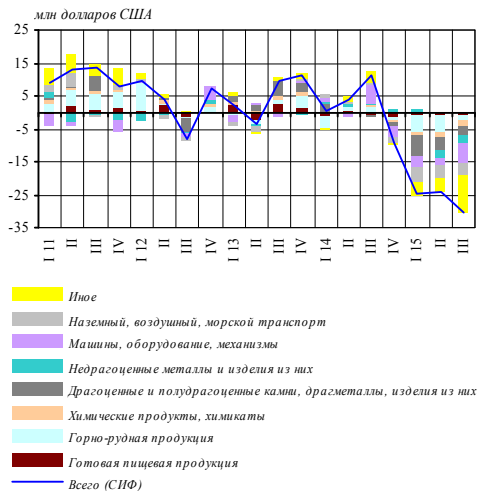
Одним из значительных развитий третьего квартала 2015 года было продолжающееся снижение дефицита торгового баланса высокими темпами, обусловленное ускорением темпов снижения долларовой стоимости импорта. Темпы снижения денежных переводов физических лиц ускорились по сравнению с предыдущим кварталом. Это было обусловлено новой волной ослабления российского рубля к доллару США в условиях негативных экономических развитий России. В результате, дефицит текущего счета в третьем квартале 2015 года значительно сократился по сравнению с тем же периодом предыдущего года, несмотря на снижение денежных переводов физических лиц.

Финансированию дефицита текущего счета оказали содействие в основном иностранные прямые инвестиции, в отличие от роста чистых внешних активов частного сектора. В результате развитий платежного баланса чистые внешние активы ЦБ РА увеличились.

²³ Показатели за третий квартал 2015 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

3.4.1. Текущий счет

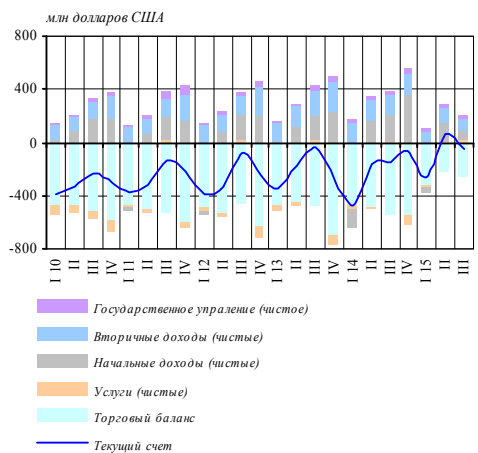
Изменение в годовом выражении долларовой стоимости экспорта товаров и содействие основных товарных групп²⁶



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



В 3-м квартале 2015 г. снизился дефицит текущего счета



В третьем квартале 2015 года показатель “дефицит текущего счета/ВВП”, согласно оценкам, снизился по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 1,3 пп. В третьем квартале 2015 года дефицит текущего счета снизился по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 115,0 млн долларов США и составил 33,0 млн долларов США.

В третьем квартале 2015 года долларовая стоимость экспорта товаров²⁴ снизилась на 4,6% в годовом выражении, что было обусловлено ускорением темпов снижения цен на экспорт. Долларовая стоимость импорта товаров снизилась на 30,8% в годовом выражении, что обусловлено как ускорением темпов снижения цен на импорт, так и снижением реальных объемов.

В третьем квартале 2015 года дефицит торгового баланса, несмотря на ухудшение условий торговли²⁵, уменьшился в результате высокого роста экспорта и реального снижения импорта на 256,4 млн долларов США.

В третьем квартале 2015 года снижение долларовой стоимости экспорта в основном было обусловлено снижением долларовой стоимости сырьевых продуктов, что главным образом связано с ценовыми развитиями на международных товарных рынках. В отличие от вышесказанного, потребительские товары имели положительное содействие в силу того, что рост экспорта товаров группы “Текстильная продукция” превысил снижение экспорта товаров группы “Готовая пищевая продукция”.

Снижение в третьем квартале 2015 года долларовой стоимости импорта было обусловлено снижением импорта по части всех групп товаров. Обусловлено это было сохранением слабого внутреннего спроса в условиях снижения долларовых цен на импорт.

В третьем квартале 2015 года был отмечен положительный баланс услуг, составивший 23,8 млн долларов США. Обусловлено это было, в основном, значительным снижением по сравнению с третьим кварталом предыдущего года отрицательного баланса транспортных услуг. В результате оценивается, что рост экспорта услуг за третий квартал составит 3,6% в годовом выражении, снижение импорта услуг — 6,5% в годовом выражении.

В третьем квартале 2015 года темпы сокращения денежных переводов физических лиц по сравнению с предыдущим кварталом ускорились²⁷, что в условиях экономических развитий России обусловлено новой волной ослабления российского рубля к доллару США. В частности, чистый приток по статье “Заработная плата работников” уменьшился на 39,0% годовых и составил 197,4 млн долларов США, что превысило чистый отток по статье “Доходы от вложений”. В результате по статье “Начальные доходы” был отмечен чистый приток на 67,1 млн долларов США. Чистый приток частных трансфертов снизился на 44,6% годовых и составил 90,0 млн долларов США.

²⁴ Показатели по экспорту и импорту представлены на базе платежного баланса — по кредитным и дебетным статьям соответственно.

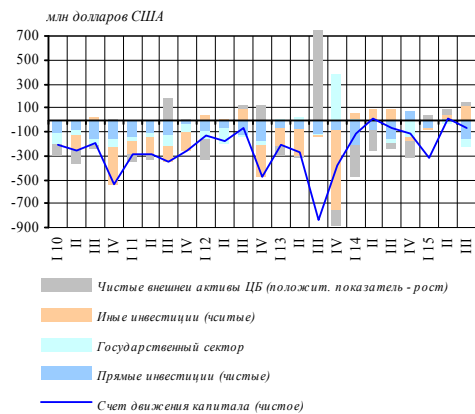
²⁵ Снижение в годовом выражении долларовых цен экспорта превысило снижение в годовом выражении долларовых цен импорта.

²⁶ Показатели по экспорту и импорту групп товаров представлены в ценах ФОБ и СИФ соответственно.

²⁷ В третьем квартале 2015 года было отмечено снижение чистого притока некоммерческих переводов физических лиц на 40,4% в годовом выражении.

3.4.2. Счет движения капиталов²⁸

В 3-м квартале 2015 г. чистый приток по счету движения капиталов остался на уровне того же квартала предыдущего года
("+" - чистое кредитование, "-" - чистое заимствование)



В третьем квартале 2015 года был отмечен чистый приток по "Счету движения капиталов" на сумму 59,2 млн долларов США, снизившись по сравнению с третьим кварталом предыдущего года. Финансирование дефицита текущего счета было осуществлено за счет прямых иностранных инвестиций, в отличие от роста чистых активов частного сектора. В результате развития платежного баланса чистые внешние активы ЦБ увеличились на 26,2 млн долларов США.

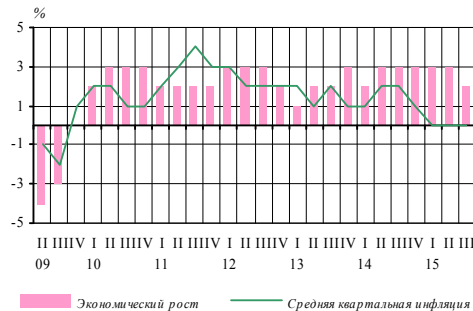
Капитальные трансферты составили в третьем квартале 2015 года 8,1 млн долларов США вместо 17,0 млн долларов США в том же периоде предыдущего года. Чистый приток иностранных прямых инвестиций в текущем квартале составил 169,6 млн долларов США, оставшись почти на уровне предыдущего квартала.

Был отмечен чистый приток государственных кредитов на 56,6 млн долларов США вместо 20,3 млн долларов США чистого притока в третьем квартале предыдущего года.

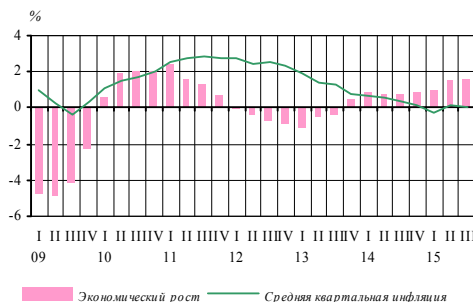
Чистые внешние активы частного сектора увеличились на 142,2 млн долларов США по сравнению с ростом в третьем квартале предыдущего года на 108,8 млн долларов США. В том числе, чистые внешние активы коммерческих банков уменьшились на 93,2 млн долларов США, в отличие от роста примерно на 235,4 млн долларов чистых внешних активов иного частного сектора. Накопление у частного сектора инвалютных активов, а, следовательно, и рост долларизации, обусловлен увеличением инфляционных ожиданий.

3.5. Внешняя среда

В 3-м квартале 2015 г. в США была отмечена инфляция



В 3-м квартале 2015 г. в еврозоне была отмечена инфляция



В третьем квартале 2015 года в странах - торговых партнерах РА в США и еврозоне продолжились медленные темпы экономического роста, а в России был отмечен больший, чем прогнозировалось, экономический спад.

Согласно предварительным оценкам Бюро анализа Министерства торговли США, в третьем квартале 2015 года в Соединенных Штатах Америки экономический рост составит 1,5% кв/кв годовых вместо 3,9% в предыдущем квартале, а рост в годовом выражении составил 2,0% в годовом выражении вместо 2,7% в предыдущем квартале. Основными факторами, оказавшими содействие экономическому росту, явились расходы частного потребления и государственные затраты. Средняя квартальная инфляция в США составила 0,04% в годовом выражении, вместо 0,04% дефляции в предыдущем квартале, что продолжает оставаться на значительном низком уровне от целевого показателя. Федеральная резервная система США сохранила процентные ставки политики на уровнях 0-0,25% для того, чтобы продолжалось содействие восстановлению рынка труда и регулированию инфляции.

Согласно предварительным оценкам Евростата, в зоне евро экономический рост в третьем квартале 2015 года составил 1,6% в годовом выражении вместо 1,5% роста в предыдущем квартале. Инфляция в третьем квартале 2015 года в странах еврозоны замедлилась и составила в среднем 0,07% в годовом выражении, вместо 0,17% инфляции в предыдущем квартале. Европейский центральный банк сохранил в третьем

²⁸ Показатели счетов движения капиталов за третий квартал 2015 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

квартале 0,05% процентную ставку политики и отрицательную -0,2% ставку привлечения денежных средств, а также продолжил запущенную еще в конце 2014 года программу количественного расширения по покупке обеспеченных активами ценных бумаг и обеспеченных облигаций и начатую с 2015 года программу покупки суверенных облигаций.

В третьем квартале 2015 года на валютном рынке наблюдалось укрепление евро по отношению к доллару США (укрепление кв/кв составило 0,6%), а по сравнению с третьим кварталом предыдущего года было отмечено ослабление евро по отношению к доллару США на 16,1%. Следует также отметить, что средний обменный курс составил 1,11 доллара США за евро.

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы России в третьем квартале 2015 года экономический спад в России составит 4,1% в годовом выражении, вместо 4,6% в предыдущем квартале.

В условиях ослабления в третьем квартале 2015 года обменного курса российского рубля примерно на 38,0% в годовом выражении, 12-месячная инфляция в России составила 15,7% вместо 15,8% в предыдущем квартале. Следует отметить, что по сравнению с предыдущим кварталом российский рубль ослаб на 17,0%. В условиях замедления экономического роста Центральный банк России снизил в третьем квартале ставки политики до 11,0% (в конце предыдущего квартала – 11,5%).

В третьем квартале 2015 года *цена на сырую нефть марки Брент* на бирже “Intercontinental Exchange” (ICE), обусловленная большими объемами выработки и имеющимися резервами, а также ожиданиями выработки больших объемов в будущем, снизилась по сравнению с предыдущим кварталом примерно на 19,6%, составив в среднем 49,9 доллара США за баррель (снижение в годовом выражении – 51,1%).

Цена на медь на Лондонской бирже металлов снизилась в третьем квартале 2015 года на 13,0% кв/кв (снижение в годовом выражении – 24,7%), составив в среднем 5265 долларов США за тонну. Факторами, способствующими дефляции, явились резкое замедление сектора промышленности в экономике Китая и большие запасы.

По данным Департамента сельского хозяйства США, цена экспортируемых сортов твердой краснозерной *пшеницы*, в силу мирового производства и больших запасов, продолжила снижение в третьем квартале на 15,2% кв/кв, составив в среднем 4,98 долларов США за бушель (снижение в годовом выражении – 30,1%).

Индекс цен на необработанный *сахар* на бирже “New York Board-Intercontinental Exchange” (NYB-ICE) снизился в третьем квартале 2015 года на 8,2% кв/кв (снижение в годовом выражении – 34,6%). Дефляция была обусловлена большими объемами производства в Индии и Бразилии.

Цена на *рис* на бирже “Chicago Board of Trade” (CBOT) в третьем квартале 2015 года, в силу определенного увеличения объемов производства, снизилась на 2,1%, и средняя цена за один американский центнер (45,3 кг) составила 16,9 доллара США (снижение в годовом выражении – 14,1%).

В третьем квартале на рынках сырьевых и продовольственных товаров были отмечены дефляционные тенденции, что совпало с прогнозами на третий квартал по части сырьевых товаров, а фактическое снижение цен на продовольственные товары было больше, чем ожидалось. Основным фактором для дефляции продовольственных товаров, превысившей прогноз, стали большие объемы производства, которые превзошли ожидания.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В третьем квартале 2015 года *спрос во внешнем секторе* оставался на низком уровне, а на мировых рынках основных товаров наблюдались дефляционные развития. *В прогнозируемом горизонте* из внешнего сектора существенных инфляционных давлений не ожидается.

В январе-сентябре 2015 года *рост экономической активности* слегка опередил ожидания, главным образом, за счет высокого роста объемов выпуска в секторах промышленности и сфере услуг. В результате, *экономический рост* в третьем квартале 2015 года *составит 3,4-3,6% в годовом выражении*.

На фоне низкой инфляционной среды, сформировавшейся в условиях слабого внутреннего спроса, ЦБ смягчил в третьем квартале денежно-кредитные условия, снизив ставку рефинансирования на 0,25 пп. В третьем квартале 2015 года 12-месячная инфляция снизилась в соответствии с прогнозом и составила к концу сентября 3,3%.

Экономический рост в 2015 году ожидается в пределах 3,2-3,9%, в основном, за счет сохранения макроэкономической и финансовой стабильности, смягчения денежно-кредитных условий со стороны ЦБ, осуществляемой более подстегивающей, чем предусматривалось, налогово-бюджетной политики, и положительными развитиями в сельском хозяйстве.

В 2016 году темпы экономического роста продолжат снижение, а с 2017 года ускорятся под воздействием эффективного выполнения правительственной программы, направленной на стимулирование экспорта и вложений, постепенного улучшения внешней экономической среды и структурных реформ. Ожидается, что экономический рост, обусловленный вышеизложенными развитиями, составит к концу прогнозируемого горизонта 3,0-4,5%.

Таким образом, *в прогнозируемом горизонте*, в результате стабилизации частного потребления и нейтрализации воздействия фискальной политики, воздействие внутренней экономики на совокупный спрос останется неинфляционным, будет смягчено инфляционным воздействием чистого экспорта и нейтрализуется к концу прогнозируемого горизонта.

В конце прогнозируемого горизонта 12-месячная инфляция стабилизируется вокруг своего целевого 4% уровня. Тем не менее, инфляционные ожидания продолжают оставаться на высоком уровне, о чем свидетельствует медленное отражение сформировавшегося слабого внутреннего спроса и внешней дефляционной среды на показателе инфляции, рассчитанном без учета сезонных цен на сельхозпродукцию. Согласно оценкам ЦБ, наряду с ослаблением инфляционных ожиданий, инфляция этих товаров также снизится. К концу 2015 года 12-месячная инфляция окажется на нижней границе допустимого диапазона колебаний, а в последующие месяцы останется на низком уровне, постепенно приближаясь и стабилизируясь вокруг своего целевого показателя в прогнозируемом горизонте.

Согласно оценкам ЦБ, ослабление денежно-кредитных условий в четвертом квартале 2015 года, которое в условиях инфляционных ожиданий могло быть более резким, приведет к расширению совокупного спроса и стабилизации инфляции в прогнозируемом горизонте вокруг целевого показателя. В случае удержания инфляционных ожиданий, отсутствия внешних и внутренних дополнительных рисков, Совет ЦБ продолжит в четвертом квартале смягчение денежно-кредитных условий.

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах будут разновесные. Причем, риски, вытекающие из внешнего сектора, связаны с экономическими перспективами как развитых, так и развивающихся стран. В частности, имеются риски оттока капитала из развивающихся стран в США и роста волатильности денежных единиц развивающихся стран вследствие ожидаемого повышения процентных ставок со стороны Федеральной резервной системы США. Наиболее значительны риски, связанные с дальнейшими развитиями экономики России, обусловленные большим, чем ожидался, спадом цен на нефть и сохранением более низкого уровня цен в прогнозируемом горизонте, дальнейшим ослаблением российского рубля, а также риски, связанные с дальнейшим ходом геополитических разработий. Резкое замедление экономического роста Китая также может вызвать риски в смысле замедления мирового экономического роста и спада мировых цен на сырьевые и продовольственные товары. Риски, вытекающие из внутренней экономики, двухсторонние, и обусловлены, в основном, развитиями в отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий, ходом восстановления внутреннего спроса, темпа восстановления роста частных вложений, а также осуществляемыми стимулирующими программами Правительства. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.