

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
номер 236-А, 15.08.2014г.*

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики.
3-й квартал, 2014 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 2-го квартала 2014 г.*

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	6
<i>2.1. Внешняя среда</i>	6
<i>2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос</i>	7
<i>2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте</i>	13
3. Фактические развития второго квартала 2014 года	15
3.1. Инфляция	15
<i>3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции</i>	15
<i>3.1.2. Цены на импорт и цены производителей</i>	17
<i>3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки.....</i>	18
3.2. Совокупный спрос и предложение	18
<i>3.2.1. Совокупное предложение</i>	18
<i>3.2.2. Совокупный спрос</i>	19
<i>3.2.3. Рынок труда</i>	20
<i>3.2.4. Налогово-бюджетная политика</i>	21
3.3. Деньги и развития финансового рынка	22
<i>3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты</i>	22
<i>3.3.2. Обменный курс</i>	25
3.4. Платежный баланс	27
<i>3.4.1. Текущий счет</i>	27
<i>3.4.2. Счета операций с капиталом и финансовые счета</i>	28
<i>3.5. Внешняя среда</i>	29
4. Заключение	31

С января 2006 года Центральный банк РА перешел к стратегии инфляционного таргетирования. В свете этой политики важное место отводится обеспечению коммуникативности ЦБ с общественностью. Одной из форм такой коммуникативности является выпуск квартальных обзоров инфляции. Первый раздел Обзора инфляции состоит из Программы денежно-кредитной политики последующего квартала, в которой представляются 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 способствует 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 ориентирована на сведение к минимуму отклонения будущей инфляции от 4% целевого показателя.

Прогнозы в настоящем отчете составлены на основании фактической информации на период до 12 августа 2014 года - дня утверждения процентной ставки рефинансирования, результатов опросов Центрального банка и выводов, сделанных на основе информации о будущих макроэкономических развитиях.

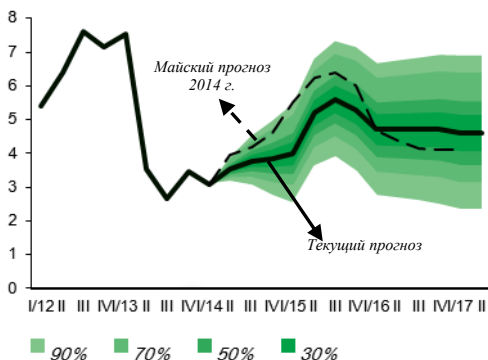
Со всеми предыдущими выпусками “Обзоров инфляции” можно ознакомиться на официальном сайте ЦБ РА, где размещены также и другие публикации, относящиеся к денежно-кредитной политике.

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

Согласно прогнозам ЦБ, в краткосрочном периоде относительно низкий уровень 12-месячной инфляции станет постепенно повышаться и к концу года сформируется у нижней границы допустимого диапазона их колебаний.

Экономический рост ускорится в 2015 году и в течение оставшегося периода прогнозируемого горизонта стабилизируется в рамках своего потенциала.

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



Во внешнем секторе во втором квартале 2014 года на фоне геополитических развитий увеличились неопределённости. В прогнозируемом горизонте сохранится медленный темп восстановления мирового экономического роста, в результате из мировых рынков основных сырьевых и продовольственных товаров существенных инфляционных давлений не ожидается.

Во втором квартале 2014 года 12-месячная инфляция продолжила постепенное снижение и составила к концу июня 1,8%.

Согласно прогнозам ЦБ, в краткосрочном периоде относительно низкий уровень 12-месячной инфляции станет постепенно повышаться и к концу года сформируется у нижней границы допустимого диапазона колебаний. К концу первого квартала 2015 года инфляция приблизится к целевому показателю, и в течение оставшегося периода прогнозируемого горизонта будет колебаться вокруг этого показателя. Экономический рост ускорится в 2015 году и в течение оставшегося периода прогнозируемого горизонта стабилизируется в рамках своего потенциала.

Во втором квартале 2014 года *среда низкой активности экономики* сохранилась вследствие слабого внешнего и внутреннего спроса, который, в свою очередь, выразился в медленном восстановлении темпов роста частного потребления и сохранении низкой инвестиционной активности. Во втором квартале 2014 года рост частного потребления составил 4,1%, а частных вложений — 5,4% в годовом исчислении. Слабый спрос отразился на малом росте объемов выпуска промышленности и строительства. Рост в отрасли сельского хозяйства, вследствие плохих природно-климатических условий, был ниже прогноза, что также отразилось на экономической активности. В результате ожидается, что экономический рост в первом полугодии составит **3,4-3,6% в годовом исчислении**.

Краткосрочный прогноз предусматривает ускорение темпов роста частного потребления и стабильную инвестиционную среду, в результате рост частного потребления составит в 2014 году 4,0%, а рост частных вложений — 1,8%. В результате прогнозируемой в течение года расширяющей налогово-бюджетной политики, налогово-бюджетный импульс будет 0,3 пп расширяющим. По результатам 2014 года реальный рост экспорта товаров и услуг составит 2,0-4,0%, реальный рост импорта — 1,5-3,5%, а темп роста денежных переводов физических лиц снизится и составит 1,0-3,0%. В результате **экономический рост в 2014 году оценивается 3,6-4,2,8%** (центральное значение прогноза — 3,9%), что обусловлено, в основном, ростом показателей отрасли сельского хозяйства и сферы услуг (общее содействие — 2,9 пп).

В прогнозируемом горизонте экономический рост несколько ускорится и стабилизируется в пределах своего потенциала, благодаря ускорению темпов роста частного потребления и медленному восстановлению частных вложений.

Таким образом, *в прогнозируемом горизонте*, в результате стабилизации частного потребления и нейтрального, в целом, воздействия налогово-бюджетной политики, **расширения инфляционной среды по части внутреннего спроса не ожидается**.

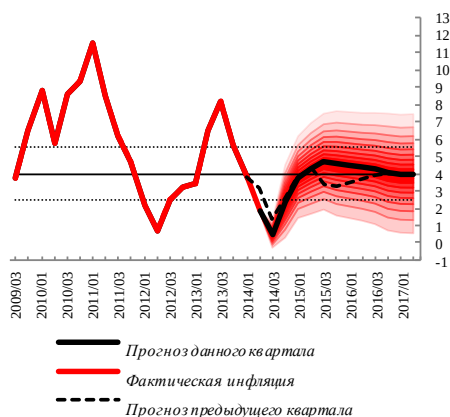
Во внешнем секторе во втором квартале 2014 года на фоне геополитических развитий увеличились неопределённости. В этой ситуации **на основных мировых рынках сырья и продовольствия** наблюдались преимущественно слабые инфляционные развития.

В прогнозируемом горизонте сохранится медленный темп восстановления мирового экономического роста, в результате из мировых рынков основных сырьевых и продовольственных товаров существенных **инфляционных давлений не ожидается**.

Во втором квартале 2014 года **12-месячная инфляция** продолжила постепенное снижение и составила к концу июня **1,8%**, что ниже нижней границы диапазона допустимых колебаний целевого показателя. Во

Во втором квартале 2014 года Центральный банк снизил процентную ставку рефинансирования на 0,5 пп, установив в конце июня на уровне 7,0%.

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



В третьем квартале 2014 года ЦБ продолжит ослабление денежно-кредитных условий.

втором квартале понижательную динамику проявила также базовая инфляция: 12-месячный показатель снизился с отмеченного в предыдущем квартале 1,8% до 0,4%.

Во втором квартале 2014 года **ЦБ снизил процентную ставку рефинансирования на 0,5 пп**, установив в конце июня на уровне 7,0% (подробнее см. в разделе “3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции”).

В условиях повышения заработной платы в государственном секторе со второй половины 2014 года, а также **удорожания с августа тарифов на электроэнергию** и введения в четвертом квартале **акцизных марок для ряда товаров**, инфляция во второй половине года повысится. Тем не менее, инфляция к концу года удержится на низком уровне, находясь у нижней границы диапазона колебаний. В соответствии с сформировавшейся и ожидаемой макроэкономической средой **в третьем квартале 2014 года ЦБ продолжит ослабление денежно-кредитных условий**, что в сочетании с осуществляемым по настоящее время смягчением денежно-кредитных условий и запланированной в годовом разрезе расширяющей налогово-бюджетной политикой, приведет к расширению совокупного спроса и восстановлению темпов инфляции. В результате в ближайшем периоде темпы экономической активности определенным образом восстановятся, способствуя в краткосрочном отрезке стабилизации инфляции вокруг своего целевого уровня.

Риски отклонения инфляции **от прогнозированной величины** будут **равносторонними**, как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах. Причем, **риски, исходящие от внешнего сектора**, в основном обусловлены перспективой экономических развитий развивающихся стран, особенно России, и передачей их возможного влияния на рынки сырьевых и продовольственных товаров. **Риски, исходящие от внутренней экономики**, обусловлены, в основном, развитиями внутреннего спроса, в частности, темпами восстановления капитальных вложений и ходом исполнения государственного бюджета РА, а также, в зависимости от природно-климатических условий, развитиями отрасли сельского хозяйства. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда ¹

В прогнозируемом горизонте восстановление мировой экономики сформирует во внешнем секторе слабую инфляционную среду.

В прогнозируемом горизонте восстановление мировой экономики сформирует во внешнем секторе слабую инфляционную среду.

В 2014 году ожидается некоторое замедление, по сравнению с предыдущим прогнозом, темпов мирового экономического роста и темпов экономического роста стран-партнеров РА, которое проявится в экономиках как развивающихся, и так и развитых стран.

Проводимая Федеральной резервной системой **США** политика количественного расширения завершится в 2014 году, однако рост процентных ставок ожидается лишь с начала 2016 года. Прогноз экономического роста 2014 года составит 1,8%, достигнув примерно 3% в 2017 году.

В **зоне евро** восстановление экономической активности, начатое с конца 2013 года, продолжится в течение прогнозируемого горизонта: в 2014 году экономический рост составит 1%, достигнув примерно 1,5% в 2017 году. В то же время, вследствие слабой инфляционной среды, Европейский центральный банк продолжит проведение политики низких процентных ставок.

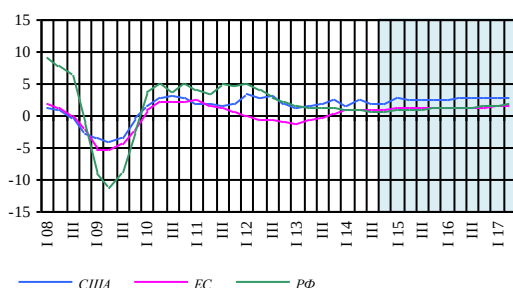
В **России** прогнозируется низкий уровень экономической активности и увеличение инфляции в течение всего прогнозируемого периода. Замедление темпов экономического роста, обусловленное геополитическими развитиями, связанными с Украиной, выразится, в основном, в слабой инвестиционной среде и будет сопровождаться оттоком капитала. Темп роста в 2014 году составит примерно 0,6%, достигнув 1,8% в 2017 году.

Отметим также, что в июльском отчете МВФ для 2014 года предусматривался 3,4% показатель мирового экономического роста (корректировка на снижение составила 0,3 пп), причем, корректировка сделана за счет, как развитых, так и развивающихся стран (0,4 и 0,2 пп соответственно).

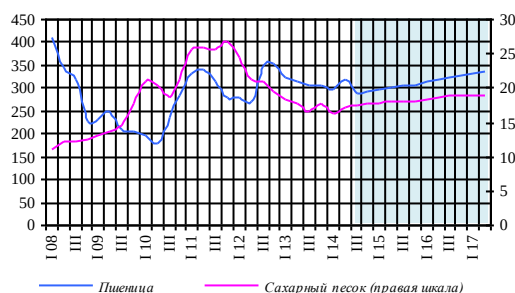
Неопределенности и риски, связанные с дальнейшим ходом мировой экономики, **имеют наиболее существенное значение** для развивающихся стран. Они обусловлены оттоком капитала из развивающихся стран в развитые страны и сопряженным с этим замедлением экономического роста.

Медленное восстановление мировой экономики обусловит отсутствие существенных инфляционных тенденций **на рынках основных сырьевых и продовольственных товаров**. В то же время, развития рынков отдельных товаров будут обусловлены характерными для них фундаментальными основами, в частности, риски, сопряженные с тарифами на энергоносители, будут обусловлены геополитическими развитиями, а цены на продовольственные товары – в основном, погодными условиями.

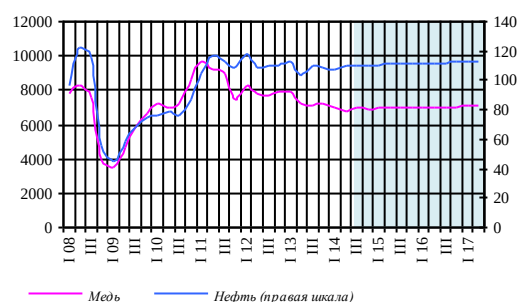
Экономический рост в странах-партнерах (%)



Продовольственные товары (доллары США)



Сырьевые товары (доллары США)



В условиях медленного восстановления мировой экономики, на рынках основных сырьевых и продовольственных товаров существенных инфляционных тенденций не ожидается.

¹ Прогнозы внешней среды составлены на базе информации мировых аналитических, исследовательских, рейтинговых агентств, финансовых организаций и различных информационных агентств (в том числе IMF, World Bank, Economist Intelligence Unit, Global Insight, Financial Times и др.).

Товарные рынки в прогнозируемом горизонте

Согласно июльским оценкам Международного энергетического агентства, в 2014 году примерно 61% мирового спроса на нефть будет удовлетворено за счет выработки нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК (рост по отношению к предыдущему году составил 2,7%), в результате средний спрос на объемы выработок стран-членов ОПЕК составит 36,35 млн баррелей в день. В прогнозируемом горизонте, параллельно с восстановлением мировой экономики, мировые цены на нефть проявят тенденции умеренного роста, хотя инфляционные риски на мировых рынках энергоносителей сохранятся вследствие геополитических развитий.

В 2014-2017 гг., при условии медленного восстановления мировой экономики, на рынках промышленных металлов будут наблюдаться слабые инфляционные проявления, хотя, в свете ожиданий ускорения роста промышленности в Китае, на мировом рынке меди в краткосрочном отрезке прогнозируются определенные инфляционные развития.

Согласно июльскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай зерновых в 2014/2015 маркетинговом году составит 705,2 млн тонн (по сравнению с предыдущим годом объем производства сократился примерно на 9 млн тонн). При этом, ввиду опережающего роста производства по отношению к спросу, в прогнозируемом горизонте ожидается определенный рост объемов запаса (по сравнению с предыдущим годом запасы увеличатся примерно на 5,2 млн тонн). Несмотря на краткосрочные дефляционные развития, мировые цены на зерновые в среднесрочном отрезке проявят, в основном, тенденцию к стабилизации.

В 2014/2015 маркетинговом году объем мирового производства риса составит 479,4 млн тонн (по сравнению с предыдущим годом - на 2 млн тонн больше). В то же время, ввиду роста потребления ожидается некоторое сокращение запасов (по сравнению с предыдущим годом запасы уменьшатся на 3 млн тонн). В результате мировые цены на рис также проявят тенденцию к стабилизации.

В 2014/2015 маркетинговом году прогнозируемое сокращение урожая сахарной свеклы в Бразилии будет возмещено, в основном, богатым урожаем в ЕС, Австралии и Мексике, в результате на мировом рынке сахарного песка в среднесрочном отрезке будет отмечаться тенденция слабого роста цен.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение

В условиях углубления негативных воздействий, поступающих из экономических развитий России - крупного торгового и инвестиционного партнера Армении, осуществления более слабой, чем ожидалось, стимулирующей налогово-бюджетной политики, медленной реализации предусмотренных крупных строительных программ и негативных развитий сельского хозяйства **прогноз экономического роста был пересмотрен в направлении снижения.**

В результате в 2014 году ожидается 3,6–4,2% рост экономики² (центральное значение прогноза – 3,9%). Причем, предусмотренные тенденции экономического роста продолжатся в прогнозируемом горизонте, и экономический рост стабилизируется в диапазоне своего потенциала.

В 2014 году ожидается 3,6–4,2% рост экономики.

² См. колебания по 30% вероятности в графике прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП.

Прогноз отрасли **промышленности** был пересмотрен в понижательном направлении. В частности, был снижен ожидаемый рост горнорудного производства и металлургии, ввиду корректировки цен на цветные металлы на мировых рынках на понижение. В направлении снижения были также пересмотрены темпы роста объемов производства стройматериалов, переработки продовольствия и напитков, вследствие замедления темпов ожидаемого роста отрасли строительства, внешнего и внутреннего спроса соответственно. В результате в отрасли промышленности в 2014 году ожидается 1,3-2,3% рост добавленной стоимости.

В прогнозируемом горизонте рост промышленности стабилизируется в пределах 5%, также благодаря вводу в эксплуатацию тегутского рудника и реализации ряда предусматриваемых крупных программ.

В отрасли **строительства** прогноз добавленной стоимости также был пересмотрен в направлении снижения на основании более низкой, чем ожидалось, активности отрасли во втором квартале. В результате в отрасли строительства в 2014 году прогнозируется 0,5-1,5% рост добавленной стоимости, которому окажут содействие, в основном, работы по строительству дорог, ирригационной системы, систем водоснабжения, северных пограничных пунктов и модернизации Ереванского метрополитена, осуществляемые за счет государственного бюджета, бюджетных средств общин и международных организаций.

В прогнозируемом горизонте в результате постепенного исчезновения неравновесия, возникшего между предложением и спросом в отрасли строительства, ожидается стабилизация роста в пределах 0-1%.

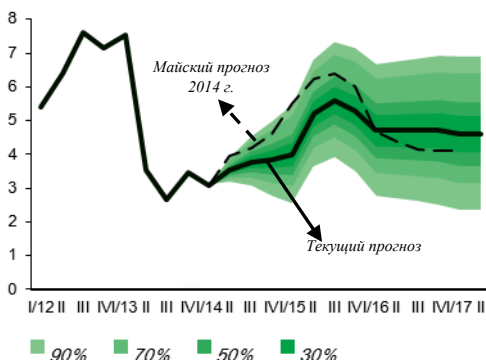
В отрасли **сельского хозяйства** прогноз также скорректирован на снижение, вследствие, в основном, как фактических негативных развитий в растениеводстве, так и ожиданием плохого урожая из-за сильных градов в июне-июле. В результате реальный рост добавленной стоимости отрасли прогнозируется в 2014 году в пределах 2,3-3,3%.

В прогнозируемом горизонте естественный темп роста в сельском хозяйстве, в основном, сохранится, составив 5,2-5,8%.

Прогноз сферы **услуг** был пересмотрен в направлении небольшого повышения, что было обусловлено превышающей прогноз активностью в сферах торговли, туризма и воздушного транспорта. В результате реальный рост добавленной стоимости в сфере услуг ожидается в 2014 году в пределах 5,2-6,2%. **В прогнозируемом горизонте** темп роста услуг стабилизируется в пределах 5,6%, соответствуя среднесрочным прогнозам по внутреннему спросу.

В прогнозируемом горизонте риски экономического роста равносторонние, они связаны, как с дальнейшим ходом развития мировой экономики, так и существующими большими неопределенностями относительно частного инвестирования.

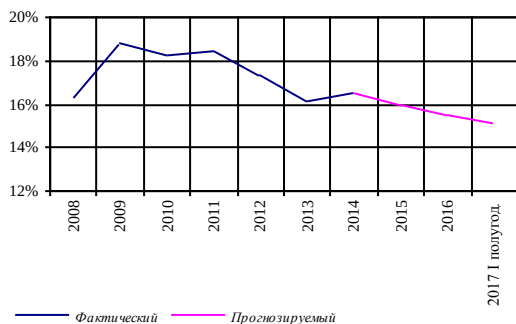
Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозируемом горизонте



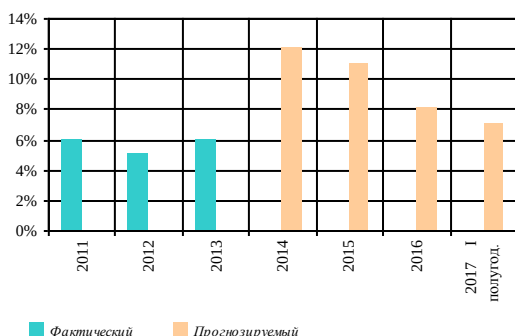
Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП				
Период	диапазон 30% вероятности		диапазон 90% вероятности	
	Мин.	Макс.	Мин.	Макс.
январь-декабрь 2014 / январь-декабрь 2013	3,6%	4,2%	2,7%	5,0%
январь-декабрь 2015 / январь-декабрь 2014	4,9%	5,7%	3,4%	7,2%
январь-декабрь 2016 / январь-декабрь 2015	4,2%	5,2%	2,5%	6,9%

В 2014 году рост уровня средней номинальной заработной платы в экономике составит 11,6% вместо 6,0% роста, отмеченного в 2013 году.

Уровень безработицы



Рост г/г средней номинальной заработной платы



Рынок труда³. Прогнозы показателей рынка труда на 2014-2016 гг. были слегка скорректированы, ввиду изменения прогнозов экономического роста. В частности, по сравнению с прежним прогнозом, в прогнозируемом горизонте ожидается более медленный темп роста средней заработной платы, а в среднесрочном отрезке - более медленное снижение уровня безработицы.

В 2014 году рост уровня *средней номинальной заработной платы* в экономике составит **11,6% вместо 6,0% роста, отмеченного в 2013 году**. Ускорению темпов роста номинальной заработной платы в течение года окажут содействие повышение порога минимальной зарплаты и повышение заработных плат в некоторых предприятиях частного сектора в связи с реформой накопительной пенсионной системы, а также существенное повышение заработных плат в государственном секторе, в основном, во второй половине года. Повышение заработных плат в государственном секторе приведет к умеренному повышению заработных плат в частном секторе, ввиду межотраслевой конкуренции в этих секторах. Вследствие повышения затрат предприятий на стоимость единицы рабочей силы в частном секторе, во второй половине года на потребительском рынке ожидаются слабые инфляционные давления примерно на 0,3 пп, которые исчезнут во второй половине 2015 года.

В условиях ожидаемого сравнительно низкого экономического роста в 2014 году, средний уровень безработицы составит 16,5%, повысившись по отношению к предыдущему году на 0,3 пп. В **2015-2017 гг.** параллельно с ускорением экономического роста уровень безработицы постепенно снизится.

На фоне ожидаемого экономического роста, развития инфляции, снижения уровня безработицы и сохранения политики Правительства по повышению заработной платы, в 2015-2017 гг. номинальная заработная плата продолжит повышаться более быстрыми темпами по сравнению с 2013 годом. Воздействие существенного повышения заработных плат в государственном секторе во второй половине 2014 года сохранится и в первом полугодии 2015 года, что приведет к сохранению в этом отрезке высоких темпов роста совокупной заработной платы.

*Таким образом, можно утверждать, что повышение заработных плат в государственном секторе, повышение порога минимальной зарплаты, а также корректировка заработных плат вследствие реформ пенсионной системы ускорят темп роста заработных плат в частном секторе, что приведет к увеличению затрат предприятий в частном секторе. В результате, по оценкам ЦБ РА, на потребительском рынке со стороны предложения возникнут слабые инфляционные давления на 0,3 пп, которые нейтрализуются в первом полугодии 2015 года, и в прогнозируемом горизонте инфляционных давлений, исходящих от рынка труда, не будет*⁴.

Совокупный спрос⁵

В результате расширяющих налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик, со второй половины 2014 года до конца 2015

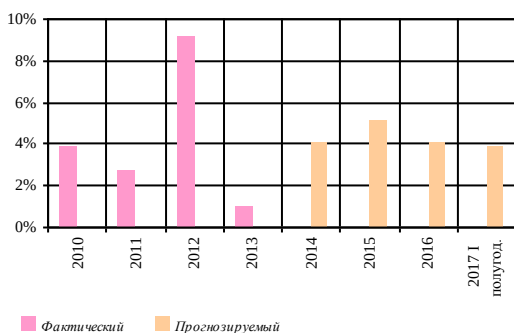
³ Данные по рынку труда за 2014 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях первого квартала и апреля-мая 2014 года. Показатели роста даны по отношению к тому же кварталу предыдущего года, если иное не указывается.

⁴ В среднесрочном отрезке рост заработной платы приведет также к инфляции спроса (подробнее см. в разделе "Совокупный спрос").

⁵ Показатели реального роста потребления и вложений частного сектора за 2014-2017 гг. являются оценками ЦБ РА. Фактические величины указанных показателей представлены на основании опубликованных НСС РА данных за первый квартал 2014 года. Оценки реального роста даны по отношению к тому же кварталу предыдущего года, если иное не указывается.

Темп роста частного потребления составит 4%.

Рост г/г частного потребления



Частные вложения в 2014 году по сравнению с предыдущим годом слегка повысятся - на 1,8%.

года темп роста совокупного спроса будет выше отмеченного в начале года достаточно низкого уровня, достигнув 5%. Затем, параллельно с ослаблением воздействия расширяющей политики, начиная с конца 2015 года совокупный спрос станет повышаться более медленными, но устойчивыми темпами, которые будут соответствовать темпам экономического роста.

Вследствие более низких, чем ожидалось, показателей темпов роста денежных переводов из РФ, активности внутренней экономики и государственных затрат, в 2014 году темп роста **частного потребления** был скорректирован по сравнению с предыдущими прогнозами в направлении снижения, составив 4,0%. Тем не менее, ожидаемый в 2014 году рост частного потребления будет значительно выше 0,9% роста, отмеченного в 2013 году.

Высокая инфляция, вызванная удорожанием тарифов на энергоносители, а также замедление темпов роста объемов кредитования являются факторами, обусловившими низкий темп роста частного реального потребления во втором полугодии 2013 года и в начале 2014 года. Существенное содействие сдерживанию частного потребления с первого квартала 2014 года оказало также сокращение темпов роста денежных потоков из РФ – основного экономического партнера РА.

Постепенное прекращение негативного воздействия тарифов на энергоносители, расширяющая фискальная и монетарная политики значительно ускорили темпы роста частного потребления во втором квартале 2014 года.

Значительное повышение заработных плат в государственном секторе в третьем квартале, а также стимулирующая монетарная политика приведут к росту располагаемых доходов населения, а существующая в экономике общая низкая инфляционная среда повысит покупательную способность. В результате со второго полугодия 2014 года темпы роста частного потребления еще более ускорятся и, сохранив высокий уровень в начале 2015 года, постепенно стабилизируются на уровне 4,0% в 2015-2016 гг.

Инвестиционная активность в экономике в первом полугодии 2014 года была слабой, как и прогнозировалось, о чем свидетельствуют малые объемы выпуска в отрасли строительства в январе-июне⁶. Следует отметить, что согласно опросам, проведенным Центральным банком⁷, во втором квартале, по сравнению с первым кварталом, инвестиционная активность слегка оживилась.

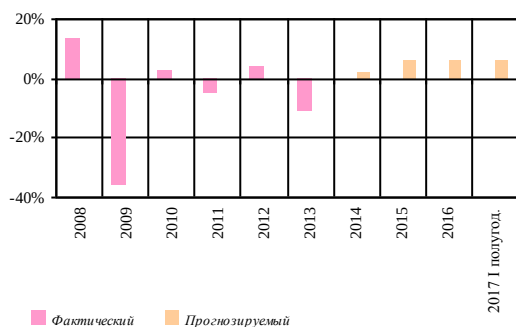
Параллельно с ускорением экономического роста в течение 2014 года ожидается, что оживление инвестиционной активности продолжится. Тем не менее, инвестиционная активность в 2014 году будет слабая, в результате частные вложения **в 2014 году** по сравнению с предыдущим годом слегка повысятся на 1,8%. **В 2015-2016 гг.**, вместе со стабилизацией отрасли строительства и реализацией определенных проектов в частном секторе, рост частных вложений ускорится, превысив предыдущие прогнозы: темп роста составит 5-6%. Существенное содействие процессу восстановления инвестирования окажет постепенный рост в среднесрочном отрезке объема совокупных национальных сбережений вследствие введения накопительной пенсионной системы.

В случае присоединения Армении к Евразийскому таможенному союзу, в экономике могут заметно увеличиться частные вложения, вследствие ряда совместных инвестиционных программ с членами союза.

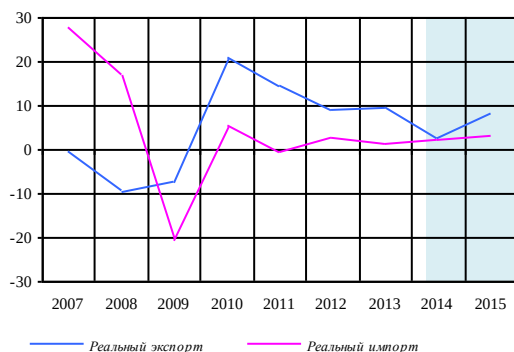
⁶ См: <http://armstat.am/file/doc/99487153.pdf>;

⁷ См: https://www.cba.am/AM/Economic%20Activity%20and%20Business%20Climate%20Indices/BAI,BCI_full_1.2013.pdf;

Рост г/г частных вложений



Реальный экспорт и реальный импорт товаров и услуг (г/г, %)



В условиях вышеизложенных развитий в сферах потребления и частных вложений, в 2014 году темпы роста частных затрат станут постепенно ускоряться, а в конце *прогнозируемого периода* установятся на уровне 4,0%. В результате, в течение 2014 года отрицательный показатель разлома частных затрат сохранится и обнулится к началу 2015 года. Ускорение темпов роста частных затрат в 2014 году, обусловленное лаговыми воздействиями расширяющей фискальной и монетарной политики, приведет в 2015 году к небольшому положительному разлому частных затрат, который постепенно обнулится в прогнозируемом горизонте.

В свете вышесказанного в течение 2014 года частные затраты окажут на инфляцию сдерживающее воздействие на 1,7-1,8 пп. Со второй половины 2014 года дефляционные давления частных затрат ослабеют и нейтрализуются к началу 2015 года. В 2015 году воздействие частных затрат будет слабым инфляционным – 0,2-0,3 пп, и нейтрализуется в 2015-16 годах.

В 2014 году прогнозы отдельных элементов текущего счета были пересмотрены с учетом июльских корректировок темпов роста мировой экономики, а также пересмотренных развитий экономики РА. Вместе с этим, в результате официальной корректировки платежного баланса РА⁸ показатель текущий счет/ВВП повысится по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года.

Учитывая более низкий, чем прогнозировалось, показатель темпа роста реального экспорта товаров и услуг в первом полугодии 2014 года, обновление корректировки в сторону снижения темпов роста мировой экономики, а также задержку ввода в эксплуатацию тегутского рудника, показатель темпа роста реального экспорта товаров и услуг по второму полугодю 2014 года был пересмотрен в направлении снижения. В результате темпы роста реального экспорта товаров и услуг в течение 2014 года составят 2,0-4,0%.

Показатель темпа роста реального импорта товаров и услуг во втором полугодии 2014 года был пересмотрен в направлении снижения, в основном, вследствие корректировки темпов роста ВВП в направлении снижения, а также учета фактических показателей. В результате темп реального роста импорта товаров и услуг в 2014 году составит 1,5-3,5%.

Темпы роста некоммерческих переводов физических лиц в первом полугодии 2014 года значительно замедлились. Следовательно, учитывая фактические развития, а также корректировку экономического роста России в направлении снижения, рост некоммерческих переводов физических лиц на 2014 год был пересмотрен в направлении снижения, составив 1,0-3,0%.

В результате вышеуказанных корректировок, показатель текущий счет/ВВП сформируется в 2014 году на уровне 9,0-10,0%, достигнув в среднесрочном отрезке 5,0-6,0%.

Учитывая результаты исполнения *государственного бюджета* за второй квартал 2014 года, который прошел с невыполнением плана по доходам и экономией расходов по сравнению с запланированными квартальными объемами (более подробно см. раздел “4. Фактические развития налогово-бюджетной политики”), программа на год была скорректирована в направлении 4,5% экономии утвержденного годового объема государственных расходов⁹. В 2014 году ожидается, что показатель налоги/ВВП повысится по отношению к фактическим показателям пре-

⁸ В частности, показатель импорта 2013 г. был пересмотрен в направлении значительного снижения, в результате показатель дефицит текущего счета/ВВП 2013 года был снижен на 2,5 пп и составил 8,0%.

⁹ Оценка ЦБ РА.

дыдущего года на 0,8 пп, а показатель расходы/ВВП – на 0,4 пп. Причем рост расходов предусматривается за счет как ускоренного роста капитальных расходов, так и текущих расходов. В результате указанных развитий **в 2014 году ожидается более низкий уровень дефицита, чем было предусмотрено законом РА “О государственном бюджете 2014 года”**.

В свете вышеуказанных развитий, в 2014 году, по сравнению с 2013 годом, воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет небольшим 0,3 расширяющим, вместо прогнозируемого в программе денежно-кредитной политики второго квартала расширяющего воздействия на 0,7. Вследствие корректировки оценки экономического роста ожидается сдерживающее воздействие доходов на 0,58 (предусмотренный законом план сбора доходов в условиях более низкого темпа экономического роста окажет сдерживающее воздействие по сравнению с прогнозируемым ранее нейтральным воздействием) и расширяющее воздействие расходов на 0,92 (экономия расходов составит 4,5% от предусмотренного законом плана).

Несмотря на повышение заработных плат в государственном секторе со второй половины года, которое увеличит расширяющее воздействие расходов, ожидается более сдерживающее воздействие расходов, в результате которого налогово-бюджетный импульс во второй половине года будет иметь по сравнению с первой половиной года менее расширяющее воздействие.

В прогнозируемом горизонте прогнозы воздействия **налогово-бюджетной политики** основаны на прогнозах основных макроэкономических показателей “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2015-2017 гг.”, которая ориентирована на эффективное управление долгом и сохранение в среднесрочном отрезке соотношения дефицит/ВВП в среднем на уровне 1,9%. В результате, **воздействие налогово-бюджетной политики в среднесрочном отрезке будет инфляционным**.

В 2014 году ожидается более низкий уровень дефицита, чем было предусмотрено законом РА “О государственном бюджете 2014 года”. В 2014 году, по сравнению с 2013 годом, воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет небольшим 0,3 расширяющим.

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетной политики					
% в ВВП	2013	2014	2015	2016	2017
Доходы государственного бюджета	24,3	24,6	23,9	23,6	23,7
Расходы государственного бюджета	24,5	25,8	25,9	25,4	25,5
Процентные платежи по долгу	1,1	1,4	1,4	1,4	1,4
Баланс государственного бюджета	-0,2 ¹⁰	-1,2 ¹¹	-2,0	-1,8	-1,8
Первичный бюджет*	0,9	0,2	-0,6	-0,4	-0,4
Единовременные/временные потоки**	0,4	0,0	-0,4	-0,4	-0,4
Скорректированный баланс***	0,5	0,2	-0,2	0,0	0,0
Циклический баланс****	-0,5	-0,4	-0,1	-0,1	0,0
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	1,0	0,6	-0,1	0,1	0,0
Налогово-кредитная позиция*****	-0,9	0,4	0,7	-0,2	0,1

** Баланс бюджета за вычетом процентных выплат по долгу.
 ** Временные или единовременные поступления в бюджет. Здесь рассматриваются чистые остатки кредитования (знак “+” означает предоставление средств, знак “-” - возврат средств).
 *** Первичный бюджет, скорректированный с учетом единовременных или временных поступлений.
 **** Оценка ЦБ: та часть баланса бюджета, которая зависит от колебаний делового цикла. Компоненты зависят от разлома ВВП и коэффициентов гибкости доходов и расходов к ВВП.
 ***** Оценка ЦБ: изменение 2/3 структурного баланса, отражающая дискреционный характер налогово-кредитной политики (положительный знак означает фискальное расширение, отрицательный знак - сдерживание).

¹⁰ Показатели государственного бюджета на 2013 год представлены без учета внебюджетных средств, государственные затраты отражены по движениям потоков наличности.

¹¹ Показатель дефицита государственного бюджета на 2014 год является оценкой ЦБ РА, согласно которой доходы госбюджета предусматриваются в соответствии с планом, а государственные затраты – на 4,5% меньше запланированного на год показателя (вследствие экономии в первом полугодии и учитывая тенденции предыдущих лет по выполнению плана по государственным расходам).

Таким образом, целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены в течение 2014 года будет дефляционным – 1,0-1,1 пп и нейтрализуется в начале 2015 года. Целостное воздействие указанных факторов в течение 2015 года будет слабым инфляционным – 0,3-0,4 пп, вследствие воздействия на инфляцию начатых с 2014 года расширяющих политик и роста выше среднего заработных плат. С конца 2015 года воздействие внутреннего спроса и рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

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

В прогнозируемом горизонте ожидается, что экономический рост развитых стран продолжит медленно восстанавливаться, а в развивающихся странах будут преобладать неопределенности, связанные с экономическими и геополитическими проблемами.

В условиях геополитических развитий во внешнем секторе увеличились неопределенности, связанные с экономическими перспективами стран партнеров. В прогнозируемом горизонте *продолжится медленное восстановление экономического роста развитых стран, а в развивающихся странах будут преобладать неопределенности, связанные с экономическими и геополитическими проблемами*, которые будут обусловлены, в основном, замедлением инвестиций и оттоком капитала.

В условиях медленного восстановления мировой экономики *на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров* инфляционных давлений, вызванных факторами спроса, нет. Тем не менее, на рынках отдельных товаров могут наблюдаться специфические проблемы, связанные с предложением, в основном, сопряженные с геополитическими, природно-климатическими и прочими аналогичными явлениями.

Во втором квартале 2014 года экономическая активность восстанавливалась медленнее, чем ожидалось: в январе-июне экономический рост составил 3,5% вместо прогноза 4,0%.

Во втором квартале 2014 года экономическая активность восстанавливалась медленнее, чем ожидалось: в январе-июне экономический рост составил 3,5% вместо прогноза 4,0%, причем содействие росту – 2,4 пп, в основном, оказала сфера услуг. В условиях медленной экономической активности темпы роста частного потребления в течение квартала были ниже прогноза, а слабая инвестиционная среда сохранилась. В то же время, ввиду существенного замедления экономической активности крупного торгового и инвестиционного партнера Армении – России, в течение квартала сформировалась, как и ожидалось, слабая среда внешнего спроса. Негативные развития экономики России отразились также и на существенном замедлении темпов роста частных трансфертов. В условиях вышеперечисленных развитий, которые сопровождалась осуществляемой Правительством в первом полугодии менее расширяющей, чем прогнозировалось, налогово-бюджетной политикой, *отрицательный разлом ВВП оказался больше прогноза*, оказав содействие *более быстрому, чем ожидалось, снижению темпов инфляции*, составившей к концу июня 1,8%.

Во втором квартале 2014 года 12-месячная инфляция снизилась быстрее, чем ожидалось, составив к концу июня 1,8%.

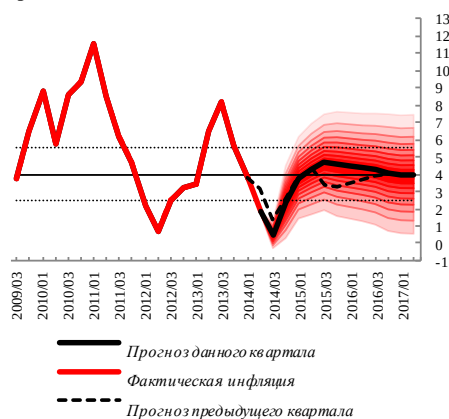
Говоря о макроэкономических прогнозах ЦБ РА, следует отметить, что в условиях фактических развитий экономики, менее расширяющей, чем прогнозировалось, налогово-бюджетной политики, и пессимистичных ожиданий относительно перспектив экономического роста России *в 2014 году темп роста экономики РА будет ниже прогноза* и составит 3,6-4,2%. Причем, основным двигателем роста экономики останется сфера услуг, содействие которой экономическому росту в течение года составит 2,3 пп.

В условиях медленного восстановления экономической активности, а также *удорожания с августа тарифов на электроэнергию* (общее содействие инфляции составит 0,6-0,7 пп, из которых непосредственное

содействие - 0,53 пп), и введения в четвертом квартале **акцизных марок для ряда товаров** (12,0% потребительской корзины), инфляция, оставаясь все еще на низком уровне, повысится во второй половине года и приблизится к концу года к нижней границе диапазона допустимых колебаний. В соответствии с сформировавшейся и ожидаемой макроэкономической средой, **в третьем квартале ЦБ РА продолжит ослабление денежно-кредитных условий**, что в сочетании с осуществляемым по настоящее время смягчением денежно-кредитных условий и запланированной в годовом разрезе расширяющей налогово-бюджетной политикой, приведет к расширению совокупного спроса и восстановлению темпов инфляции. В результате в ближайшем периоде темпы экономической активности определенным образом активизируются, способствуя в краткосрочном отрезке стабилизации инфляции на своем целевом уровне.

Таким образом, инфляция будет расти до конца года, приближаясь к нижней границе диапазона допустимых колебаний, а с начала 2015 года стабилизируется вокруг своего целевого ориентира.

График распределения вероятностей инфляции (12-месячной) в 3-годовалом 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%
III кв. 2014	65.4%	34.6%	0.0%	0.0%	0.0%
IV кв.	13.7%	39.4%	46.1%	0.8%	0.0%
I кв. 2015	2.6%	15.7%	69.8%	10.6%	1.3%
II кв.	2.0%	11.1%	64.3%	18.1%	4.6%
III кв.	1.4%	8.2%	58.6%	23.1%	8.7%
IV кв.	2.5%	10.2%	56.1%	21.6%	9.6%
I кв. 2016	3.1%	11.2%	56.1%	20.6%	9.1%
II кв.	3.7%	12.2%	56.0%	19.6%	8.6%
III кв.	4.6%	13.3%	55.1%	18.6%	8.4%
IV кв.	6.6%	15.2%	53.3%	16.9%	8.0%
I кв. 2017	7.5%	16.1%	52.9%	16.1%	7.5%
II кв.	7.7%	16.1%	52.5%	16.1%	7.7%

Риски отклонения инфляции от прогнозируемого уровня будут **равносторонними**, как в краткосрочном, так и среднесрочном отрезках. Причем **риски, исходящие от внешнего сектора**, в основном обусловлены перспективой экономических развитий развивающихся стран, особенно России, и передачей их возможного влияния на рынки сырьевых и продовольственных товаров. **Риски, исходящие от внутренней экономики**, зависят, в основном, от развитий внутреннего спроса, в частности, от темпов восстановления капитальных вложений и хода выполнения плана госбюджета РА, а также, в зависимости от природно-климатических условий, от развитий отрасли сельского хозяйства. В случае проявления таких рисков ЦБ предпримет соответствующие шаги, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном периоде.

В прогнозируемом горизонте темпы роста кредитования слегка замедлятся вследствие, в основном, низкого уровня совокупного спроса. Путем обеспечения целевого уровня процентной ставки политики, ЦБ РА будет реагировать на изменения спроса на ликвидность соответствующим образом, обеспечивая адекватное предложение денег на спрос на деньги.

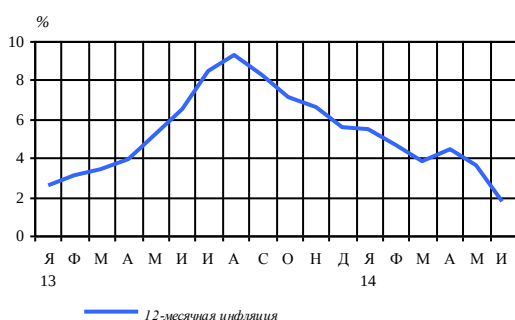
3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ВТОРОГО КВАРТАЛА 2014 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

Во втором квартале 2014 года 12-месячная инфляция продолжила постепенное снижение и составила к концу июня 1,8%.

Во 2-м квартале 2014 г. инфляционная среда продолжила смягчаться, и 12-месячная инфляция оказалась в конце июня под нижней границей диапазона допустимых колебаний



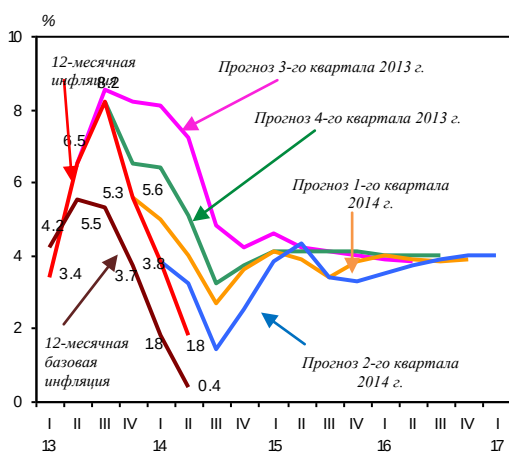
Во втором квартале 2014 года 12-месячная инфляция продолжила постепенное снижение. Была отмечена 2,1% дефляция по сравнению с 0,2% дефляцией аналогичного периода предыдущего года. В результате **12-месячная инфляция составила к концу июня 1,8%**. В отчетном квартале ценовые изменения вновь были обусловлены изменением цен на продовольственные товары: снижение составило 3,6%, а содействие общей дефляции - 1,9 пп. Среди продовольственных товаров большой спад цен был отмечен по части цен на товары группы "Овощи и картофель" - 38,4%, что оказало содействие общей дефляции на 2,4 пп. Во втором квартале снизились цены также на яйца, оказав содействие дефляции на 0,4 пп, которая была смягчена на 0,8 пп повышением цен на товары группы "Фрукты" на 22,4%.

12-месячная инфляция по товарам, оказавшим основное содействие инфляции						
Наименование	2014 г. март (г/г)		2014 г. первый квартал		2014 г. второй квартал	
	Рост	Содействие	Рост	Содействие	Рост	Содействие
ИПЦ	3.8		1.8		-2.1	
Продовольственные товары	1.7	0.9	-0.7	-0.4	-3.6	-2.0
хлеб	0.3	0.0	0.9	0.1	1.1	0.1
молочные продукты	10.0	0.4	6.9	0.3	2.4	0.1
мясные продукты	-1.4	-0.1	-0.8	-0.1	1.4	0.1
фрукты	-8.4	-0.3	-2.1	-0.1	22.4	0.8
овощи и картофель	3.6	0.2	-13.7	-0.9	-38.4	-2.4
растительное масло и животный жир	-3.7	-0.1	-5.6	-0.2	-0.1	0.0
яйца	8.5	0.1	-10.5	-0.1	-16.7	-0.2
сахарный песок	-13.1	-0.1	-13.1	-0.1	-1.7	0
кондитерские изделия	4.9	0.1	4.2	0.1	0.9	0
Непродовольственные товары	2.4	0.3	1.3	0.2	-0.6	-0.1
Услуги	8.6	2.6	6.8	2.0	-0.1	0.0

Во втором квартале продолжилась понижательная динамика **12-месячной базовой инфляции**, достигнув 0,4% к концу июня с 1,8% предыдущего квартала.

Ниже представляются те доводы и ожидания, на основании которых в предыдущем одногодичном горизонте был спрогнозирован целевой показатель инфляции и осуществлено обеспечение достижения этого показателя. Здесь также изложены возникшие в этом периоде существенные отклонения, вызвавшие дальнейшие коррекции прогнозов. **В начале предыдущего одногодичного горизонта, то есть в третьем квартале 2013 года, инфляционная среда значительно расширилась, вследствие угасания во внутренней экономике шока предложения сельского хозяйства, повышения цен на сельхозпродукцию в результате май-**

Согласно прогнозам, 12-месячная инфляция продолжит снижаться до сентября 2014 г., затем, постепенно повышаясь с 1-го квартала 2015 г., стабилизируется в пределах целевого ориентира



ских градов и воздействия пересмотра тарифов на энергоносители. В этих условиях, в целях смягчения высокой инфляции с третьего квартала 2013 года и ее вторичных воздействий, а также сдерживания инфляционных ожиданий ЦБ РА предусматривал коррекцию направлений денежно-кредитной политики путем повышения процентной ставки рефинансирования. После нейтрализации инфляционных ожиданий планировалось, что ЦБ РА вновь скорректирует направления своей политики по стимулированию, снизив ставку рефинансирования. В результате влияния указанных факторов **12-месячная инфляция должна была снизиться с третьего квартала 2013 года и установиться в диапазоне допустимых колебаний.**

В действительности, под влиянием вышеуказанных факторов, в частности, **развитий сельского хозяйства (сильного града и частичной задержки начала вегетационного периода), роста цен на некоторые услуги и удорожания тарифов на энергоносители**, в июле-августе 2013 года была отмечена 0,7% инфляция по отношению к 2,0% дефляции в аналогичном периоде предыдущего года, в результате 12-месячная инфляция достигла в августе самого высокого уровня за последний двухлетний отрезок - 9,3% (рост тарифов на энергоносители оказал содействие примерно на 3,0 пп, рост цен на продовольственные товары - 0,7 пп и рост цен на некоторые услуги - 0,7 пп).

В августе, в ответ на продолжающееся расширение инфляционной среды (12-месячная инфляция также повысилась: с 3,5% с конца предыдущего года до 5,7% в конце августа), и усиление инфляционных ожиданий в краткосрочном отрезке, связанное с удорожанием тарифов на энергоносители, ЦБ повысил процентную ставку рефинансирования на 0,5 пп - 8,5%, сохранив этот уровень и в сентябре. Сохранение **положительных реальных процентных ставок** было направлено на сдерживание инфляционных ожиданий, сформировавшихся вследствие внутренних развитий, и смягчение вторичных воздействий удорожания тарифов на энергоносители.

В результате ужесточения со стороны ЦБ денежно-кредитных условий, а также меньшего, чем прогнозировалось, сезонного повышения цен на некоторые продовольственные товары, инфляция стала постепенно снижаться и составила 5,6%, достигнув верхней границы диапазона допустимых колебаний. В условиях смягчения инфляционной среды и ожиданий обуздания инфляции **ЦБ постепенно ослабил денежно-кредитные условия в четвертом квартале 2013 года**, снизив процентную ставку рефинансирования в целом на 0,75 пп, установив ее в конце года на уровне 7,75%.

В первом квартале 2014 **снижение 12-месячной инфляции продолжилось более быстрыми, чем ожидалось, темпами**, что было обусловлено **сохранением низких темпов экономического роста и значительным снижением цен на некоторые продовольственные товары** вследствие преимущественно низкого роста инвестиций и замедления темпов роста частного потребления. В свете создавшейся ситуации, учитывая прекращение с июля 2014 года инфляционного воздействия удорожания тарифов на энергоносители на внутренние цены и ожидания неинфляционных воздействий, исходящих от экономики РА, ЦБ РА продолжил ослабление денежно-кредитных вложений. **В первом квартале 2014** ЦБ РА постепенно снизил процентную ставку в целом на 0,75 пп, установив ее в конце июня на уровне 7,0%. Однако снижение инфляции было больше, чем ожидалось, и в результате **в первом квартале 2014 года была отмечена 0,9% дефляция** по отношению к 2,7% инфляции в аналогичном периоде предыдущего года, а 12-месячная инфляция снизилась к концу июня 2014 года до 1,8%, оказавшись

под нижней границей диапазона допустимых колебаний целевого показателя. Причем, в том же периоде снижалась также и 12-месячная *базовая инфляция*, составив к концу июня **0,4%**.

Еще одним шагом политики ослабления денежно-кредитных условий *явилось снижение с февраля 2014 года норматива обязательного резервирования под драмовые обязательства с 4% до 2%*, что оказало воздействие на снижение краткосрочных процентных ставок на финансовом рынке.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

Цены на импорт. Во втором квартале 2014 года долларовые цены на импорт товаров и услуг слегка выросли - 0,6% кв/кв, в результате повышение в годовом исчислении было почти нулевым – 0,1%. Долларовые цены на услуги, потребительские товары, а также товары промежуточного потребления остались почти на уровне предыдущего года. В группе товаров промежуточного потребления положительное содействие на 0,3 пп оказал рост цен на нефть. В то же время, было отмечено снижение цен на золото и железо, которое нейтрализовало повышение цен на нефть. На долларовые цены потребительских товаров положительное воздействие оказал рост долларовых цен ЕС.

Что касается динамики долларовых цен России и Турции, то хотя во втором квартале указанные цены повысились на 1,8% и 7,8% кв/кв, тем не менее они пока ниже показателей аналогичного периода предыдущего года. Самое большое отрицательное содействие долларovým ценам потребительских товаров - 0,3 пп, оказало снижение долларовых цен на Украине (примерно 19,0%).

Цены производителей¹². Во втором квартале 2014 года почти во всех отраслях экономики был отмечен рост индекса цен, в результате в январе-июне дефлятор ВВП, согласно оценкам ЦБ РА, составил 101,4 в годовом исчислении.

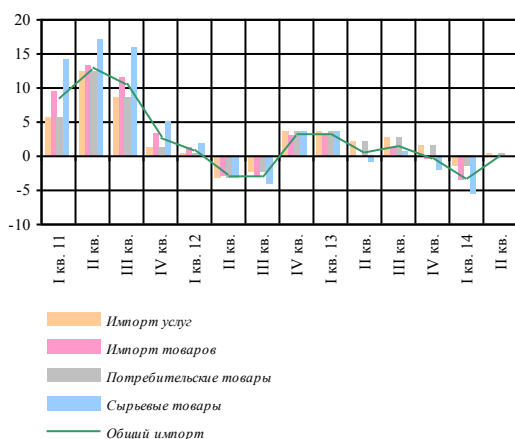
Рост г/г цен в *отрасли промышленности* составил во втором квартале 11,9%, а инфляция в январе-июне составила 8,7% в годовом исчислении, обусловленная ростом цен в горнорудном производстве на 3,8%, в отраслях перерабатывающей промышленности на 0,8% и производстве и распределении электроэнергии и газа на 46,6%. Причем, явилось это следствием удорожания с 1 июля 2013 года тарифов на электроэнергию.

В течение квартала в *сельском хозяйстве* было отмечено повышение г/г цен на 3,8%¹³, а инфляция в январе-июне составила 3,7% в годовом исчислении, обусловленная инфляцией в растениеводстве и в животноводстве на 0,6% и 2,7% соответственно. Причем, инфляция в растениеводстве явилась следствием роста цен на картофель и овощебахчевые культуры на 7,4% г/г, кормовые культуры – на 6,5%, фрукты, плоды и ягоды – на 25,7%, и мед - на 11,5%. Инфляция в отрасли животноводства была обусловлена ростом, в основном, цен на молоко, молочные продукты на 10,5%, на яйца – на 13,4%.

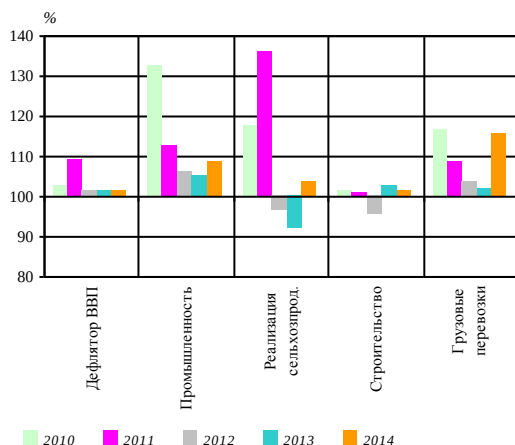
В *строительстве* во втором квартале был отмечен рост г/г цен на 1,4%, а инфляция в январе-июне составила 1,7% в годовом исчислении, обусловленная, в основном, ростом заработных плат в отрасли.

В течение квартала рост цен *грузоперевозок* составил 14,9% г/г, а инфляция в январе-июне составила 15,5%, обусловленная ростом тарифов на *железнодорожный* (11,95), и *трубопроводный* (40,8%), *воздуш-*

Во 2-м квартале 2014 г. рост г/г долларовых цен импорта товаров и услуг был почти нулевым, г/г %



В январе-июне 2014 г. наибольший рост цен был отмечен по части грузоперевозок



¹² Изменение индексов цен за январь-июнь 2014 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹³ Представлены цены производителя на реализацию сельхозпродукции.

ный (0,1%), автомобильный (0,7%) транспорт. Причем, высокий рост тарифов на трубопроводный транспорт явился следствием удорожания тарифов на энергоносители.

3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки

По результатам опроса, проведенного ЦБ РА во втором квартале 2014 года по некоторым макроэкономическим показателям среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств, инфляционные ожидания в финансовой системе в одногодичном горизонте были скорректированы в направлении некоторого повышения, что, в основном, соответствовало прогнозам ЦБ РА на этот период. Например, инфляционные ожидания банков относительно 12-месячной инфляции в одногодичном горизонте составили по результатам опросов в среднем колебания инфляции в пределах 5% (согласно предыдущему опросу – 4,73%), а инфляционные ожидания кредитных организаций составили в среднем 4,8% вместо 4,2% предыдущего опроса. Инфляционные ожидания домашних хозяйств изменились в направлении небольшого снижения: рассчитанный средний уровень инфляции составил 4,6%.

Согласно результатам опроса финансовой системы, ожидания рыночных процентных ставок для одногодичного горизонта были, в основном, в направлении сохранения стабильных уровней.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹⁴

Опубликованный показатель экономического роста за первый квартал 2014 года составил 3,1%, что на 0,3 пп ниже самой вероятной величины показателя экономического роста, прогнозированной ЦБ РА.

Во втором квартале 2014 года экономическая активность вновь осталась низкой, в результате показатель экономической активности первого полугодия 2014 года почти не изменился, составив 3,4% г/г вместо 3,3% г/г в январе-марте.

Таким образом, учитывая уступающий ожиданиям низкий рост объемов производства промышленности и сельского хозяйства во втором квартале 2014 года и негативные развития строительства, оценки экономического роста были скорректированы в направлении снижения. В результате ожидается, что в первом полугодии 2014 года экономический рост составит 3,4-3,6%¹⁵.

В первом полугодии 2014 года рост добавленной стоимости в отрасли **промышленности** составил 1,2-1,7% г/г, обусловленный, в основном, ростом объемов производства пищевой продукции (2,3%)¹⁶, металлургии (9,8%), табачных изделий (34,3%) и водоснабжения (3,7%). Причем сокращение темпов роста в сфере явилось результатом, в основном, замедления внутреннего и внешнего спроса.

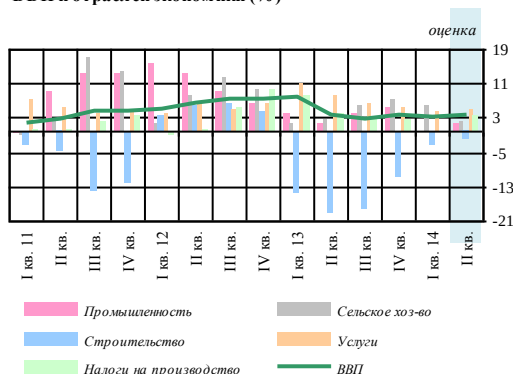
В первом полугодии 2014 года экономический рост составит 3,4-3,6%.

¹⁴ Показатели реального роста добавленной стоимости отраслей экономики за январь-июнь 2014 года являются прогнозами ЦБ РА, а показатели подотраслей отражают темпы роста г/г выпуска продукции за январь-июнь 2014 года, если иное не указывается.

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

¹⁶ Рост производства продуктов питания был обеспечен за счет естественного роста объемов производства мяса (4%), мясных продуктов (16,5%), мясных полуфабрикатов (19,3%), молока (5,1%), сыра (3,1), животного жира (2,2%), макаронных изделий (17,5%), сахарного песка (36,5%), муки (48,4%), кондитерских изделий (8,1%) и мороженого (13,6%).

Темп кумулятивного роста г/г фактического реального ВВП и отраслей экономики (%)



Согласно оценкам ЦБ РА во втором квартале 2014 года частное потребление увеличилось на 4,1%.

Основываясь на фактических развитиях отрасли **строительства** в первом полугодии 2014 года, спад добавленной стоимости в отрасли составил 1,5-2% г/г. Причем, кроме объемов строительства, осуществляемого на средства населения (спад на 39,1%) и гуманитарной помощи (спад на 39,1%), рост был обусловлен за счет всех остальных источников финансирования строительства. В частности, выросли объемы строительства, осуществляемого за счет организаций (рост 3,4%), международных кредитов (76,9%), государственного бюджета (3,9%) и средств общин (87,2%).

В сфере **услуг** рост добавленной стоимости в первом полугодии 2014 года оценен 4,9-5,3% г/г, что является следствием роста объемов оказанных услуг и торговли на 4% и 5,6% соответственно. Причем, росту объема оказанных услуг содействие оказал преимущественно рост услуг в сфере транспорта (7%), банковской деятельности (0,4%), культуры, развлечений и отдыха (27,9%), деятельности в сфере операций с недвижимостью (13,5%), туризма (24,4%), рекламы (8,1%) и здравоохранения (3,3%). Рост торговли был обусловлен ростом объемов оборота розничной и оптовой торговли на 3,5% и 9,7% соответственно. **В сельском хозяйстве** рост добавленной стоимости в первом полугодии 2014 года составил 2-2,5% г/г за счет роста животноводства и рыбного хозяйства на 5,1% и 20,7% соответственно, и спада растениеводства на 6,9%. Причем, рост в животноводстве был полностью обусловлен ростом объемов производства молока (5,2%) и реализации убойного скота и птицы (7,5%), а спад растениеводства – сокращением урожая плодов (78,3%), которое частично компенсировалось ростом объемов производства картофеля (68,6%), хлебных злаков (38,5%), овощей (33,7%) и бахчевых культур (в 4,5 раза).

3.2.2. Совокупный спрос¹⁷

Согласно оценкам ЦБ РА во втором квартале 2014 года частное потребление увеличилось на 4,1%. Причем, по сравнению с предыдущими прогнозами, рост во втором квартале был ниже, что обусловлено более низкими, чем ожидалось, уровнями денежных переводов из РФ, государственных затрат и общей экономической активности.

Следует отметить, что несмотря на то, что рост частного потребления вновь остался ниже стабильного уровня, он проявил тенденцию к восстановлению после спада, отмеченного в первом квартале.

Причиной отрицательного роста частного потребления во втором квартале 2014 года послужило сохранение негативных последствий удорожания тарифов на газ и электроэнергию во втором полугодии предыдущего года, которое однако нейтрализовалось во втором квартале текущего года и, в условиях ускоряющегося роста потребительского кредитования, привело к увеличению расходов, направленных на частное потребление.

О вышеуказанных развитиях частного потребления свидетельствуют публикуемые НСС РА показатели торгового оборота, а также динамика рассчитываемого ЦБ РА индекса доверия потребителей¹⁸. В частности, оборот розничной торговли во втором квартале 2014 года вырос по отношению к аналогичному периоду предыдущего года на 5,1%¹⁹, ускорившись по сравнению с 1,6% ростом первого квартала.

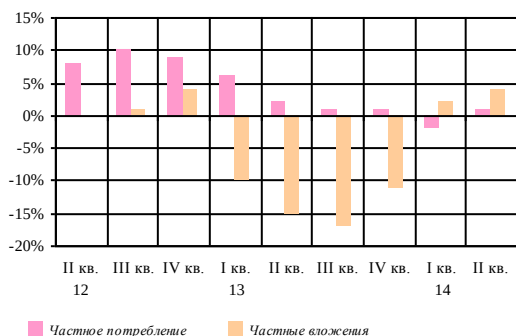
¹⁷ Показатели по частным затратам, частному потреблению и частным вложениям второго квартала 2014 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных первого квартала 2014 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

¹⁸ <https://www.cba.am/am/SitePages/statsscci.aspx>

¹⁹ Представлены темпы роста г/г реальных индексов розничной торговли.

Во втором квартале 2014 года рост частных вложений оценивается 5,4%.

Рост г/г частного потребления и частных вложений



Отрицательный остаток чистого экспорта во 2-м квартале 2014 года увеличился

(чистый реальный экспорт, г/г %, положительный знак - улучшение)



Индекс доверия потребителей снизился по сравнению со вторым кварталом предыдущего года на 3,2% и составил 41,6, что свидетельствует о тенденции низкого роста со стабильного уровня. Однако, индекс доверия потребителей повысился по сравнению с первым кварталом 2,0%, наметив тенденцию ускорения расходов, направленных на конечное потребление в частном секторе во втором квартале.

Во втором квартале 2014 года **инвестиционная активность** в экономике была ниже, чем ожидалось, вследствие, в основном, сохранения низкого уровня объемов выпуска в строительстве и слабой деловой активности. Однако, по сравнению с первым кварталом, наблюдается некоторое улучшение инвестиционной активности, в результате рост частных вложений во втором квартале оценивается 5,4%.

О низкой инвестиционной активности во втором квартале свидетельствуют также результаты проведенного ЦБ РА опроса среди предприятий по вложениям²⁰.

Во втором квартале 2014 года в сферу промышленности инвестировали 24% опрошенных предприятий, что ниже отмеченного в экономике РА условного среднего показателя. Однако, удельный вес предприятий, инвестировавших в экономику, увеличился по сравнению с предыдущим кварталом и аналогичным периодом предыдущего года на 2 и 7 пп соответственно, наметив некоторые тенденции улучшения инвестиционной активности.

Причем, согласно опросам, сравнительно большое количество инвестировавших предприятий было отмечено в сферах промышленности и торговли, а в строительстве продолжилась тенденция сокращения числа инвестирующих предприятий.

В условиях слабого темпа роста частного потребления и инвестиций, во втором квартале 2014 года **частные затраты** выросли по сравнению с тем же периодом предыдущего года 4,2%, что в условиях снижения государственных расходов на 3% в реальном выражении привело к росту внутреннего спроса всего лишь на 3,1%.

В свете вышеуказанных развитий частного потребления и инвестиций во втором квартале 2014 года разрыв затрат частного сектора был отрицательным и его воздействие на инфляцию было сдерживающим – 1,2-1,3 пп.

Во втором квартале 2014 года темп роста реальных объемов экспорта товаров и услуг уступил темпу роста реальных объемов импорта товаров и услуг и составил всего лишь 0,2% г/г. Темпы роста реальных объемов импорта товаров и услуг²¹ ускорились по сравнению с первым кварталом, и составили 4,7%²² г/г.

Темп роста чистого притока некоммерческих переводов физических лиц через банковскую систему замедлился во втором квартале 2014 года и составил 1,1% г/г.

3.2.3. Рынок труда²³

Фактические развития в апреле-мае 2014 года наметили соответствие **темпа роста номинальной заработной платы** во втором квартале 2014 года предыдущим прогнозам, который составил 7,3%.

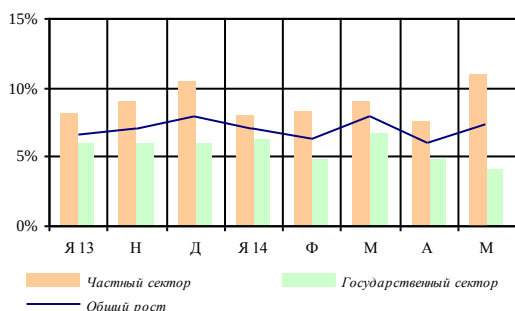
²⁰ <https://www.cba.am/am/SitePages/statsseabci.aspx>:

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

²² Развития экспорта и импорта были обусловлены также некоторыми явлениями временного характера: по части экспорта – возникшими препятствиями на контрольно-пропускном пункте Ларс, а по части импорта – беспрецедентным количеством легковых автомобилей, ввезенных физическими лицами.

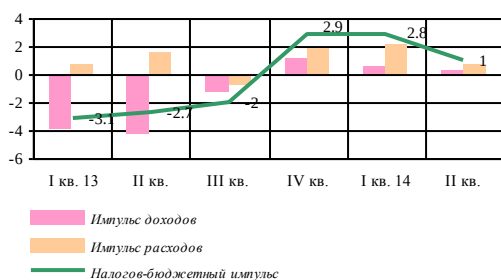
²³ Данные по рынку труда 2014 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях первого квартала 2014 года и апреля-мая 2014 года. Оценки роста в подразделе даны по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, если иное не указывается.

Рост г/г номинальной заработной платы

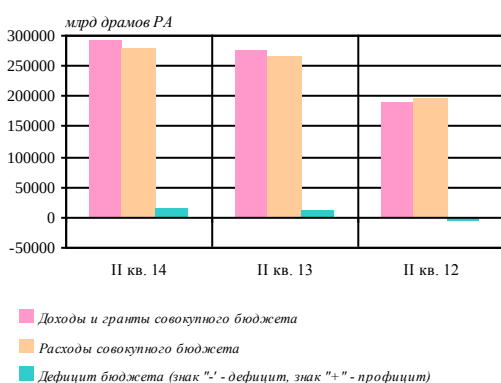


Во втором квартале 2014 года воздействие налогово-бюджетного сектора на совокупный спрос, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, составило *меньшее расширяющее* – 1,0 вместо 2,8, чем ожидалось по кварталу.

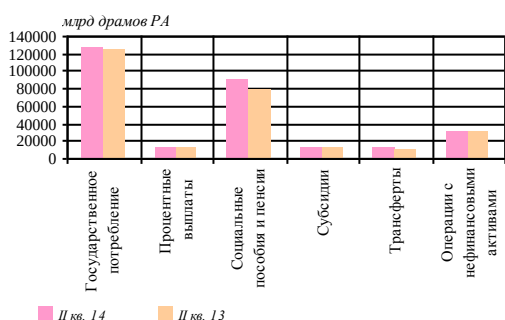
Во 2-м квартале 2014 года расширяющее воздействие налогово-бюджетной политики было обусловлено расширяющим воздействием расходов



Динамика основных показателей совокупного бюджета



В расходах бюджета РА во 2-м квартале 2014 г. был отмечен рост по всем расходным статьям



Причем, рост заработной платы в частном секторе был значительно выше, чем в государственном секторе. Во втором квартале 2014 года рост заработной платы в частном секторе составил 9,5%, а в государственном секторе – 4,6%. Росту номинальной зарплаты в частном секторе содействовало повышение порога минимальной зарплаты, а также повышение заработных плат в некоторых предприятиях частного сектора, обусловленное реформами накопительной пенсионной системы.

Во втором квартале 2014 года *уровень безработицы* г/г повысился на 0,8 пп, составив 17,0%. Рост уровня безработицы по сравнению с тем же периодом предыдущего года обусловлен избытком предложения рабочей силы по сравнению со спросом в экономике. В частности, во втором квартале 2014 года рост экономически активного населения составил примерно 5%, тогда как рост численности занятого в экономике населения – 4,1%.

В свете указанных развитий рынка труда во втором квартале 2014 года производительность в экономике выросла, а рост заработных плат соответствовал увеличившейся производительности. Следовательно, можно утверждать, что в указанном периоде воздействие рынка труда на инфляцию было нейтральным.

3.2.4. Налогово-бюджетная политика²⁴

Во втором квартале 2014 года выполнение плана государственного бюджета проходило как с небольшим недовыполнением запланированных пропорций государственного бюджета и прогноза ЦБ РА по доходам, так и с существенной экономией по части некоторых статей по расходам. Налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос согласно показателю налогово-бюджетного импульса *меньшее расширяющее* воздействие – 1,0, вместо 2,8, ожидаемого по кварталу. Причем отклонение было обусловлено импульсом расходов: фактический импульс составил 0,7 вместо ожидаемого расширяющего импульса 1,8.

Во втором квартале 2014 года доходы совокупного бюджета увеличились по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 4,8%. Причем рост налоговых доходов составил 6,0% г/г. Тем не менее, фактический сбор налогов в течение квартала был на 6,3 млрд драмов меньше скорректированного плана на квартал²⁵. По этой причине импульс доходов был расширяющим 1,4, вместо расширяющего 1,0.

Косвенные налоги увеличились по сравнению со вторым кварталом предыдущего года на 11,5%, прямые налоги – на 5,8%. В общем объеме налогов и пошлин удельный вес косвенных налогов вырос на 2,0 пп, составив 49,4%, а удельный вес прямых налогов не изменился – 43%, удельный вес прочих налогов снизился на 2,0 пп, составив 7,5% всех налогов.

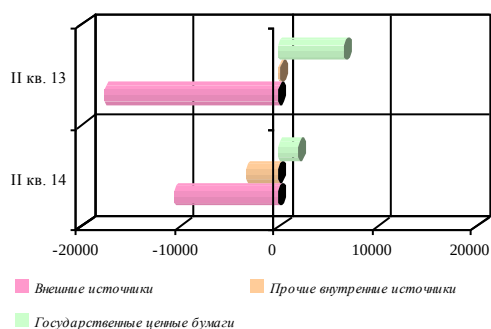
Доходы по иным статьям превысили запланированный квартальный показатель примерно в 1,8 раза.

По части государственных расходов исполнение бюджета было низким: как по отношению к скорректированным запланированным пропорциям по расходам, составив 89,6%, так и по отношению к прогнозам ЦБ, составив 89%. Тем не менее, по сравнению с аналогичным периодом

²⁴ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен по предварительным показателям совокупного бюджета, составленным на базе предварительных фактических показателей за второй квартал 2014 года (включая показатели групп по реализации проектов), без учета внебюджетных средств. Причем, воздействие доходов рассчитано по сравнению с прогнозированным номинальным показателем ВВП, а воздействие расходов – с оцененным потенциальным показателем ВВП.

²⁵ Закон РА "О государственном бюджете 2014 года" был скорректирован решениями Правительства РА (<https://www.e-gov.am/gov-decrees/>).

Во 2-м квартале 2014 г., аналогично тому же периоду предыдущего года, сформировался профицит бюджета (млрд драмов)



предыдущего года, был отмечен рост расходов совокупного бюджета примерно на 5,6%. Причем по части текущих расходов был отмечен рост, а по части статьи **“Операции с нефинансовыми активами”** было отмечено небольшое снижение, составив, соответственно, 6,4% и -0,8%. Был отмечен рост по всем статьям текущих расходов, а **государственное потребление** выросло по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 1,6%. Снижение по части статьи **“Операции с нефинансовыми активами”** было обусловлено сокращением как расходов по части программ, финансируемых из зарубежа, и так расходов за счет внутренних источников финансирования.

В результате вышеуказанных развитий доходов и расходов во втором квартале сформировался профицит бюджета на 11,7 млрд драмов, вместо предусмотренного скорректированной программой дефицита в 9,8 млрд драмов.

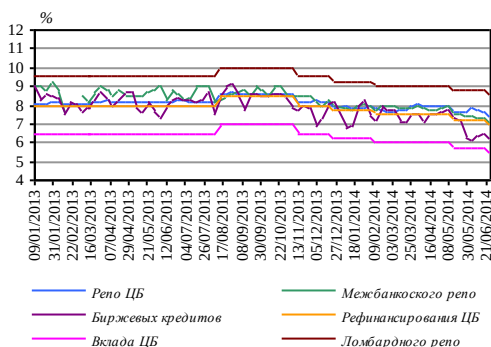
3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

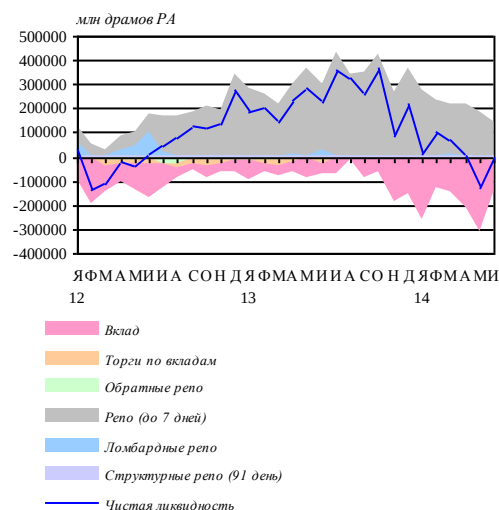
Во втором квартале 2014 года, в ответ на прогнозируемые тенденции быстрого снижения темпов инфляции и сохранения низкой экономической активности, Совет ЦБ РА ослабил денежно-кредитные условия, снизив в мае и июне ставку рефинансирования дважды на 0,25 пп, установив ее на уровне сначала 7,25%, а затем 7,0%, в целях создания благоприятных условий для достижения целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке.

В течение квартала ставка основного инструмента ЦБ – 7-дневного репо - проявила динамику, совпадающую с динамикой ставки рефинансирования: средняя ставка в июне была на 0,2 пп ниже средней ставки, сформировавшейся в марте. Снижение на 0,4 пп было отмечено в мае-июне, а вследствие роста на 0,2 пп в апреле и предоставления больших, по сравнению с ликвидностью, объемов (рост спроса на драмовые средства был отчасти обусловлен определенным ослаблением драма к доллару США), среднеквартальная ставка репо почти не изменилась и составила 7,79%.

В течение квартала краткосрочные процентные ставки снизились



Объем операций, осуществленных ЦБ РА

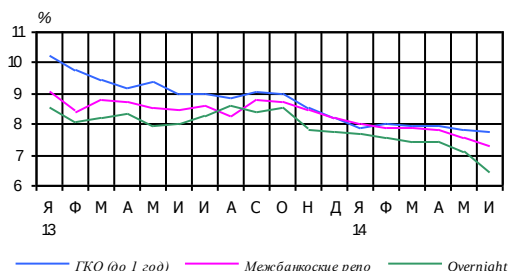


Операции, совершенные ЦБ РА						
Период	Репо (до 7 дней)		Привлеченные средства		Ломбардные репо	
	Объем (млн драмов)	Средневзвешенная ставка %	Объем (млн драмов)	Средневзвешенная ставка %	Объем (млн драмов)	Средневзвешенная ставка %
I кв. 2013 г.	763,825.90	8,09	163,700	6,50	944.60	9,50
II кв.	929,077.62	8,19	176,300	6,50	38,652.30	9,50
III кв.	1,121,106.19	8,42	176,300	6,75	5,278.56	9,50
IV кв.	1,064,987.41	8,31	392,300	6,71	500.00	10,0
I кв. 2014 г.	705,234.27	7,80	535,000	6,17	19,354.29	9,05
II кв.	541,050.17	7,79	644,050	5,88	2,689.53	8,75

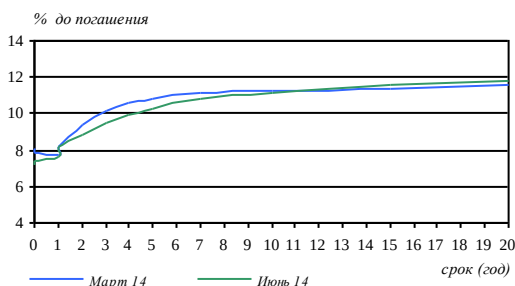
Во втором квартале 2014 года продолжилась тенденция снижения **краткосрочных ставок финансового рынка**. Средний квартальный показатель процентной ставки биржевых межбанковских кредитов (overnight) снизился по сравнению с показателем предыдущего квартала

на 0,39 пп, а в июне средняя процентная ставка снизилась по отношению к средней мартовской на 1,04 пп и составила 6,4%. Среднеквартальная процентная ставка межбанковского репо снизилась по отношению к предыдущему кварталу на 0,3 пп, а в июне средняя процентная ставка снизилась по отношению к средней мартовской на 0,59 пп и составила 7,27%. Процентные ставки отреагировали на изменение процентной ставки политики ЦБ РА также и на рынке государственных краткосрочных облигаций.

В течение квартала краткосрочные процентные ставки проявили тенденцию снижения в свете снижения ставки рефинансирования ЦБ



Во 2-м квартале 2014 г. на рынке государственных облигаций снизились краткосрочные и среднесрочные процентные ставки



Вставка 2

Рынок государственных облигаций

Тенденция снижения краткосрочных процентных ставок на рынке государственных облигаций выразилась слабее, чем в прочих отрезках денежного рынка: среднеквартальная процентная ставка по облигациям со сроком погашения до одного года составила во втором квартале 7,83%, снизившись по сравнению с предыдущим кварталом на 0,15 пп, а средняя ставка в июне снизилась по сравнению с мартовской ставкой на 0,25 пп и составила 7,73%.

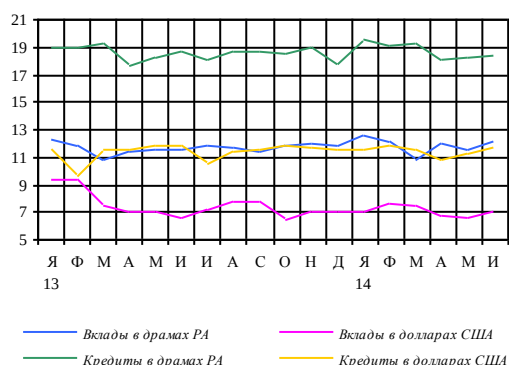
Согласно кривой доходности, доходность облигаций на вторичном рынке снизилась почти по всей длине кривой за исключением долгосрочного отрезка, где ставка к концу июня выросла на 0,16 пп и составила 11,75%. Разность между долгосрочными и краткосрочными процентными ставками (между крайними точками кривой) увеличилась в июне на 1,06 пп и составила 4,53 пп.

Ослабление денежно-кредитных условий с начала года, а также снижение в предыдущем квартале величины норматива обязательного резервирования под драмовые активы для банков, привели во втором квартале 2014 года к снижению процентных ставок, как по краткосрочным инструментам финансового рынка, так и по вкладам и кредитам. Снижение ставок по кредитам было обусловлено также усилением конкурентности между банками, в результате процентные ставки по привлеченным драмовым вкладам не снизились.

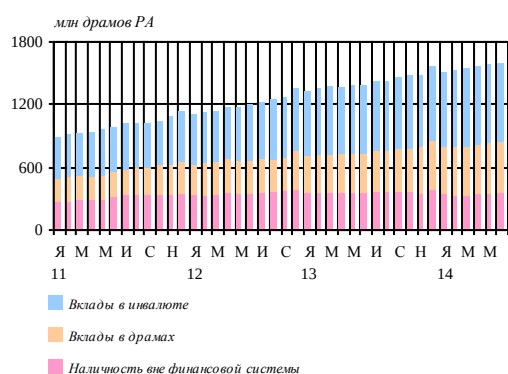
Среднеквартальные процентные ставки по вкладам в драмах почти не изменились по отношению к предыдущему кварталу, составив 11,9%. Объем драмовых вкладов увеличился на 5,4%, преобладающая часть роста пришлась на долю вкладов до востребования: их рост составил 8,0%, а рост срочных вкладов — 3,8%.

В течение квартала было отмечено снижение процентных ставок по кредитованию в драмах, обусловленное снижением ставок по потребительским кредитам, составляющим большую долю в объеме кредитования. Средний квартальный уровень процентных ставок по драмовому кредитованию снизился по сравнению с показателем предыдущего квартала на 1,1 пп и составил 18,2%. О снижении процентных ставок по кре-

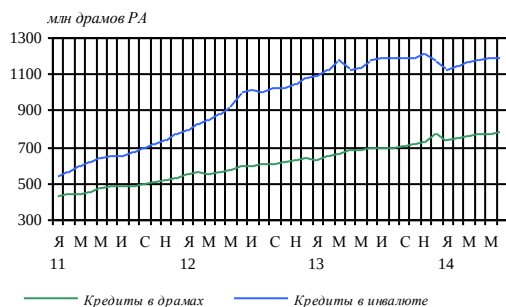
Динамика процентных ставок по средствам в драмах РА и инвалюте



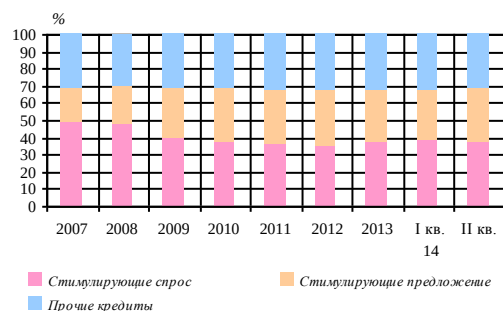
Во 2-ом квартале 2014 г. рост драмовых вкладов превысил рост инвалютных вкладов



Во 2-м квартале 2014 г. в общем объеме кредитования вновь преобладали инвалютные кредиты



В общем объеме кредитования выросла доля кредитов, стимулирующих предложение



дителям свидетельствуют также результаты опроса “Об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА”, согласно которым снизились процентные ставки по кредитам, выданным предприятиям, и по потребительским кредитам.

Во втором квартале 2014 года снизились также процентные ставки по инвалютному кредитованию: среднеквартальный показатель снизился примерно на 0,3 пп и составил 11,3%.

В условиях сформировавшихся процентных ставок в инвалютной структуре кредитования рост объема кредитов в инвалюте уступил росту объема кредитов в драмах, составив 2,5% (рост кредитов в драмах составил 3,5%), однако в общей структуре кредитования все еще преобладают кредиты, выданные в инвалюте (60%). Рост объемов общего кредитования в течение квартала составил 3,2% (14,1% г/г), а в абсолютном выражении - 62,9 млрд драмов.

В течение квартала снизилась также средняя ставка по средствам, привлеченным в инвалюте: снижение по отношению к предыдущему кварталу составило 0,6%, причем, рост привлеченных вкладов до востребования был несколько нейтрализован уменьшением срочных вкладов.

Динамика объемов и процентных ставок по кредитованию соответствовала результатам опроса об условиях кредитов, предоставляемых банками и кредитными организациями РА, согласно которым во втором квартале продолжилось упрощения процедуры кредитования.

Вставка 3

Согласно результатам проведенного во втором квартале 2014 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, во втором квартале продолжилось упрощение процедур кредитования предприятий и выдачи потребительских кредитов. Упрощение было отмечено также и по части условий предоставления кредитов предприятиям и выдачи потребительских кредитов. В частности, были облегчены требования, предъявляемые к залогу, к соотношению кредит/стоимость и условиям оценки кредитоспособности. Темпы упрощения процедур ипотечных кредитов слегка замедлились.

Был отмечен рост спроса на кредиты, выдаваемые домашним хозяйствам (потребительские и ипотечные), а спрос на кредиты предприятиям снизился. Уменьшился также спрос на кредиты, выдаваемые как крупным, так и малым и средним предприятиям, сократились объемы оборота заемщиков, в некоторых отраслях снизились темпы экономической активности.

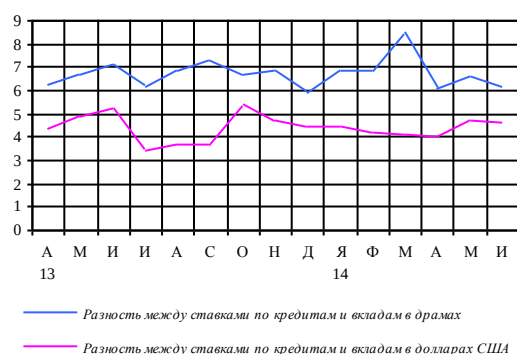
В третьем квартале 2014 года продолжится упрощение процедур и условий предоставления кредитов по всем видам кредитования. Существенное упрощение ожидается по части выдачи бизнес кредитов, особенно кредитования малого и среднего бизнеса, по части потребительских кредитов, причем в основном предусматривается снижение процентной ставки кредита. В третьем квартале ожидается рост спроса на все виды кредитов.

В отличие от предыдущего квартала, во втором квартале 2014 года восстановилась тенденция сокращения разности между процентными ставками по инвалютным и драмовым кредитам и вкладам. Разность по сравнению с предыдущим кварталом уменьшилась на 1,1 пп, составив 6,3 пп. Среднеквартальная разность между процентными ставками по инвалютным кредитам и вкладам выросла на 0,1 пп и составила 4,4 пп.

²⁶ В качестве кредитов, стимулирующих предложение, были условно отобраны кредиты, предоставленные промышленности, сельскому хозяйству, сфере транспорта и связи.

Незаметный рост инвалютных вкладов (в условиях опережающего роста драмовых вкладов) в течение второго квартала 2014 года отразился на показателе долларизации экономики: в течение квартала уровень долларизации (инвалютные вклады/денежная масса) снизился на 1,2 пп. О снижении уровня долларизации свидетельствует также и динамика показателя инвалютного кредитования, темп роста которого уступил темпу роста кредитования в драмах.

Во 2-м квартале сократилась разность между процентными ставками по кредитам и по вкладам



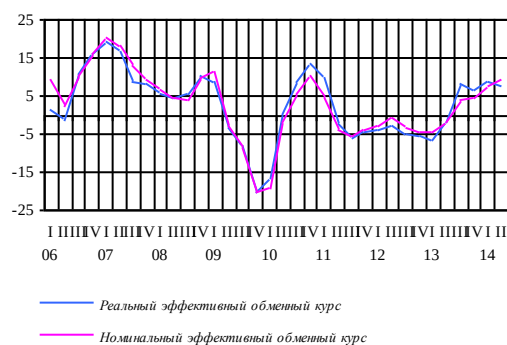
Денежно-кредитные показатели	Март 12-месячный рост	Июнь 12-месячный рост
Денежная масса (%)	12,84	14,78
Драмовая масса (%)	10,92	14,26
Денежная база (%)	20,84	8,21
Драмовая масса (%)	1,67	4,49
Наличность (%)	-4,49	-1,19
Вклады в драмах (%)	25,27	28,59
Вклады в ивалюте (%)	14,95	15,36
Долларизация (процентные пункты)	0,89	0,24
Денежный мультипликатор (процентные пункты)	-0,14	0,13
Драмовый мультипликатор (процентные пункты)	0,12	0,12

3.3.2. Обменный курс

Во втором квартале 2014 года средний взвешенный обменный курс валют стран-партнеров РА к доллару США продолжал слабеть - кв/кв на 2,1%. Если резкое ослабление в предыдущем квартале в основном было обусловлено ослаблением национальных валют России, Украины и Турции, то в текущем квартале оно было преимущественно обусловлено резким ослаблением валюты Украины в свете геополитических развитий (32,0% кв/кв). Воздействие вышесказанного на формирование номинального обменного курса драма РА составило положительные 2,3 пп. В результате, даже в условиях относительного замедления инфляции в РА и квартального ослабления номинального обменного курса драма РА на 0,4%, реальный эффективный обменный курс драма РА ослаб всего лишь на 1,5% кв/кв²⁷. Следует отметить, что несмотря на то, что номинальный обменный курс драма РА во втором квартале 2014 года в среднем ослаб по отношению к среднему показателю предыдущего квартала, однако в отчетном квартале была отмечена динамика на слабое укрепление, что позволило Центральному банку РА осуществить чистую покупку инвалюты на рынке, сглаживая волатильность на рынке.

Что касается изменения по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, то высокие темпы укрепления реального обменного курса все еще сохранились, - на 7,7% г/г, из которых 8,7 пп были обусловлены высокими темпами ослабления средневзвешенного обменного курса валют стран партнеров (разница обусловлена опережающей инфляцией г/г стран партнеров во втором квартале). Ослабление все еще обусловлено влиянием, оставшимся от ослабления иранского реала в третьем квартале предыдущего года, а также высокими темпами ослабления национальной валюты Украины с начала отчетного года.

Во 2-м квартале 2014 г. продолжились темпы г/г укрепления реального эффективного обменного курса, %



²⁷ Показатель реального обменного курса второго квартала 2014 года является оценкой ЦБ РА.

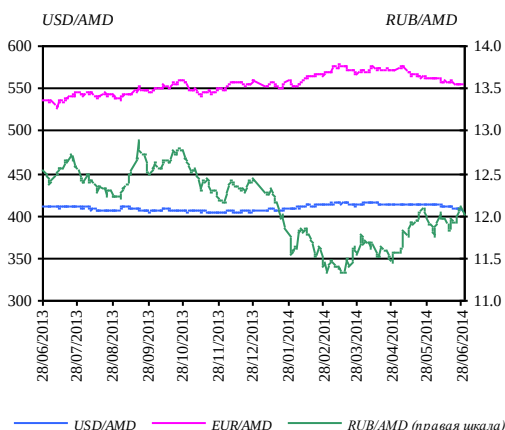
рост г/г, %	I кв. 13	II кв. 13	III кв. 13	IV кв. 13	I кв. 14	II кв.
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	-6,4	-1,6	7,9	6,8	8,5	7,7
Средняя инфляция в РА	3,0	5,2	8,7	6,4	4,6	3,3
Номинальный средний обменный курс драм РА/Доллар МЛН ДОЛЛАРОВ США (+ укрепление)	-5,1	-3,3	0,5	0,2	-0,4	0,5
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	4,5	4,4	4,3	4,0	3,7	4,5
Средневзвешенный номинальный обменный курс стран – торговых партнеров (+ укрепление)	-0,4	-1,1	-3,2	-4,3	-8,0	-8,7

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

Вставка 4

Валютный рынок

Динамика обменного курса драма РА к доллару США, евро и рублю РФ в течение одного года



Средний рыночный обменный курс драма к доллару США составил к концу второго квартала 2014 года 407,28 драма: ослабление драма по сравнению с концом предыдущего квартала составило 1,48%.

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

Динамика кв/кв обменного курса драма РА (конец второго квартала 2014 г. по отношению к концу предыдущего квартала)			
Валютная пара	Обменный курс на 31.03.2014 г. (драм РА)	Обменный курс на 30.06.2014 г. (драм РА)	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	413,31	407,28	1,48
EUR/AMD	569,91	556,06	2,49
RUB/AMD	11,69	11,99	-2,50

Динамика кв/кв обменного курса драма РА (конец второго квартала 2014 г. по отношению к аналогичному периоду предыдущего года)			
Валютная пара	Средний обменный курс во втором квартале 2013 г.	Средний обменный курс во втором квартале 2014 г.	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	414,90	412,84	0,50
EUR/AMD	541,69	566,05	-4,30
RUB/AMD	13,11	11,81	11,01

Совокупный объем операций доллар США - драм РА, осуществленных на инвалютном рынке в течение квартала, составил 2,85 млрд долларов США, увеличившись на 2,9% по отношению к предыдущему кварталу (2,77 млрд долларов США)²⁸.

Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро - драм РА, составил 223,98 млн евро вместо объема в 192,73 млн евро за первый квартал 2014 года.

В целях смягчения резкой волатильности обменного курса драма к доллару США на инвалютном рынке Центральный банк РА осуществил чистую покупку 17,05 млн долларов США.

²⁸ Показатели совокупного объема операций доллары США - драмы РА первого квартала 2014 года скорректированы.

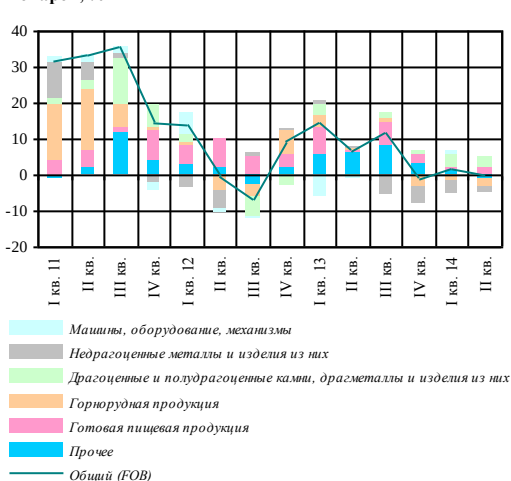
3.4. Платежный баланс ²⁹

Во втором квартале 2014 г. было отмечено углубление дефицита текущего счета в годовом исчислении, обусловленное сокращением дефицита торгового баланса. Чистый приток по счетам операций с капиталом и финансовым счетам существенно сократился, что было обусловлено преимущественно сокращением чистого притока средств по статье “Прочие вложения”. Финансирование дефицита текущего счета, в условиях существенного сокращения чистого притока по счетам операций с капиталом и финансовым счетам, было обеспечено, в основном, за счет чистых внешних активов ЦБ РА. Это сокращение было обусловлено очередными погашениями внешнего долга, а также чистым оттоком инвалютных средств обязательного резервирования коммерческих банков в ЦБ РА.

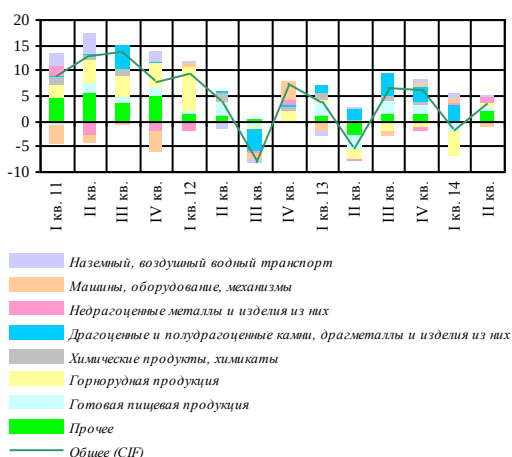
3.4.1. Текущий счет

В условиях сравнительно слабого внешнего спроса и укрепления реального обменного курса в годовом исчислении, во втором квартале 2014 года дефицит текущего счета продолжал углубляться.

Изменение г/г экспорта и содействие основных групп товаров, %



Изменение г/г импорта во 2-м квартале 2014 г. и содействие основных групп товаров, %



В условиях сравнительно слабого внешнего спроса и укрепления реального обменного курса в годовом исчислении, во втором квартале 2014 года дефицит текущего счета продолжал углубляться: увеличение по сравнению с тем же периодом предыдущего года составило 49,1 млн долларов США (на 1,2 пп в ВВП) и составило 241,0 млн долларов США.

В условиях замедления внешнего спроса, обусловленного развитием в России и зоне евро, а также определенного сокращения темпов роста производства в сельском хозяйстве, во втором квартале 2014 года был отмечен довольно низкий рост реальных объемов экспорта – 0,2% в годовом исчислении. Росту экспорта значительно помешали также технические проблемы, возникшие на контрольно-пропускном пункте Ларс. В подобных условиях, на фоне некоторой стабилизации мировых цен на промышленные металлы и снижения долларовых цен стран-партнеров, рост долларовой стоимости экспорта составил всего лишь 0,3% г/г. Он был обусловлен положительным содействием товаров “Готовая пищевая продукция”, “Текстильные изделия”, “Драгоценные и полудрагоценные камни, драгметаллы и изделия из них” на 2,0, 1,5 и 2,9 пп соответственно. Товары групп “Продукты растительного происхождения”, “Горнорудная продукция” и “Недрагоценные металлы и изделия из них” оказали отрицательное содействие на 3,0, 2,1 и 1,9 пп соответственно, что явилось отражением воздействия замедления выпуска сельхозпродукции, сокращения реальных объемов экспорта неочищенной меди и снижения мировых цен на медь.

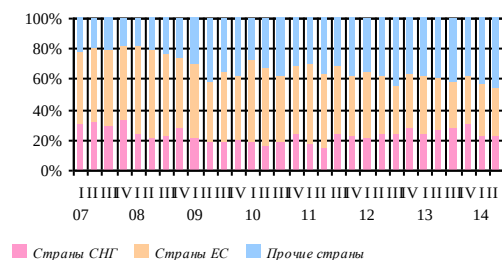
Примечательно, что в условиях замедления темпов роста экономики в ЕС и России, снизился также и вес экспорта РА в эти страны.

Несмотря на слабый внутренний спрос, восстановление роста расходов, направленных на частное потребление, привело во втором квартале 2014 года к ускорению темпов роста реальных объемов импорта товаров, что при почти нулевом росте г/г/ цен на импорт (см. “Цены на импорт и экспорт”) выразилось в росте долларовой стоимости импорта на 4,7% в годовом исчислении. Следовательно, в отчетном квартале основное положительное содействие импорту обеспечили товары групп потребительского характера: “Готовая пищевая продукция”, “Горнорудная

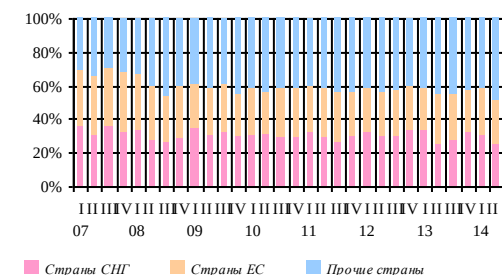
²⁹ Впредь показатели платежного баланса будут представляться согласно новой методике составления платежного баланса (ВРМ6). Показатели за второй квартал 2014 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

³⁰ Показатели экспорта и импорта по группам товаров и по странам представлены по ценам FOB и CIF соответственно, а показатели экспорта и импорта текущего счета – по кредиту и дебету соответственно.

Структура экспорта по странам

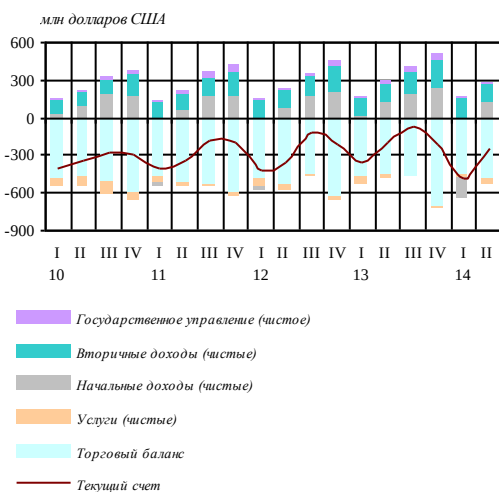


Структура импорта по странам



Во втором квартале 2014 года темпы роста денежных переводов, выраженных в долларах США, значительно замедлились на фоне экономических трудностей России и ослабления российского рубля.

Во 2-м квартале 2014 г. увеличился г/г дефицит текущего счета



продукция”, “Продукты растительного происхождения” на 0,7, 0,9 и 0,8 пп соответственно. В то же время, вследствие ожиданий, вытекающих из вхождения РА в состав Евразийского таможенного союза, в отчетном квартале вновь был отмечен рост импортируемых физическими лицами товаров группы “Наземный, воздушный и водный транспорт”, что также оказало положительное содействие росту импорта (рост количества и долларовой стоимости легкового автомобильного транспорта, ввозимого физическими лицами, составил в первом полугодии 2014 года соответственно 75,6% и 43,1% в годовом исчислении). Примечательно, что в условиях сохранения слабого инвестиционного спроса импорт инвестиционных товаров снизился: товары группы “Машины, оборудование, механизмы” оказали отрицательное содействие на 1,2 пп. Вместе с этим, положительное содействие товаров групп “Драгоценные и полудрагоценные камни, драгметаллы и изделия из них” и “Недрагоценные металлы и изделия из них” составило 0,1 и 1,0 пп соответственно.

В результате вышеперечисленных развитий, во втором квартале 2014 года дефицит торгового баланса, несмотря на улучшение условий торговли, увеличился на 38,6 млн долларов США и составил 490,4 млн долларов США.

Дефицит баланса по статье “Услуги” увеличился во втором квартале на 3,4 млн долларов США в годовом исчислении и составил 36,0 млн долларов США. Показатель обусловлен, в основном, ростом дефицита транспортных услуг в результате роста дефицита торгового баланса. Рост г/г экспорта и импорта услуг составил 4,8% и 5,5% соответственно.

Во втором квартале 2014 года темпы роста денежных переводов³¹, выраженных в долларах США, значительно замедлились на фоне экономических трудностей России и ослабления российского рубля. В частности, во втором квартале 2014 года чистый приток по статье “Оплата труда работников” увеличился г/г всего лишь на 1,2% и составил 227,0 млн долларов США, что превысило чистый отток по статье “Доходы от вложений”. В результате по статье “Начальные доходы” был отмечен чистый приток на 117,6 млн долларов США. Чистый приток вторичных доходов (за исключением государственного управления) сохранился на уровне второго квартала предыдущего года и составил 155,0 млн долларов США.

3.4.2. Счета операций с капиталом и финансовые счета³²

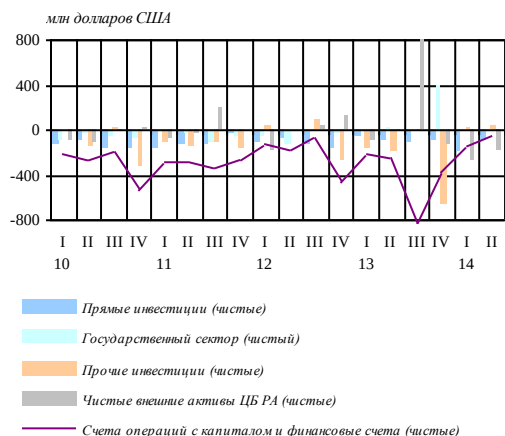
Параллельно с увеличением дефицита текущего счета, во втором квартале 2014 года значительно уменьшился чистый приток средств по операциям с капиталом и финансовым счетам, составив 60,0 млн долларов США. Уменьшение было обусловлено, в основном, чистым оттоком средств по статье “Прочие вложения”.

В условиях низкой внутренней инвестиционной активности и экономических трудностей в странах партнерах, приток иностранных инвестиций остался на прежнем достаточно низком уровне. В частности, показатель чистого притока иностранных прямых инвестиций в текущем

³¹ Во втором квартале 2014 года был отмечен 1,1% рост г/г чистого притока некоммерческих переводов физических лиц по банковской системе.

³² Показатели счетов операций с капиталом и финансовых счетов за второй квартал 2014 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

Во 2-м квартале 2014 г. чистый приток средств по счетам операций с капиталом и финансовым счетам уменьшился
("+" - чистое кредитование, "-" - чистый заем)



квартале остался на уровне аналогичного квартала предыдущего года и составил 85,8 млн долларов США.

По статьям платежного баланса был отмечен чистый приток по статье "Капитальные трансферты", который составил во втором квартале 2014 года 15,4 млн долларов США вместо 18,6 млн долларов США в том же квартале предыдущего года. Небольшой чистый приток, примерно 1,3 млн долларов США, обеспечил государственный сектор. Тем не менее, по статье "Прочие вложения" был отмечен отток на 26,0 млн долларов США, вместо чистого притока на 189,5 млн долларов США в том же квартале предыдущего года. Отток был обусловлен, в основном, увеличением чистых внешних активов банков на 118,0 млн долларов США, тогда как частный сектор продолжил финансирование финансовых счетов, обеспечив приток капитала на 92 млн долларов США.

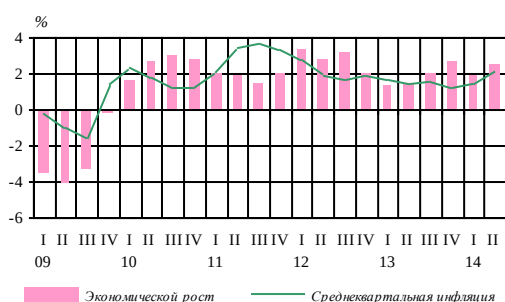
Несмотря на чистую покупку ЦБ РФ инвалюты на валютном рынке, пополнившую международные резервы, в условиях слабого притока по счетам операций с капиталом и финансовым счетам, увеличение дефицита текущего счета в годовом исчислении привело к сокращению чистых внешних активов ЦБ РФ на 181,1 млн долларов США. Обусловлено такое сокращение, в основном, очередным погашением внешнего долга, а также чистым уменьшением инвалютных средств обязательного резервирования банков в ЦБ РФ.

3.5. Внешняя среда

Во втором квартале 2014 года в странах-партнерах РФ, за исключением США, была отмечена тенденция некоторого замедления экономической активности.

Во втором квартале 2014 года в странах-партнерах РФ, за исключением США, была отмечена тенденция некоторого замедления экономической активности.

Во 2-м квартале 2014 г. экономический рост в США ускорился



Согласно предварительным оценкам Бюро анализа Министерства торговли США, во втором квартале 2014 года в Соединенных Штатах Америки был отмечен 4% экономический рост кв/кв в годовом исчислении (рост г/г во втором квартале составил 2,4%), причем положительное содействие экономическому росту оказали частные расходы, вложения и государственные расходы, тогда как чистый экспорт оказал отрицательное содействие.

Во втором квартале 2014 года средняя квартальная инфляция в США составила 2,1% г/г, вместо 1,4% в предыдущем квартале. В то же время, во втором квартале Федеральная резервная система США, продолжая принятую политику, сократила месячный объем приобретения ценных бумаг примерно на 10 млрд долларов США, доведя сумму до 35 млрд долларов США.

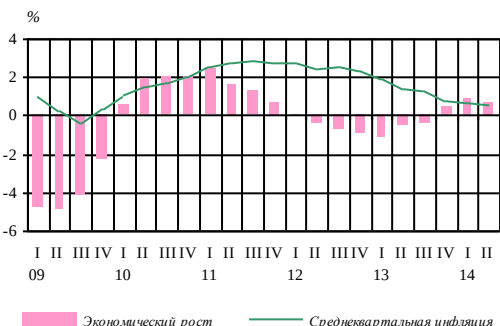
Согласно предварительным оценкам Евростата, во втором квартале 2014 года в зоне евро экономический рост составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 0,7%. Вместе с этим, индекс потребительских цен повысился во втором квартале в среднем на 0,6% г/г, вместо 0,7% в предыдущем квартале.

Во втором квартале Европейский центральный банк понизил процентную ставку рефинансирования до 0,15%, а ставка привлечения денежных средств была установлена на уровне -0,1%.

Во втором квартале 2014 года евро по отношению к доллару США ослаб на 0,2% (укрепление г/г - 4,6%), и средний обменный курс доллара США за евро составил 1,37 долларов США.

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы России, экономический рост составил во втором квартале 2014 года 0,8% г/г. Причем в отраслях экономики были отмечены сле-

Во 2-м квартале 2014 г. экономический рост в зоне евро слегка замедлился



дующие развития: в отрасли промышленности был отмечен рост на 1,8% г/г вместо 1,1% в предыдущем квартале. В розничной торговле и в отрасли сельского хозяйства темпы роста составили 1,8% г/г и 1,7 % г/г соответственно. В то же время, в строительстве во втором квартале был отмечен спад на 2%. Рост потребительских цен во втором квартале составил в среднем 7,6 г/г по отношению к 6,4% росту г/г предыдущего квартала.

Во втором квартале 2014 года *цена на сырую нефть марки "Brent"* на бирже "Intercontinental Exchange" (ICE) выросла по сравнению с предыдущим кварталом на 1,8%, составив в среднем 110 долларов США за один баррель (рост г/г – 6,6%). *Цена на медь* на Лондонской бирже металлов во втором квартале 2014 года составила в среднем 6764 доллара США за одну тонну, снизившись на 3,4% (снижение г/г – 6%), что в основном, стало результатом дефляции, отмеченной в начале квартала.

По данным Департамента сельского хозяйства США, цена экспортируемых сортов твердой красной пшеницы выросла во втором квартале на 8,3% кв/кв, составив в среднем 8,8 долларов США за бушель (рост г/г – 2,7%). Следует отметить, что рост цены во втором квартале был обусловлен, в основном, рисками возможного сбоа импорта, возникшего по причине геополитических факторов в регионе Черного моря.

Индекс цен на необработанный *сахар* на бирже "New York Board-Intercontinental Exchange" (NYB-ICE) вырос во втором квартале 2014 года на 4,9% (рост г/г – 0,6%). Цена на *рис* на бирже "Chicago Board of Trade" (CBOT) снизилась во втором квартале на 3,9%: средняя цена за один американский центнер (45,3 кг) составила 14,8 долларов США (снижение г/г – 5,1%).

На рынке сырьевых товаров мировая цена на нефть проявила инфляционные тенденции, на международном рынке меди преобладали дефляционные тенденции, а на рынках продовольственных товаров во втором квартале были отмечены инфляционные тенденции.

Таким образом, фактические ценовые развития на рынках различных товаров соответствовали, в основном, прогнозам, составленным в программе денежно-кредитной политики второго квартала 2014 года ЦБ РА: на рынке сырьевых товаров мировая цена на нефть проявила инфляционные тенденции, на международном рынке меди преобладали дефляционные тенденции, а на рынках продовольственных товаров во втором квартале были отмечены инфляционные тенденции.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Во втором квартале 2014 года мировой спрос во *внешнем секторе* продолжал оставаться низким, на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров наблюдалась слабая инфляционная тенденция. *В прогнозируемом горизонте* ожидается медленное восстановление темпов роста мировой экономики, в условиях которого на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров инфляционных давлений не будет.

Во втором квартале 2014 года сохранилась слабая экономическая активность и продолжилось ослабление инфляционной среды. В результате *экономический рост* составил 3,42-3,6%, а *12-месячная инфляция* составила 1,8%, что ниже нижней границы диапазона допустимых колебаний.

В прогнозируемом горизонте ожидается стабилизация темпов роста реального потребления и медленное восстановление частных вложений, в результате экономический рост будет в пределах своего потенциала. В результате оживления частного спроса и проведения, в целом, нейтральной налогово-кредитной политики, *в прогнозируемом горизонте* внутренний спрос *не окажет расширяющее воздействие на инфляционную среду*.

Инфляция *в прогнозируемом горизонте* стабилизируется в пределах 4% целевого уровня. В условиях медленного восстановления экономической активности, а также *удорожания с августа тарифов на электроэнергию* и введения *акцизных марок* для ряда товаров, инфляция во втором полугодии повысится, однако останется к концу года на низком уровне. В этой ситуации и *в третьем квартале 2014 года ЦБ продолжит ослабление денежно-кредитных условий*, что параллельно со смягчением по сегодняшний день денежно-кредитных условий, и запланированной в годовом разрезе расширяющей налогово-бюджетной политикой, приведет к расширению совокупного спроса и восстановлению темпов инфляции. В результате темпы экономической активности в предстоящем периоде существенно активизируются, оказав содействие стабилизации инфляции вокруг своего целевого уровня в среднесрочном отрезке.

Риски отклонения инфляции *от прогнозированной величины* будут *равносторонние*, как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах. Причем, *риски, исходящие от внешнего сектора*, в основном обусловлены перспективой экономических развитий развивающихся стран, особенно России, и передачей их возможного влияния на рынки сырьевых и продовольственных товаров. *Риски, исходящие от внутренней экономики*, обусловлены, в основном, развитиями внутреннего спроса, в частности, темпами восстановления капитальных вложений и ходом исполнения государственного бюджета РА, а также, в зависимости от природно-климатический условий, развитиями отрасли сельского хозяйства, В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции *в прогнозируемом горизонте*.