

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 25 августа 2017г. N 189 А*

Обзор инфляции

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



*Отчет о выполнении программы денежно-
кредитной политики 2-го квартала 2017 г.*

Содержание	
1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	6
<i>2.1. Внешняя среда</i>	<i>6</i>
<i>2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос</i>	<i>7</i>
<i>2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте</i>	<i>13</i>
3. Фактические развития второго квартала 2017 года	16
3.1. Инфляция	16
3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции	16
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей	18
3.1.3. Инфляционные ожидания и ожидания процентной ставки ...	19
3.2. Совокупный спрос и совокупное предложение	21
3.2.1. Совокупное предложение	21
3.2.2. Совокупный спрос	22
3.2.3. Рынок труда	22
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	23
3.3. Деньги и развития финансового рынка	24
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты	24
3.3.2. Обменный курс	25
3.4. Платежный баланс	26
3.5. Внешняя среда	27

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

Опубликование прогноза инфляции по целевому показателю и вытекающих из этого предположений позволяет повысить прозрачность и предсказуемость проводимой денежно-кредитной политики, и вносит вклад в укрепление доверия к Центральному банку РА. Центральный банк убежден, что понятная для общественности и заслуживающая доверия денежно-кредитная политика эффективно содействует удержанию инфляционных ожиданий и снижению расходов по обеспечению стабильности инфляции.

В соответствии с правилом денежно-кредитная политика нацелена на сведение к минимуму отклонений будущей инфляции от 4% целевого показателя. Траектория показателя инфляции, сформировавшегося в результате планирования направлений денежно-кредитной политики, публикуется в виде графиков распределения вероятностей прогноза для 12-квартального временного горизонта.

Прогнозы в настоящем отчете составлены на основе всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования - 15 августа 2017 года, результатов опросов Центрального банка и выводов, вытекающих из информации о будущих макроэкономических развитиях.

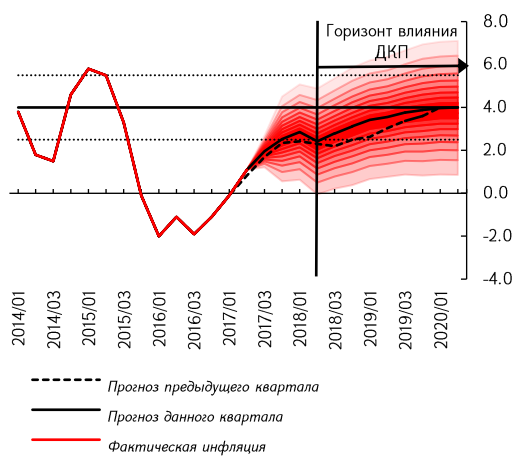
Все ранее опубликованные “Обзоры инфляции” доступны на официальном сайте ЦБ РА www.cba.am, где размещены пресс-релизы и другие материалы, относящиеся к денежно-кредитной политике.

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

Инфляция продолжит расширяться до конца 2017 года и сформируется вблизи границы допустимого диапазона колебаний, а в прогнозируемом горизонте укреплится вблизи 4% целевого уровня.

График 1.1

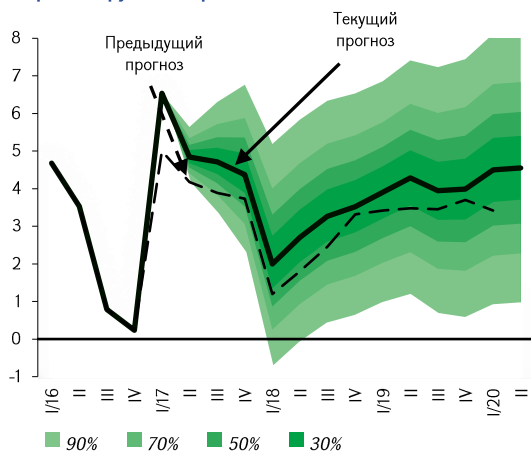
График распределения вероятностей инфляции (12-месячной) в 3-годичном прогнозируемом горизонте



Исходя из зарегистрированной в первом полугодии 2017 года высокой экономической активности, ЦБ пересмотрел прогноз экономического роста на 2017 год вверх.

График 1.2

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



Как предусматривалось в программе денежно-кредитной политики ЦБ третьего квартала, инфляция продолжит расширяться до конца 2017 года и сформируется вблизи границы допустимого диапазона колебаний, а в прогнозируемом горизонте укреплится вблизи 4% целевого уровня.

Восстановлению 12-месячной инфляции окажут содействие в основном ожидаемые в краткосрочном отрезке положительные развития макроэкономической среды, обусловленные наблюдаемой с начала года сравнительно высокой активностью как во внешней, так и внутренней экономике. В то же время, по оценкам ЦБ, инфляция еще будет подвергаться воздействию стимулирующей денежно-кредитной политики. Поскольку макроэкономические развития второго квартала проходили в основном в соответствии с запланированным базовым сценарием, ЦБ своим настоящим решением оставил денежно-кредитные условия без изменений, что соответствует импульсам Совета ЦБ, данным в прошлом финансовому рынку о том, что в случае проявления ожидаемых макроэкономических развитий, ставка политики останется без изменений некоторое время. По оценкам ЦБ, денежно-кредитные условия в ближайшее время останутся стимулирующими, поэтому разрыв ВВП в среднесрочном отрезке будет немного положительным, обеспечивая в прогнозируемом горизонте закрепление инфляции вблизи целевого показателя.

Исходя из зарегистрированной в первом полугодии 2017 года высокой экономической активности, ЦБ пересмотрел прогноз экономического роста на 2017 год вверх. В прогнозируемом горизонте темпы экономического роста ускорятся, постепенно приближаясь к долгосрочному равновесному уровню.

Экономический рост восстанавливается главным образом благодаря факторам предложения, обусловленным в частности, ростом производительности в промышленности и сфере услуг. Восстановлению совокупного предложения содействуют как стабильное восстановление внешнего спроса, так и положительная динамика внутреннего спроса, которая в условиях сдерживающей налогово-бюджетной политики полностью обуславливается осуществляемой стимулирующей денежно-кредитной политикой. В структуре внутреннего спроса увеличиваются также частные вложения, что в будущем может оказать положительное воздействие на рост потенциала ВВП.

В среднесрочном отрезке экономический рост будет стремиться к долгосрочному потенциальному уровню - 4-5%. В то же время, движущей силой экономического роста вновь будет экспортный сектор, чему окажет содействие сохранение конкурентоспособности РА в условиях роста темпов производительности и более низкой, чем у стран партнеров, инфляции.

В прогнозируемом горизонте риски программы денежно-кредитной политики равнонаправленные и зависят, в основном, от интенсивности восстановления мирового и внутреннего спросов. В

краткосрочном отрезке инфляционные риски могут проявиться вследствие волатильности цен на сельхозпродукцию и сырьевые товары на международных рынках, а также геополитических событий и связанных с ними формирующихся экономических ожиданий. В случае проявления всех указанных рисков Центральный банк отреагирует должным образом, обеспечивая достижение целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда ¹

Среди основных стран - торговых партнеров РФ, в частности в США и РФ прогнозируется некоторое замедление темпов экономического роста, в еврозоне – небольшое ускорение.

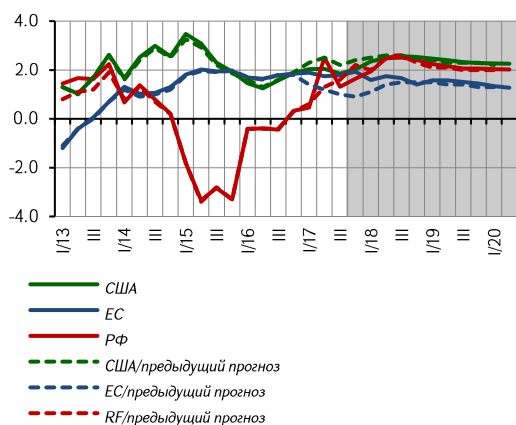
Во второй половине 2017 года на международных рынках сырьевых и продовольственных товаров ожидается некоторая стабилизация цен после их снижения в начале года.

Темп роста мировой экономики сохранится в 2017 году на уровне предыдущего прогноза. Среди основных стран – торговых партнеров РФ, в частности в США и РФ прогнозируется некоторое замедление темпов экономического роста, в еврозоне – небольшое ускорение.

На международных рынках сырьевых и продовольственных товаров во второй половине 2017 года ожидается некоторая стабилизация цен после их снижения в начале года: инфляционные тенденции будут наблюдаться почти по всем ассортиментам товарных групп, за исключением рынка сахарного песка.

График 2.1

Экономический рост основных стран - торговых партнеров (%)



В 2017 году рост экономики в **США** составит 2,0%, вместо предыдущих 2,4%, а в среднесрочном отрезке прогноз будет совпадать с предыдущими прогнозами². Пересмотр экономического роста в основном обусловлен более низким, чем ожидался, показателем, зарегистрированным в первом полугодии 2017 года, а также ожиданием того, что налогово-бюджетная политика США будет по сравнению с предыдущей, менее расширяющей. В подобных условиях, а также учитывая то, что инфляция находится выше целевого уровня, ФРС, видимо, продолжит повышать ставку политики более медленными темпами, чем ожидалось.

В еврозоне в 2017 году предусматривается примерно 1,9% экономический рост, вместо 1,2% по предыдущему прогнозу. Пересмотр связан, в основном, с корректировкой в сторону повышения экономического роста в таких странах, как Германия, Франция, Испания и Италия, что обусловлено значительным ростом внутреннего спроса, снижением уровня безработицы, а также ослаблением политических неопределенностей. Однако следует отметить, что в среднесрочном отрезке экономический рост, как и в предыдущем прогнозе, сформируется на уровне 1,4%, а ЕЦБ продолжит осуществление политики низких ставок до начала 2018 года.

В России в 2017 году ожидается 1,5% экономический рост вместо 1,6% по предыдущему прогнозу, что связано, в основном, применением новых взаимных санкций с США, и как следствие, с некоторым сокращением ожидаемых инвестиций. В краткосрочном отрезке ожидается более высокий уровень инфляции (но пока еще ниже целевого уровня), чем прогнозировалось ранее, обусловленный более

График 2.2

Продовольственные товары (доллары США)



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

² Все прогнозы внешней среды основаны на данных на 28.07.2017 г.

низкими объемами урожая из-за неблагоприятных природно-климатических условий. В подобных условиях ЦБР в краткосрочном отрезке станет проводить более слабую расширяющую денежно-кредитную политику, чем прогнозировалось ранее.

В июльском докладе МВФ 2017 года «Перспективы развития мировой экономики» прогноз мирового экономического роста в 2017 году составляет 3,5%. Прогнозы совпадают с показателями, предусматриваемыми в апрельском докладе.

Международные цены на **рынках сырья** и продовольствия, по сравнению с низкими показателями, зарегистрированными в первом полугодии 2017 года, восстановятся во втором полугодии, однако в среднесрочном отрезке, по сравнению с прежними прогнозами, их уровни будут несколько ниже. В частности, международные цены на медь, после проявления слабых ценовых тенденций в начале года, в третьем квартале 2017 года существенно укрепятся, в основном, благодаря значительному росту спроса Китая, но в среднесрочном отрезке, по сравнению с краткосрочным уровнем цен, значительно снизятся из-за провала ожидаемых инфраструктурных крупных инвестиций в США. Риски, связанные с международными ценами на сырьевые товары, направлены вниз в связи с ослаблением спроса из-за политических неопределенностей в США. На рынках продовольственных товаров ожидается рост рисков, обусловленный ослаблением доллара США.

График 2.3

Сырьевые товары (доллары США)



2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение

Прогноз экономического роста на 2017 год был пересмотрен вверх. Следует отметить, что факторы, которые сыграли роль в корректировке, как например, значительный рост туризма и быстрое расширение сферы экспорта, рассматривались в предыдущей программе денежно-кредитной политики как преобладающие положительные риски. В результате экономический рост на 2017 год оценивается в 3,9%–4,8% вместо прежнего прогноза 3,3–4,8%. Пересмотр среднесрочных прогнозов незначительный: ожидается, что экономический рост в 2018 году будет находиться в интервале 2,8–4,2%, в 2019 году – 3,2–4,8%, а в первом полугодии 2020 года – 3,7–5,4%.

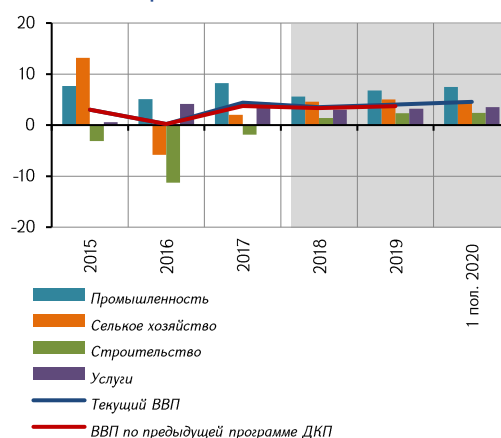
В прогнозируемом горизонте в отраслях экономики ожидаются следующие развития.

Прогнозы по **промышленности** на 2017 год пересмотрены вверх, что обусловлено наблюдаемой в первом полугодии высокой экономической активностью в промышленности и формированием более высокого уровня цен на горнорудную продукцию. Следует отметить, что подобные развития предусматривались в предыдущих прогнозах как положительные риски в сфере. В результате в 2017

Прогноз экономического роста на 2017 год был пересмотрен вверх.

График 2.4

Рост ВВП по отраслям экономики



году в отрасли промышленности прогнозируется 7,8-8,6% рост добавленной стоимости вместо значений 7,2-8,4% по прежнему прогнозу.

В сфере **строительства** прогноз по добавленной стоимости существенно не изменился, в частности, в 2017 году ожидается спад на 1,5-2,4%.

Начатое со второго полугодия 2016 года замедление экономической активности в **сельском хозяйстве** сохранилось и в первом полугодии текущего года. В результате рост в сфере ожидается 1,6-2,4% вместо прежних значений 3,6-4,4%.

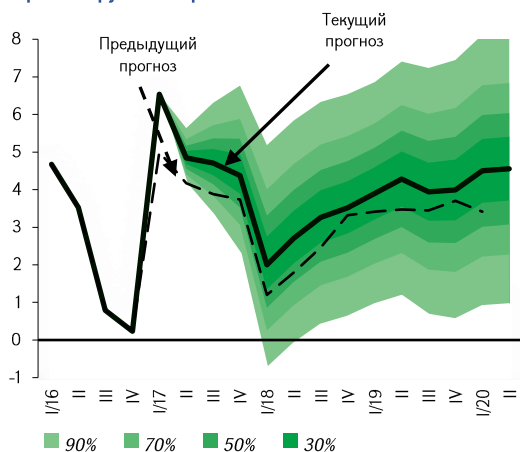
В сфере **услуг** рост добавленной стоимости на 2017 год прогнозируется на уровне 4,2%-4,6% что выше значений предыдущего прогноза (3,4-4,0%). Пересмотр главным образом обусловлен большим ростом, как ЦБ и прогнозировал, количества туристов, посетивших Армению.

Ожидаемые развития в отраслях экономики в 2018-2019 годах не были существенно пересмотрены: в сферах промышленности, строительства, сельского хозяйства и услуг ожидается рост на соответственно 6,0-7,0%, 2,0-2,8%, 4,4-5,2% и 3,1-3,7%.

Риски экономического роста в прогнозируемом горизонте двух-сторонние и равновесные.

График 1.2

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



Из рисков в направлении роста самым значительным риском является реализация ряда правительственных программ по улучшению бизнес среды и стимулированию вложений и их воздействие на экономический рост. Причем освоение новых рынков для экспорта со стороны хозяйствующих субъектов РА и создание нового товарного ассортимента, создают положительные риски для роста экономики, и будут продолжаться в будущем, способствуя повышению уровня потенциала ВВП.

Из рисков в сторону снижения выделяется более медленное, чем ожидается, восстановление частного спроса в среднесрочном отрезке. Более быстрое восстановление мировой экономики по сравнению с базовым сценарием, неблагоприятные погодные условия, а также ход структурных реформ, стимулирующих экономический рост, являются двусторонними рисками.

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП

период	диапазон 30% вероятности	диапазон 90% вероятности
2017 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	3.9% - 4.8%	2.3% - 6.8%
2018 январь-декабрь / 2017 январь-декабрь	2.8% - 4.2%	0.6% - 6.5%
2019 январь-декабрь / 2018 январь-декабрь	3.2% - 4.8%	0.5% - 7.4%
2020 январь-декабрь / 2019 январь-декабрь	3.7% - 5.4%	0.9% - 8.2%

Рынок труда³. Прогнозы по средней номинальной заработной плате на 2017-2019 годы были пересмотрены вверх⁴, а прогнозы по безработице особо не изменились.

В **частном секторе** прогнозы средней номинальной заработной платы соответствуют прежним прогнозам ЦБ: здесь ожидается 4,2% рост. Прогноз по средней номинальной заработной плате в **государственном секторе** предусматривает 1,0% рост (вместо прежнего значения 0,7%), обусловленный фактическими развитиями. В прогнозируемом горизонте, вместе с экономическим ростом и ускорением инфляции, темпы роста заработной платы также ускорятся.

Прогнозы заработных плат в частном и государственном секторах на 2018-2020 годы существенно не отличаются от предыдущих прогнозов ЦБ.

В результате вышеописанных развитий **рост средней номинальной заработной платы** составит в 2017 году примерно 3,1%, а в прогнозируемом горизонте ускорится на 0,8-1,2 процентного пункта в год.

Прогноз по безработице на 2017-2020 годы существенно не изменился. В 2017 году ожидается 17,9% уровень безработицы, который вместе с экономическим ростом будет постепенно снижаться на 0,3-0,5 процентного пункта в год и в прогнозируемом горизонте будет находится на своем среднесрочном равновесном уровне.

В условиях вышеописанных развитий **темп роста производительности в 2017 году опередит темп роста заработной платы, в результате существующие на потребительском рынке инфляционные давления в 0,2-0,4% постепенно нейтрализуются.** Воздействие рынка труда на инфляцию в прогнозируемом горизонте существенным не будет.

Совокупный спрос⁵

Ожидаемый по сравнению с предыдущими прогнозами более высокий экономический рост положительно скажется на поступлениях располагаемых доходов домашних хозяйств и предприятий: ожидается 4,8-5,2% рост частных расходов, что на 0,4 процентного пункта выше значения предыдущего прогноза. В среднесрочном отрезке, исходя из цели обеспечения устойчивости долга, в 2017 году ожидается сокращение дефицита бюджета, которое, несмотря на то, что в краткосрочном отрезке будет оказывать некоторое сдерживающее

График 2.6

Годовой прирост номинальной заработной платы

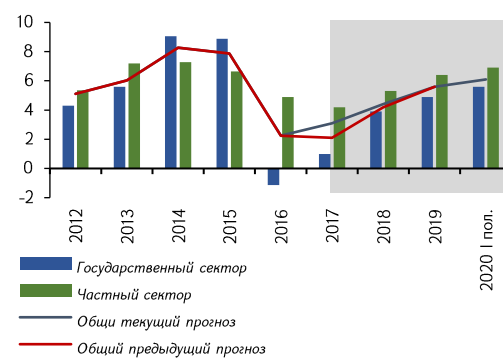
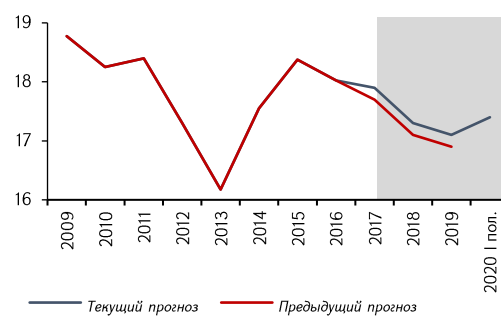


График 2.7

Уровень безработицы



³ Показатели рынка труда за 2017-2019 гг. являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях за первый квартал 2017 года и январь-май 2017 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

⁴ Средняя номинальная заработная плата состоит из вознаграждения за труд и эквивалентных выплат (премии, компенсационные и стимулирующие выплаты и др.).

⁵ Показатели реального роста потребления и реального роста вложений по частному сектору на 2017-2019 годы являются оценками ЦБ РА. Фактические значения указанных показателей представлены на основе опубликованных НСС РА данных за четвертый квартал 2016 года. Оценки реального роста представлены по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

воздействие на внутренний спрос, в долгосрочном отрезке окажет содействие повышению уровня доверия, устойчивости государственных финансов и росту экономической активности. В результате описанных развитий частных и государственных расходов рост внутреннего спроса в 2017 году составит 3,6-4,0%, что на 0,6 процентного пункта выше значений предыдущих прогнозов. При ожидаемом более высоком росте экономики в 2017 году отрицательный разрыв внутреннего спроса сократится и нейтрализуется в начале 2018 года. В 2018-2020 годах внутренний спрос будет немного выше своего равновесного уровня, сформировав положительный разрыв.

График 2.8

Частное потребление

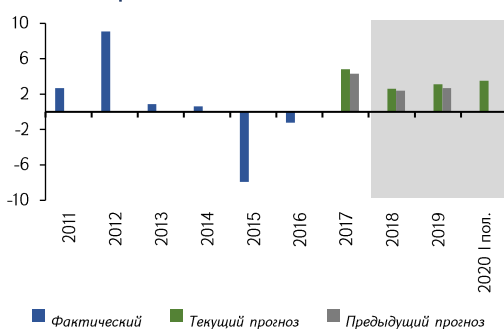


График 2.9

Частные вложения

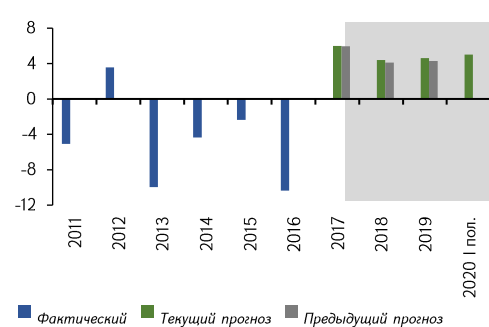
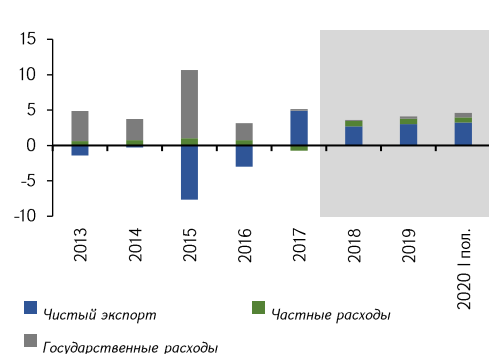


График 2.10

Содействие экономическому росту



Расходы частного сектора

Ожидаемый в 2017 году более высокий экономический рост увеличит реальные доходы домашних хозяйств. Учитывая также ожидание увеличения объемов кредитования, рост частного потребления в 2017 году будет на 0,5 процентного пункта больше значения предыдущего прогноза, составив 4,5%. Рост частного потребления в 2018-2019 годах будет соответствовать значениям предыдущих прогнозов: соответственно 2,4-2,8% и 2,9-3,3%. В первом полугодии 2020 года темп частного потребления достигнет 3,5%.

Рост частных вложений в 2017 году не изменит своего значения, предусмотренного в предыдущем прогнозе, и составит 6%. В 2018-2019 годах рост частных вложений будет несколько выше значений предыдущих прогнозов, что обусловлено пересмотром значения экономического роста. В результате в прогнозируемом горизонте частные вложения увеличатся примерно на 5,0%.

Вышеописанные развития частного потребления и частных вложений обусловят 5,0% рост частных расходов в 2017 году, что выше показателя предыдущего прогноза на 0,4 процентного пункта. В прогнозируемом горизонте частные вложения повысятся на 3,0-4,0%.

Несмотря на ожидаемый рост, в начале прогнозируемого горизонта частные расходы останутся на низком уровне. Вызвано это тем, что в 2015 и 2016 годах были зарегистрированы снижения частных расходов на 6,9% и 2,9% соответственно, а 5,5% рост, зарегистрированный в первом полугодии 2017 года, был недостаточным для восстановления уровня частных расходов. Более того, рост значений в начале года был выше, чем предполагали экономические фундаменталии, из чего следует, что в прогнозируемом горизонте темп роста частных расходов будет медленнее, чем в первом полугодии. Таким образом, до первого квартала 2018 года **разрыв частных расходов окажет на инфляцию в среднем сдерживающее влияние на 0,2-0,4 процентного пункта**, что меньше значений предыдущих прогнозов. Начиная со второго квартала 2018 года до конца прогнозируемого горизонта **он станет инфляционным (в среднем на 0,7-0,9 процентного пункта)**, что несколько больше предыдущего прогноза.

Счет текущих операций

Развития второго квартала 2017 года свидетельствуют о более высоких, чем ожидалось, темпах в сфере экспорта товаров и услуг, в условиях которого, а также учитывая положительные пересмотры по промышленности, прогнозы экспорта товаров и услуг в 2017 году скорректированы вверх (рост 10,0-12,0%).

На фоне положительных развитий экономической активности, в частности, внутреннего спроса, был зарегистрирован превысивший ожидания рост также и в сфере импорта товаров и услуг, где существенное содействие оказал импорт инвестиционных товаров. Исходя из этого прогноз импорта товаров и услуг на 2017 год пересмотрен вверх (будет находиться в интервале 10,0-12,0%).

Прогноз денежных переводов физических лиц на второе полугодие оставлен без изменения. Учитывая, что рост в первом полугодии был ниже прогноза, в 2017 году рост денежных переводов окажется в интервале 12,0-14,0%, что будет обусловлено ходом восстановления экономики России.

В результате показатель «дефицит текущего счета/ВВП» в 2017 году будет соответствовать значению прогноза по предыдущему кварталу - 1,0-3,0%.

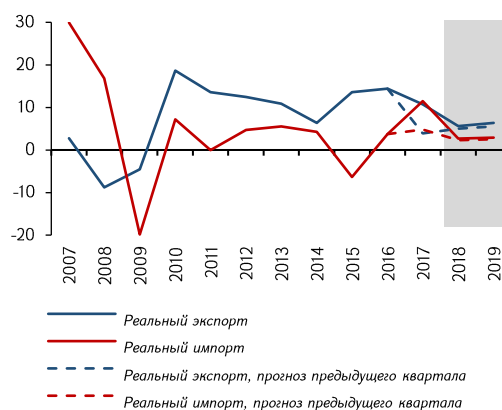
Налогово-бюджетный сектор ⁶

По сравнению с предыдущей программой денежно-кредитной политики, в прогнозах ЦБ по доходам государственного бюджета на 2017 год, совпадающим с пересмотренными квартальными пропорциями, существенных изменений нет. В течение года ожидается сохранение положительной тенденции по сбору налогов, зарегистрированной в первом квартале года, в условиях ожидания более высокого экономического роста и улучшения налогового администрирования. В результате в 2017 году соотношение «налоги/ВВП»⁷ составит 22,2%, что почти совпадает со значением, предусматриваемым в предыдущем квартале, и выше показателя предыдущего года на 0,9 процентного пункта.

По итогам года ожидается экономия государственных расходов, в основном по части капитальных расходов, осуществляемых за счет внешнего финансирования: расходы составят 97,0% скорректированных квартальных пропорций. По оценкам соотношение «расходы/ВВП» составит 25,8%, что на 0,7 процентного пункта ниже значения прогноза первого квартала и на 2,2 процентного пункта ниже показателя предыдущего года. Дефицит государственного бюджета составит 120,6 млрд драмов, вместо 151,6 млрд драмов, предусмотренных в результате корректирования пропорций. В результате

График 2.11

Экспорт и импорт товаров и услуг в реальном выражении (в годовом выражении %)



⁶ Оценка влияния налогово-бюджетной политики на целостный спрос в 2017 году с использованием показателей доходов и расходов, установленных законом РА «О государственном бюджете 2017 года», скорректированных отдельными решениями Правительства, и значений прогнозов ЦБ. Показатели, установленные законом РА «О государственном бюджете 2017 года», пересматриваются отдельными решениями Правительства РА в рамках его компетенции, см. - <https://www.e-gov.am>.

⁷ Показатель ВВП за 2017 год является прогнозом ЦБ РА.

Воздействие налогово-бюджетной политики на целостный спрос будет сдерживающее на 4,0 процентного пункта, что на 1,0 процентный пункт выше предыдущего прогноза

соотношение «дефицит/ВВП» составит 2,2% вместо 2,8%, предусматриваемого в предыдущем квартале.

Учитывая пересмотренный вышеуказанными изменениями и положительно скорректированный показатель ВВП на 2017 год, воздействие налогово-бюджетной политики на целостный спрос будет сдерживающее на 4,0 процентного пункта, что на 1,0 процентный пункт выше предыдущего прогноза.

Для формирования устойчивой долговой среды в **среднесрочном отрезке**⁸ налогово-бюджетная политика, аналогично тому, как было представлено в предыдущей Программе государственных среднесрочных расходов, будет направлена на постепенное сокращение дефицита. Тем не менее, средний показатель «дефицит/ВВП» в 2018-2020 годах составит 2,4% (в 2017-2019 гг. – в среднем 2,2%).

Несмотря на рост дефицита, поскольку в среднесрочном отрезке предусматривается рост процентных выплат по долгу, воздействие налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет сдерживающим.

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетного сектора						
% в ВВП	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Доходы государственного бюджета ⁹	22.4	22.4	23.6	23.4	23.5	23.7
Расходы государственного бюджета	27.2	28.0	25.8	26.1	25.9	25.8
Процентные платежи по долгу	1.5	1.9	2.2	2.4	2.3	2.5
Баланс государственного бюджета	-4.8	-5.6	-2.2	-2.7	-2.4	-2.1
Первичный бюджет*	-3.3	-3.7	0.0	-0.3	-0.1	0.4
Единовременные/временные потоки**	-0.6	0.4	-0.1	-0.5	-0.8	-0.7
Скорректированный баланс***	-2.7	-4.1	0.1	0.2	0.7	1.1
Циклический баланс****	-0.1	-0.4	-0.3	0.1	0.2	0.2
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	-2.6	-3.7	0.4	0.1	0.5	0.9
Налогово-бюджетная позиция*****			-4.0	0.2	-0.3	-0.5
* Баланс бюджета за вычетом процентных выплат по долгу. ** Временные или единовременные поступления в бюджет. Здесь рассматриваются чистые остатки кредитования (знак "+" означает предоставление средств, знак "-" - возврат средств). *** Первичный бюджет, скорректированный с учетом единовременных или временных поступлений. **** Оценка ЦБ: та часть баланса бюджета, которая зависит от колебаний делового цикла. Компоненты зависят от разрыва ВВП и коэффициентов гибкости доходов и расходов к ВВП. ***** Оценка ЦБ: изменение структурного баланса в годовом исчислении, отражающая дискреционный характер налогово-кредитной политики (положительный знак означает фискальное расширение, отрицательный знак - сдерживание).						

⁸ В прогнозируемом горизонте прогнозы по налогово-бюджетной политике основаны на основных макроэкономических показателях «Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2018-2020 г.г.».

⁹ Показатели по государственному бюджету представлены без учета внебюджетных средств.

Подведем итоги. С третьего квартала 2017 года до первого квартала 2018 года общие развития совокупного спроса и рынка труда создадут на потребительском рынке слабые дефляционные давления в среднем на 0,6-0,8 процентного пункта, что существенно не отличается от значений предыдущего прогноза. В том числе, целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены будет дефляционное - в среднем 1,1-1,3 процентного пункта, а воздействие чистого внешнего спроса – инфляционное на 0,4-0,6 процентного пункта (существенно не отличаются от значений предыдущего прогноза).

На фоне устойчивых улучшений внешних и внутренних экономических условий и еще сохраняющегося воздействия стимулирующей денежно-кредитной политики, совокупный спрос продолжит увеличиваться, достигнув положительного разрыва, в результате в течение периода с первого полугодия 2018 года до конца прогнозируемого горизонта дефляционные воздействия совокупного общего спроса и рынка труда постепенно ослабеют и будут инфляционными - в среднем на 0,9-1,0 процентного пункта, что слегка превышает значения предыдущего прогноза.

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

В третьем квартале 2017 года продолжится тенденция восстановления мировой экономики, а на международных товарно-сырьевых рынках будет наблюдаться склонность к стабилизации цен. Внешних инфляционных давлений не ожидается ни в краткосрочном, ни в среднесрочном отрезке.

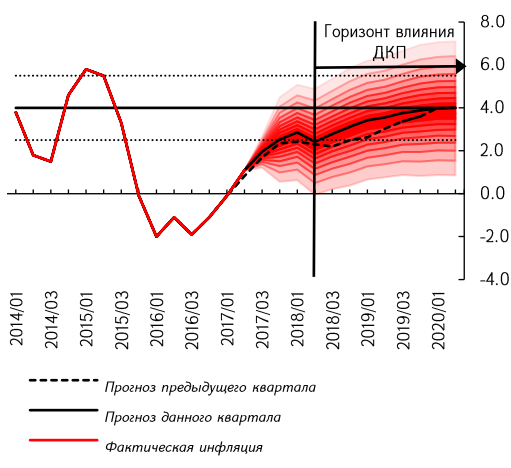
По результатам второго квартала 2017 года **инфляция в годовом выражении составила 1,1%** и слегка превысила значение предыдущего прогноза (0,8%), а в июле, из-за резкого спада сезонных цен на сельскохозяйственную продукцию, составила 0,9%. Тем не менее, базовая инфляция постепенно восстанавливается, составив в июне 0,3% в годовом выражении, а в июле – 0,7%, что говорит о постепенном восстановлении спроса. По оценкам ЦБ, разлом ВВП постепенно сокращается, хотя все еще находится в области отрицательных значений. Восстановлению спроса способствуют как устойчивое восстановление внешнего спроса, так и положительная динамика внутреннего спроса, что, в условиях сдерживающей налогово-бюджетной политики, полностью обусловлено денежно-кредитной политикой. Восстановление внутреннего спроса, в дополнение к частному потреблению, выразилось также в росте частных вложений, что в

По результатам второго квартала 2017 года инфляция в годовом выражении составила 1,1% и слегка превысила значение предыдущего прогноза (0,8%), а в июле из-за резкого спада сезонных цен на сельскохозяйственную продукцию составила 0,9%.

Прогноз экономического роста на 2017 год был пересмотрен вверх – 3,8-4,8%, вместо 3,2-4,8% по предыдущему прогнозу.

График 2.12

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



дальнейшем может оказать положительное влияние на рост потенциала ВВП. В первом квартале 2017 года, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, восстановление спроса выразилось в росте кредитования (особенно предприятий) и импорта (также и импорта инвестиционных товаров).

Сохраняется также и рост экономики, большей частью обусловленный факторами предложения. Зарегистрированный в промышленности и сфере услуг рост производительности проявился также в развитии экспорта товаров и услуг (особенно, в экспорте туризма) и рынка труда, где рост превысил рост заработных плат, нейтрализовав инфляционные давления в 2017 году. В этих условиях прогноз экономического роста на 2017 год был пересмотрен вверх – 3,8-4,8%, вместо 3,2-4,8% в предыдущем прогнозе.

В условиях высокой производительности оценка разлома ВВП во втором квартале отрицательная. Исходя из этого и учитывая темпы восстановления инфляции, ЦБ счел необходимым сохранить имеющийся в настоящее время 6% стимулирующий уровень ставки денежно-кредитной политики. В результате ожидается, что отрицательный разлом ВВП нейтрализуется в начале 2018 года, а инфляция в конце 2017 года будет находиться в допустимом интервале колебаний. Причем, в результате реализации прогнозируемых макроэкономических развитий денежно-кредитные условия еще останутся стимулирующими, на фоне которых разлом ВВП в среднесрочном отрезке станет слегка положительным, обеспечивая в среднесрочном отрезке закрепление инфляции вблизи целевого уровня.

Экономический рост в среднесрочном отрезке будет стремиться к своему долгосрочному потенциальному уровню – закрепившись в интервале 4-5%. В то же время, локомотивом экономического роста продолжит оставаться экспортный сектор экономики, которому окажет содействие сохранение темпов роста производительности, и сохранение конкурентоспособности РА в условиях более низкой инфляции, чем у стран – торговых партнеров.

период	Вероятность нахождения инфляции в данном диапазоне				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
2017 III кв.	1.7	87.1	11.2	0.0	0.0
2017 IV кв.	10.1	38.9	50.3	0.7	0.0
2018 I кв.	8.5	31.2	57.8	2.4	0.1
2018 II кв.	17.2	35.0	45.8	1.9	0.1
2018 III кв.	12.6	30.1	53.2	3.8	0.3
2018 IV кв.	10.1	25.4	56.9	6.6	1.0
2019 I кв.	7.4	21.7	60.1	9.2	1.7
2019 II кв.	6.6	20.1	60.6	10.5	2.1
2019 III кв.	5.8	17.8	60.2	12.9	3.3
2019 IV кв.	6.1	16.8	57.9	14.5	4.7
2020 I кв.	5.7	16.0	57.5	15.4	5.3
2020 II кв.	5.8	16.0	57.0	15.6	5.6

В прогнозированном горизонте риски денежно-кредитной программы равновесные и зависят, в основном, от интенсивности восстановления мирового и внутреннего спросов. В краткосрочном отрезке инфляционные риски могут проявиться вследствие волатильности цен на сельхозпродукцию и сырьевые товары на международных рынках, а также геополитических развитий и связанных с ними формирующихся экономических ожиданий. В случае проявления всех указанных рисков Центральный банк отреагирует должным образом, обеспечивая достижение целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ВТОРОГО КВАРТАЛА 2017 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

График 3.1

Во 2-ом квартале 2017 года дефляционная среда продолжила укрепляться



Во втором квартале 2017 года инфляция составила -0,2% (вместо -0,5% по предыдущему прогнозу), содействие которой, в основном оказал спад колеблющихся сезонных цен на продовольственные товары, в частности на ассортимент групп «Яйца» и «Овощи и картофель» - соответственно на -4,4% и -23,1% (отрицательное квартальное содействие инфляции - около 1,3 процентного пункта¹⁰). В то же время во втором квартале **2017 года рост показателя базовой инфляции составил 0,7%, превысив прогноз**, в результате показатель 12-месячной инфляции составил к концу июня 1,1%. Этот уровень был обусловлен ростом цен в течение квартала на воздушный транспорт (26,6% по отношению к предыдущему кварталу), а также на ассортимент группы «Рыба» (6,3% по отношению к предыдущему кварталу), «Мясные изделия» (2,9% по отношению к предыдущему кварталу), воздействие которых на базовую инфляцию значительно смягчило снижение цен на ассортимент группы «Хлеб» (0,5% по отношению к предыдущему кварталу) и «Молочные продукты» (-1,2% по отношению к предыдущему кварталу).

Инфляция по группам товаров, оказавшим основное содействие ¹¹						
Группа товаров	2017 март (в годовом выражении)		2017 июнь (в годовом выражении)		2017 второй квартал	
	Рост (%)	Содействие (%)	Рост (%)	Содействие (%)	Рост (%)	Содействие (%)
ИПЦ	-0.1		1.1		-0.2	
Продовольственные товары	3.3	1.5	4.9	2.3	-0.9	-0.4
Хлеб	-0.88	-0.08	-1.44	-0.13	-0.48	-0.04
Мясные продукты	-0.15	-0.01	3.35	0.29	2.87	0.25
Молочные продукты	-2.81	-0.12	-2.40	-0.10	-1.22	-0.05
Фрукты	23.75	0.79	13.54	0.45	26.55	0.88
Овощи и картофель	13.45	0.72	19.18	1.03	-23.70	-1.27
Яйца	15.76	0.12	24.16	0.18	6.44	0.05
Сахарный песок	-1.16	-0.02	23.00	0.30	-4.37	-0.06
Непродовольственные товары	14.91	0.13	16.69	0.14	0.68	0.01
Услуги	-3.5	-0.8	-2.9	-0.6	-0.2	0.0

¹⁰ Вследствие особенностей статистической методологии расчета инфляции, между суммарным итогом содействия, оказанного различными ассортиментными группами товаров на инфляцию, и официально опубликованным показателем общей инфляции существует статистическое отклонение.

¹¹ Показатели по ассортименту группы продовольственных товаров являются расчетами ЦБ с использованием данных из НСС РА, так как из-за применения НСС новой методологии расчета, информация не публикуется.

В условиях перечисленных развитий во втором квартале 2017 года инфляционная среда, как и прогнозировалось, продолжала стабилизироваться, в результате **12-месячная инфляция составила в июне 1,1% вместо прогноза 0,8%.**

По официальным данным НСС РА, инфляция в июне составила -2,6%, в основном, обусловленная сезонным спадом цен на сельскохозяйственные товары. В результате 12-месячная инфляция смягчилась и составила 0,9%.

В краткосрочном предыдущем периоде, охватывающем период с третьего квартала 2016 года до третьего квартала 2017 года, в соответствии с денежно-кредитной политикой третьего квартала 2016 года, слабый внутренний спрос должен был еще сохраниться, и ожидалось влияние дефляционной среды внешнего мира на внутренние цены. В то же время с 1-го августа 2016 года прекращалось субсидирование со стороны Правительства и ЗАО «Электрические сети Армении» тарифа за электроэнергию для определенной части населения и малого бизнеса, что частично нейтрализовалось бы снижением тарифа за электроэнергию для потребителей. Поэтому ЦБ считал, что дефляционная среда в третьем квартале должна была сохраниться, а потом постепенно ослабеть, и **12-месячная дефляция должна была постепенно вернуться к целевому показателю.** Причем, учитывая вышеуказанные факторы, прогноз базовой инфляции был скорректирован вверх.

В подобной ситуации **ЦБ предусматривал продолжить и в третьем квартале ослабление денежно-кредитных условий,** оказывая содействие дальнейшему расширению совокупного спроса, постепенной нейтрализации дефляционной среды и закреплению инфляции вблизи целевого уровня.

Как и прогнозировалось, в результате фактических инфляционных развитий в третьем квартале 2016 года дефляционная среда углубилась, обусловленная в основном низким внутренним спросом, выраженной сезонностью цен на сельскохозяйственные продукты, и сохраняющимися дефляционными влияниями из внешней среды. В этих условиях **уровень 12-месячной инфляции** снизился с июньского -1,1% до -1,9% в сентябре.

Тем не менее, существующие в конце третьего квартала дефляционные риски увеличились под воздействием ожидаемых в первом квартале 2017 года факторов понижения тарифов на газ и электроэнергию и предусмотренной на 2017 год сдерживающей налогово-бюджетной политики, с учетом которых ЦБ скорректировал вниз прогнозы также и на четвертый квартал 2016 года и первый квартал 2017 года.

Несмотря на проявление вышеописанных дефляционных рисков, в четвертом квартале на инфляционные развития стала оказывать воздействие осуществленная ЦБ расширяющая денежно-кредитная политика, в результате 12-месячная инфляция стала повышаться до конца года, составив в конце декабря в среднем -1,1%.

Показатель 12-месячной инфляции под воздействием тех же факторов продолжил повышаться в первом квартале 2017 года, составив в конце марта в среднем **-0,1%.**

12-месячная инфляция составила в июне 1,1% вместо 0,8%, как прогнозировалось.

График 3.2

По прогнозам ЦБ, дефляционная среда постепенно повысится и в прогнозируемом горизонте закрепится вблизи целевого уровня 4%



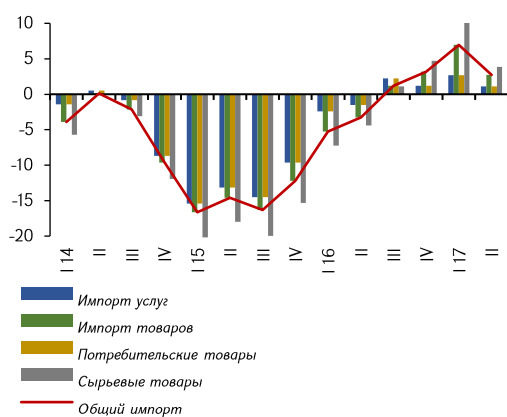
Учитывая сохраняющийся с июля 2016 года по март 2017 года низкий уровень внутреннего спроса, дефляционные воздействия из внешнего сектора на продовольственные, а позднее и на непродовольственные товары, а также ожидаемое сдерживающее воздействие предусмотренной Правительством налогово-бюджетной политики, ЦБ осуществил за весь этот период политику неуклонного ослабления денежно-кредитных условий, пять раз снизив ставку рефинансирования в целом на 1,5 процентного пункта, установив ее в конце февраля на уровне **6%**.

Во втором квартале 2017 года инфляция значительно повысилась, что было обусловлено в основном формированием высокого уровня цен на сельскохозяйственные продукты. В результате **с апреля 12-месячная инфляция уже оказалась в области положительных значений**, и в среднем колебалась у значения **1,3%**. В то же время, в первом полугодии наблюдалась довольно высокая экономическая активность, осуществляемая в последние годы стимулирующая денежно-кредитная политика продолжала оказывать содействие восстановлению внутреннего спроса, инфляционные ожидания ослабли, а также оцениваемые инфляционные риски в основном уравнились. В создавшейся ситуации, учитывая вышеуказанные факторы влияния и ожидания сохранения положительных развитий, происходящих во внешней и внутренней экономиках, ЦБ сохранил во втором квартале денежно-кредитные условия, оставив **ставку рефинансирования на уровне 6%**. Тем не менее, по оценкам ЦБ такая политика является пока стимулирующей, в условиях которой инфляция продолжит постепенно повышаться и в 2017 году сформируется в интервале допустимых колебаний, а в прогнозируемом горизонте закрепится вблизи целевого показателя.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

График 3.3

Во 2-ом квартале 2017 года замедлился рост долларовых цен на импорт товаров и услуг (в годовом выражении, %)



Цены на импорт. Во втором квартале 2017 года рост долларовых цен на импорт товаров и услуг замедлился в среднем на 1,0% по отношению к предыдущему кварталу, снижение роста в том же периоде предыдущего года составило 2,7%. Замедлению роста долларовых цен на импорт в годовом выражении оказали содействие замедление темпов роста международных цен на железную руду, а также ослабление темпов укрепления рубля в годовом выражении, причиной которого стало замедление роста долларовых цен на потребительские товары, импортируемые из России.

Цены производителей¹². По оценкам ЦБ РА, в январе-июне 2017 года дефлятор ВВП по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года увеличился на 1,4%, что совпадает с предыдущими прогнозами. Причем, как и ожидалось ранее, в промышленности зарегистрирован рост цен на 5,0% в годовом выражении, существенных

¹² Изменение индексов цен в январе-июне 2017 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

ценовых изменений в сельском хозяйстве и промышленности не наблюдалось, а в строительстве был зарегистрирован 2,0% спад в годовом выражении.

3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки

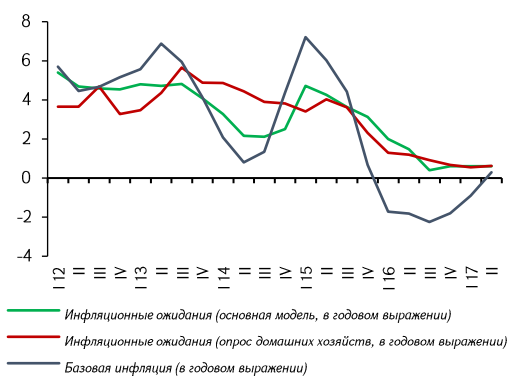
По оценкам ЦБ РА инфляционные ожидания общества, которые существенно смягчились в 2015–2016 годах, во втором квартале 2017 года, как и ожидалось, продолжали стабилизироваться, а в одногодичном горизонте постепенно восстанавливаются и в прогнозируемом горизонте закрепятся вблизи целевого уровня инфляции. В частности, по оценкам, полученным в рамках основной модели ЦБ РА, во втором квартале 2017 года инфляционные ожидания существенно не изменились по сравнению с предыдущим кварталом, составив 0,6%.

Судя по результатам опроса ЦБ, проведенного во втором квартале 2017 года по некоторым макроэкономическим показателям, инфляционные ожидания домашних хозяйств и организаций финансового сектора в основном продолжали стабилизироваться. В частности, инфляционные ожидания домашних хозяйств укрепились, в среднем, вблизи **0,6%** уровня 12-месячной инфляции, повторив ожидания предыдущего квартала. По результатам текущего опроса, **средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы** в предстоящем одногодичном горизонте составляет **2,9%** вместо **2,6%** по предыдущему опросу. Причем инфляционные ожидания коммерческих банков по 12-месячной инфляции составили в среднем **2,5%**, вместо прежних 2,2%, ожидания кредитных организаций – в среднем **3,3%** вместо 3,0%, а инвестиционных компаний и фондов – **2,3%** среднюю инфляцию вместо 2,1%. Страховые компании превысили средний уровень по предыдущему прогнозу примерно на 1,0 процентный пункт, составив **3,5%**.

По результатам опроса второго квартала 2017 года финансовая система ожидает постепенное снижение процентных ставок, причем по прогнозу второго квартала ожидаемые уровни на ближайшие четыре квартала скорректированы вниз.

График 3.4

Во 2-ом квартале 2017 года сохранилась тенденция стабилизации инфляционных ожиданий



Вкладыш 1

Представления ЦБ об инфляционных ожиданиях как одной из важнейших основ денежно-кредитной политики

Фактор ожиданий играет ключевую роль в осуществлении денежно-кредитной политики ЦБ, поскольку напрямую обуславливает степень доверия к денежно-кредитной политике ЦБ и гибкость реагирования на отрицательные шоки в экономике.

Центральный банк подходит к фактору инфляционных ожиданий на основании разделения ожиданий на две составляющие: краткосрочные и долгосрочные ожидания. Краткосрочные ожидания, в целом, формируются в соответствии с фактическими развитиями инфляции, текущими шоками экономики и соответствующей реакцией ЦБ

График 1

Уровень долларизации по депозитам со сроками до 1 года и более 1 года (доля валютных депозитов резидентов в общих депозитах с соответствующим сроком)

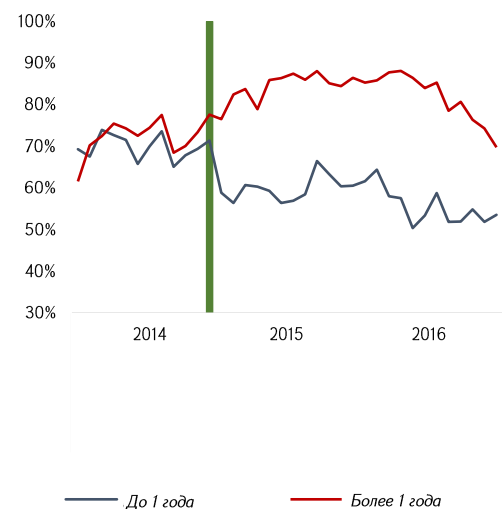
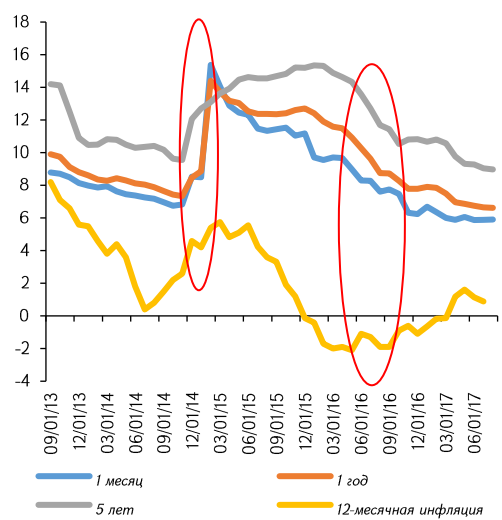


График 2

Уровень процентных ставок кривой доходности для сроков: 1 месяц, 1 год и 5 лет



на них. «В обзоре инфляции» представляются именно краткосрочные инфляционные ожидания. Долгосрочные ожидания — это прогнозы субъектов экономики по поводу возможностей ЦБ обеспечить устойчивость цен в долгосрочном периоде.

Для Центрального банка крайне важны оценки относительно инфляционных ожиданий. Для этой цели ЦБ применяет ряд подходов, в частности, уже довольно долгое время ЦБ проводит опрос среди широких слоев общественности относительно их прогнозов по поводу развития инфляционных процессов по краткосрочному периоду, а со второй половины 2016 года — также по долгосрочному периоду (5 лет). Результаты опросов показывают, что долгосрочные инфляционные ожидания более инерционные и снижаются медленнее, чем краткосрочные инфляционные ожидания.

Согласно другому подходу формирования представлений относительно инфляционных ожиданий, ЦБ РА оценивает краткосрочные инфляционные ожидания по изменению уровня долларизации депозитов со сроком до 1 года (доли валютных депозитов со сроком до 1 года резидентов в общем объеме депозитов той же срочности) и изменению процентных ставок краткосрочного отрезка (до 1 года) кривой доходности. Долгосрочные инфляционные ожидания оцениваются по изменению уровня долларизации долгосрочных (более 1 года) депозитов (доли валютных депозитов со сроком более 1 года резидентов в общем объеме депозитов той же срочности) и изменению процентных ставок долгосрочного отрезка (например, 5 лет) кривой доходности.

Из графика 1 видно, что вследствие валютного кризиса уровень долларизации депозитов со сроком до 1 года снизился (в конце 2014 года — более 71,0%, в конце 2016 года — 54,0%), тогда как уровень долларизации валютных депозитов со сроком более 1 года сначала значительно повысился (в конце 2014 года — примерно 78,0%, в сентябре 2015 года — 88,0%), затем некоторое время оставался на высоком уровне, а в мае 2016 года начал снижаться, составив в конце года 70,0%.

В графике 2 представлены краткосрочные и долгосрочные кривые доходности. Видно, что в 2014 году, под воздействием финансового кризиса, резко повысились как краткосрочные, так и долгосрочные процентные ставки, хотя резкого повышения 12-месячной инфляции зарегистрировано не было. В результате последовательной политики ЦБ, в соответствии с понижением инфляции, быстрыми темпами снизились ставки в краткосрочном отрезке кривой (в случае ставок сроком до 1 года: с более 14,0% в начале 2015 года до 7% в июле 2017 года), тогда как в долгосрочном отрезке кривой ставки почти 1,5 года оставались на высоком уровне (в случае ставок со сроком 5 лет почти на 15,0%), и стали снижаться со второго квартала в 2016 года, составив в июле 2017 года — 9,0%.

Динамика двух вышеперечисленных показателей показывает, что политика ЦБ оказывает наибольшее оперативное влияние на краткосрочные инфляционные ожидания, а долгосрочные инфляционные ожидания влияют на формирование инфляционных процессов более медленно, поскольку сохраняют инерцию бывшего повышения и им требуется определенное время для сохранения устойчивости краткосрочных ожиданий. Вот почему, только после сохранения низкой инфляционной среды в течение 1,5 лет, долгосрочные процентные ставки на финансовом рынке стали понижаться быстрыми темпами.

Таким образом, можно утверждать, что в результате осуществленной ЦБ денежно-кредитной политики в 2015-2017 годах, сформировавшиеся в конце 2014 года высокие инфляционные ожидания значительно смягчились, что отразилось на вышеперечисленных показателях: снижении уровня долларизации депозитов (график 1), выравнивании наклона кривой доходности (график 2), а также тенденции снижения 12-месячной инфляции. Благодаря этому эффективно сработал также трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики: значительное ослабление денежно-кредитных условий в 2015-2017 годах путем снижения ставки рефинансирования ЦБ отразилось на динамике ставок по драмовым кредитам и депозитам (см. Обзор инфляции 2017/2, вкладыш 1 «Влияние ослабления денежно-кредитных условий на процентные ставки финансового рынка», стр. 25).

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹³

В первом полугодии 2017 года рост экономической активности превысил ожидания ЦБ и составил 6,1%, в результате оценка экономического роста за первое полугодие скорректирована вверх и составила **4,6-5,0%**. Прежняя оценка составляла 4,0-4,4%. Корректировка главным образом обусловлена более высоким, чем ожидалось, ростом в промышленности, а также превысившим прогноз ЦБ большим сбором налоговых доходов.

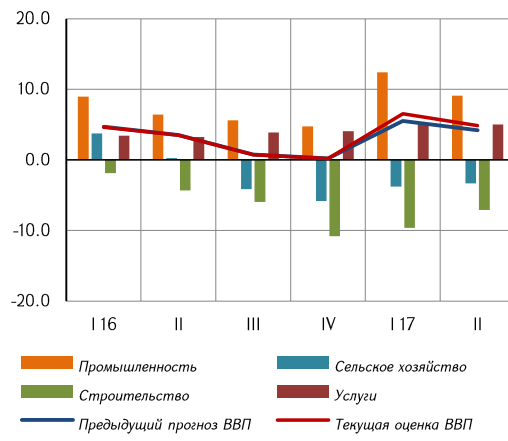
В частности, рост добавленной стоимости в **промышленности** в первом полугодии составил, по оценкам, 9,0-9,8% в годовом выражении, тогда как предыдущий прогноз предусматривал 7,8-8,5% рост. Восстановление в отрасли обусловлено более высоким, чем в предыдущих прогнозах, уровнем цен на горнорудную продукцию на международных рынках и наиболее быстрым ростом потенциала экономики. Спад добавленной стоимости в **сельском хозяйстве** составил по оценкам 2,9-3,7% вместо неизменного уровня, который ожидался ранее. В отчетном периоде развития в сельском хозяйстве являются отражением начавшегося с конца 2016 года сохранения слабой экономической активности.

Развития в **сферах услуг и строительства** в первом полугодии совпадают с прогнозами ЦБ.

В первом полугодии 2017 года рост экономической активности превысил ожидания ЦБ и составил 6,1%, в результате оценка экономического роста за первое полугодие скорректирована вверх и составила 4,6-5,0%.

График 3.5

Динамика ВВП и отраслей экономики



¹³ Показатели роста добавленной стоимости ВВП и отраслей экономики за январь-июнь 2017 года являются оценками ЦБ РА, если иное не указывается.

3.2.2. Совокупный спрос¹⁴

График 3.6

Годовой прирост частных расходов (%)

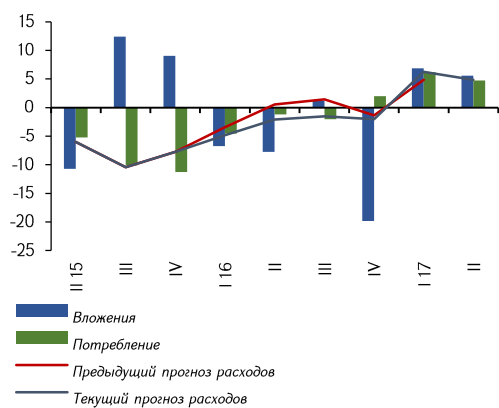


График 3.7

Показатель экспорта в реальном выражении во 2-ом квартале 2017 года ухудшился

(чистый экспорт в реальном выражении, годовой %, положительный знак - улучшение)

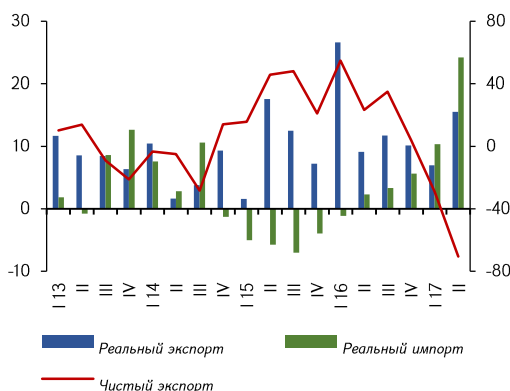
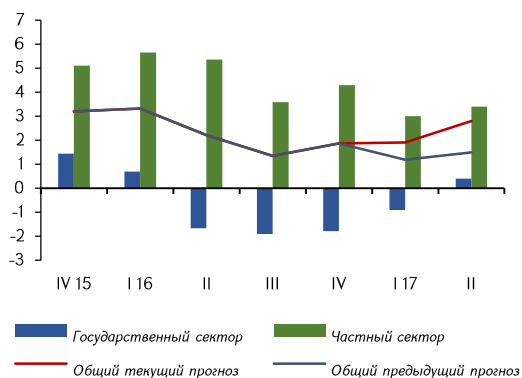


График 3.8

Динамика средних заработных плат по секторам в годовом выражении (%)



По оценкам ЦБ рост частного потребления составил во втором квартале 2017 года 4,7%, слегка превысив предыдущий прогноз¹⁵. Высокий рост потребления обусловлен опережающим прогнозом ростом экономической активности.

Инвестиционная активность экономики во втором квартале совпала с предыдущими прогнозами. В результате рост частных вложений составит во втором квартале 5,6%. В первом квартале года был уже зарегистрирован рост частных вложений на 6,8%, который восстановился после долгосрочного спада, повысив потенциальный уровень будущего экономического роста.

На фоне вышеописанных развитий частного потребления и вложений рост частных расходов составит 4,8%, превысив предыдущий прогноз на 0,4 процентного пункта. В условиях подобного роста частные расходы оказались слегка ниже равновесного уровня и создали на потребительском рынке слабые инфляционные давления, которые по оценкам ЦБ, составили 0,2-0,4 процентного пункта. По оценкам ЦБ, показатель чистого реального экспорта снизился во втором квартале 2017 года. Обусловлено это реальным ростом импорта товаров и услуг, превысившим реальный рост экспорта импорта. В частности, темпы роста реального экспорта¹⁶ товаров и услуг во втором квартале 2017 года составил 15,5% в годовом выражении, тогда как реальный рост импорта товаров и услуг – 24,2% в годовом выражении.

Темп роста чистых переводов физических лиц в долларовом выражении замедлился во втором квартале 2017 года и составил 9,3% в годовом выражении), что обусловлено развитиями экономики России.

3.2.3. Рынок труда¹⁷

Во втором квартале 2017 года темп роста номинальной заработной платы **частного сектора** совпал с прежними прогнозами ЦБ и составил 3,4%. В том же периоде рост номинальных заработных плат **в государственном** секторе проявил более положительную динамику развития и составил 0,4% вместо прогноза понижения на 1,5%.

¹⁴ Показатели по частным расходам, частному потреблению и частным вложениям за второй квартал 2017 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных за первый квартал 2017 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹⁵ Следует отметить, что НСА РА пересмотрела значение роста частного потребления за 2016 год. Вместе опубликованного ранее 1,0% роста частного потребления, зарегистрирован 1,2% спад.

¹⁶ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

¹⁷ Данные по рынку труда за второй квартал 2017 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях за первый квартал 2017 года и январь-июнь 2017 года. Оценки роста в подразделе даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

В результате, во втором квартале 2017 года **темп роста средней номинальной заработной платы** был выше предыдущего прогноза ЦБ и составил по оценкам 2,8%.

Уровень безработицы во втором квартале 2017 года составил по оценкам 17,9%, что существенно не отличается от прогнозируемых значений. Темп роста производительности был выше темпа роста заработных плат и на 0,1 процентного пункта ослабил существующие на потребительском рынке инфляционные воздействия. В результате рынок труда окажет по оценкам инфляционное влияние на 0,1-0,2 процентного пункта.

3.2.4. Налогово-бюджетная политика¹⁸

Во втором квартале 2017 года расходы по бюджету были меньше прогноза ЦБ, а сбор доходов был почти равен значениям прогноза¹⁹. Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в течение квартала было по оценкам сдерживающим на 5 процентных пунктов, что превышает 4,1 прогноз по второму кварталу.

Доходы консолидированного бюджета превысили значение прогноза на 0,3%. Импульс доходов был расширяющим на 0,2 процентного пункта, как и прогнозировалось.

Расходы государственного бюджет оказались ниже прогнозов на 3%. **Государственное потребление** превысило прогнозируемый показатель на 18,6%, а расходы по статье «**Операции с нефинансовыми активами**» были меньше прогноза на 44%. В результате импульс расходов был сдерживающим на 5,2 процентного пункта, вместо сдерживающего на 4,1 процентного пункта.

В результате вышеописанных развитий доходов и расходов в первом квартале сформировался дефицит бюджета примерно на 19,0 млрд драмов, что на 27% ниже показателя, прогнозируемого ЦБ.

Таким образом, в условиях роста денежных переводов из РФ, расширяющей денежно-кредитной политики и высокой экономической активности частные расходы увеличились, однако еще не достигли равновесного уровня, вызвав слабые инфляционные давления. Учитывая также сдерживающее влияние фискальной политики и инфляционное влияние рынка труда, можно утверждать, что общее влияние совокупного спроса и рынка труда во втором квартале 2017 года было дефляционным на 0,5-0,7 процентного пункта, что мягче значений предыдущего прогноза, предусматривающего дефляционные давления на 0,7-0,9 процентного пункта.

¹⁸ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен с использованием предварительных фактических показателей консолидированного бюджета (оценка бюджета общин) – без учета внебюджетных средств, рассчитанных на базе предварительных фактических показателей за первый квартал (включая показатели групп по реализации проектов). Причем, воздействие доходов рассчитано по отношению к прогнозируемому номинальному показателю ВВП, а воздействие расходов – к оцененному экономическому потенциалу.

¹⁹ Прогноз по доходам совпал с пересмотренными квартальными пропорциями бюджета.

График 3.9

Сдерживающее воздействие фискальной политики во 2-ом квартале 2017 года обусловлено сдерживающим воздействием расходов

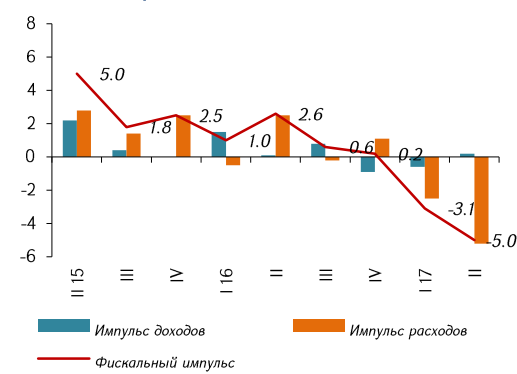


График 3.10

Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов РА)

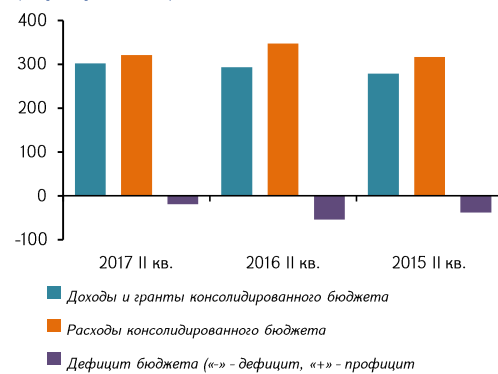
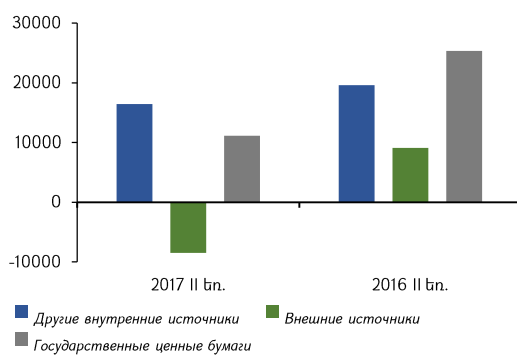


График 3.11

Дефицит во 2-ом квартале был financирован за счет внутренних источников (млрд драмов РА)



В течение второго квартала 2017 года Совет ЦБ оставил процентную ставку рефинансирования без изменения.

График 3.12

В течение квартала краткосрочные ставки снизились (%)

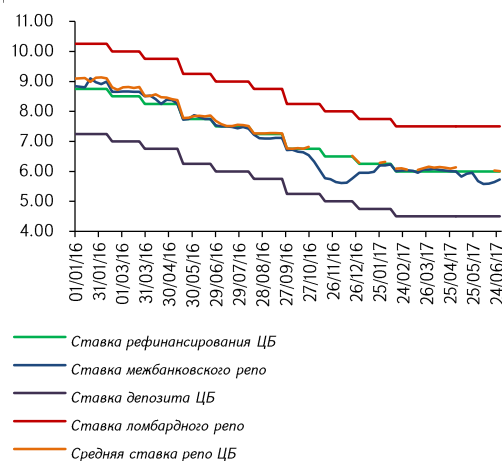


График 3.13

Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ (среднемесячный запас, млн драмов РА)

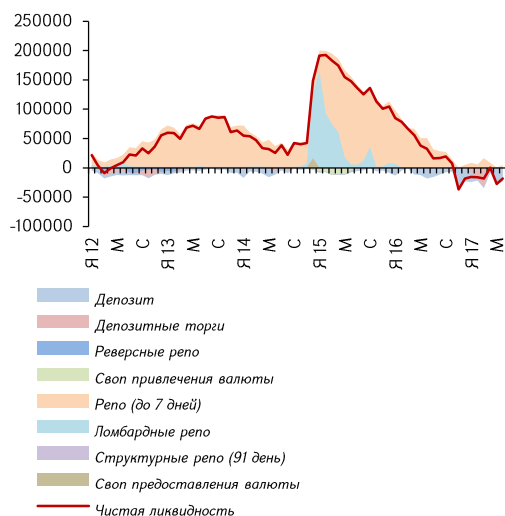
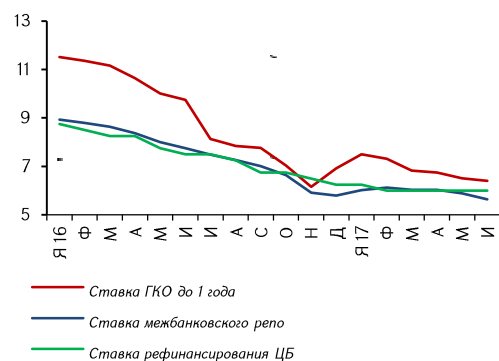


График 3.14

Динамика краткосрочных ставок во 2-ом квартале 2017 г.



3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

В течение второго квартала 2017 года Совет ЦБ оставил процентную ставку рефинансирования без изменения.

Положительные развития экономики, происходящие за последние два года в результате неуклонного ослабления денежно-кредитных условий, а также равновесие инфляционных рисков стали основанием для решения Совета ЦБ оставить процентную ставку политики на уровне 6%. Также было оценено, что осуществленные ранее изменения денежно-кредитных условий уже достаточны для дальнейшего восстановления инфляции и достижения целевого значения инфляции в прогнозируемом горизонте.

Вместе с этим Совет ЦБ дал финансовому рынку импульсы о том, что ставка некоторое время останется без изменения в случае проявления ожидаемых макроэкономических развитий.

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатель	II кв. 16	III кв. 16	IV кв. 16	I кв. 17	II кв. 16
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	7.50	6.75	6.25	6.00	6.00
Ставка РЕПО ЦБ	8.13	7.35	6.54	6.13	6.05
Ставка межбанковского РЕПО	8.01	7.27	6.19	6.06	5.86
Доходность краткосрочных государственных облигаций	10.25	7.87	6.65	7.21	6.56
Доходность среднесрочных государственных облигаций	13.88	11.36	10.13	9.97	8.76
Доходность долгосрочных государственных облигаций	16.37	14.16	13.65	13.18	13.03

В условиях высокой ликвидности в банковской системе в течение второго квартала 2017 года, спрос на предлагаемый ЦБ инструмент репо был небольшим. Продолжилась тенденция снижения рыночных краткосрочных ставок: квартальное значение межбанковского репо снизилось на 0,2 процентного пункта и составило 5,86%, а в июне средняя месячная ставка составила 5,64%, что меньше мартовской на 0,39 процентного пункта. Ставки по межбанковским репо сроком до 14 дней в июне были ниже ставки рефинансирования ЦБ на 0,39 процентного пункта²⁰.

Снижение ставок финансового рынка отразилось также на рынке государственных облигаций. Кривая доходности ГО показывает, что в конце июня, по сравнению с концом марта, существенного изменения долгосрочного уровня и наклона кривой доходности не произошло, и изменение ожиданий участников рынка наибольшим образом проявилось на отрезке 2-10 лет – в сторону снижения доходности.

²⁰ Во втором квартале 2017 года 93% операций РЕПО составили операции со сроками от 1-го до 14 дней.

В течение квартала на финансовом и валютном рынках сохранилась относительная стабильность. Вместе с ослаблением инфляционных ожиданий, вызванных лаговым воздействием осуществленной расширяющей денежно-кредитной политики и укреплением доверия к денежно-кредитной политике, снизились процентные ставки финансового рынка. Снижению ставок на финансовом рынке содействовали также конкуренция между банками и другими финансовыми организациями и существующий уровень ликвидности, что создало неуклонность зарегистрированного снижения ставок по привлеченным и предоставленным средствам.

Несмотря на снижение ставок по депозитам, продолжился рост привлечения депозитов. В течение квартала драмовые депозиты увеличились на 5,3%, а валютные депозиты снизились на 1,1%, снизив уровень долларизации на 1,1 процентного пункта.

Как и ожидалось, в условиях снижения процентных ставок, упрощения процедур кредитования продолжился рост объемов кредитования: в течение квартала он составил 3,6%, в основном, за счет драмовых кредитов, выданных предприятиям. 12-месячный рост общего объема кредитования экономики составил в июне 2017 года 7,8%, что превысило прогноз ЦБ.

Вкладыш 2

Опрос об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА

Согласно результатам проведенного во втором квартале 2017 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, продолжилось упрощение условий по всем направлениям кредитования. Факторами, обосновывающими упрощение, явились усиление конкуренции между банками и другими финансовыми организациями, рост уровня ликвидности банков, что привело к снижению процентных ставок кредитования, продлению сроков предоставления. Вырос фактический спрос на все виды кредитования.

Для третьего квартала 2017 у банков и кредитных организаций сформировались ожидания как существенного упрощения процедур, так и существенного роста спроса.

Результаты опросов совпадают с оценками ЦБ по восстановлению спроса экономики.

3.3.2. Обменный курс

Во втором квартале 2017 года, в основном, благодаря укреплению евро, российского рубля и грузинского лари, средневзвешенный номинальный обменный курс валют стран - торговых партнеров укрепился в среднем на 2,5%. Подобную динамику проявил и армянский драм, укрепившись к доллару США в среднем на 0,8%. В этих условиях ЦБ купил на валютном рынке РА примерно 11,5 млн долларов с целью нейтрализации краткосрочной волатильности на валютном рынке, обусловленной сезонностью платежного баланса.

График 3.15

Во 2-ом квартале 2017 г. доходность на рынке государственных облигаций значительно уменьшилась в 2-10-летнем отрезке кривой

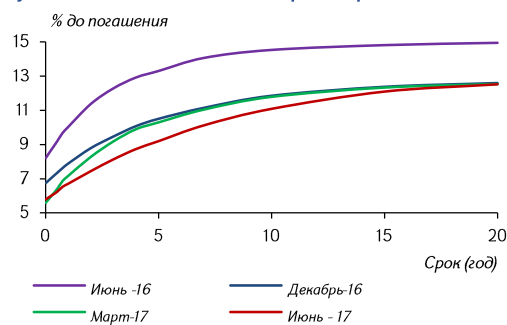


График 3.16

Ставки депозитов и кредитов юридическим лицам

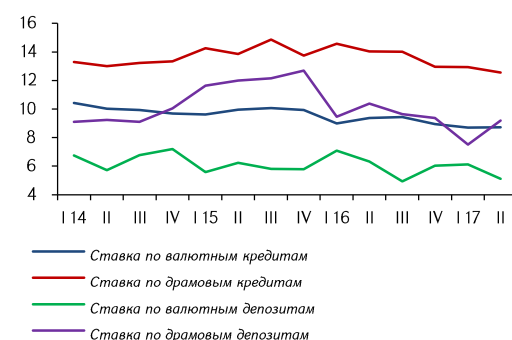


График 3.17

Ставки депозитов и кредитов физическим лицам

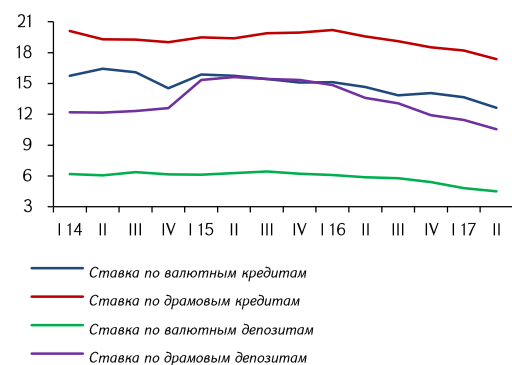


График 3.18

Во 2-ом квартале 2017 г. депозиты в драмах увеличились, а депозиты в инвалюте - уменьшились (млрд драмов РА)

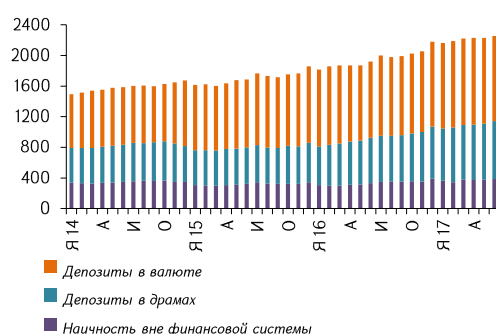
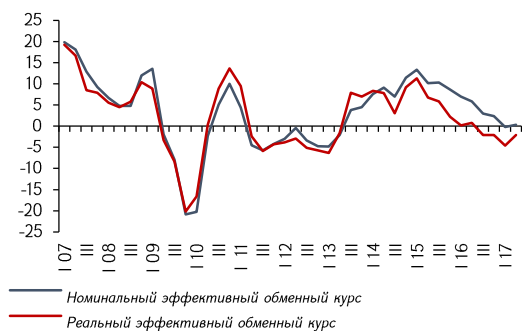


График 3.19

Во 2-ом квартале 2017 года зарегистрировано ослабление в годовом выражении реального эффективного обменного курса (%)



Во втором квартале 2017 года, номинальный эффективный курс драма ослаб по сравнению с предыдущим кварталом в среднем на 1,7%, в результате, учитывая также инфляцию в основных странах партнерах (ЕС, Иран, Турция и др.), реальный эффективный курс драма ослаб примерно на 2,4%²¹.

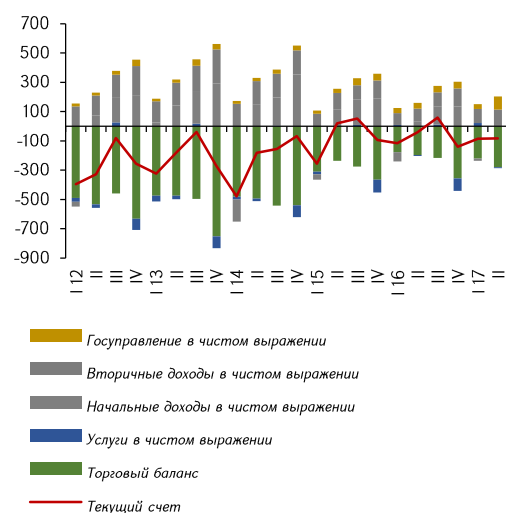
По сравнению с тем же кварталом предыдущего года, ослабление реального эффективного обменного курса составило 2,1%.

Рост в годовом выражении, %	II кв. 2015	III кв.	IV кв.	I кв. 2016	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв. 2017	II кв.
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	6.8	5.9	2.2	0.2	0.8	-2.1	-2.1	-4.6	-2.1
Средняя инфляция в РА	5.1	4.4	1.0	-1.5	-1.8	-2.4	-1.0	-0.3	1.3
Номинальный средний обменный курс драм РА/доллар США (+ укрепление)	-13.4	-14.8	-10.1	-2.3	-0.5	0.8	0.1	0.6	-0.6
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	7.8	7.4	6.9	5.0	3.1	3.2	3.5	4.1	3.7
Средневзвешенный номинальный обменный курс торговых партнеров (+ укрепление)	-27.2	-29.4	-20.7	-9.5	-6.5	-2.1	-2.3	0.8	-0.9

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

График 3.20

Во 2-ом квартале 2017 г. дефицит текущего счета увеличился по сравнению со 2-ым кварталом предыдущего года (млн долларов США)



3.4. Платежный баланс ²²

Во втором квартале 2017 года, несмотря на улучшение условий торговли, дефицит торгового баланса увеличился по сравнению с прогнозом предыдущего квартала. Несмотря на превысивший ожидания некоторый рост экспорта товаров, увеличение дефицита было вызвано довольно высоким ростом импорта товаров, превысившим прогноз.

В частности, 26,1% рост в годовом выражении долларовой стоимости экспорта во втором квартале 2017 года²³ превысил почти на 5 процентных пунктов прогнозируемое значение, что в основном, было следствием высокого роста экспорта сырьевых товаров.

Во втором квартале 2017 года был зарегистрирован 31,0% рост в годовом выражении долларовой стоимости импорта товаров, что довольно значительно, примерно на 23 процентных пункта, превысило

²¹ Показатель реального обменного курса за второй квартал 2017 года является оценкой ЦБ РА.

²² Показатели платежного баланса за второй квартал 2017 г. будут опубликованы в соответствии с графиком в конце сентября 2017 года. Показатели за второй квартал 2017 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

²³ Показатели по экспорту и импорту групп товаров представлены на базе платежного баланса – соответственно по кредиту и дебету.

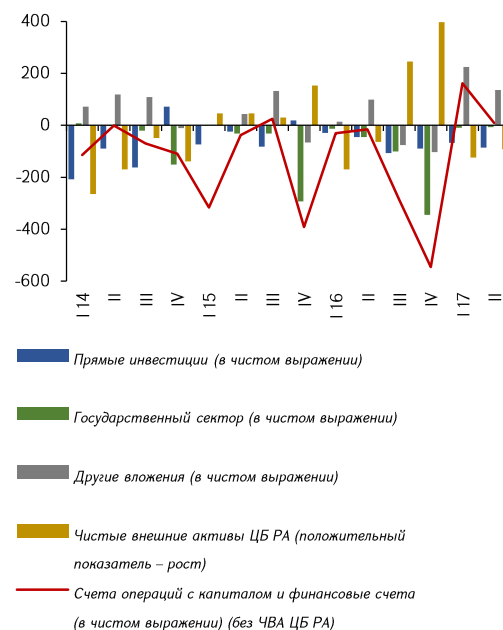
прогноз. Обусловлено это было опередившим ожидания ростом импорта товаров промежуточного потребления – инвестиционных и сырьевых – в условиях более высокой, чем ожидалось, экономической активности, а также беспрецедентно высоким ростом импорта медикаментов, поступивших в рамках гуманитарной помощи²⁴.

На фоне вышеуказанных развитий, вследствие увеличения дефицита торгового баланса, а также замедления темпов роста чистого притока денежных переводов физических лиц и сокращения инвестиционных доходов, дефицит текущего счета во втором квартале 2017 года увеличился по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года и составил примерно 84,0 млн долларов США.

Во втором квартале 2017 года, в рамках счетов операций с капиталом и финансовых операций, по оценкам программы денежно-кредитной политики ЦБ²⁵, был зарегистрирован значительный рост чистого притока иностранных прямых инвестиций – примерно на 90% по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, тогда как в другом частном секторе был зарегистрирован рост чистых внешних активов.

График 3.21

Рост чистых внешних активов частного сектора превысил уменьшение чистых внешних активов ЦБ РА



3.5. Внешняя среда

Во втором квартале 2017 года была зарегистрирована тенденция ускорения экономической активности стран - основных торговых партнеров РА, в частности, в еврозоне и в России, а в США было зарегистрировано слабое ускорение темпа экономического роста.

Согласно предварительной оценке Бюро анализа Министерства торговли **США**, во втором квартале 2017 года в Соединенных Штатах Америки экономический рост в годовом выражении составил 2,0% вместо прогноза 2,5%. Отклонение было обусловлено в основном, меньшими, чем ожидалось, инвестициями и слабым внешним спросом (рост в предыдущем квартале – 2,0% в годовом выражении). Во втором квартале 2017 года средняя квартальная инфляция в США составила 2,2%, вместо прогнозируемого уровня 2,5%, и в настоящее время находится выше целевого уровня. Такое отклонение объясняется низкими ценами на сырьевые товары. Федеральная резервная система США, как и ожидалось по предыдущему прогнозу, повысила во втором квартале 2017 года процентные ставки политики (целевой коридор 1,0 – 1,25% вместо предыдущего 0,75-1,0%).

Во втором квартале 2017 года была зарегистрирована тенденция ускорения экономической активности стран - основных торговых партнеров РА.

График 3.22

Во 2-ом квартале 2017 г. темп инфляции в США замедлился (%)



²⁴ Во втором квартале 2017 года был зарегистрирован довольно высокий объем гуманитарной помощи, примерно на 40 млн долларов США, вместо 17 млн долларов США в том же периоде предыдущего года.

²⁵ Данные по счетам операций с капиталом и финансовых операций за второй квартал 2017 года будут опубликованы согласно графику в конце сентября 2017 года.

График 3.23

Во 2-ом квартале 2017 г. темп экономического роста в еврозоне ускорился (%)



Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в **еврозоне** во втором квартале 2017 года составил 2,2%, вместо прогнозированного роста 1,5%. Разность между фактическим и прогнозированным экономическим ростом обусловлен, в основном, большим, чем ожидалось, укреплением как внутреннего, так и внешнего спроса, а также пересмотром исторического ряда экономического роста. Во втором квартале 2017 года средняя квартальная инфляция в еврозоне замедлилась, составив 1,6%, вместо прогнозированного показателя 1,7%. Замедлению инфляции способствовало снижение цен на энергоносители. Следует отметить, что инфляция пока еще остается ниже долгосрочного целевого значения. Во втором квартале, как и ожидалось, Европейский центральный банк сохранил 0,0% ставку для инструмента рефинансирования и ставку -0,4% по привлечению денежных средств, а также продолжил программу количественного расширения по покупке активов, хотя и в меньших объемах, чем ожидалось – в размере 60 млрд евро в месяц вместо 80 млрд евро в месяц в предыдущем квартале.

Курс евро на валютном рынке во втором квартале 2017 года укрепился по отношению к доллару США на 3,3% по сравнению с предыдущим кварталом (ослабление в годовом выражении составило 0,5%), а средний обменный курс составил 1,1 доллара США за евро, вместо прогноза 1,08 доллара США. Ослабление евро в Евросоюзе, а также ожиданиями неуклонного восстановления экономики еврозоны.

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы **России**, темп восстановления экономики во втором квартале 2017 года опередил прогнозы, в силу резкого роста вложений и внутреннего потребления, составив 2,5% в годовом выражении вместо прогноза 0,8% роста (рост в предыдущем квартале – 0,5%). Динамика российского рубля сохранила тенденцию предыдущего квартала и рубль укрепился на 2,6% по сравнению с предыдущим кварталом, а укрепление в годовом выражении составило 15,3%. Инфляция во втором квартале продолжила снижаться, составив 4,0%, вместо предыдущего прогноза 3,4%. Также продолжилось и смягчение инфляционных ожиданий однако уровень еще остается высоким. В этих условиях Банк России во втором квартале снизил, как и ожидалось, процентную ставку политики на 0,75 процентного пункта, установив ее на уровне 9,0%.

Во втором квартале 2017 года **цена на сырую нефть марки Брент** на бирже “Intercontinental Exchange” (ICE), в результате увеличения объемов выработки в США и Ливии, снизилась на 7,2%, составив в среднем 54,2 доллара США за баррель, что выше уровня, предусматриваемого по прогнозу предыдущего квартала.

Цена на медь на Лондонской бирже металлов во втором квартале 2017 года слегка снизилась по сравнению с предыдущим кварталом – на 2,9%, составив в среднем 5668 долларов США за тонну, что ниже уровня, предусматриваемого по прогнозу предыдущего квартала, в основном, в силу определенного сокращения предложения со стороны США.

Цена на экспортируемые сорта твердой краснозерной **пшеницы** выросла по сравнению с предыдущим кварталом на 2,5% (в годовом выражении – снизилась на 7,5%), и составила в среднем 4,01 доллара США за бушель, что обусловлено определенным сокращением ожидаемого объема урожая. Следует отметить, что международные цены на зерно совпадают со значениями, предусмотренными прогнозом.

Индекс цен на необработанный **сахар** на бирже “New York Board-Intercontinental Exchange” (NYB-ICE), обусловленный ожиданием богатого урожая в Бразилии и Таиланде – основных производителей и поставщиков, во втором квартале 2017 года был ниже прогноза.

Таким образом, во втором квартале 2017 года инфляционные тенденции на рынках сырьевых и продовольственных товаров в основном, стабилизировались и сформировались на слегка более низком уровне, чем предусматривалось по предыдущей Программе.