

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
номер 325 –А, 20.11.2014*

Обзор инфляции

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



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 3-го квартала 2014 г.*

Содержание

1. Краткий обзор	5
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	7
2.1. Внешняя среда	7
2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос	8
2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте	14
3. Фактические развития третьего квартала 2014 года	18
3.1. Инфляция.....	18
3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции	18
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей	20
3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки	20
3.2. Совокупный спрос и предложение	21
3.2.1. Совокупное предложение	21
3.2.2. Совокупный спрос	22
3.2.3. Рынок труда	23
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	24
3.3. Деньги и развития финансового рынка	25
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты	25
3.3.2. Обменный курс	28
3.4. Платежный баланс	29
3.4.1. Текущий счет	30
3.4.2. Счета операций с капиталом и финансовые счета	30
3.5. Внешняя среда	31
4. Заключение	33

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.

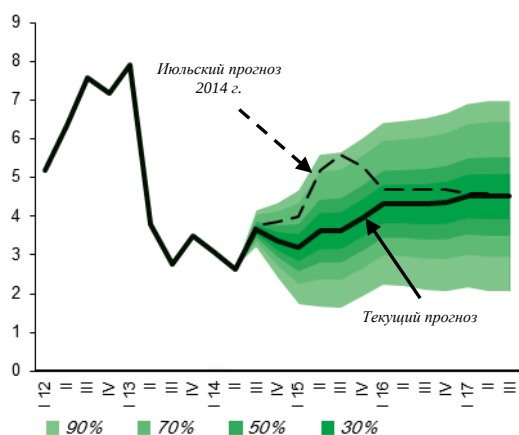
Со всеми предыдущими выпусками “Обзоров инфляции” можно ознакомиться на официальном сайте ЦБ РА, где размещены также и другие публикации, относящиеся к денежно-кредитной политике.

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

Согласно прогнозам ЦБ, в краткосрочном периоде 12-месячная инфляция постепенно приблизится к целевому показателю и стабилизируется в его пределах, а в 2015 году и в течение оставшегося периода прогнозируемого горизонта будет колебаться в пределах допустимого диапазона.

В условиях неопределенностей во внешних и внутренних развитиях, экономический рост в прогнозируемом горизонте восстановится медленными темпами на протяжении всего горизонта и постепенно приблизится к долгосрочному равновесному уровню.

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



В прогнозируемом горизонте, в результате стабилизации частного потребления и нейтрального, в целом, воздействия налогово-бюджетной политики, воздействие внутренней экономики на совокупный спрос будет неинфляционным.

В прогнозируемом горизонте инфляционных давлений со стороны внешнего сектора не ожидается.

Согласно прогнозам ЦБ, в краткосрочном периоде 12-месячная инфляция постепенно приблизится к целевому показателю и стабилизируется в его пределах, а в 2015 году и в течение оставшегося периода прогнозируемого горизонта будет колебаться в пределах допустимого диапазона $4\% \pm 1,5$ процентных пункта. В условиях неопределенностей во внешних и внутренних развитиях, экономический рост в прогнозируемом горизонте восстановится медленными темпами на протяжении всего горизонта и постепенно приблизится к долгосрочному равновесному уровню.

В третьем квартале 2014 года **среда экономической активности несколько расширилась**, однако экономический рост все еще остался на низком уровне. О низком внутреннем спросе в третьем квартале свидетельствуют снижение частного потребления и сохранение слабой инвестиционной активности. В частности, в третьем квартале 2014 года частное потребление снизилось на 1,0% в годовом исчислении, а частные вложения — на 2,0%. Низкий спрос отразился на низком росте объемов выпуска промышленности и услуг и на все еще отрицательных развитиях в отрасли строительства. В отличие от указанных отраслей, в сельском хозяйстве был отмечен опережающий прогноз роста, который, в основном, оказал содействие повышению экономической активности. В результате ожидается, что экономический рост в третьем квартале составит **3,5-3,8% в годовом исчислении**.

Согласно краткосрочным прогнозам, темп частного потребления продолжит замедление, а инвестиционная среда будет стабилизироваться, в результате частное потребление в 2014 году снизится на 1,7%, а частные инвестиции повысятся на 1,4%. В результате предусматриваемой в течение года расширяющей фискальной политики налогово-бюджетный импульс (по сравнению с предыдущим годом) будет небольшим расширяющим. По результатам 2014 года реальный рост экспорта и импорта товаров и услуг уравнивается вокруг 6,0%, а чистый рост денежных переводов физических лиц снизится на 3,0%. В результате **экономический рост в 2014 году составит 3,1-3,6%**, что обусловлено, в основном, ростом показателей отрасли сельского хозяйства и сферы услуг (общее содействие — 3,0-3,3 пп).

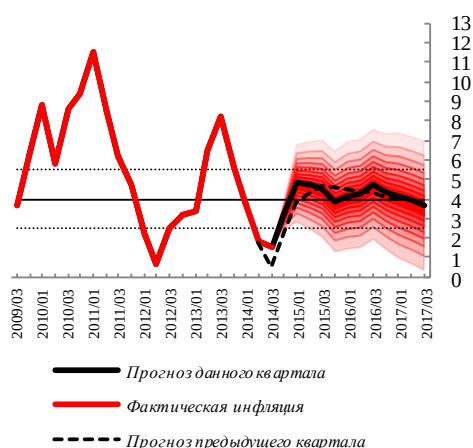
В прогнозируемом горизонте экономический рост постепенно приблизится к долгосрочному равновесному уровню, благодаря ускорению темпов роста частного потребления и медленному восстановлению частных вложений. Таким образом, **в прогнозируемом горизонте**, в результате стабилизации частного потребления и нейтрального, в целом, воздействия налогово-бюджетной политики, **воздействие внутренней экономики на совокупный спрос будет неинфляционным**.

Во внешнем секторе в третьем квартале 2014 года увеличились неопределенности, обусловленные геополитическими развитиями, и сохранился низкий уровень внешнего спроса. В этой ситуации **на основных мировых рынках сырья и продовольствия** наблюдались преимущественно дефляционные развития.

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

В третьем квартале 2014 года **12-месячная инфляция** продолжила снижаться, достигнув в июле очень низкого уровня 0,4%, а в следующие два месяца инфляция стала постепенно повышаться. В результате **к концу сентября 12-месячная инфляция составила 1,5%**, что все еще ниже

График распределения прогнозов 12-месячной инфляции в 3-годичном горизонте



нижней границы диапазона допустимых колебаний целевого показателя. В третьем квартале, в результате изменения тенденции базовой инфляции, 12-месячный показатель повысился на 0,6 пп, составив к концу сентября 1,0%.

В третьем квартале 2014 года **ЦБ снизил процентную ставку рефинансирования на 0,5 пп**, установив в конце сентября на уровне 6,75% (подробнее см. в разделе “3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции”).

Согласно прогнозам ЦБ, в краткосрочном отрезке, несмотря на ожидаемый низкий спрос во внешней и внутренней экономиках, в результате введения в четвертом квартале **акцизных марок для ряда товаров и вхождения РА в Евразийское экономическое сообщество с января 2015 года** ожидается восстановление темпов инфляции. В результате, осуществляемое по настоящее время смягчение денежно-кредитных условий достаточно для того, чтобы в краткосрочном отрезке инфляция стабилизировалась 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 восстановлением темпов роста мировой экономики и перспективами геополитических и экономических развитий развивающихся стран, особенно России, и передачей их возможного влияния на рынки сырьевых и продовольственных товаров. **Риски, вытекающие из внутренней экономики**, обусловлены, в основном, развитиями внутреннего спроса, в частности, темпами роста частного потребления и ходом восстановления капитальных вложений, экономическими последствиями вхождения РА в Евразийское экономическое сообщество, инфляционными проявлениями введения акцизных марок для ряда товаров, 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

Замедление мирового экономического роста сформирует во внешнем секторе определенную дефляционную среду.

Замедление мирового экономического роста сформирует во внешнем секторе определенную дефляционную среду.

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.

После завершения в октябре 2014 года политики количественного расширения, проводимой Федеральной резервной системой США, рост процентных ставок ожидается только с начала 2016. Прогноз экономического роста 2014 года составит 2,2%, который ускорится и достигнет в 2017 году примерно 3%.

Восстановление экономической активности, начатое с конца 2013 года в *зоне евро*, будет замедляться: в 2014 году экономический рост составит 0,7%, а в конце прогнозируемого горизонта – в 2017 году достигнет примерно 1,4%. Вследствие слабой инфляционной среды, Европейский центральный банк продолжит проведение политики низких процентных ставок. В то же время, в четвертом квартале начнется программа покупки ценных бумаг и облигаций, обеспеченных активами, которая продолжится до июня 2016 года, в результате монетарная политика будет более расширяющей.

В *России* прогнозируется низкий уровень экономической активности и увеличение инфляции в прогнозируемом периоде. Непрерывное 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 0,4%. В среднесрочном отрезке экономический рост сохранит сдержанность, достигнув 1,5% в 2017 году.

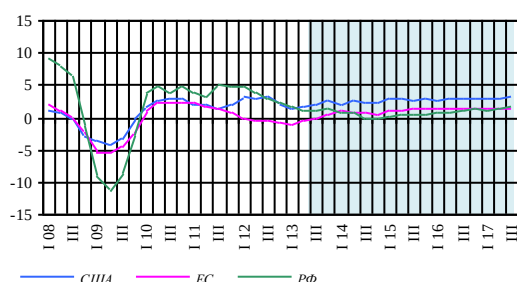
Отметим также, что в октябрьском отчете МВФ для 2014 года предусматривался 3,3% показатель мирового экономического роста (корректировка на снижение составила 0,1 пп), причем, корректировка сделана за счет развивающихся стран.

Неопределенности и риски, связанные с дальнейшим ходом развития 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.

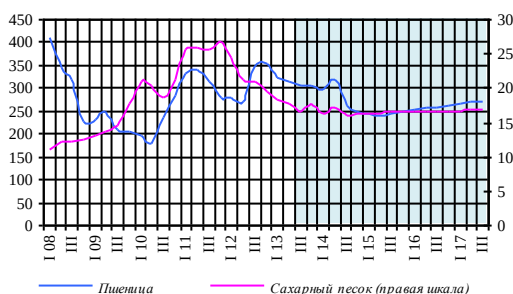
Характерными также являются риски в направлении снижения экономического роста зоны евро, которые обусловлены недостаточностью структурных реформ в странах зоны евро и геополитическими развитиями.

В условиях медленного восстановления мировой экономики существенных инфляционных тенденций **на рынках основных сырьевых и продовольственных товаров** не ожидается. В то же время, развития рынков отдельных товаров будут обусловлены характерными для них

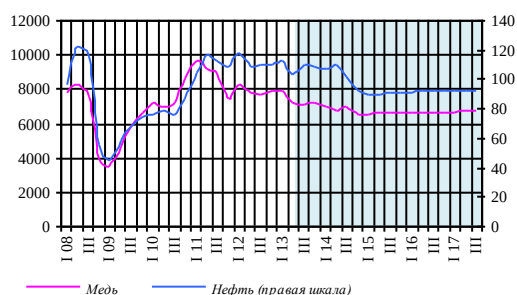
Экономический рост в странах-партнерах (%)



Продовольственные товары (доллары США)



Сырьевые товары (доллары США)



¹ Прогнозы внешней среды составлены на базе информации международных 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.).

фундаментальными основами, в частности, тарифы на энергоносители – геополитическими развитиями, а цены на продовольственные товары – в основном, погодными условиями

Вставка 1

Товарные рынки в прогнозируемом горизонте

Согласно октябрьским оценкам Международного энергетического агентства, в 2014 году примерно 60,9% мирового спроса на нефть будет удовлетворено за счет выработки нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК (рост по отношению к предыдущему году составил 3,1%). В результате средний спрос на объемы выработок стран-членов ОПЕК составит 29,7 млн баррелей в день. В краткосрочном отрезке будет наблюдаться снижение мировых цен на нефть, обусловленное кратковременными коррекциями предложения, а затем, в среднесрочном отрезке прогноза, параллельно с восстановлением мировой экономики, мировые цены на нефть проявят тенденции умеренного роста, хотя вследствие геополитических развитий инфляционные риски на мировых рынках энергоносителей сохраняются.

При условии медленного восстановления мировой экономики, на рынках промышленных металлов в краткосрочном горизонте будут наблюдаться определенные дефляционные проявления, а затем, в среднесрочном отрезке, ожидаются в большей мере тенденции стабилизации и небольшой инфляции.

Согласно октябрьскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай зерновых в 2014/2015 маркетинговом году составит 721,1 млн тонн (по сравнению с предыдущим годом объем производства сократился примерно на 6 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 7 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 475,48 млн тонн (по сравнению с предыдущим годом - на 1 млн тонн больше). В то же время, ввиду роста потребления ожидается некоторое сокращение запасов (по сравнению с предыдущим годом запасы уменьшатся на 6,2 млн тонн). В результате мировые цены на рис проявят, в основном, 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. На кратковременные развития рынка в большей мере окажут воздействие формируемые ожидания по спросу, связанные с коррекцией оценок объема производства крупных производящих стран.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

Совокупное предложение

В условиях углубления негативных воздействий, поступающих из экономических развитий торговых и инвестиционных партнеров Армении, медленной реализации предусмотренных крупных строительных программ осуществления более слабой, чем ожидалось, расширяющей налогово-бюджетной политики **прогноз экономического роста был**

Прогноз экономического роста был пересмотрен в направлении снижения и составил 3,1-3,6%.

пересмотрен в направлении снижения. В результате в 2014 году ожидается 3,1–3,6% рост экономики². (центральное значение прогноза – 3,9%). Причем, в направлении снижения был пересмотрен также потенциальный уровень роста экономики. Снижению оказали содействие, в основном, как снижение потенциального уровня роста экономики основных стран партнеров Армении в связи с усилением неопределенностей будущих экономических развитий этих стран, и ожидаемое из этого замедление иностранных капитальных вложений, так и сохраняющаяся во внутренней экономике низкая инвестиционная активность. В течение прогнозируемого горизонта ожидается, что экономический рост постепенно приблизится к своему долгосрочному равновесному уровню (5 - 6%).

Прогноз отрасли **промышленности** был пересмотрен в понижательном направлении. В частности, был снижен ожидаемый показатель роста горнорудного производства и металлургии, ввиду тенденции цен на цветные металлы на мировых рынках к понижению. 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 рост добавленной стоимости составит 0,7-1,3%.

В прогнозируемом горизонте рост промышленности стабилизируется в пределах 4.8-5,3%, также благодаря 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 в третьем квартале, а также медленной реализацией предусмотренных строительных программ. В результате в отрасли строительства в 2014 году прогнозируется 3-3,5% рост добавленной стоимости.

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 **сферы услуг** прогноз также скорректирован на снижение, вследствие пересмотра прогноза внутреннего спроса, который отразится как на объемах товарооборота, так и на объемах иных оказанных услуг. В результате реальный рост добавленной стоимости прогнозируется в 2014 году в пределах 4,2-4,7%.

В прогнозируемом горизонте рост услуг стабилизируется в пределах 5,3-5,8%, сохраняя соответствие со среднесрочными прогнозами внутреннего спроса.

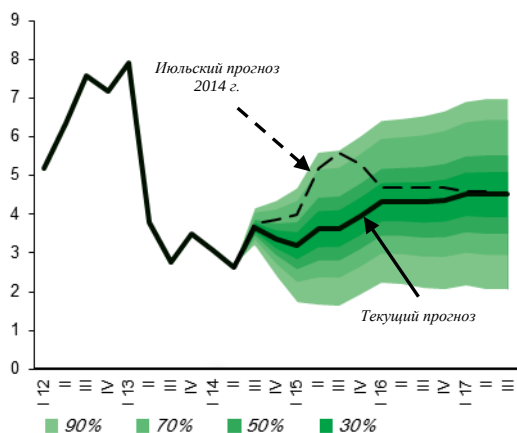
В отрасли **сельского хозяйства** прогноз скорректирован на повышение, вследствие, в основном, как фактических позитивных развитий, так и расширения тепличных хозяйств. В результате реальный рост добавленной стоимости отрасли в 2014 году составит 6-6,5%.

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

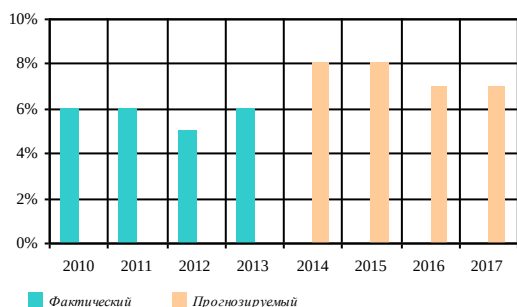
В прогнозируемом горизонте риски экономического роста равносторонние и равновесные, они связаны с дальнейшим ходом развития мировой экономики и экономическими последствиями процесса регионального интегрирования, а также существующими большими неопределенностями относительно частных расходов.

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

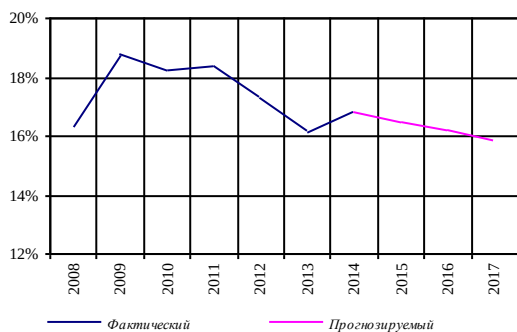
Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозируемом горизонте



Рост г/г средней номинальной заработной платы



Уровень безработицы



<i>Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП</i>				
Период	диапазон 30% вероятности		диапазон 90% вероятности	
	Мин.	Макс.	Мин.	Макс.
январь-декабрь 2014 / январь-декабрь 2013	3.1%	3.6%	2.4%	4.3%
январь-декабрь 2015 / январь-декабрь 2014	3.5%	4.4%	1.9%	6%
январь-декабрь 2016 / январь-декабрь 2015	3.8%	4.9%	2.1%	6.7%

Рынок труда³. Прогнозируемые показатели рынка труда на 2014-2017 гг. ухудшились по сравнению с предыдущими показателями, вследствие пересмотра прогнозов экономического роста, а также меньшего, чем ожидалось, роста заработных плат в государственном секторе. В частности, в прогнозируемом горизонте ожидается более медленный темп роста средней заработной платы и более высокий, по сравнению с предыдущими прогнозами, уровень безработицы.

Таким образом, **в 2014 году** рост уровня *средней номинальной заработной платы* в экономике составит **8,2%, в 2015 году – 8%, а в 2016-2017 гг. – около 7%.**

Ожидаемый в 2014 году рост номинальных заработных плат выше среднего роста, отмеченного за последние годы. Ускорению темпов роста номинальной заработной платы в течение года оказали содействие повышение порога минимальной зарплаты до 50 тыс. драмов, 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, в третьем квартале года. В условиях повышенных заработных плат в государственном секторе в третьем квартале 2014 года, в первом полугодии 2015 года сохраняются высокие темпы роста средней заработной платы. Учитывая также очередное повышение минимальной заработной платы, планируемое в 2015 году, можно утверждать, что ожидаемый в течение года рост заработной платы останется выше среднего темпа роста, отмеченного в посткризисный период.

В условиях ожидаемого ускорения экономического роста, стабилизации инфляции, а также сохранения политики Правительства по повышению заработной платы, в 2016-2017 гг. средняя номинальная заработная плата будет ежегодно повышаться на 7%.

Со второй половины 2014 года до первого полугодия 2015 года ожидаемый сравнительно высокий рост заработных плат опередит ожидаемый в том же периоде слабый рост производительности. В результате указанных развитий в конце 2014 года и в первом полугодии 2015 года в экономике слегка увеличатся затраты на стоимость единицы рабочей силы, и на потребительском рынке со стороны предложения возникнут слабые инфляционные давления в примерно на 0,2 пп, которые исчезнут в прогнозируемом горизонте.

В условиях ожидаемого сравнительно низкого экономического роста в 2014 году, средний уровень безработицы составит 16,8%, повысившись по отношению к предыдущему году на 0,6 пп. В **2015-2017 гг.** параллельно с ускорением экономического роста, существующий в настоящее время отрицательный разлом ВВП исчезнет, в результате уровень безработицы постепенно снизится.

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

Совокупный спрос⁴

В результате замедления роста экономики стран - основных торговых партнеров РА, сохраняющейся в экономике РА слабой инвестиционной активности, и государственных затрат, произведенных меньше предусмотренного, в 2014 году сокращение совокупных внутренних затрат в экономике составит 1,4%. Под воздействием расширяющей налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики и ожидаемого ускорения роста экономики основных торговых партнеров РА, в 2015 -2017 годах внутренний совокупный спрос постепенно восстановится и к концу прогнозируемого горизонта повысится на 3,5 – 4,0%.

Во втором квартале 2014 года расходы домохозяйств РА на конечное потребление были значительно ниже прогнозируемых, ввиду сокращения денежных переводов из РФ и более медленных, чем ожидалось, темпов общей экономической активности. Согласно оценкам ЦБ, сокращение расходов на частное потребление продолжится и во втором полугодии, в результате в 2014 году сокращение частного потребления составит 1,7%. В условиях проведенных в 2014 году расширяющей налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, а также восстановления экономической активности основных торговых партнеров РА, в 2015-2017 годах расходы на частное потребление во внутренней экономике постепенно восстановятся, рост за указанный период составит 3,0-3,5%, однако он останется ниже предыдущих прогнозов.

Следует отметить, что в прогнозируемом горизонте имеются существенные риски, которые могут оказать негативное воздействие на прогноз темпа роста частного потребления. Указанные риски в первую очередь обусловлены меньшим, чем ожидалось, притоком денежных средств из РФ, и более медленным, чем прогнозировалось, восстановлением общей экономической активности в РА.

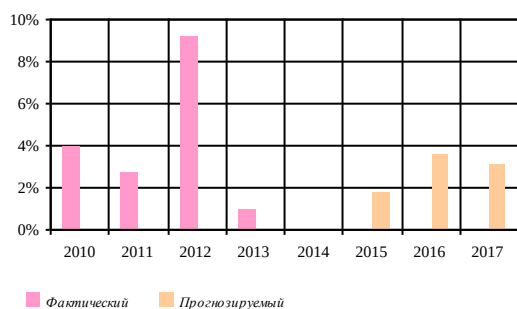
Инвестиционная активность в экономике в 2014 года была слабой, как и прогнозировалось, о чем свидетельствует 2,6% сокращение объемов выпуска в отрасли строительства в январе-сентябре⁵.

В этих условиях прогнозы по частным вложениям на **2014-2017 годы** существенно не изменились. В частности, в **2014 году** рост инвестиций в частном секторе будет, по сравнению с предыдущим годом, небольшим - 1,4%, что значительно ниже среднего исторического уровня, отмеченного в экономике РА. В **2015-2017 годах** в результате ускорения роста экономики, в частности, стабилизации отрасли строительства и реализации определенных проектов в частном секторе, инвестиции слегка повысятся (на 3-5% в год). Восстановлению инвестиций существенное содействие окажет постепенный рост в среднесрочном отрезке объема совокупных национальных сбережений вследствие введения накопительной пенсионной системы.

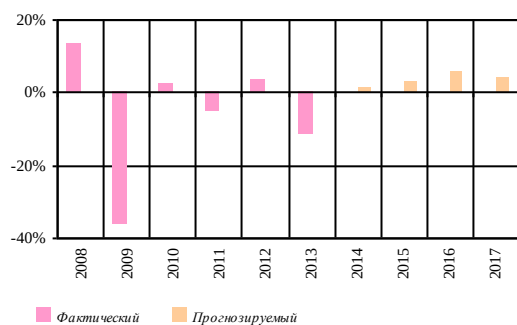
Присоединение Армении к Евразийскому экономическому сообществу может существенно увеличить частные вложения в экономике РА, вследствие ряда совместных инвестиционных программ с членами сообщества.

В условиях вышеизложенных развитий в сферах частного потребления и вложений, в 2014 году частные затраты снизятся на 1,2%. Начиная с 2015 года частные затраты восстановятся и к концу прогнозируемого

Рост г/г частного потребления



Рост г/г частных вложений



⁴ 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 второй квартал 2014 года. Оценки реального роста даны по отношению к тому же кварталу предыдущего года, если иное не указывается.

⁵ См.: <http://armstat.am/file/doc/99487153.pdf>

периода повысится на 3,5-4,0%, оставаясь, однако, ниже предыдущих прогнозов.

В результате, в 2014-2015 годах показатель разлома частных затрат будет сугубо отрицательный. Вследствие расширяющей налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики во внутренней экономике, а также ускорения роста экономики основных торговых партнеров РФ, отрицательный разлом частных затрат постепенно уменьшится и с начала 2016 года до 2017 год останется на нулевом уровне.

В свете вышесказанного, частные затраты в периоде с четвертого квартала 2014 года до четвертого квартала 2015 года окажут на инфляцию сдерживающее воздействие в среднем на 1,6 – 1,7 пп. В 2016-2017 годах воздействие частных затрат на инфляцию будет незначительным.

В условиях неравномерного восстановления мировой экономики и ожидаемых развитий во внутренней экономике, дефицит текущего счета в четвертом квартале 2014 года по сравнению с тем же периодом предыдущего года снизится. Ожидается, что к концу 2014 года рост реальных объемов экспорта и импорта товаров и услуг уравнивается вокруг 6,0%, а денежные переводы физических лиц снизятся примерно на 3,0%. В результате вышеперечисленных развитий, соотношение дефицита торгового баланса и ВВП составит 10,0%⁶ вместо 8,0% в предыдущем году.

В течение 2015 года, в условиях роста мировой экономики и ускорения активности внутренней экономики, соотношение дефицита торгового баланса и ВВП снизится. В частности, ожидается, что рост реальных объемов экспорта будет выше роста реальных объемов импорта. Рост импорта будет обеспечен, в основном, за счет роста экспорта товаров обрабатывающей промышленности и сельхозпродукции. Рост реального экспорта товаров и услуг в 2015 году составит 7,0-9,0%. Темп роста импорта товаров и услуг замедлится и составит 2,5-4,5%.

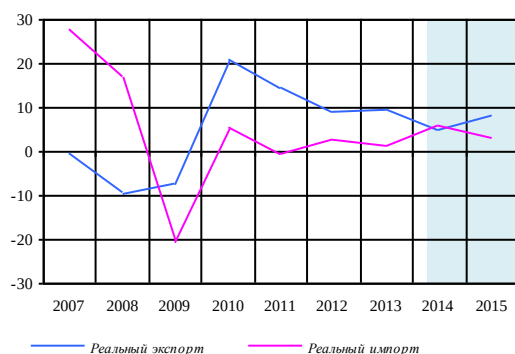
Учитывая развития экономики России в 2015 году, а также базовое воздействие ослабления рубля во втором полугодии 2014 года, ожидается, что долларовая стоимость денежных переводов физических лиц останется на уровне предыдущего года.

В результате вышеуказанных корректировок соотношение дефицита текущего счета и ВВП снизится и в 2015 году составит 7,0-8,0%.

В среднесрочном отрезке процесс улучшения позиции текущего счета продолжится, и соотношение дефицита текущего счета и ВВП достигнет 5,0-6,0%.

Учитывая результаты исполнения *государственного бюджета* за первые девять месяцев 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”), оцениваемая со стороны ЦБ программа на год была скорректирована. Ожидается экономия государственных расходов в размере примерно 5,2% утвержденного годового объема государственных расходов⁷, и недополучение доходов государственного бюджета на 2,8% от предусмотренного законом показателя. В 2014 году ожидается, что показатель налоги/ВВП повысится по отношению к фактическим показателям предыдущего года на 0,4 пп, а показатель расходы/ВВП – на 1,7⁸ пп. Причем рост расходов предусматривается за счет, в основном, текущих расходов. В результате указанных

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



⁶ В результате единовременной масштабной сделки, отмеченной в первом квартале 2014 года по по статье “Заново вложенный доход” статьи “Первичные доходы”, было отмечено временное углубление дефицита текущего счета.

⁷ Оценка ЦБ РФ.

⁸ Затраты представлены по движениям потоков наличности.

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 0,5 расширяющим, что несколько больше прогнозируемого в программе денежно-кредитной политики третьего квартала расширяющего воздействия на 0,3. Вследствие корректировки оценки экономического роста ожидается небольшое сдерживающее воздействие доходов на 0,2 и расширяющее воздействие расходов на 0,7.

В прогнозируемом горизонте прогнозы воздействия **налогово-бюджетной политики** основаны на прогнозах основных макроэкономических показателей, установленных в законе РА “О государственном бюджете РА 2015 года” и “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2015-2017 гг.”, ориентированных на эффективное управление долгом и сохранение в среднесрочном отрезке соотношения дефицита и ВВП в среднем на уровне 1,9%. В 2015 года воздействие налогово-бюджетной политики будет небольшим 0,4 расширяющим, а в 2016, 2017 годах воздействие будет почти нейтральным. В результате, **воздействие налогово-бюджетной политики в среднесрочном отрезке будет неинфляционным.**

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетной политики					
% в ВВП	2013	2014	2015	2016	2017
Доходы государственного бюджета	24.3	24.7	24.3	23.6	23.7
Расходы государственного бюджета	24.5	26.2	26.7	25.4	25.5
Процентные платежи по долгу	1.1	1.4	1.5	1.4	1.4
Баланс государственного бюджета	-0.2 ⁹	-1.4 ¹⁰	-2.3	-1.8	-1.8
Первичный бюджет*	0.9	0.0	-0.8	-0.4	-0.4
Единовременные/временные потоки**	0.5	0.1	-0.4	-0.4	-0.4
Скорректированный баланс***	0.4	-0.1	-0.4	0.0	0.0
Циклический баланс****	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	0.7	0.2	-0.2	0.1	0.0
Налогово-кредитная позиция*****		0.5	0.4	-0.3	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 г/п ВВП и коэффициентов гибкости доходов и расходов к ВВП.
 ***** Оценка ЦБ: изменение г/г структурного баланса, отражающая дискреционный характер фискальной политики (положительный знак означает фискальное расширение, отрицательный знак - сдерживание).

Таким образом, целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены с четвертого квартала 2014 года до конца 2015 года будет дефляционным – 1,2-1,5 пп и нейтрализуется в начале 2016 года. Целостное воздействие указанных факторов в 2016-2017 годах воздействие внутреннего спроса и рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

⁹ Показатели государственного бюджета на 2013 год представлены без учета внебюджетных средств, государственные затраты отражены по движениям потоков наличности.

¹⁰ Показатель дефицита государственного бюджета на 2014 год является оценкой ЦБ РА, согласно которой налоговые доходы госбюджета предусматриваются меньше на 2,8% по сравнению с показателем, установленным законом “О государственном бюджете РА 2014 г.”, а государственные затраты – на 5,2% меньше запланированного на год показателя (вследствие экономии в течение первых девяти месяцев года и учитывая тенденции исполнения бюджета предыдущих лет).

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

Внешний сектор охарактеризовался некоторым замедлением экономической активности, который, в сочетании с увеличением факторов спроса на товарно-сырьевых рынках, сформировал на сырьевых и товарных рынках более сильные, чем ожидалось, дефляционные тенденции.

В прогнозируемом горизонте ожидается более медленное, чем прогнозировалось, восстановление темпов роста мировой экономики, что проявится в экономиках как развивающихся, так и развитых стран (кроме США). В то же время, в условиях геополитических развитий сохранятся неопределенности, связанные с экономическими перспективами стран-партнеров и товарно-сырьевыми рынками.

В условиях наиболее медленного восстановления мировой экономики *на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров* инфляционных давлений не ожидается. 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.

В третьем квартале 2014 года экономическая активность несколько увеличилась, хотя темпы экономического роста восстанавливались медленнее, чем ожидалось. Это было обусловлено развитиями почти всех отраслей экономики, где были отмечены опережающие прогноз высокие темпы роста. В результате в январе-сентябре экономический рост составит **3,5%-3,8%**, основным двигателем которого будет сельское хозяйство и сфера услуг.

Ввиду замедления экономической активности крупного торгового и инвестиционного партнера – России и ослабления рубля по отношению к доллару США, в течение квартала было отмечено сокращение чистого притока частных трансфертов и оплаты труда сезонных работников примерно на 7,8% в годовом исчислении. Уменьшение частных трансфертов, вместе с низкой экономической активностью и постепенно растущим бременем долга домохозяйств, привело к формированию значительно более низкого, чем прогнозировалось, уровня потребительских расходов частного сектора.

В то же время, в условиях сохраняющейся слабой инвестиционной активности во внутренней экономике и снижения уровня потенциала экономического роста основных стран-партнеров, *потенциальный уровень экономики РА был скорректирован на снижение*. В результате, учитывая также реализацию в течение квартала более расширяющего, чем планировалось, воздействия налогово-бюджетной политики (1,0 расширяющее вместо ожидаемого нейтрального воздействия), в третьем квартале 2014 года отрицательный разлом ВВП, снизившись по сравнению с предыдущим кварталом, был меньше прогноза, оказав содействие *более быстрому восстановлению темпов инфляции, составившей в сентябре 1,5%.*

Говоря о макроэкономических прогнозах ЦБ РА, следует отметить, что в условиях фактических развитий экономики, обусловленных медленной реализацией предусмотренных строительных программ, и усиления негативных воздействий, передаваемых из экономики России, *в 2014 году темп роста экономики РА был пересмотрен на снижение:* он составит **3,1-3,6%**. Причем, основным двигателем роста экономики останутся отрасль сельского хозяйства и сфера услуг, содействие которых экономическому росту в течение года составит 3,0-3,3 пп.

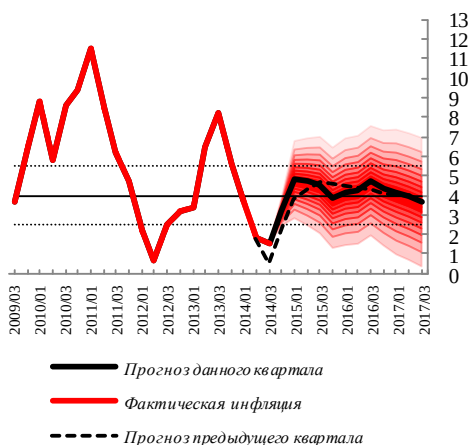
В третьем квартале 2014 года экономическая активность несколько увеличилась, хотя темпы экономического роста восстанавливались медленнее, чем ожидалось.

Показатель экономического роста в январе-сентябре составит 3,5%-3,8%.

В 2014 г. экономический рост составит 3,1 – 3,6%.

Совет ЦБ считает, что в четвертом квартале 2014 года, при условии сохранения существующего уровня ставки рефинансирования, инфляция продолжит повышаться и приблизится к своему целевому показателю, составив к концу года 3,2%, а в 2015 году и в течение оставшегося периода до конца прогнозируемого горизонта будет находиться у целевого показателя, колеблясь в пределах допустимого диапазона.

График распределения прогнозов 12-месячной инфляции в 3-годовом горизонте



Согласно прогнозам ЦБ, в краткосрочном отрезке, несмотря на ожидаемый низкий спрос во внешней и внутренней экономиках, в результате ведения в четвертом квартале **акцизных марок для ряда товаров** (12% потребительской корзины) и **вхождения РА в Евразийское экономическое сообщество с января 2015 года (первичное воздействие на инфляцию в 2015-2017 гг. составит не более 0,4 пп)**¹¹ ожидается восстановление темпов инфляции. В указанных условиях, осуществляемое по настоящее время ослабление денежно-кредитных условий, достаточно для достижения в краткосрочном отрезке целевого уровня инфляции.

В результате Совет ЦБ считает, что в четвертом квартале 2014 года, **при условии сохранения существующего уровня ставки рефинансирования**, инфляция продолжит повышаться и приблизится к своему целевому показателю, **составив к концу года 3,2%**, а в 2015 году и в течение оставшегося периода до конца прогнозируемого горизонта будет находиться у целевого показателя, колеблясь в пределах допустимого диапазона.

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	0.0	4.6	94.0	1.4	0.0
IV кв.	0.1	2.7	69.2	24.7	3.3
I кв. 2015	0.3	4.9	67.3	23.1	4.4
II кв.	0.9	7.9	65.4	20.8	4.9
III кв.	3.3	15.7	66.2	12.6	2.2
IV кв.	2.8	12.8	63.1	16.9	4.5
I кв. 2016	2.5	11.9	62.1	18.1	5.3
II кв.	1.4	7.9	57.8	23.6	9.2
III кв.	3.0	11.8	58.8	19.4	7.1
IV кв.	5.1	14.4	55.9	17.4	7.2
I кв. 2017	6.8	16.5	55.3	15.3	6.0
II кв.	9.3	19.0	54.0	13.1	4.7

Риски отклонения инфляции от прогнозируемого уровня будут **равносторонние**, как в краткосрочном, так и среднесрочном отрезках. Причем **риски, вытекающие из внешнего сектора**, в основном обусловлены восстановлением темпа роста мировой экономики и перспективой экономических и геополитических 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 частного потребления и восстановления капитальных вложений, экономических последствий вхождения в Евразийское экономическое сообщество, проявлениями инфляционных воздействий введения акцизных марок для ряда товаров, 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 стабилизируются на том же уровне, благодаря, в основном, постепенному восстановлению и стабилизации 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.

¹¹ Подробнее см. Вставка 2.

Влияние участия РА в Евразийском экономическом сообществе на инфляцию в 2015-2017 гг.

С 1-го января 2015 года Республика Армения входит в состав членов Евразийского экономического сообщества (ЕАЭС). Ставки таможенных пошлин на ввозимые товары приводятся в соответствии с действующими в рамках сообщества ставками, в результате чего ожидается возможное некоторое расширение инфляционной среды. Причем изменение ставок ввозимых таможенных пошлин может отразиться на инфляции как путем первичных, так и вторичных воздействий. Ниже кратко представлена оценка этих развитий для 2015-2017 гг.

Для оценки возможного первичного воздействия членства РА в ЕАЭС, в потребительской корзине РА первым делом были выделены все те ввозимые товары, ставки таможенных пошлин на которые подлежат изменению. Удельный вес этих товаров в потребительской корзине РА, не считая предоставленных на ближайшие годы в результате переговоров Правительства таможенных льгот для некоторых из них, составляет примерно 30,0%. Однако, учитывая, что для определенных ввозимых товаров потребительской корзины, например, зерновых, риса, сахарного песка, некоторых видов животных и растительных жиров, бензина, автомобилей, некоторых медикаментов, а также для определенных моющих средств (жидкое мыло, мыло, стиральные порошки, жидкости для мытья посуды) были предоставлены таможенные льготы (льготы предусматривают вступление в силу новых тарифов через несколько лет) ожидается, что изменение таможенных тарифов окажет воздействие в 2015-2017 г. примерно на 15,0% товаров потребительской корзины, которые составляют почти половину предварительного перечня рассмотренных товаров. В перечень основных импортируемых товаров, входящих в потребительскую корзину РА, для которых с 2015 года будут установлены новые ставки таможенных пошлин (текущая 10,0% пошлина составит 15,0%) входят чечевица, горошек (текущая 10,0% пошлина составит 15,0%), куриные окорочка (текущая 10,0% пошлина составит 25,0%), консервы из говяжьего мяса (текущая 10,0% пошлина составит 23,3%), сгущенное молоко (текущая 10,0% пошлина составит 22,5%), растительное кукурузное масло (текущая 10,0% пошлина составит 15,0%), чай (текущая 10,0% пошлина составит 117,5, 18,0% или 18,1% в зависимости от вида), табачные изделия (текущая 10,0% пошлина составит 123,3% или 27,5% в зависимости от вида), сырье для табачной продукции (0% пошлина составит 5,0%), что может повлиять на цены табачных изделий местного производства, духи (0% пошлина составит 12,9%), туалетная бумага (0% пошлина составит 18,5%), и для некоторых других товаров (источник: <http://www.mineconomy.am/uploads/20143001103804709.pdf>)

Учитывая изменение ставок таможенных пошлин на каждый из рассмотренных ввозимых товаров и удельный вес стран, не являющихся членами ЕАЭС, в общей структуре импорта РА, было рассчитано вероятное изменение цены на данный товар в виде произведения этих двух факторов. Далее, основываясь на удельном весе ввозимых товаров в потребительской корзине РА, была измерена величина содействия каждого из этих товаров общей инфляции в виде произведения веса данного товара и ожидаемого изменения цены. Путем составления итоговой суммы содействия отдельных товаров инфляции было рассчитано общее первичное воздействие изменения ставок таможенных пошлин на инфляцию. В результате **первичное воздействие** членства РА в ЕАЭС на инфляцию в 2015 году составит не более 0,4 пп. Без учета таможенных льгот оценка колебалась бы в пределах 1,0-1,5%.

В то же время, повышение ставок таможенных пошлин на ввозимые товары в рамках вхождения в состав ЕАЭС может стимулировать инфляционную среду не только путем первичного, но и вторичного воздействия, когда потребитель постепенно заменит ввозимые товары на товары местного производства из-за сравнительного преимуществ цен на местные товары. Однако в данный момент довольно трудно оценить вторичное воздействие, поскольку оно зависит от ряда таких обстоятельств, как замена товаров, ввозимых из стран, не являющихся членами ЕАЭС, на товары местного производства и на товары, произведенные членами ЕАЭС, следует учитывать структуру отдельных товарных рынков, механизмы ценообразования и др. В настоящее время вторичное воздействие изменения ставок таможенных пошлин оценивается как незначительное. Вместе с этим стороны, ЦБ будет последовательным в проведении наиболее точных оценок дальнейших развитий и в информировании общественности.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ТРЕТЬЕГО КВАРТАЛА 2014 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

12-месячная инфляция составила к концу сентября 1,5%.

Во первом месяце 3-го квартала 2014 г. инфляция продолжала снижаться, а в последующие 2 месяца - повысилась, однако осталась под нижней границей диапазона допустимых колебаний



В третьем квартале 2014 года, как и ожидалось, 12-месячная инфляция продолжила постепенно снижаться, показатель в июле был довольно низким 0,4%, а в последующие два месяца инфляция стала постепенно повышаться. Таким образом, в течение квартала инфляция составила 0,2%, в результате **12-месячная инфляция составила к концу сентября 1,5%**, все еще оставаясь на уровне ниже, чем нижняя граница диапазона допустимых колебаний. Сформировавшаяся в отчетном квартале инфляция была исключительным образом обусловлена воздействием повышения тарифов на услуги, в частности, тарифов на электроэнергию – содействие составило 0,8 пп. В качестве дефляционного периода третий квартал охарактеризовался спадом цен на продовольственные товары на 1,2%, что оказало содействие общей инфляции на -0,6 пп. Среди продовольственных товаров существенное снижение цен было отмечено по части цен на товары групп “Фрукты”, “Овощи и картофель” – 15,9% и 14,6% соответственно, что оказало содействие общей инфляции на -1,5 пп. В третьем квартале, в отличие от второго квартала, цены на яйца повысились на 10,2%, оказав содействие инфляции на 0,1 пп.

12-месячная инфляция по товарам, оказавшим основное содействие инфляции						
Наименование	июнь 2014 г. (г/г)		сентябрь 2014 г. (г/г)		третий квартал 2014 г.	
	Рост	Содействие	Рост	Содействие	Рост	Содействие
ИПЦ	1.8		1.5		0.2	
Продовольственные товары	-0.7	-0.4	1.4	0.8	-1.2	-0.6
хлеб	0.9	0.1	0.8	0.1	0.2	0.0
молочные продукты	6.9	0.3	5.1	0.2	-1.0	0.0
мясные продукты	-0.8	-0.1	0.6	0.1	1.9	0.2
фрукты	-2.1	-0.1	5.3	0.2	-15.9	-0.6
овощи и картофель	-13.7	-0.9	1.7	0.1	-14.6	-0.9
растительное масло и животный жир	-5.6	-0.2	-3.3	-0.1	3.3	0.1
яйца	-10.5	-0.1	-10.8	-0.1	10.2	0.1
сахарный песок	-13.1	-0.1	-6.8	-0.1	-0.1	0.0
кондитерские изделия	4.2	0.1	5.4	0.1	3.4	0.1
Непродовольственные товары	1.3	0.2	0.9	0.1	0.4	0.1
Услуги	6.8	2.0	1.8	0.6	2.5	0.8

В третьем квартале 2014 года **12-месячная базовая инфляция**, которая непрерывно снижалась в течение последнего одного года, повысилась на 0,6 пп и составила в конце сентября 1,0%.

В начале предшествующего краткосрочного одногодичного горизонта, то есть в начале **четвертого квартала 2013 года**, под воздействием,

Согласно прогнозам ЦБ, в 3-годичном горизонте инфляционная среда расширится до первого полугодия 2015 г., затем инфляция стабилизируется вокруг своего 4% целевого показателя.



В течение девяти месяцев 2014 ЦБ РА постепенно снизил процентную ставку в целом на 1,0 пп, установив ее в конце сентября на уровне 6,75%.

в основном, постоянного слабого спроса и сдерживающей денежно-кредитной политики ЦБ, направленной на смягчение отмечаемой до этого высокой инфляционной среды, ожидалось, что инфляция проявит динамику быстрого снижения, но, тем не менее, 12-месячная инфляция останется выше верхней границы диапазона допустимых колебаний целевого показателя. Прогноз предполагал, что снижение продолжится и в первом полугодии 2014 года, и инфляция вернется к своему целевому уровню. В этой ситуации в четвертом квартале **ЦБ предусматривал ослабление денежно-кредитных условий, что соответствовало бы замедлению экономической активности и смягчению инфляционной среды, а дальнейшие направления денежно-кредитной политики ЦБ должны были зависеть от результатов проведенной налогово-бюджетной политики.**

Фактические инфляционные развития показали, что не только в четвертом квартале 2013 года, а в течение всех трех кварталов 2014 года 12-месячная инфляция снижалась опережающим прогнозы темпами, в основном, вследствие корректировок внешнего и внутреннего спроса на понижение. Исходя из сказанного, ЦБ в каждом последующем прогнозе пересматривал динамику инфляции в направлении снижения.

На деле, уже в конце 2013 года, вследствие ужесточения до этого денежно-кредитных условий со стороны ЦБ и более меньшего сезонного роста цен на некоторые продовольственные товары в четвертом квартале, 12-месячная инфляция вплотную приблизилась к верхней границе диапазона допустимых колебаний, составив 5,6%. В условиях смягчения инфляционной среды и сдержанных инфляционных ожиданий **ЦБ в четвертом квартале 2013 года постепенно ослабил денежно-кредитные условия**, снизив процентную ставку рефинансирования на 0,75 пп и установив ее к концу года на уровне 7,75%.

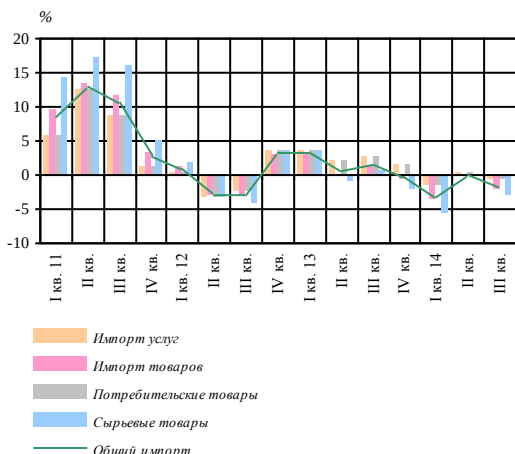
Снижение 12-месячной инфляции в течение девяти месяцев 2014 года было обусловлено, в основном, **сохранением низких темпов экономического роста и существенным снижением цен на некоторые продовольственные товары** в результате низкого инвестиционного уровня и замедления темпов роста частного потребления. В частности, **за три квартала 2014 года** была отмечена 0,8% дефляция вместо 3,2% инфляции за тот же период предыдущего года. В результате 12-месячная инфляция снизилась в конце сентября 2014 года до 1,5%, что ниже, чем нижняя граница диапазона допустимых колебаний. Причем, за тот же период снижалась также и **12-месячная базовая инфляция**: с уровня 3,7%, отмеченного в конце предыдущего года, до 1,0% в конце сентября 2014 года.

В течение указанного периода, учитывая прекращение с июля 2014 года инфляционного воздействия удорожания с 2013 года тарифов на энергоносители на внутренние цены и ожидания в среднесрочном отрезке неинфляционных воздействий, исходящих от внешнего сектора и экономики РА, ЦБ РА продолжил ослабление денежно-кредитных условий. **В течение девяти месяцев 2014 ЦБ РА постепенно снизил процентную ставку в целом на 1,0 пп, установив ее в конце сентября на уровне 6,75%.**

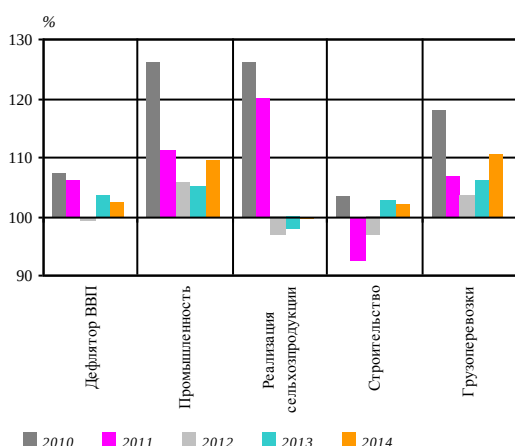
Параллельно со снижением ставки рефинансирования в течение прошедшего 1-годичного периода, ослабление денежно-кредитных условий было достигнуто и путем **снижения с февраля 2014 года норматива обязательного резервирования под драмовые обязательства с 4% до 2%**, что оказало воздействие на снижение краткосрочных процентных ставок на финансовом рынке.

3.1.2. Цены на импорт и цены производителей

В 3-м квартале 2014 г. долларовые цены импорта товаров и услуг снизились на 1,7% г/г



В январе-сентябре 2014 г. наибольший рост цен был отмечен в сферах грузоперевозок и промышленности



Цены на импорт. В третьем квартале 2014 года долларовые цены на импорт товаров и услуг снизились на 1,9% кв/кв, в результате снижение в годовом исчислении составило 1,7%. Содействие снижению долларовых цен в годовом исчислении оказало снижение цен на товары на 1,5 пп и на тарифы на услуги на 0,2 пп (в третьем квартале долларовые цены на импорт услуг снизились на 1,7% кв/кв, а на товары - на 2,1% кв/кв). Снижению долларовых цен на импорт товаров содействие, в основном, оказала дефляция товаров промежуточного потребления, которая была обусловлена, в основном, снижением цен на железо, нефть и пшеницу. Вместе с этим, в третьем квартале был отмечен рост цен на алюминий и сахарный песок. Что касается долларовых цен на потребительские товары, то снижение в годовом исчислении долларовых цен Украины и России было возмещено повышением в годовом исчислении долларовых цен Китая и Кореи. В результате потребительские товары оказали инфляции небольшое отрицательное содействие на 0,1 пп.

Цены производителей¹². В третьем квартале 2014 года во всех отраслях экономики, за исключением сельского хозяйства, был отмечен рост индекса цен, в результате в январе-сентябре дефлятор ВВП, согласно оценкам ЦБ РА, составил 102,3 в годовом исчислении.

Рост г/г цен в **отрасли промышленности** составил в третьем квартале 10,7%, а инфляция в январе-сентябре составила 9,4% в годовом исчислении, обусловленная ростом цен в горнорудном производстве на 6,7%, в отраслях перерабатывающей промышленности на 2,3% и производстве и распределении электроэнергии и газа на 39,6%. Причем, явилось это следствием удорожания с 1 июля 2013 года тарифов на электроэнергию.

В течение квартала в **сельском хозяйстве** было отмечено снижение г/г цен на 3,8%¹³, а дефляция в январе-сентябре составила 0,6% в годовом исчислении, обусловленная снижением цен в растениеводстве на 6,9%, тогда как в животноводстве был отмечен рост цен 3,1% в годовом исчислении.

Причем, дефляция, отмеченная в растениеводстве, явилась следствием спада цен на картофель и овощебахчевые культуры (9,1%) г/г, на бахчевые виды (44,4%), зерновые культуры (14,1%). Инфляция в отрасли животноводства была обусловлена ростом, в основном, цен на молоко, молочные продукты (10,7%) и яйца (9%).

В **строительстве** в третьем квартале был отмечен рост г/г цен на 2,8%, а инфляция в январе-сентябре составила 2% в годовом исчислении, обусловленная, в основном, ростом заработных плат в отрасли.

В течение квартала рост цен **грузоперевозок** составил 1,1% г/г, а инфляция в январе-сентябре составила 10,3%, обусловленная ростом тарифов на железнодорожный (13%), и трубопроводный (23,9%), и воздушный (0,1%). 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 в третьем квартале 2014 года по некоторым макроэкономическим показателям среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств, инфляционные ожидания в финансовой системе в одногодичном горизонте существенно не изменились: показатель остался в пределах 4,5-5,0%. Инфляционные ожидания банков относительно 12-месячной инфляции в одногодичном горизонте

¹² Изменение индексов цен, представленное в январе-сентябре 2014 года, дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹³ Представлены цены производителя на реализацию сельхозпродукции.

составили по результатам опросов колебания инфляции, в среднем, в пределах 5%, а инфляционные ожидания кредитных организаций составили в среднем 4,5% (вместо 4,8% предыдущего опроса). Инфляционные ожидания домашних хозяйств в одногодичном горизонте вновь были скорректированы в направлении снижения: рассчитанный средний уровень инфляции составит в третьем квартале 2015 года 4,0% (вместо 4,6% предыдущего опроса).

Согласно результатам опроса финансовой системы, ожидания рыночных процентных ставок для одногодичного горизонта были, в основном, в направлении небольшого снижения.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹⁴

Опубликованный показатель *экономического роста* за второй квартал 2014 года составил 2,3% в годовом исчислении, в результате рост ВВП за январь-сентябрь в годовом исчислении составил 2,6%. Причем экономический рост, низкий на 0,9 пп по сравнению с прогнозом ЦБ, является следствием опережающего роста промежуточных расходов по сравнению с ростом объемов производства. Рост промежуточных расходов наиболее ярко выразился в отрасли промышленности, в результате которого вместо ожидаемого для первого полугодия роста добавленной стоимости на 1,2-1,7% г/г было отмечено снижение на 0,8% г/г.

В третьем квартале 2014 года экономическая активность ускорилась, в результате показатель экономической активности первых девяти месяцев 2014 года оставил 4,3% г/г вместо 3,4% г/г в январе-июне.

Учитывая уступающий ожиданиям низкий рост объемов производства промышленности и сферы услуг в третьем квартале 2014 года и негативные развития строительства, оценки экономического роста были скорректированы в направлении небольшого снижения. В результате ожидается, что экономический рост первых девяти месяцев 2014 года составит 3,5-3,8%¹⁵.

В течение первых девяти месяцев 2014 года рост добавленной стоимости в отрасли *промышленности* составил 0,5-1,0% г/г, обусловленный, в основном, ростом объемов производства пищевой продукции (6,9%)¹⁶, металлургии (11,2%), табачных изделий (26,3%), напитков (1,2%)¹⁷ и водоснабжения (4,6%). Причем медленные темпы роста в сфере явились результатом, в основном, ослабления внешнего и внутреннего спроса.

Основываясь на фактических развитиях отрасли *строительства* в первые девять месяцев 2014 года, снижение добавленной стоимости в отрасли составил 0,4-0,9% г/г. Причем, кроме объемов строительства, осуществляемого на средства населения (спад на 23,7%), государственного бюджета (спад на 1,5%) и гуманитарной помощи (спад на 32,7%),

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

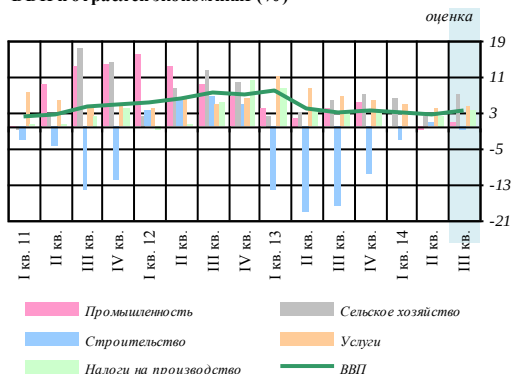
¹⁵ См. колебания по 30% вероятности в графике прогноза по реальному (кумулятивному) росту ВВП.

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%).

¹⁷ Рост производства напитков был отмечен, в основном, за счет роста объемов производства шампанских вин (26,8%), пива (37,2%), безалкогольных напитков (35,7%), натуральных соков (14,5%), минеральных вод (51,6%) и бутилированной воды (48,7%).

Ожидается, что экономический рост первых девяти месяцев 2014 года составит 3,5-3,8%

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



рост был обусловлен за счет всех остальных источников финансирования строительства. В частности, выросли объемы строительства, осуществляемого за счет организаций (рост 1,7%), международных кредитов (32,3%) и средств общин (78,8%).

В сфере **услуг** рост добавленной стоимости в январе-сентябре 2014 года оценен 3,9-4,4% г/г, что является следствием роста объемов оказанных услуг и торговли на 6,8% и 5,2% соответственно. Причем, росту объема оказанных услуг содействие оказал преимущественно рост услуг в сфере воздушного транспорта (примерно в 1,34 раза), банковской деятельности (2,6%), культуры, развлечений и отдыха (47,4%), деятельности, связанной недвижимостью (10,8%), туризма (14,5%), общественного питания (12,9%), информационных технологий (3,8%) и здравоохранения (2,7%). Рост торговли был обусловлен ростом объемов оборота розничной, оптовой торговли и торговли автомобилями на 3,2%, 9,1% и 2,4% соответственно.

В сельском хозяйстве рост добавленной стоимости в январе-сентябре 2014 года составил 6,6-7,7% г/г за счет роста объемов выпуска продукции животноводства, растениеводства и рыбного хозяйства на 5,7%, 7,5% и 22,5%. Причем, рост в животноводстве был обусловлен ростом объемов производства молока (6%), яиц (3%), реализации убойного скота и птицы (10,7%), а рост растениеводства – увеличением урожая картофеля (4,3%), хлебных злаков (4,2%), овощей (21,4%), бахчевых культур (24,5%) и винограда (29,2%).

3.2.2. Совокупный спрос¹⁸

В третьем квартале 2014 года расходы частного сектора на потребление были значительно ниже, чем прогнозировалось. Снижение частного потребления в третьем квартале составило 1,0%.

Сокращение денежных переводов, поступающих из РФ, замедление общей экономической активности, а также постепенно растущее бремя долга домохозяйств послужили теми основными факторами, которые негативно отразились в третьем квартале на расходах, направленные на частное потребление. Тем не менее, негативное воздействие вышеуказанных факторов было смягчено положительным воздействием расширяющей денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик. В частности, в условиях расширяющей денежно-кредитной политики предоставленные кредиты экономике в третьем квартале увеличились примерно на 12% г/г, а потребительские Кредиты - на 22% г/г.

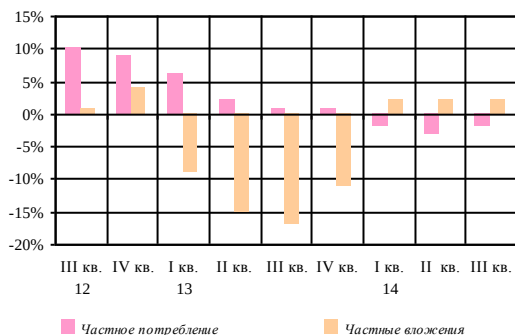
О вышеуказанных развитиях частного потребления свидетельствуют результаты проведенных ЦБ опросов¹⁹. В частности, оценки домохозяйств в третьем квартале 2014 года по общей экономической ситуации и по крупным покупкам, совершенным в данном квартале, снизились по сравнению с теми же показателями аналогичного периода предыдущего года на 13% и 0,8% соответственно, свидетельствуя о сокращении потребительских расходов домохозяйств в отчетном периоде.

В третьем квартале 2014 года инвестиционная активность в экономике была, как и прогнозировалось, слабой, в результате рост частных вложений по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года составил 2,0%.

¹⁸ Показатели по частным затратам, частному потреблению и частным вложениям третьего квартала 2014 года являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических данных второго квартала 2014 года. Оценки роста, представленные в подразделе, даны по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, если иное не указывается.

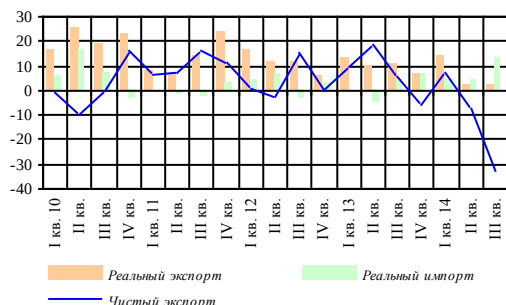
¹⁹ <https://www.cba.am/am/SitePages/statsscci.aspx>

Рост г/г частного потребления и частных вложений

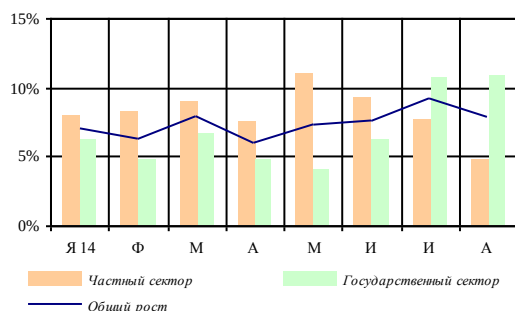


Отрицательный остаток чистого экспорта в 3-м квартале увеличился

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



Рост г/г номинальной заработной платы



Наблюдаемая с начала года и продолжающаяся в третьем квартале слабая инвестиционная активность обусловлена сокращением объемов производства в строительстве и низким уровнем общей деловой активности.

О низкой инвестиционной активности свидетельствуют также результаты проведенного ЦБ РА опроса среди предприятий по вложениям²⁰. В третьем квартале 2014 года удельный вес предприятий, инвестировавших в экономику, остался без изменений по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года: 21% из общего числа опрошенных, что довольно ниже среднего исторического уровня этого показателя.

Причем, согласно опросам, сравнительно большое количество инвестировавших предприятий было отмечено в сферах промышленности и услуг, а в строительстве и торговле – их число уменьшилось.

В третьем квартале 2014 года *расходы частного сектора* уменьшились по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 0,6%.

В свете вышеуказанных развитий частного потребления и инвестиций в третьем квартале 2014 года разрыв затрат частного сектора был существенно отрицательным и его воздействие на инфляцию было сдерживающим – 1,8-2,0 пп.

Согласно оценкам ЦБ в третьем квартале 2014 года отрицательный баланс чистого реального экспорта углубился. В частности, темп роста реальных объемов экспорта товаров и услуг составил 2,2% г/г, тогда как темп роста реальных объемов импорта²¹ товаров и услуг составил 13,0% г/г²². Несмотря на слабый внешний спрос развития экспорта сформировали инфляционные давления, обусловленные дополнительными объемами экспорта сельхозпродукции.

В третьем квартале 2014 года было отмечено снижение чистого притока некоммерческих переводов физических лиц на 6,9% в годовом исчислении, по причине низкого экономического роста РФ и ослабления российского рубля²³.

3.2.3. Рынок труда²⁴

Темп роста номинальной заработной платы в третьем квартале 2014 года был ниже прогнозов и составил 8,8%, что обусловлено более низким, чем прогнозировалось ранее ростом заработных плат. В частности, в июле 2014 года в результате повышения заработных плат в некоторых сферах государственного сектора, показатель среднего роста данного сектора составил в третьем квартале 11%, ускорившись по сравнению с темпом роста во втором квартале всего лишь на 6 пп.

Темп роста средней номинальной заработной платы в частном секторе в третьем квартале 2014 года составил 6,5%. Росту номинальной

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

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

²² Высокий рост импорта частично обусловлен единовременным групповым ввозом машинного оборудования.

²³ В январе-сентябре 2014 года приток некоммерческих денежных переводов физических лиц по банковской системе увеличился на 0,4%. Без учета ослабления рубля к доллару США (ослабление по отношению к показателю января-сентября предыдущего года составило 11,0%), рост притока некоммерческих денежных переводов в январе-сентябре 2014 года составил 8,0%.

²⁴ Данные по рынку труда третьего квартала 2014 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях второго квартала 2014 года и июля-августа 2014 года. Оценки роста в подразделах даны по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, если иное не указывается.

зарплаты в частном секторе содействовало повышение в течение года порога минимальной зарплаты, а также повышение заработных плат в некоторых предприятиях частного сектора, обусловленное реформами накопительной пенсионной системы.

Несмотря на вышеуказанные факторы, сравнительно слабая экономическая активность оказала негативные давления на рост заработных плат в частном секторе.

Вследствие слабой экономической активности, отмеченной в 2014 году, спрос на рабочую силу в экономике повысился меньше, чем предложение, отразив небольшой 0,2% рост занятости в третьем квартале по сравнению с 1,2% ростом экономически активного населения. В результате, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года **уровень безработицы** повысился на 0,6пп, составив 16,0%. Темп роста безработицы в третьем квартале был выше прогноза, что обусловлено более слабой, чем ожидалось, экономической активностью.

В отчетном периоде на рынке труда наблюдался также слабый рост производительности, рост заработных плат слегка превысил рост производительности и увеличил затраты предприятий на стоимость единицы рабочей силы. Вследствие роста указанных затрат в третьем квартале в экономике сформировались слабые инфляционные давления в 0,1-0,2 пп.

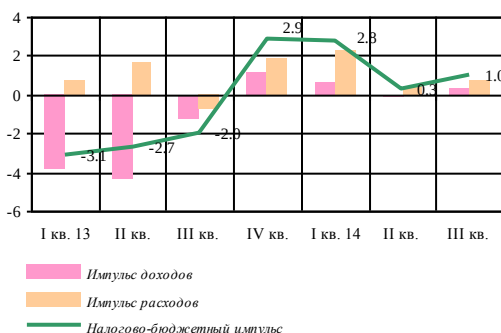
3.2.4. Налогово-бюджетная политика²⁵

В третьем квартале 2014 года, аналогично развитиям первого полугодия, выполнение плана государственного бюджета проходило с небольшим недовыполнением запланированных квартальных пропорций по доходам как государственного бюджета, так и прогноза ЦБ РА, и с экономией по части некоторых статей по расходам. Налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос согласно показателю налогово-бюджетного импульса большее, по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, расширяющее воздействие – 1,0 вместо нейтрального воздействия, ожидаемого по кварталу. Причем отклонение было обусловлено импульсом доходов: вместо ожидаемого сдерживающего 0,6 импульса, фактический импульс был 0,3 расширяющим, обусловленный недополучением доходов.

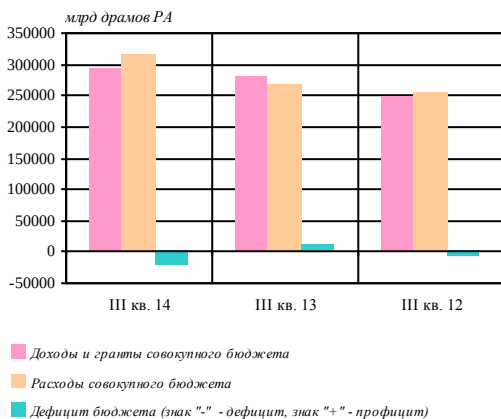
В третьем квартале 2014 года доходы и гранты совокупного бюджета увеличились по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 4,7%. Причем рост налоговых доходов составил 6,4% г/г. Тем не менее, фактический сбор налогов в течение квартала был на 17,3 млрд драмов меньше скорректированного плана на квартал²⁶. По этой причине импульс доходов, по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, был расширяющим, вместо прогнозируемого сдерживающего воздействия.

Косвенные налоги увеличились по сравнению с третьим кварталом 2013 года на 9,5%, прямые налоги - на 1,0%. В общем объеме налогов и пошлин удельный вес косвенных налогов вырос на 1,5 пп, составив 52,9%. Удельный вес прямых налогов снизился на 2,0 пп и составил 37,3%, удельный вес прочих налогов снизился на 0,5 пп, составив 9,8% всех налогов.

В 3-м квартале расширяющее воздействие налогово-бюджетной политики было преимущественно обусловлено расширяющим воздействием расходов



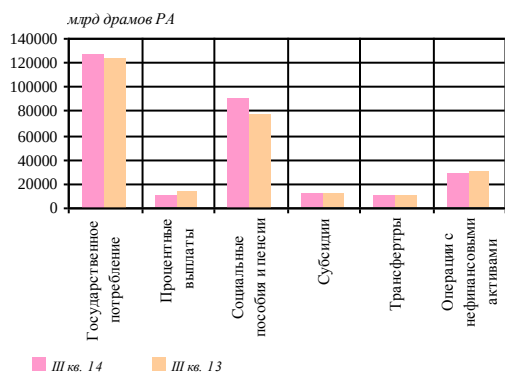
Динамика основных показателей совокупного бюджета



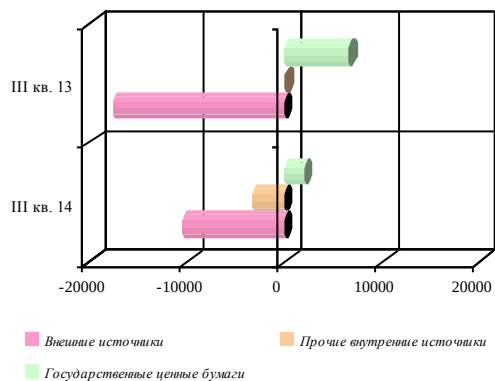
²⁵ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен по предварительным показателям совокупного бюджета, составленным на базе предварительных фактических показателей за третий квартал 2014 года (включая показатели групп по реализации проектов), без учета внебюджетных средств. Причем, воздействие доходов рассчитано по сравнению с прогнозированным номинальным показателем ВВП, а воздействие расходов – с оцененным потенциальным показателем ВВП.

²⁶ Закон РА "О государственном бюджете 2014 года" был скорректирован решениями Правительства РА (<https://www.e-gov.am/gov-decrees/>).

В расходах бюджета РА в 3-м квартале 2014 г. был отмечен рост по всем расходным статьям, кроме процентных выплат по государственному долгу



В 3-м квартале 2014 г., в отличие от того же периода предыдущего года, сформировался дефицит бюджета (млрд драмов РА)



Доходы по иным статьям снизились в годовом исчислении на 5,4%, однако показатель превысил запланированный для третьего квартала показатель примерно в 1,5 раза.

По части государственных расходов исполнение бюджета было низким: как по отношению к скорректированным запланированным пропорциям по расходам, составив 89,2%, так и по отношению к прогнозам ЦБ, составив 95,8%. Тем не менее, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, был отмечен рост расходов совокупного бюджета примерно на 17,2%. Причем рост был отмечен как по части текущих расходов, так и по части статьи **“Операции с нефинансовыми активами”**, составив, соответственно, 18,7% и 6,1%. Был отмечен рост по всем статьям текущих расходов (за исключением статьи “Процентные платежи по долгу”), а **государственное потребление** выросло по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 13%. Рост по части статьи **“Операции с нефинансовыми активами”** был обусловлен увеличением расходов за счет внутренних источников финансирования, а расходы по части программ, финансируемых из зарубежа, снизились на 10%.

В результате вышеуказанных развитий доходов и расходов в третьем квартале сформировался дефицит бюджета в размере 20,6 млрд драмов, вместо предусмотренного скорректированной программой дефицита в 38,7 млрд драмов.

В целом, по результатам первых девяти месяцев доходы и гранты государственного бюджета составили 803,3 млрд драмов, что обеспечило исполнение 9-месячной программы Правительства РА на 96,1%. По сравнению с тем же периодом предыдущего года налоговые доходы увеличились на 4,9% или 36,6 млрд драмов, в основном, вследствие повышения налога на добавленную стоимость и подоходного налога. Государственные расходы (включая средства проектов по реализации программ) составили 808,9 млрд драмов. Рост расходов по сравнению с тем же периодом предыдущего года составил 12%.

Дефицит бюджета, сформировавшийся в результате девяти месяцев, составил 5,6 млрд драмов, вместо предусмотренного 91,3 млрд драмов.

В целом, налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос 1,2 расширяющее воздействие, вследствие расширяющего воздействия, как расходов, так и доходов.

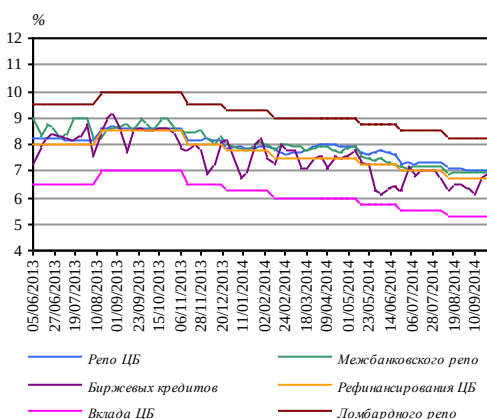
3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

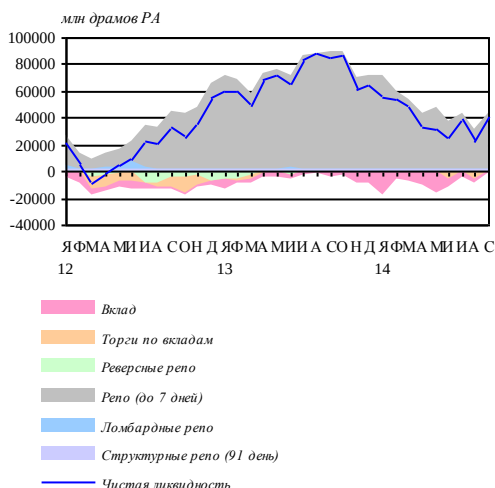
Совет ЦБ РА, продолжив начатое еще с ноября 2013 года ослабление денежно-кредитных условий, снизил ставку рефинансирования в третьем квартале на 0,25 пп и установил на уровне 6,75%. Решение было основано на том, что, несмотря на восстановление инфляции и темпов экономического развития и прогнозов стабилизации, эти показатели остались ниже желаемого уровня.

Параллельно со снижением в течение квартала процентной ставки рефинансирования снизилась ставка основного инструмента ЦБ - 7-дневного репо: средняя ставка в сентябре была на 0,56 пп ниже средней июньской ставки, и составила 7,01%, средний квартальный показатель был на 0,63 пп показателя предыдущего квартала и составил 7,16%.

Краткосрочные процентные ставки снизились в течение квартала



**Объемы операций, осуществленных ЦБ РА
(среднемесячный запас)**



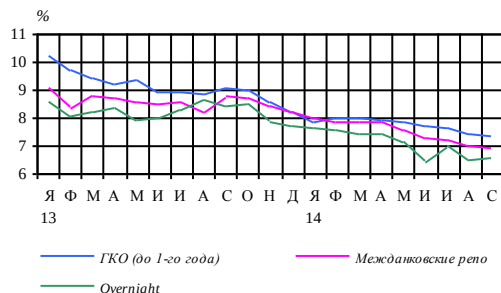
Операции, совершенные ЦБ РА (средний объем операции)						
Период	Репо (до 7 дней)		Привлеченные средства		Ломбардные репо	
	Объем (млн драмов)	Средневзвешенная ставка %	Объем (млн драмов)	Средневзвешенная ставка %	Объем (млн драмов)	Средневзвешенная ставка %
I кв. 2013 г.	63652.16	8.09	2518.46	6.50	14.53	9.50
II кв.	71467.51	8.19	2712.31	6.50	45.74	9.50
III кв.	86238.94	8.42	2712.31	6.75	20.30	9.50
IV кв.	76070.53	8.31	6035.38	6.71	7.69	10.0
I кв. 2014 г.	58769.52	7.80	8230.77	6.17	297.76	9.05
II кв.	41619.24	7.79	9908.46	5.88	41.38	8.75
III кв.	37331.05	7.16	3270.00	5.47	16.08	8.43

Вместе со снижением ставки рефинансирования снизились и продолжали снижаться краткосрочные ставки финансового рынка. Средний квартальный показатель процентной ставки биржевых межбанковских кредитов (overnight) снизился по сравнению с показателем предыдущего квартала на 0,37 пп. Хотя в начале квартала был отмечен определенный рост процентных ставок, частично обусловленный сокращением биржевых кредитных ресурсов, в следующие месяцы объем восстановился и ставка стабилизировалась на уровне 6,5%. Среднеквартальная процентная ставка межбанковского репо снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 0,53 пп, а в сентябре средняя процентная ставка снизилась по сравнению со средней июньской на 0,32 пп и составила 6,95%. Процентные ставки на рынке государственных краткосрочных облигаций также проявили понижательную динамику.

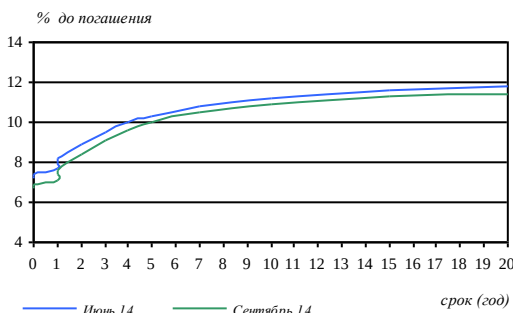
Срочные процентные ставки проявили тенденцию к снижению в условиях снижения ставки рефинансирования ЦБ

Вставка 3

Рынок государственных облигаций



В 3-м квартале 2014г. процентные ставки на рынке государственных облигаций снизились

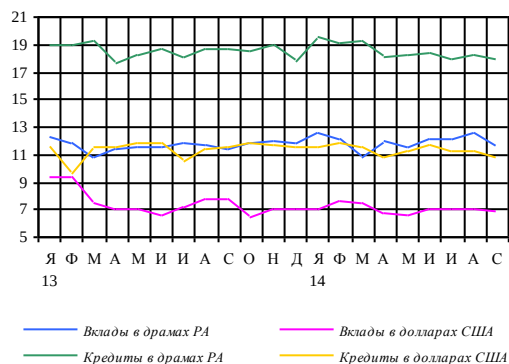


На изменение процентной ставки политики ЦБ РА соответствующим образом отреагировали также и процентные ставки государственных облигаций. В течение квартала на первичном рынке облигаций продолжилось снижение доходности облигаций со сроком погашения до одного года: их среднеквартальная доходность снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 0,38 пп и составила 7,45%, а средняя доходность в сентябре составила 7,34%, снизившись по сравнению с июньской на 0,39 пп.

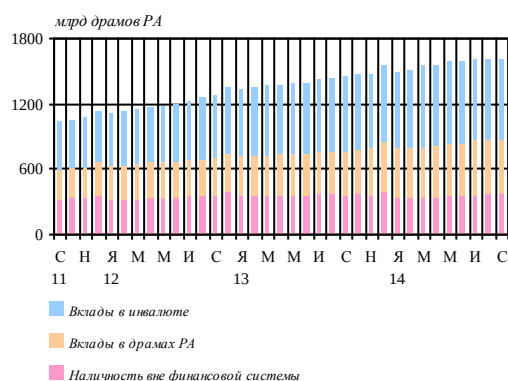
Согласно кривой доходности, процентные ставки государственных облигаций на вторичном рынке снизились почти по всей длине кривой. Долгосрочная ставка снизилась к концу сентября на 0,3 пп по сравнению с июньской и составила 11,45%. Разность между долгосрочными и краткосрочными процентными ставками (между крайними точками кривой) увеличилась в сентябре на 0,22 и составила 4,76 пп.

Непрерывное ослабление денежно-кредитных условий привело также и к снижению процентных ставок общего кредитования. В то же время, параллельно со снижением ставок по кредитам в условиях растущей

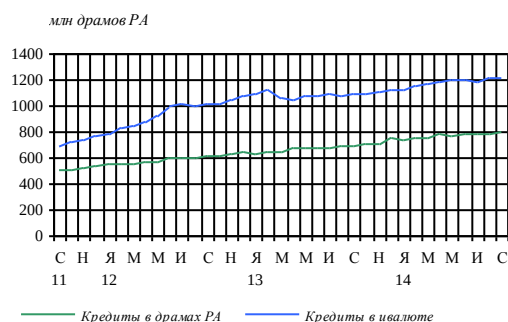
Динамика процентных ставок по средствам в драмах РА и инвалюте



В 3-м квартале 2014 г. рост вкладов в драмах превысил рост вкладов в инвалюте



В 3-м квартале 2014 вновь преобладали инвалютные кредиты



конкурентности между банками, в третьем квартале 2014 года был отмечен рост процентных ставок по привлеченным вкладам.

Среднеквартальные процентные ставки по вкладам в драмах повысились по отношению к предыдущему кварталу на 0,2 пп и составили 12,19%. Объем драмовых вкладов увеличился в течение квартала на 4,0%, преобладающая часть роста пришлась на долю вкладов до востребования: их рост составил 5,1%, а рост срочных вкладов – 3,2%.

Как и в предыдущем квартале, снижение процентных ставок по кредитованию в драмах в третьем квартале было частично обусловленное снижением ставок по потребительским кредитам. В результате средний квартальный уровень процентных ставок по драмовому кредитованию снизился на 0,1 пп и составил 18,1%.

В третьем квартале 2014 года снизились также процентные ставки по инвалютному кредитованию: среднеквартальный показатель снизился примерно на 0,2 пп и составил 11,1%. Причем существенным образом снизились ставки по ипотечным кредитам, представленным физическим лицам.

О снижении процентных ставок по кредитам свидетельствуют также результаты опроса “Об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА”, согласно которым продолжается отмеченное с предыдущего квартала снижение процентных ставок по кредитам, выданным предприятиям, и по ипотечным кредитам.

В инвалютной структуре кредитования рост объемов кредитов в инвалюте почти совпал с ростом объемов кредитов в драмах, составив соответственно 2,2% и 2,3%. В общей структуре кредитования все еще преобладают кредиты, выданные в инвалюте (59%). Рост объемов общего кредитования в течение квартала составил 2,4% (14,3% г/г), а в абсолютном выражении – 48,7 млрд драмов.

Среднеквартальная ставка по средствам, привлеченным в инвалюте, повысилась по сравнению с предыдущим кварталом на 0,2 пп и составила 7,0%. В течение квартала инвалютные Вклады уменьшились на 2,9%, за счет, в основном, снижения вкладов до востребования.

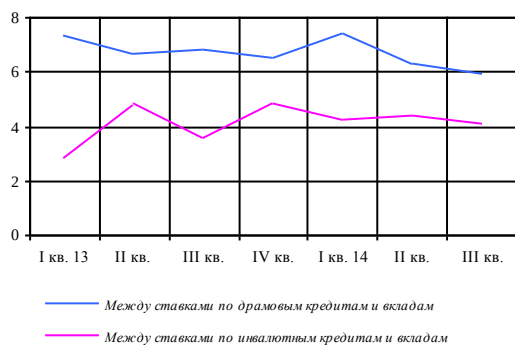
Вставка 4

Согласно результатам проведенного в третьем квартале 2014 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, в третьем квартале продолжилось упрощение процедур кредитования домохозяйств (по части потребительских и ипотечных) кредитов. Изменение процедур кредитования предприятий проходило медленными темпами по причине ограничения уровня ликвидности и доступности денежных рынков, ожиданий замедления экономической активности. Упрощение процедур предоставления кредитов предприятиям продолжилось, в основном, по части процентной ставки кредитования. Были также облегчены условия кредитования домохозяйств, в частности, по части процентной ставки, требований к залогу, соотношения кредит/стоимость и условий оценки кредитоспособности.

Было отмечено повышение спроса на потребительские кредиты, спрос предприятий на кредиты остался на прежнем уровне, а спрос на ипотечные кредиты снизился. Факторами снижения спроса явились уменьшение сбережений домохозяйства, ослабление доверия потребителей.

В четвертом квартале 2014 года продолжится упрощение процедур и условий предоставления всех видов кредитов и ожидается рост спроса на все виды кредитования.

В 3-м квартале сократилась разность между процентными ставками по иввалютным кредитам и вкладам



В третьем квартале 2014 года продолжилась тенденция сокращения разности между процентными ставками по кредитам и вкладам. Разность между процентными ставками по драмовым кредитам и вкладам по сравнению с предыдущим кварталом уменьшилась на 0,4 пп, и составила 5,9 пп. Разность между процентными ставками по иввалютным кредитам и вкладам снизилась в течение квартала на 0,3 пп, а в сентябре этот показатель снизился по сравнению с июнем на 0,7 пп и составил 3,9 4,4 пп.

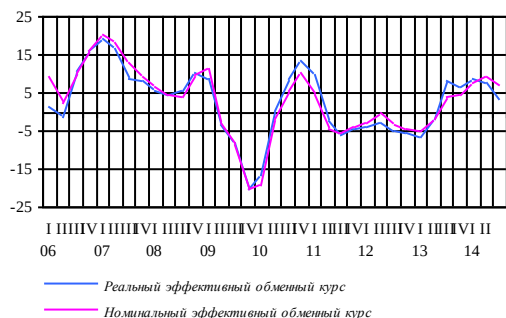
В третьем квартале 2014 года продолжилось снижение уровня долларизации: соотношение иввалютных вкладов и денежной массы уменьшилось по сравнению с предыдущим кварталом на 1,7 пп.

Денежно-кредитные показатели	12-месячный рост		
	Март	Июнь	Сентябрь
Денежная масса (%)	12.84	14.78	9.64
Драмовая масса (%)	10.92	14.26	14.15
Денежная база (%)	20.84	8.21	-0.52
Драмовая масса (%)	1.67	4.49	0.63
Наличность (%)	-4.49	-1.19	1.44
Вклады в драмах (%)	25.27	28.59	25.31
Вклады в ивалюте (%)	14.95	15.36	4.71
Долларизация (процентные пункты)	0.89	0.24	-2.15
Денежный мультипликатор (процентные пункты)	-0.14	0.13	0.21
Драмовый мультипликатор (процентные пункты)	0.12	0.12	0.17

3.3.2. Обменный курс

В третьем квартале 2014 года средний взвешенный обменный курс валют стран-партнеров РА к доллару США продолжал слабеть - кв/кв на 2,9%. Обусловлено это было в большей мере быстрыми темпами ослабления национальных валют стран зоны евро, России и Украины. Номинальный обменный курс драма РА, вследствие высокого сезонного спроса, проявил в третьем квартале тенденцию укрепления: драм укрепился к доллару США на 1,1% кв/кв. В отчетном периоде ЦБ сохранил свои действия на валютном рынке в качестве только покупателя валюты, сглаживая волатильность на рынке.

В 3-м квартале 2014 г. значительно ослабли темпы укрепления г/г реального эффективного обменного курса, %



рост г/г, %	I кв. 13	II кв. 13	III кв. 13	IV кв. 13	I кв. 14	II кв.	III кв.
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	-6.4	-1.6	7.9	6.8	8.5	7.9	3.1
Средняя инфляция в РА	3.0	5.2	8.7	6.4	4.6	3.3	1.0
Номинальный средний обменный курс драм РА/доллар США (+ укрепление)	-5.1	-3.3	0.5	0.2	-0.4	0.5	0.0
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	4.5	4.4	4.3	4.0	3.7	4.4	4.6
Средневзвешенный номинальный обменный курс стран – торговых партнеров (+ укрепление)	-6.4	-1.6	7.9	6.8	8.5	7.9	3.1

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

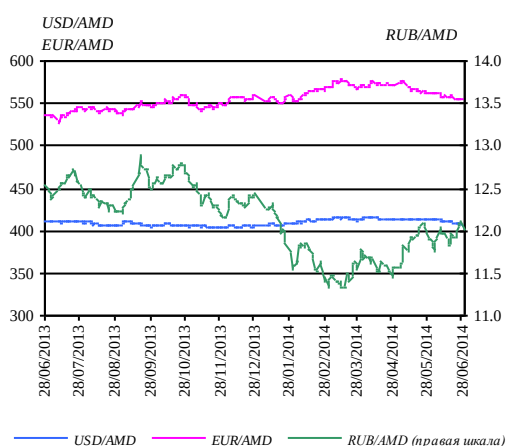
В результате вышеуказанных развитий в третьем квартале 2014 года эффективный обменный курс драма РА укрепился на 4,0% кв/кв, а

реальный эффективный обменный курс²⁷ - на 1,3% кв/кв. Темп укрепления реального обменного курса по сравнению с тем же кварталом предыдущего года ослаб и составил 3,1% г/г, что в большей мере обусловлено низким уровнем 12-месячной инфляции РА.

Вставка 5

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 третьего квартала 2014 года 407,6 драма: почти не изменившись по сравнению с концом предыдущего квартала, ослабление драма составило 0,08%.

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

Динамика обменного курса драма РА (конец третьего квартала 2014 г. по отношению к концу предыдущего квартала)			
Валютная пара	Обменный курс на 30.06.2014 г. (драм РА)	Обменный курс на 30.09.2014 г. (драм РА)	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	407.28	407.6	-0.08
EUR/AMD	556.06	513.49	8.29
RUB/AMD	11.99	10.32	16.18
Динамика обменного курса драма РА третьего квартала 2014 г. по отношению к аналогичному периоду предыдущего года			
Валютная пара	Средний обменный курс в третьем квартале 2013 г.	Средний обменный курс в третьем квартале 2014 г.	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	408.65	408.47	0.04
EUR/AMD	541.65	541.37	0.05
RUB/AMD	12.47	11.27	10.65

Совокупный объем операций доллар США - драм РА, осуществленных на валютном рынке в течение квартала, составил 2,95 млрд долларов США, увеличившись на 3,5% по отношению к предыдущему кварталу (2,85 млрд долларов США).

Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро - драм РА, составил 276,28 млн евро вместо объема в 123,98 млн евро за предыдущий квартал 2014 года.

В третьем квартале 2014 года на валютном рынке Центральный банк РА осуществил чистую покупку 18,25 млн долларов США.

3.4. Платежный баланс²⁸

В третьем квартале 2014 г. было отмечено углубление дефицита текущего счета, обусловленное увеличением дефицита торгового баланса и уменьшением денежных переводов физических лиц. Чистый приток по счетам операций с капиталом и финансовым счетам восстановился (в предыдущем квартале был отмечен чистый отток). Чистые внешние активы ЦБ РА сократились, что было обусловлено, в основном, обслуживанием внешнего долга.

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

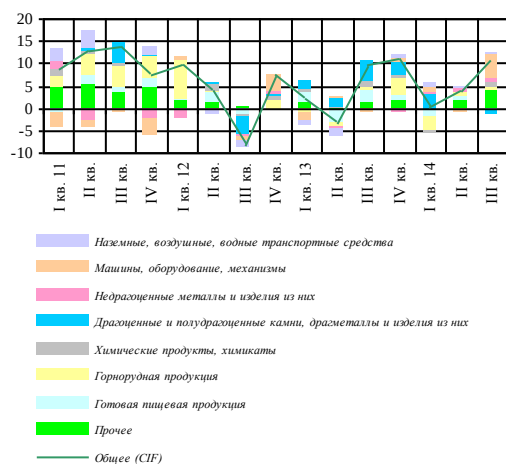
²⁸ Впредь показатели платежного баланса будут представляться согласно новой методике составления платежного баланса (ВРМ6). Показатели за третий квартал 2014 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

3.4.1. Текущий счет

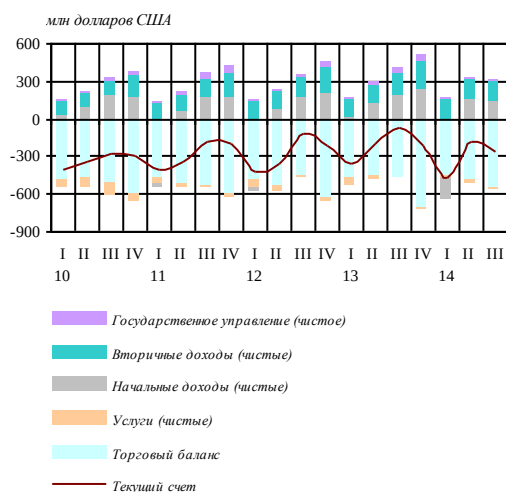
Изменение долларовых цен экспорта товаров в 3-м квартале 2014 г. и содействие основных товаров, %²⁹



Изменение г/г долларовых цен импорта товаров в 3-м квартале 2014 г., содействие основных товаров, %



В 3-м квартале 2014 г. дефицит текущего счета увеличился г/г



В третьем квартале 2014 года согласно оценкам соотношение текущего счета и ВВП увеличилось по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 1,5 пп. В третьем квартале 2014 года дефицит текущего счета увеличился по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 191,6 млн долларов США и составил 256,8 млн долларов США.

В третьем квартале 2014 года был отмечен рост долларовых цен экспорта на 3,9% в годовом исчислении.

В третьем квартале 2014 года росту экспорта положительное содействие оказали, в основном, камни потребительского назначения, драгоценные камни, металлы, тогда как сырьевые (промежуточного потребления) и прочие товары оказали отрицательное содействие. В третьем квартале рост долларовых цен на импорт составил 11,6% в годовом исчислении.

Рост импорта в отчетном квартале был в большей мере обусловлен сырьевыми (промежуточного потребления) и инвестиционными товарами, а камни потребительского назначения, драгоценные камни, металлы оказали отрицательное содействие.

Дефицит торгового баланса в третьем квартале 2014 года, несмотря на улучшение условий торговли, увеличился на 87,4 млн долларов США и составил 556,5 млн долларов США.

В третьем квартале 2014 года согласно оценкам был отмечен рост экспорта и импорта услуг – соответственно на 6,7% и 10,3% в годовом исчислении. Отрицательный баланс транспортных услуг увеличился, обусловленный ростом дефицита торгового баланса. Долларовая стоимость экспорта услуг в сфере строительства в текущем квартале снизилась²⁹.

В третьем квартале 2014 года снизились чистые денежные переводы физических лиц. В условиях замедления темпов роста экономики России, сокращение переводов обусловлено ослаблением российского рубля к доллару США. В частности, чистый приток по статье “Оплата труда работников” уменьшился на 6,6% годовых и составил 313,4 млн долларов США, что превысило чистый отток по статье “Доходы от вложений”. В результате по статье “Начальные доходы” был отмечен чистый приток на 144,5 млн долларов США. Чистый приток частных трансфертов снизился на 10,1% годовых и составил 155,7 млн долларов США.

3.4.2. Счета операций с капиталом и финансовые счета³⁰

В третьем квартале 2014 года чистый приток средств по операциям с капиталом и финансовым счетам составил 215,8 млн долларов США, вместе чистого оттока за предыдущий квартал. Финансирование текущего счета было осуществлено, в основном, за счет иностранных вложений, банковских и государственных кредитных средств. По причине, в основном, обслуживания внешнего долга чистые внешние активы ЦБ РА уменьшились на 40,9 млн долларов США.

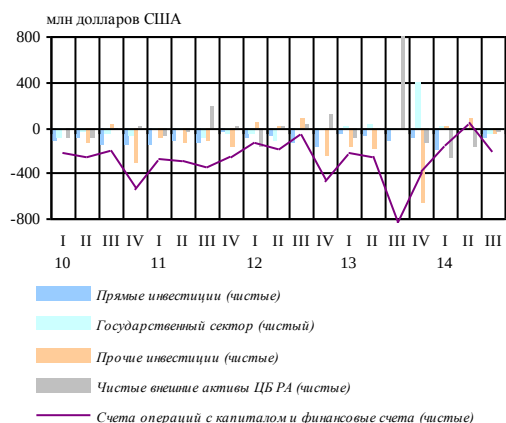
Стабильный приток по части капитальных трансфертов продолжился и составил в третьем квартале 2014 года 18,8 млн долларов США (в том же квартале предыдущего года – 19,5 млн долларов США).

Чистый приток иностранных инвестиций снизился и составил 97,7 млн долларов США. Чистый приток государственных кредитов составил

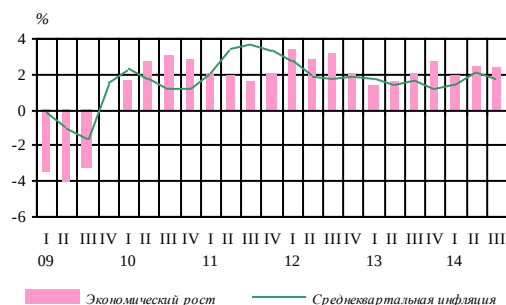
²⁹ Включает долларую стоимость услуг в сфере строительства, оказанных сезонными работниками.

³⁰ Показатели счетов операций с капиталом и финансовых счетов за третий квартал 2014 года являются прогнозами и оценками ЦБ РА.

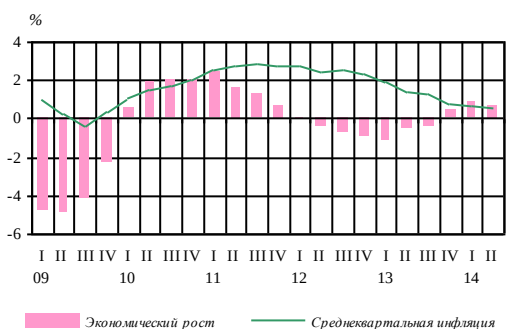
В 3-м квартале 2014 г. был отмечен чистый приток средств по счетам операций с капиталом и финансовым счета, вместо чистого оттока в предыдущем квартале ("+" - чистое кредитование, "-" - чистый заем)



В 3-м квартале 2014 г. экономический рост США оставался высоким



В 3-м квартале 2014 г. экономический рост в зоне евро продолжал замедляться



57,0 млн долларов США, вместо 20,3 млн долларов США за тот же период предыдущего года.

Чистых приток финансовых средств через коммерческие банки составил 72,0 млн долларов США, а чистый отток, осуществленный прочим частным сектором, составил 10,8 млн долларов США. В результате по статье "Прочие вложения" был отмечен приток на 61,2 млн долларов США.

3.5. Внешняя среда

В третьем квартале 2014 года в странах-партнерах РФ, за исключением США, была отмечена тенденция замедления экономической активности.

Согласно предварительным оценкам Бюро анализа Министерства торговли США, в третьем квартале 2014 года в Соединенных Штатах Америки был отмечен 3,5% экономический рост кв/кв в годовом исчислении (рост г/г в третьем квартале составил 2,3%), причем положительное содействие экономическому росту оказали почти все компоненты: частные расходы, совокупные вложения, государственные расходы, а также чистый экспорт (за счет роста экспорта и сокращения импорта).

В третьем квартале 2014 года средняя квартальная инфляция в США составила 1,81% г/г, вместо 2,1% в предыдущем квартале. Как и ожидалось, Федеральная резервная система США завершила в октябре программу количественного расширения, а процентные ставки вновь остались на низком 0-0,25% уровне.

Согласно предварительным оценкам Евростата, в третьем квартале 2014 года в зоне евро экономический рост составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 0,8%. Вместе с этим, индекс потребительских цен повысился в третьем квартале в среднем на 0,3% г/г, вместо 0,6% в предыдущем квартале.

В третьем квартале Европейский центральный банк понизил процентную ставку рефинансирования до 0,05%, а ставка привлечения денежных средств была установлена на уровне -0,2%.

В отчетном квартале евро по отношению к доллару США ослаб на 3,4% (укрепление г/г - 0,05%), и средний обменный курс доллара США за евро составил 1,325 долларов США.

Согласно предварительным оценкам *Государственной статистической службы России*, экономический рост составил в третьем квартале 2014 года 0,7% г/г. Причем в отраслях экономики были отмечены следующие развития: в отрасли промышленности был отмечен рост на 1,5% г/г вместо 1,8% в предыдущем квартале. В розничной торговле и в отрасли сельского хозяйства темпы роста составили 1,4% г/г и 11 % г/г соответственно. В то же время, спад в строительстве в третьем квартале продолжился - (4,1% г/г). Рост индекса потребительских цен в третьем квартале составил в среднем 7,7% г/г по отношению к 7,6% росту г/г предыдущего квартала.

В третьем квартале 2014 года *цена на сырую нефть марки "Brent"* на бирже "Intercontinental Exchange" (ICE) снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 6,8%, составив в среднем 102,1 долларов США за один баррель (снижение г/г - 7,2%). *Цена на медь* на Лондонской бирже металлов составила в среднем 6978 долларов США за одну тонну, в результате рост составил 3,2% (снижение г/г - 1,8%).

По данным Департамента сельского хозяйства США, цена экспортируемых сортов твердой красной пшеницы снизилась в третьем

квартале на 19% кв/кв, составив среднем 7,1 доллар США за бушель (снижение г/г – 14,8%). Следует отметить, что снижение цены в третьем квартале было частично обусловлено техническими корректировками после отмеченного до этого роста, а также ожиданиями богатого урожая.

Индекс цен на необработанный *сахар* на бирже “New York Board-Intercontinental Exchange” (NYB-ICE) снизился в третьем квартале 2014 года на 7,7% (снижение г/г – 4,7%). Последние развития на рынке сахарного песка обусловлены как укреплением доллара США (особенно к валюте Бразилии - крупного экспортера), так и ожиданиями предложения на рынке. Цена на *рис* на бирже “Chicago Board of Trade” (CBOT) снизилась в третьем квартале на 12,9%: средняя цена за один американский центнер (45,3 кг) составила 12,9 долларов США (снижение г/г – 17,1%).

На рынках сырьевых и продовольственных товаров в третьем квартале была отмечена более глубокая дефляционная тенденция, чем прогнозировалось, которая была обусловлена более слабыми, чем ожидалось, развитиями активности мировой экономики и изменениями геополитической ситуации.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В третьем квартале 2014 года мировой спрос во *внешнем секторе* продолжал оставаться низким, на фоне которого на мировых рынках основных продовольственных и сырьевых товаров наблюдались дефляционные тенденции. *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*.

В третьем квартале 2014 года было отмечено некоторое увеличение экономической активности и расширение инфляционной среды. В результате *экономический рост* составил 3,5-3,8%, а *12-месячная инфляция* составила в конце июля 0,4%, в конце сентября - 1,5%, что все еще ниже нижней границы диапазона допустимых колебаний.

В прогнозируемом горизонте ожидается стабилизация темпов роста реального потребления и медленное восстановление частных вложений, в результате экономический рост постепенно приблизится к равновесному уровню. После дефляционного воздействия в 2015 году, в результате стабилизации частного спроса и проведения, в целом, нейтральной налогово-кредитной политики, *воздействие внутренней экономики на совокупный спрос будет неинфляционным*.

Согласно прогнозам ЦБ, в краткосрочном отрезке, несмотря на ожидаемый низкий спрос во внешней и внутренней экономиках, в результате введения *акцизных марок* для ряда товаров в четвертом квартале и *вхождения Республики Армения с января 2015 в Евразийское экономическое сообщество* ожидается восстановление темпов инфляции. В этих условиях, проводимое по настоящее время смягчение денежно-кредитных условий будет достаточным для стабилизации инфляции вокруг своего целевого уровня в краткосрочном 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 восстановления темпов роста мировой экономики и 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 роста частного потребления и процессом восстановления капитальных вложений, экономическими последствиями вхождения Республики Армения в Евразийское экономическое сообщество, проявлениями инфляционных воздействий введения акцизных марок для ряда товаров, 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 горизонте.