

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
за номером
185-А от 11.08.2015 г.*

**Обзор
инфляции**

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



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 2-го квартала 2015 г.*

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	7
2.1. Внешняя среда	7
2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос	9
2.3. Прогноз инфляции и направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом трехгодичном горизонте	16
3. Фактические развития второго квартала 2015 года	21
3.1. Инфляция	21
3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции	21
3.1.2. Цены на импорт и цены производителей	23
3.1.3. Инфляционные ожидания	24
3.2. Совокупный спрос и предложение	25
3.2.1. Совокупное предложение	25
3.2.2. Совокупный спрос	26
3.2.3. Рынок труда	27
3.2.4. Налогово-бюджетная политика	28
3.3. Деньги и развития финансового рынка	29
3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты	29
3.3.2. Обменный курс	32
3.4. Платежный баланс	34
3.4.1. Текущий счет	34
3.4.2. Счет движения капиталов	34
3.5. Внешняя среда	35
4. Заключение	37

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

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

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

Прогнозы в настоящем отчете составлены на основании фактической информации на дату до 11-го августа 2015 года - дня утверждения процентной ставки рефинансирования, результатов опросов Центрального банка и выводов, сделанных на основе информации о будущих макроэкономических развитиях.

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

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

Согласно прогнозам ЦБ РФ, до конца 2015 года 12-месячная инфляция сформируется у нижней границы диапазона допустимых колебаний целевого показателя $4\% \pm 1,5$ пп, затем, колеблясь в пределах допустимого диапазона, стабилизируется к концу прогнозируемого горизонта вокруг целевого показателя.

Прогноз на 2015 год предусматривает, что уровень экономического роста будет выше показателя предыдущего прогноза, в силу положительных развитий первого полугодия по части экономической активности. В 2016 году темпы экономического роста останутся на том же уровне, затем ускорятся, постепенно приближаясь к долгосрочному равносному уровню.

Экономический рост в первом полугодии оценивается в пределах 2,7 – 2,9% в годовом выражении.

Экономический рост в 2015 году был пересмотрен в направлении роста по сравнению с предыдущим прогнозом - 2,8-3,6%.

Согласно прогнозам ЦБ РФ до конца 2015 года 12-месячная инфляция сформируется у нижней границы диапазона допустимых колебаний целевого показателя $4\% \pm 1,5$ пп, затем, колеблясь в пределах допустимого диапазона, стабилизируется к концу прогнозируемого горизонта вокруг целевого показателя. Прогноз на 2015 год предусматривает, что уровень экономического роста будет выше показателя предыдущего прогноза, в силу положительных развитий первого полугодия по части экономической активности. В 2016 году темпы экономического роста останутся на том же уровне, затем ускорятся, постепенно приближаясь к долгосрочному равносному уровню.

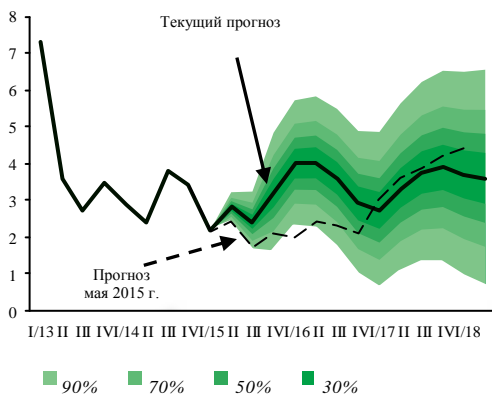
В первом полугодии 2015 года **показатель экономической активности составил 4,2% в годовом выражении**, превысив ожидания в силу, главным образом, превысившего ожидания роста объемов выпуска сельхозпродукции и частично промышленности. Содействие росту экономической активности в указанном периоде с точки зрения спроса оказали наиболее стимулирующая налогово-кредитная политика Правительства и значительное ослабление с начала года денежно-кредитных условий со стороны ЦБ (ставка ломбардного репо была снижена с 20% до 12%), что, в основном, смягчило воздействие снижения **частного потребления и частных вложений**. Снижение же частного потребления и частных вложений было обусловлено соответственно значительным сокращением доходов домохозяйств вследствие уменьшения денежных переводов из РФ и слабой активностью в сфере строительства и замедлением темпов роста кредитования экономики. Во втором квартале 2015 года оценка снижения расходов на частное потребление составила 1,3%, а частных вложений - 7,0%. Негативный баланс чистого реального экспорта во втором квартале значительно снизился, что было обусловлено 7% реальным ростом экспорта товаров и услуг в годовом выражении, при том, что импорт товаров и услуг в реальном выражении снизился на 5,9% в годовом выражении. В результате, **экономический рост** в первом полугодии **оценивается в пределах 2,7 – 2,9% в годовом выражении**.

Согласно краткосрочным прогнозам ЦБ в 2015 году частное потребление, равно как и частные вложения сократятся соответственно на 1,6% и 4,0%. Предусматриваемый в течение года налогово-бюджетный импульс (рассчитанный относительно предыдущего года) будет расширяющим на 2,0-2,5. Учитывая показатели внешней торговли РФ за январь-июнь, пересмотренные Национальной статистической службой, которые свидетельствуют о высоких темпах реального роста экспорта и реальном снижении импорта, прогнозы относительно экспорта и импорта были пересмотрены. В частности, реальный рост экспорта товаров и услуг в 2015 году составит 15,0-17,0%, а реальный спад импорта товаров и услуг – 3,0-5,0%. Несмотря на то, что во втором квартале рост трансфертов превысил прогнозы, однако, следуя из ухудшения состояния экономики РФ, прогнозы денежных переводов физических лиц остались на том же уровне: в 2015 году ожидается примерно 25% снижение в долларом выражении (чистое).

Таким образом, **экономический рост в 2015 году был пересмотрен в направлении роста по сравнению с предыдущим прогнозом, и составит 2,8-3,6%**, в силу, в основном, обеспечения с начала года макроэкономической и финансовой стабильности и ослабления в первом полугодии денежно-кредитных условий со стороны ЦБ, осуществления более

Экономический рост составит к концу прогнозируемого горизонта 3,5 – 4,5%.

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



В прогнозируемом горизонте инфляционные давления из внешнего сектора не ожидаются.

Во втором квартале 2015 года 12-месячная инфляция, как и прогнозировалось, проявила колебания в пределах верхнего диапазона допустимых колебаний, и составила к концу июня 5,5%.

Во втором квартале ЦБ РА оставил денежно-кредитные условия без изменений.

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



стимулирующей, чем предусматривалось, фискальной политики, и положительных развитий отрасли сельского хозяйства.

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

Таким образом, в прогнозируемом горизонте, в результате стабилизации частного потребления и нейтрального, в целом, воздействия фискальной политики, совокупный спрос окажет на внутренние цены нейтральное воздействие.

Во втором квартале 2015 года в странах - основных торговых партнерах РА сохранилась тенденция медленного роста экономической активности, в результате внешний спрос остался на низком уровне. На международных рынках основных товаров продолжились дефляционные развития, обусловленные большими объемами производства продовольственных товаров, низким уровнем мирового спроса, а также укреплением доллара США, хотя наблюдался рост цен на некоторые сырьевые товары.

Постепенное восстановление в среднесрочном отрезке экономического роста в странах-партнерах, стабилизация цен на товарных и сырьевых рынках, а также нейтрализация волатильности на мировых финансовых рынках окажут положительное содействие экономике РА.

Таким образом, в прогнозируемом горизонте инфляционные давления из внешнего сектора не ожидаются.

Во втором квартале 2015 года 12-месячная инфляция, как и прогнозировалось, проявила колебания в пределах верхнего диапазона допустимых колебаний, и составила к концу июня 5,5%. Хотя, согласно краткосрочным прогнозам ЦБ, составленным исходя из положительных развитий сельского хозяйства, в ближайшие месяцы ожидалось формирование более низких цен на сельхозпродукцию по сравнению с тем же периодом предыдущего года, тем не менее, во втором квартале ЦБ оставил денежно-кредитные условия без изменений в противовес инфляционному воздействию возможного повышения с августа тарифов на электроэнергию (подробнее в разделе “3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого показателя инфляции”).

К концу прогнозируемого горизонта 12-месячная инфляция стабилизируется вокруг своего 4% целевого уровня. Со второго полугодия 2015 года ожидается ощутимое смягчение инфляционной среды, обусловленное формированием в годовом выражении низких уровней цен на сельхозпродукцию в результате положительных развитий отрасли сельского хозяйства. Однако низкая инфляционная среда будет частично нейтрализована воздействием ослабления со стороны ЦБ денежно-кредитных условий и проведением стимулирующей фискальной политики. Следует отметить, что в настоящее время не рассматривается ожидаемое ранее инфляционное воздействие повышения с 1-го августа тарифов на электроэнергию, однако в случае наличия четкой информации о принципах применяемого со стороны Правительства механизма субсидирования и консультаций и сведений о результатах аудиторской проверки ЗАО “Электрические сети Армении”, в последующих публикациях будут изложены оценки ЦБ относительно инфляционного воздействия этого изменения.

В то же время, в прогнозах по инфляции было учтено также инфляционное воздействие вероятных изменений акцизного налога в 2016

Во второй половине 2015 года 12-месячная инфляция снизится и будет находиться у нижней границы допустимого диапазона колебаний. В течение оставшегося отрезка прогнозируемого горизонта инфляция будет колебаться в допустимых пределах, стабилизировавшись к концу горизонта вокруг целевого показателя.

ЦБ считает, что в условиях создавшейся низкой инфляционной среды, в третьем квартале 2015 года целесообразно ослабить денежно-кредитные условия.

году. В свете указанных развитий ЦБ считает, что во второй половине года 12-месячная инфляция снизится и будет находиться у нижней границы допустимого диапазона колебаний. В течение оставшегося отрезка прогнозируемого горизонта инфляция будет колебаться в допустимых пределах, стабилизировавшись к концу горизонта вокруг целевого показателя.

ЦБ считает, что в условиях создавшейся низкой инфляционной среды, в третьем квартале 2015 года целесообразно ослабить денежно-кредитные условия. Тем не менее имеются риски, вытекающие из внешней и внутренней экономик, в случае проявления которых возможно расширение инфляционной среды и соответствующая корректировка направлений денежно-кредитной политики со стороны ЦБ, для обеспечения достижения целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке.

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах будут ***направлены на рост***. Причем, ***риски, вытекающие из внешнего сектора***, связаны с экономическими перспективами как развитых, так и развивающихся стран. В частности, ожидаемое повышение процентных ставок со стороны Федеральной резервной системы США может привести к оттоку капитала из развивающихся стран в США и росту волатильности денежных единиц развивающихся стран. Наиболее значительны риски, связанные с дальнейшими развитиями экономики России, обусловленные большим, чем ожидался, спадом экономики и более низким уровнем цен в прогнозируемом горизонте, дальнейшим ослаблением российского рубля по отношению к доллару США, а также риски, связанные с дальнейшим ходом геополитических развитий. Резкое замедление экономического роста Китая также может вызвать риски в смысле замедления мирового экономического роста и спада мировых цен на сырьевые и продовольственные товары.

Риски, вытекающие из внутренней экономики, обусловлены, в основном, развитиями в отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий, неопределенностью воздействия повышения тарифов на электроэнергию, ходом восстановления внутреннего спроса, а также осуществляемыми стимулирующими программами Правительства. 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

Медленные темпы роста экономик стран-партнеров РА сохраняются.

На внешних рынках в краткосрочном отрезке дефляционные тенденции продолжатся, а в среднесрочном отрезке ожидаются слабые инфляционные тенденции, обусловленные постепенным восстановлением мирового спроса.

Медленные темпы роста экономик стран-партнеров РА продолжатся. В частности, в развитых странах проявятся тенденции улучшения экономического роста, тогда как в развивающихся странах темпы экономического роста замедлятся.

На внешних рынках в краткосрочном отрезке дефляционные тенденции продолжатся, в силу, в основном, слабого роста мирового спроса и избытка предложения на отдельных товарных рынках. В среднесрочном отрезке ожидаются слабые инфляционные тенденции, обусловленные постепенным восстановлением мирового спроса.

В опубликованном в июле 2015 года отчете о “Перспективах развития мировой экономики”², МВФ пересмотрел темпы экономического роста развитых и развивающихся стран в направлении снижения, что обусловлено слабыми темпами экономического роста в первом квартале и опередившим ожидания ростом цен на нефть во втором квартале.

Замедление экономического роста США в начале 2015 года считается временным явлением, в течение оставшегося периода 2015 года ожидается ускорение темпов экономического роста. Оценка экономического роста для 2015 года составляет 2,2%. Рост ускорится в 2016, достигнув 2,7%, а в долгосрочном отрезке стабилизируется вокруг 2,2% потенциального показателя. Повышение процентных ставок политики со стороны Федеральной резервной системы США ожидается осенью 2015 года в условиях непрерывного укрепления экономики и рынка труда, несмотря на все еще сохраняющуюся тенденцию падения цен.

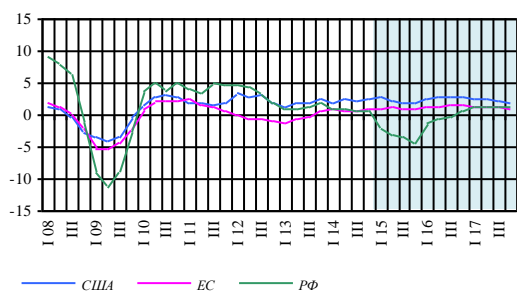
Ускорению темпов экономического роста в еврозоне в 2015 году окажут содействие ожидаемое снижение цен на нефть, ослабление обменного курса и расширяющая программа Европейского центрального банка по покупке активов. В 2015 году экономический рост в еврозоне составит 1,0% и ускорится в прогнозируемом горизонте, составив 1,5%. Следует также отметить, что несмотря на наблюдаемые в экономике некоторых пор некоторые инфляционные тенденции, инфляция пока находится ниже уровня целевого показателя. Ожидается, что Европейский центральный банк, в целях восстановления экономической активности и регулирования инфляции, сохранит до конца 2016 года политику низких процентных ставок и продолжит программу количественного расширения.

Спад экономики России, отмеченный в первой половине 2015 года, продолжит углубление до конца года, и средний годовой экономический спад составит примерно 3,3%. Сокращение экономики продолжится до конца 2016 года, чему, в основном, окажут содействие низкие цены на нефть и экономические санкции, а рост экономики будет наблюдаться только с 2017 года, составив к концу прогнозируемого горизонта 1,3%.

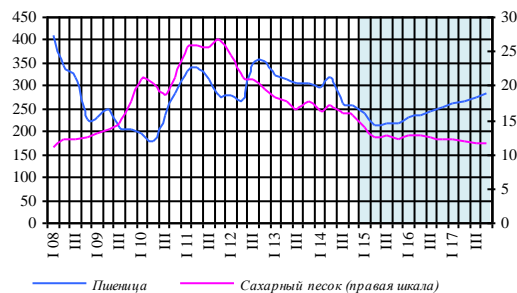
¹ Прогнозы внешней среды составлены на базе информации, опубликованной различными авторитетными аналитическими, исследовательскими, рейтинговыми, финансовыми и информационными агентствами (IMF, World Bank, The Economist, Economist Intelligence Unit, Global Insight, Financial Times, и др.)

² IMF World Economic Outlook (WEO) Update, July 2015.

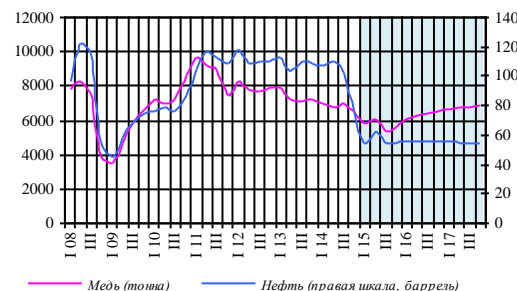
Экономический рост стран - торговых партнеров (%)



Продовольственные товары (доллары США)



Сырьевые товары (доллары США)



Несмотря на некоторую стабилизацию российского рубля, во второй половине 2015 года ожидается определенное ослабление рубля в силу непрерывного падения цен на нефть. Обусловленная ослаблением рубля высокая инфляция сохранится, составив к концу года примерно 11,0%. Тем не менее, к концу прогнозируемого горизонта ожидается некоторая тенденция стабилизации обменного курса, связанная со стабилизацией цен на нефть и восстановлением потоков капитала.

В июльском докладе МВФ предусматривает для 2015 года 3,3% показатель мирового экономического роста (по сравнению с апрельским выпуском - на 0,2% меньше), а для 2016 года оценка мирового экономического роста осталась по сравнению с предыдущей без изменения - 3,8%.

В условиях все еще сохраняющегося низкого уровня мирового спроса дефляционные тенденции на рынках сырьевых и продовольственных товаров продержатся до конца 2015 года. Тем не менее, в прогнозируемом горизонте ожидается тенденция устойчивого медленного роста цен, как следствие восстановления мирового спроса. Цены на нефтяном рынке сформируются в среднесрочном отрезке на низком уровне, что обусловлено вступлением Ирана на нефтяной рынок, то есть в связи с ожиданием увеличения предложения.

Риски, связанные с развитиями мировой экономики, увеличились по сравнению с предыдущим прогнозом. В частности, риски, вытекающие из постоянно сохраняющихся низких цен на сырьевых и продовольственных рынках, продолжают оказывать воздействие на мировой спрос. Однако, с другой стороны, вступление Ирана на мировой нефтяной рынок содержит существенный риск стремительного падения цен в краткосрочном отрезке и их сохранения на очень низком уровне в среднесрочном отрезке. Это, в свою очередь, может вызвать риски возникновения дефляционной среды на рынках прочих товаров. В подобной ситуации возникнут существенные проблемы в развивающихся странах - экономическая активность здесь снизится. Резкое замедление экономического роста Китая также может вызвать риски замедления мирового экономического роста и снижения мировых цен на сырьевых и продовольственных рынках. Риски углубления спада экономики России и задержки восстановления увеличатся, чему значительное содействие окажут также риски дальнейшего сохранения и ужесточения экономических санкций. В подобных условиях восстановление экономического роста России задержится до конца прогнозируемого горизонта. В то же время, повышение процентной ставки Федеральной резервной системой США в указанной ситуации несет в себе существенные риски оттока капитала из развивающихся стран и резкого роста волатильности курса денежных единиц.

Хотя в начале прогнозируемого горизонта риски, вытекающие из развитий мировой экономики и торговых партнеров РА, могут оказать неблагоприятное влияние на экономику РА, однако, в среднесрочном отрезке постепенное восстановление экономического роста торговых партнеров, стабилизация цен на сырьевых и продовольственных рынках, а также нейтрализация волатильности мировых финансовых рынков обеспечат свое положительное воздействие на экономические развития в РА.

Товарные рынки в прогнозируемом горизонте

Согласно июльскому докладу ОПЕК 2015 года по рынку нефти, в 2015 году ожидается рост спроса на нефть на 1,28 млн бар/сут, а потребление составит примерно 92,61 млн бар/сут. Прогнозируется также, что выработка нефти в странах, не являющихся членами ОПЕК, увеличится и составит 0,86 млн бар/сут, тогда как рост объемов выработок стран-членов ОПЕК составит в 2015 году 0,19 млн бар/сут. В то же время ожидается, что вступление Ирана на рынок нефтепродуктов вызовет дополнительное увеличение рыночного предложения. В этих условиях на протяжении всего прогнозируемого периода ожидается формирование низкого уровня цен на нефть.

Замедление темпов экономического роста и рост объемов производства в Китае в прогнозируемом горизонте обусловят медленный рост цен на рынках промышленных металлов. Согласно прогнозу Всемирного банка цены на металлы снизятся в 2015 году примерно на 17%.

Хотя цены на медь, в силу большого сезонного спроса, и выросли, однако в краткосрочном отрезке ожидается дефляция, связанная с избытком предложения на рынке.

Согласно июльскому прогнозу Департамента сельского хозяйства США, урожай зерновых в 2015/2016 маркетинговом году составит 722,0 млн тонн. Объемы мирового запаса зерна увеличатся в 2015/2016 маркетинговом году до 219,8 млн тонн в силу, в основном, роста запасов Китая. В указанных условиях в краткосрочном отрезке ожидается снижение мировых цен на зерно, связанное с масштабным предложением зерновых на рынке.

В 2015/2016 маркетинговом году объем мирового производства риса составит 480,3 млн тонн (по сравнению с предыдущим годом больше на 4,0 млн тонн). Согласно оценке министерства сельского хозяйства США, запасы риса в 2015/2016 маркетинговом году составят 90,5 млн тонн, снизившись на 0,9 млн тонн. Сокращение объемов производства риса будет обусловлено сокращением запасов Пакистана, Филиппин и США. Тем не менее, в краткосрочном отрезке ожидается снижение международных цен на рис, вследствие сокращения мирового спроса на рис.

В 2015 году международные цены на сахарный песок продолжают снижение в силу ожидаемого масштабного производства в Индии и Таиланде, а также ожидаемого высокого урожая сахарной свеклы в Бразилии – передовом производителе и экспортере сахарного песка, и укрепления доллара США.

В среднесрочном отрезке ожидается медленный рост цен на продовольственные товары, связанный с восстановлением мирового спроса.

2.2. Совокупное предложение и совокупный спрос**Совокупное предложение**

Прогнозы экономического роста 2015 года были пересмотрены в направлении небольшого повышения, вследствие, в основном, ослабления в первом квартале денежно-кредитных условий в условиях сохранения финансовой стабильности, осуществления более стимулирующей, чем предусматривалось, фискальной политики, и опередивших прогноз более положительных развитий в отрасли сельского хозяйства. В

В 2015 году ожидается 2,8 – 3,6% экономического роста.

результате в 2015 году ожидается **2,8 – 3,6%**³ **экономический рост**. С другой стороны, следует отметить, что сохраняются низкие темпы мирового экономического роста, слабый внутренний спрос экономики РА и низкие уровни международных цен на горнорудные металлы.

В условиях слабого внутреннего спроса, ожидаемому росту экономики в 2015 году, в основном, окажут содействие чистый экспорт, благодаря воздействию проведенных за последние годы структурных изменений, благоприятные развития в отрасли сельского хозяйства и ослабление драма РА к доллару США в конце 2014 года.

В 2016 году, восстановление по сравнению с предыдущим годом темпов роста денежных переводов из РФ, некоторое оживление экономики торговых партнеров РА, а также лаговое воздействие ослабления в 2015 году денежно-кредитных условий окажут содействие восстановлению внутреннего спроса. В этом случае экономический рост в 2016 году составит 2,5 – 3,4%⁴.

Экономический рост в 2016 году составит 2,5 – 3,4%, который ускорится с 2017 года и составит к концу прогнозируемого горизонта 3,5-4,5%.

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

Учитывая снижение долгосрочных равновесных уровней экономического роста⁶ в условиях увеличения неопределенностей, связанных с экономическими развитиями основных торговых партнеров РА, и вытекающее из этого ожидаемое замедление иностранных капитальных вложений, а также сохранение в экономике РА низкой инвестиционной активности, **долгосрочный равновесный уровень экономического роста РА был пересмотрен в направлении снижения: он составит 4,0-5,0%**.

Прогнозы на 2015 год для отрасли **промышленности** пересмотрены в направлении роста, вследствие, главным образом, корректировки темпа роста пищевой перерабатывающей промышленности в результате положительных развитий отрасли сельского хозяйства. В частности, в 2015 году в отрасли промышленности прогнозируется 4,0-4,5% рост добавленной стоимости. В 2015 эксплуатация рудника в Тегуте и нахождение новых рынков экспорта оказали существенное содействие росту в отрасли в первом полугодии, который продолжится и во второй половине года.

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

В отрасли **строительства** прогнозы добавленной стоимости были пересмотрены в направлении роста, основанием для которого явился несколько превысивший прогноз темп роста, отмеченный в первом квар-

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

⁴ См там же.

⁵ См там же.

⁶ Подробнее см. в разделе “2.1. Внешняя среда” главы “Прогнозы, изменение прогноза и риски”.

тале, а также ожидаемая во второй половине года более высокая общая экономическая активность. В условиях сохраняющейся низкой инвестиционной активности в неэкспортном секторе ожидается, что объемы строительства, осуществляемого за счет организаций, сократятся. Однако следует отметить, что в результате осуществления работ по предусматриваемому строительству дорог, ирригационной системы, систем подачи и удаления воды, строительных работ в рамках программы использования возобновляемых источников энергии и модернизации Ереванского метрополитена за счет средств государства, бюджетов общин и средств международных организаций, в 2015 году в сфере строительства в целом ожидается умеренный рост в пределах 1,0 – 1,5%.

В прогнозируемом горизонте в результате постепенного выравнивания создавшегося в отрасли строительства неравновесия между спросом и предложением, ожидается **стабилизация роста в пределах 1,5-2,5%**. Указанный рост будет обусловлен реализацией крупных строительных программ по улучшению инфраструктур, а также реализацией инвестиционных программ в частном секторе.

В сфере **услуг** прогнозы добавленной стоимости существенно не изменились, ожидается, что реальный рост добавленной стоимости сферы услуг составит в 2015 году 1,0 – 1,5%, что весьма ниже показателя среднего роста, отмеченного в последние годы в сфере. Замедление роста в сфере первым делом обусловлено сокращением объемов торговли из-за слабого внутреннего спроса в экономике, что, однако, способствует коррекции неопределенностей, имеющих в экономике, и дальнейшей стабилизации роста экономики. В условиях сокращения торговли и связанных с ней прочих сфер услуг, прогнозируемому в 2015 году умеренному росту сферы в целом существенное содействие окажет наблюдаемая активность в сфере туризма.

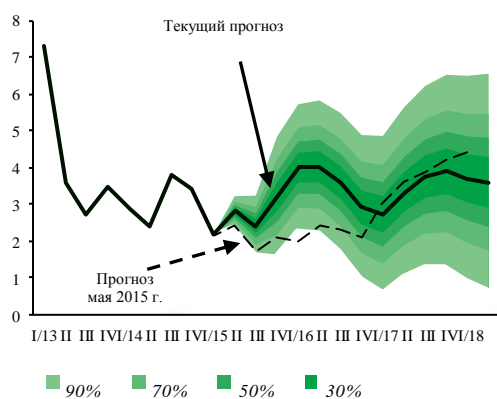
В прогнозируемом горизонте в условиях постепенно восстановления внутреннего спроса и предполагаемого роста туризма ожидается ускорение роста услуг **и стабилизация в пределах 4,0-5,0%**.

В отрасли **сельского хозяйства** прогноз добавленной стоимости был пересмотрен в направлении роста по сравнению с предыдущими прогнозами. Основанием для пересмотра послужил более высокий, чем ожидалось, рост в отрасли в силу отмеченного за последние годы роста растениеводства, который, по всей вероятности, сохранится и во втором полугодии. В результате реальный рост добавленной стоимости в 2015 году ожидается в пределах 10,5-11,5%.

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

В прогнозируемом горизонте риски экономического роста будут двухсторонние и равносторонние, что обусловлено, как дальнейшим ходом развития мировой экономики и экономическими последствиями процесса региональной интеграции, так и сохранением неопределенностей по части реализации частных расходов.

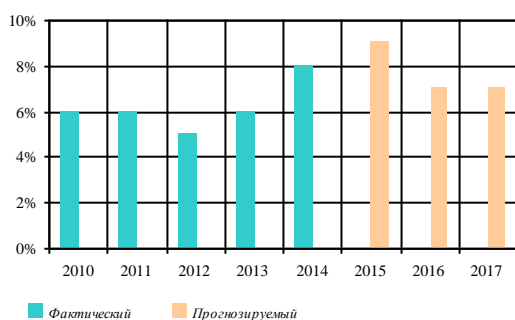
Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозируемом горизонте



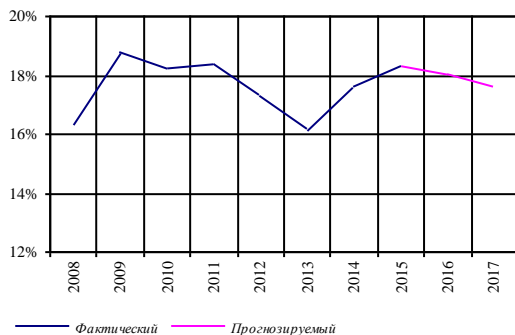
<i>Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП</i>				
Период	диапазон 90% вероятности		диапазон 30% вероятности	
	Мин.	Макс.	Мин.	Макс.
2015 январь-декабрь / 2014 январь-декабрь	2.8%	3.6%	1.6%	4.8%
2016 январь-декабрь / 2015 январь-декабрь	2.5%	3.4%	0.9%	4.9%
2017 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	3.5%	4.5%	1.3%	6.5%

В 2015 году ожидается рост средней номинальной заработной платы на 9,4%, в 2016 году – 7,1%, а в 2017 году – на 7,0%.

Рост средней заработной платы в годовом выражении



Уровень безработицы



В 2015 году средний уровень безработицы составит 18,3%, а в 2016-2017 годах будет наблюдаться устойчивая тенденция снижения уровня безработицы.

Рынок труда⁷. Прогнозы показателей рынка труда на 2015-2017 годы по сравнению с предыдущим улучшились, вследствие пересмотра прогнозов экономического роста. В частности, в прогнозируемом горизонте, по сравнению с предыдущими прогнозами, ожидаются более высокие темпы роста средней заработной платы. В 2015 году ожидается рост **средней номинальной заработной платы на 9,4%, в 2016 году – 7,1%, а в 2017 году – на 7,0%.**

Во втором полугодии 2015 года нейтрализуется воздействие повышения в июле 2014 года заработных плат работников государственного сектора. В результате ожидается, что во втором полугодии темпы роста заработной платы работников государственного сектора замедлятся по сравнению с первым полугодием, однако повысятся на величину среднего темпа роста, отмеченного за последние годы в сфере. Отметим также, что с 1-го июля 2015 года будет поднят порог минимальной заработной платы – до 55000 драмов. В результате в 2015 году ожидается примерно 9,4% рост средней заработной платы.

В условиях ожидаемого экономического роста, стабилизации инфляции, а также сохранения политики Правительства по повышению уровня минимальной заработной платы, средние номинальные заработные платы повысятся в 2016-2017 годах примерно на 7,0% в год.

Несмотря на ускорение экономической активности, из-за наблюдаемого роста производительности прогноз по безработице в 2015 году не претерпел существенного изменения по сравнению с предыдущим прогнозом. **В 2015 году средний уровень безработицы составит 18,3%.** Вследствие ускорения экономического роста в 2016-2017 годах будет наблюдаться устойчивая тенденция снижения уровня безработицы. До второго квартала 2017 года уровень безработицы будет выше своего равновесного уровня, отразив небольшой отрицательный разрыв ВВП и созданные им слабые инфляционные давления в вышеуказанном периоде. В конце прогнозируемого горизонта безработица приблизится к своему равновесному уровню.

В 2015 году ожидаемый рост производительности соответствует ожидаемому росту заработных плат, в результате в прогнозируемом горизонте воздействие рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

Совокупный спрос⁸

Вследствие продолжающейся с начала года тенденции сокращения денежных переводов из РФ – основного торгового партнера РА, и

⁷ Данные по рынку труда за второй квартал 2015 г. являются оценками ЦБ РА, основанными на фактических показателях первого квартала 2015 года и апреля-мая 2015 года. Показатели роста даны по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

⁸ Показатели реального роста потребления и вложений частного сектора на 2015-2017гг являются оценками ЦБ РА. Фактические величины указанных показателей представлены на основании опубликованных НСС РА данных первого квартала 2015 года. Оценки реального роста даны по отношению к тому же кварталу предыдущего года, если иное не указывается.

сохранения слабой инвестиционной активности в экономике, прогнозируется, что в 2015 году в экономике РА расходы частного сектора сократятся на 2,1%. В 2015 году ожидается меньшее, по сравнению с предыдущими прогнозами, снижение частных расходов, обусловленное прогнозируемой в течение года расширяющей фискальной политикой и более высокой, чем прогнозировалось ранее, экономической активностью.

Кроме этого, ужесточение в конце 2014 года монетарной политики, направленное на обеспечение стабильности цен и финансовой стабильности, сменилось в первом полугодии 2015 года значительным ослаблением денежно-кредитных условий, что позволит смягчить ожидаемое в 2015 году сокращение уровня частных расходов.

В 2016-2017 гг. частные расходы постепенно восстановятся, проявив умеренные темпы роста. В указанный период негативное воздействие частных расходов на рост экономики смягчится вследствие сохранения воздействия осуществляемой в 2015 году расширяющей фискальной политики и положительного содействия чистого экспорта.

Несмотря на то, что вышеуказанная динамика расходов негативно отразится на экономическом росте, тем не менее, в дальнейшем, частные расходы окажут содействие формированию долгосрочного равновесия и стабильности в экономике.

Вследствие ощутимого уменьшения денежных переводов из РФ и ослабления темпов роста кредитования экономики, в 2015 году расходы домохозяйств на конечное потребление сократятся на 1,6% в реальном выражении.

Имеющаяся и ожидаемая слабая инвестиционная активность в экономике приведет в 2015 году к сокращению частных вложений примерно на 4,0%.

Вследствие ощутимого уменьшения денежных переводов из РФ и ослабления темпов роста кредитования экономики, в 2015 году расходы домохозяйств на конечное потребление в реальном выражении сократятся на 1,6%. Снижение частного потребления будет меньше предыдущих прогнозов, в силу ожидаемой в 2015 году более высокой экономической активности, стимулов со стороны фискальной и денежно-кредитной политик.

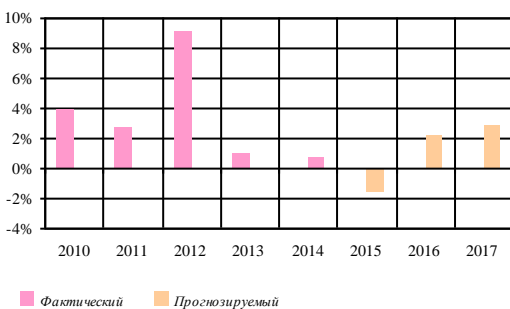
Указанные выше факторы, а также имеющаяся и ожидаемая слабая инвестиционная активность в экономике вызовут в 2015 году сокращение частных вложений примерно на 4,0%, что значительно ниже предыдущих прогнозов.

Ожидаемое в 2015 году сокращение частных вложений будет обусловлено сокращением вложений в строительство и иные предприятия, действующие в неэкспортных отраслях экономики, которое превысит ожидаемый рост вложений в экспортном секторе экономики. Ожидаемый рост вложений в экспортном секторе обусловлен относительным ростом доходности в сфере по сравнению с неэкспортным сектором в результате ослабления курса драма РА в конце 2014 года.

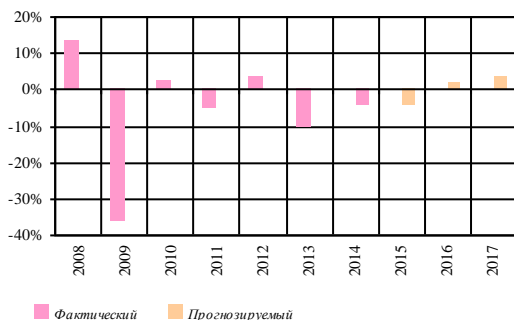
Расширяющая фискальная политика в 2015 году, ощутимое ослабление денежно-кредитных условий в первом полугодии смягчат спад частного потребления и частных вложений в 2015 году и окажут содействие их росту в 2016-2017 годах. Этому процессу окажет частичное содействие также улучшение внешней экономической среды, в частности, восстановление экономики РФ. В результате ожидается, что в 2016 и 2017 годах частное потребление увеличится, соответственно, на 2,0-2,5% и 2,5-3,0%.

В 2016-2017 годах ожидается рост частных вложений на 1,5-2,5% и 3,0-4,0% соответственно. Умеренный рост вложений ожидается за счет увеличения ожидаемых вложений в экспортном секторе экономики и непрерывности проведения структурных реформ в экономике РА. В указанных условиях в неэкспортном секторе экономики в 2016-2017 гг. ожидается медленное восстановление инвестиционной активности, однако рост будет ниже прогноза роста в экспортном секторе.

Рост частного потребления в годовом выражении



Рост частных вложений в годовом выражении



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

Планируемое осуществление во внутренней экономике расширяющей фискальной политики, постепенное ослабление монетарной политики, а также ускорение экономического роста основных торговых партнеров РА постепенно уменьшат отрицательный разрыв частных затрат и в прогнозируемом горизонте нейтрализуют указанное неравновесие.

В период с первого квартала 2015 года до второго квартала 2016 года **частные затраты окажут на инфляцию в среднем сдерживающее воздействие на 1,6-1,8 пп.** Со второго полугодия 2016 года до конца прогнозируемого периода частные затраты не окажут существенного воздействия на инфляцию.

Реальный рост экспорта товаров и услуг в 2015 году прогнозируется в пределах 15,0 – 17,0%.

Реальное снижение импорта товаров и услуг в 2015 году несколько замедлится и окажется в пределах 3,0 – 5,0%.

Прогноз чистого снижения долларовой стоимости денежных переводов физических лиц составит в 2015 году примерно 25,0%.

Текущий счет

Учитывая пересмотренные со стороны Национальной статистической службы РА показатели по внешней торговле РА за январь-июль 2015 года, прогнозы экспорта и импорта были пересмотрены. В первом полугодии 2015 года был отмечен высокий реальный рост экспорта по сравнению с реальным спадом импорта. Прогноз реального роста экспорта товаров и услуг, учитывая беспрецедентно высокие темпы роста в первом полугодии и положительные развития в экспортном секторе, составит в 2015 году 15,0 – 17,0%. Росту, главным образом, окажут содействие горнодобывающая промышленность - эксплуатацией тегутского рудника, сельское хозяйство – высоким ростом в отрасли и новыми возможностями экспорта сельхозпродукции. В 2015 году реальное снижение импорта товаров и услуг существенно замедлится и будет в пределах 3,0 – 5,0% в условиях ускорения роста ВВП. Вместе с этим, в 2015 году, вследствие перенасыщенности рынка в предыдущие годы, ожидается определенное сокращение импорта автомобилей. В условиях указанных развитий, несмотря на прогноз некоторого ухудшения условий торговли, корректировки дефицита торгового баланса будут значительными, что окажет содействие существенному снижению дефицита текущего счета.

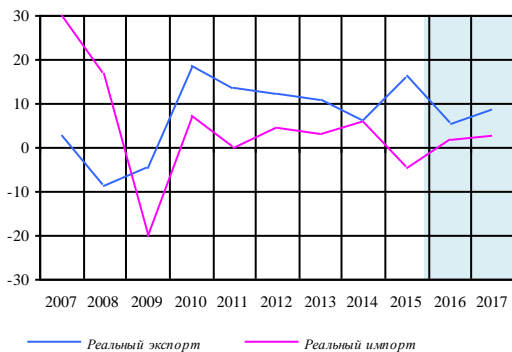
Хотя во втором квартале 2015 года денежные переводы физических лиц снизились медленнее, чем предусматривалось, тем не менее, ухудшающиеся развития экономики РФ не позволили пересмотреть прогнозы. Прогноз чистого снижения долларовой стоимости денежных переводов физических лиц составит в 2015 году примерно 25,0%.

В результате вышеуказанных корректировок показатель “дефицит текущего счета/ ВВП” снизится с 7,3%⁹ прогноза 2014 года и в 2015 году составит 4,0-5,0%. Примечательно, что процесс улучшения текущего счета в условиях негативных развитий частных трансфертов будет обеспечен, в основном, за счет улучшения торгового баланса.

Учитывая ускорение корректировок текущего счета в силу, в основном, расширения экспортного сектора РА и восстановления трансфертов, процесс улучшения позиции текущего счета в среднесрочном отрез-

⁹ Показатели “текущий счет/ВВП” предыдущих лет пересмотрены вследствие официальных пересмотров показателей экспорта и импорта услуг текущего счета, а также номинального ВВП.

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



Импульс налогово-бюджетной политики в 2015 году будет расширяющим и составит – 2,0-2,5.

ке продолжится и показатель “дефицит текущего счета/ ВВП” будет находиться в пределах 3,0 – 4,0%.

Воздействие чистого внешнего спроса будет дефляционным на 0,1-0,2 пп, что главным образом обусловлено отрицательными разрывами ВВП торговых партнеров, особенно РФ. С другой стороны, высокий рост экспорта носит трендовый характер благодаря эксплуатации тегутского рудника в горнодобывающей промышленности, а также формирования новых возможностей экспортирования сельхозпродукции.

Оценка *воздействия налогово-бюджетной политики* на целостный спрос в 2015 году была проведена на базе показателей закона РА “О государственном бюджете РА 2015 года”, согласно которому ожидается неизменность показателя “налоги/ВВП” и рост показателя “расходы/ВВП” по отношению к предварительным показателям 2014 года, в основном, как за счет текущих, так и капитальных расходов. В результате соотношение “дефицит/ВВП” в 2015 году будет 3,7%, что выше предусмотренного законом показателя (2,34%).

В 2015 году, по сравнению с 2014 годом, на целостный спрос ожидается нейтральное воздействие доходов и расширяющее воздействие расходов. Причем, расширяющее воздействие во второй половине года будет меньше, чем в первом полугодии, в результате оценка расширяющего воздействия налогово-бюджетной политики на совокупный спрос для 2015 года останется прежней – 2,0-2,5. Примечательно, что развития внутренней экономики во втором полугодии будут главным образом обусловлены как лаговой передачей отмеченного в первом квартале более расширяющего, чем ожидалось, воздействия налогово-бюджетной политики, так и ходом исполнения государственного бюджета во втором полугодии.

Оценка среднесрочного воздействия налогово-бюджетной политики					
% в ВВП	2014 ¹⁰	2015	2016	2017	2018
Доходы государственного бюджета	22.8	24.3	24.6	24.7	24.8
Расходы государственного бюджета	24.7	28.0	27.4	26.7	26.5
Процентные платежи по долгу	1.3	1.5	1.9	1.9	1.9
Баланс государственного бюджета	-1.9	-3.7	-2.8	-2.0	-1.7
Первичный бюджет*	-0.7	-2.2	-0.9	-0.1	0.1
Единовременные/временные потоки**	-0.6	0.2	-0.7	-0.7	-0.6
Скорректированный баланс***	-0.1	-2.5	-0.1	0.6	0.7
Циклический баланс****	0.2	-0.2	-0.6	-0.2	-0.1
Циклический скорректированный первичный баланс (структурный баланс)	-0.2	-2.2	0.5	0.8	0.8
Налогово-кредитная позиция*****		2.0	-2.7	-0.3	0.0

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

В прогнозируемом горизонте прогнозы **налогово-кредитной политики** основаны на прогнозах макроэкономических показателей “Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2016-2018 гг.”.

¹⁰ Показатели государственного бюджета 2014 года представлены без учета внебюджетных средств.

В среднесрочном отрезке фискальная политика ориентирована на постепенное сокращение дефицита в целях формирования стабильной макроэкономической и долговой среды. Воздействие налогово-бюджетной политики будет в 2016 году сдерживающим, в 2017-2018 годах - нейтральным, а в среднесрочном отрезке - в целом *неинфляционным*.

Таким образом, в период со второго полугодия 2015 года до первого полугодия 2016 года целостное воздействие налогово-бюджетного сектора, частного спроса и рынка труда на внутренние цены будет дефляционным – в среднем 0,3-0,4 пп, вследствие преобладающего дефляционного воздействия частных затрат. Учитывая также дефляционное воздействие чистого внешнего спроса в 0,1-0,2 пп, можно утверждать, что развития совокупного общего спроса и рынка труда создадут в вышеуказанном периоде дефляционные давления на потребительском рынке в среднем на 0,4-0,6 пп.

Со второй половины 2016 года до конца прогнозируемого горизонта воздействие совокупного общего спроса и рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

Со второй половины 2016 года до конца прогнозируемого горизонта воздействие совокупного общего спроса и рынка труда на инфляцию будет нейтральным.

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

Во втором квартале 2015 года во внешнем секторе была отмечена тенденция более медленного, чем ожидалось, роста мировой экономики, в результате, учитывая факторы увеличения предложения, а также укрепление доллара США, *на международных рынках продовольственных товаров сохранились дефляционные тенденции предыдущего квартала*. В то же время, *на рынках сырьевых товаров был отмечен рост цен*, обусловленный информацией о сокращении запасов нефти США, большим сезонным спросом и ожиданиями сокращения предложения на рынке.

В прогнозируемом горизонте *продолжатся медленные темпы роста мировой экономики*, причем в развивающихся странах проявятся тенденции улучшения экономического роста, а в развитых странах будет отмечено замедление темпов экономического роста. Следует отметить, что в условиях геополитических и внутриэкономических развитий прогноз экономического роста России был пересмотрен в направлении снижения. В частности, в 2015 году ожидается 3,2% экономический спад (вместо 2,2%), который продолжится до конца 2016 года, постепенно приближаясь к 1,3% в прогнозируемом горизонте. В то же время, *неопределенности и риски* относительно дальнейшего хода мировой экономики *стали в настоящее время наиболее существенными*. С одной стороны, они обусловлены оттоком капитала в США из развивающихся стран вследствие ожидания повышения со стороны Федеральной резервной системы США процентных ставок, что повышает инвестиционные риски в развивающихся странах, замедляет темпы экономического роста и увеличивает волатильность валют. С другой стороны, имеются значительные риски, связанные с дальнейшими развитиями экономики России (непрерывное падение цен на нефть и сохранением цен на низком уровне в прогнозируемом горизонте, дальнейшее ослабление рубля РФ по отношению к доллару США, а также продление и

ужесточение экономических санкций). Резкое замедление экономического роста Китая также может вызвать риски замедления мирового экономического роста и падения международных цен на сырьевые и продовольственные товары. И наконец, появление на рынке иранской нефти содержит серьезный риск обвала цен в краткосрочном периоде и их сохранения на очень низком уровне в среднесрочном периоде.

В условиях медленного роста мировой экономики и излишка предложения на некоторых рынках товаров в краткосрочном отрезке во внешнем секторе сохранится дефляционная среда, а в прогнозируемом горизонте ожидается тенденция стабильного медленного роста, обусловленная постепенным восстановлением мирового спроса.

Во втором квартале 2015 года темпы экономического роста РА были выше прогноза, что обусловлено опережающими прогноз положительными развитиями сельского хозяйства и, частично, промышленности. В результате оценивается, что в первом полугодии 2015 года экономический рост будет находиться **в пределах 2,7-2,9%**, в основном за счет сельского хозяйства и промышленности.

Во втором квартале 2015 года, в условиях ослабления российского рубля по отношению к доллару США, высокие темпы снижения **долларовой стоимости чистого притока частных трансфертов и заработных плат трудовых мигрантов** были значительно ниже прогнозов, оказав содействие сокращению сформировавшегося в течение предыдущего квартала глубокого отрицательного разрыва по части частных трансфертов. Тем не менее, в условиях все еще низкого темпа роста объемов кредитования и сохраняющейся слабой активности в строительстве, в течение квартала внутренний спрос был слабее прогноза, что выразилось как в сокращении расходов на частное потребление, так и в сохраняющейся слабой инвестиционной среде. Ослабление внутреннего спроса было некоторым образом смягчено более стимулирующей, чем прогнозировалось для квартала, фискальной политикой и ощутимым ослаблением со стороны ЦБ денежно-кредитных условий. Вместе с этим, в течение квартала были отмечены более высокие, чем ожидалось, темпы роста внешнего спроса, что на фоне снижения реальных объемов импорта выразилось в опередившем прогноз высоком росте реальных объемов экспорта.

В результате вышеперечисленных развитий во втором квартале 2015 года **разрыв ВВП, по сравнению с предыдущим кварталом, был менее отрицательным**. В результате **показатель 12-месячной инфляции** сформировался на уровне несколько выше, чем ожидалось, составив к концу июня **5,5%**. В то же время следует отметить, что наблюдаемое в конце года лаговое воздействие ослабления курса драма полностью угасло, и в течение второго квартала наблюдалось снижение цен почти на все импортированные продовольственные товары. Кроме этого, вхождение с 1-го января 2015 года в состав ЕАЭС соответствовало в первом полугодии прогнозам ЦБ, оказав небольшое инфляционное воздействие¹¹, однако сопряженных с этим инфляционных рисков в будущем не ожидается.

В результате проведенных ЦБ с начала 2015 года мер, ситуация, сложившаяся к концу предыдущего года на финансовом и торговом рынках РА, во втором квартале стабилизировалась: восстановилась роль ставки рефинансирования как ставки-ориентира на рынке и сократилась сформировавшаяся разница между ставкой политики ЦБ и краткосрочными рыночными ставками. В течение квартала ЦБ сохранил ставку рефинансирования на уровне 10,5%, что должно оказать содействие стабилизации в 2016 году инфляции вокруг целевого показателя.

Показатель 12-месячной инфляции сформировался на уровне несколько выше, чем ожидалось, составив к концу июня 5,5%.

¹¹ См. "Обзор инфляции, 4-й квартал 2014 года", стр. 27-28.

Прогноз экономического роста в 2015 году составил 2,8-3,6%, за счет, в основном, сферы сельского хозяйства и промышленности.

Что касается макроэкономических показателей ЦБ, отметим, что прогнозы экономического роста 2015 года пересмотрены в направлении роста, вследствие значительного ослабления Центральным банком денежно-кредитных условий в первом полугодии, проведения более стимулирующей налогово-бюджетной политики, а также положительных развитий сельского хозяйства и промышленности. Вместе с этим, несмотря на более положительные, чем ожидалось, развития в первом полугодии, прогнозы долларовой стоимости частных трансфертов остались те же, учитывая еще больший спад экономики России. В результате, **прогноз экономического роста в 2015 году составил 2,8-3,6%**, за счет, в основном, сферы сельского хозяйства и промышленности. Под воздействием вышеуказанных факторов в 2015 году ожидается меньший спад частных затрат и сохранение слабой инвестиционной активности, что в сочетании с лаговыми воздействиями более стимулирующей фискальной политики, проведенной в первом полугодии, и существенным улучшением внешнего спроса, приведет к формированию небольшого положительного разрыва ВВП.

В 2016 году темпы экономического роста сохранятся на уровне предыдущего года, обусловленные проведением наиболее сдерживающей фискальной политики вместо расширяющей в 2015 году, а в прогнозируемом горизонте ускорятся, что связано с постепенным восстановлением внутреннего спроса, осуществлением ряда программ Правительства в экспортном секторе, и постепенным улучшением внешней экономической среды. В результате вышеуказанных развитий в первом полугодии 2016 года разрыв ВВП сформируется в отрицательной области, что однако, в сочетании с ожидаемым постепенным восстановлением частных затрат и положительным содействием чистого экспорта обнулится в прогнозируемом горизонте. В этом случае ожидается, **что экономический рост к концу прогнозируемого горизонта окажется в пределах 3,5-4,5%**, содействие которому окажет, главным образом, экспортный сектор экономики. Тем не менее, следует отметить, что в прогнозируемом горизонте прогнозы экономического роста зависят, главным образом, от объема, направлений и эффективности осуществляемых программ Правительства, а также развитий внешнего сектора.

В инфляционных развитиях 2015 года ожидается, что несмотря на отмеченные высокие темпы роста экспорта сельхозпродукции и тенденции их сохранения в будущем, в результате положительных развитий отрасли сельского хозяйства сформируются низкие, в годовом выражении, уровни цен на сельхозпродукцию. Создавшаяся низкая инфляционная среда будет частично нейтрализована ослаблением со стороны Центрального банка денежно-кредитных условий в первом полугодии и более стимулирующей фискальной политикой. Вместе с этим, в настоящее время еще не рассматривается ожидаемое ранее инфляционное воздействие повышения с 1-го августа тарифов на электроэнергию, однако в случае наличия четкой информации о принципах применяемого со стороны Правительства механизма субсидирования и консультаций и сведений о результатах аудиторской проверки ЗАО “Электрические сети Армении”, в последующих публикациях будут изложены оценки ЦБ относительно инфляционного воздействия этого изменения.

В прогнозах инфляции было учтено также инфляционное воздействие возможных изменений акцизного налога в 2016 году. С учетом этих развитий ЦБ считает, что во втором полугодии 12-месячная инфляция снизится и установится у нижней границы допустимого диапазона колебаний. В прогнозируемом горизонте инфляция будет колебаться вокруг целевого показателя и к концу прогнозируемого горизонта стабилизируется на этом уровне.

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



Таким образом, **ЦБ считает, что ослабление в третьем квартале 2015 года денежно-кредитных условий**, вместе с проводимыми с начала года смягчением денежно-кредитных условий и стимулирующей фискальной политикой приведет к расширению совокупного спроса и стабилизации инфляции в прогнозируемом горизонте вокруг целевого показателя. Вместе с этим, все еще сохраняются риски, поступающие из внешней и внутренней экономик, в случае реализации которых возможно расширение инфляционной среды и соответствующая корректировка со стороны ЦБ направлений денежно-кредитной политики, в целях обеспечения целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке.

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. 2015	0.0%	3.6%	96.1%	0.3%	0.0%
IV кв.	2.8%	25.4%	67.9%	3.7%	0.2%
I кв. 2016	1.7%	16.2%	71.0%	9.7%	1.3%
II кв.	2.3%	15.8%	66.7%	12.4%	2.6%
III кв.	0.3%	4.1%	56.3%	27.4%	11.0%
IV кв.	3.6%	15.4%	63.3%	14.2%	3.3%
I кв. 2017	10.2%	25.3%	56.5%	6.9%	1.1%
II кв.	7.1%	20.7%	60.2%	10.0%	1.9%
III кв.	4.7%	16.2%	61.3%	14.1%	3.5%
IV кв.	5.2%	16.4%	60.0%	14.4%	3.9%
I кв. 2018	4.7%	15.4%	59.8%	15.4%	4.4%
II кв.	4.8%	15.5%	59.5%	15.5%	4.5%

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

Риски, вытекающие из внутренней экономики, обусловлены, в основном, развитиями в отрасли сельского хозяйства, зависящими от природно-климатических условий, неопределенностью воздействия повышения тарифов на электроэнергию, ходом восстановления внутреннего спроса, а также осуществляемыми стимулирующими программами Правительства. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.

В прогнозируемом горизонте сохранится замедление темпов роста кредитования. Как уже отмечалось в предыдущем квартальном выпуске денежно-кредитной политики, снижение темпа роста кредитования будет в некоторой мере возмещено кредитованием по совместным программам ЦБ РА и Правительства, кредитованием по некоторым програм-

мам международных финансовых организаций (ВБ, АБР, KfW, ЕИБ) с участием ЦБ, а также кредитованием со сравнительно низкими процентными ставками по различным социальным программам (“Жилье молодым”, “Национальный ипотечный фонд”).

В долгосрочном периоде Центральный банк, путем сохранения процентных ставок на целевом уровне, а также изменения принципов применения механизма обязательного резервирования и проведения иных макропруденциальных мероприятий, будет гибко реагировать на изменения спроса на ликвидность, руководствуясь задачей сохранения стабильности цен.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ВТОРОГО КВАРТАЛА 2015 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Фактическая инфляция и достижение целевого уровня инфляции

Во втором квартале 2015 года была отмечена 2,3% дефляция, в результате 12-месячная инфляция составила к концу июня 5,5%.

Во 2-м квартале 2015 г. инфляционная среда значительно смягчилась



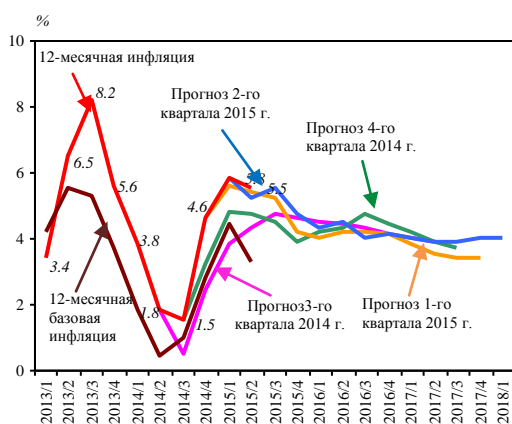
Во втором квартале 2015 года была отмечена 2,3% дефляция (в том же периоде предыдущего года – 2,1%), обусловленная, главным образом, 5,1% дефляцией продовольственных товаров (общее содействие инфляции – 2,5 пп). Цены на непродовольственные товары и тарифы на услуги повысились на 0,5% и 0,3% соответственно, а их общее содействие инфляции составило 0,2 пп. В результате 12-месячная инфляция, в силу, в основном, опередившего прогнозы повышения цен на товары групп “Фрукты”, оказалась выше прогнозируемого уровня и, приблизившись в конце июня к верхней границе диапазона допустимых колебаний, составила 5,5%.

Вследствие снижения мировых цен на внешнем рынке продовольствия, а также высоких темпов роста сельского хозяйства во внутренней экономике, в течение квартала в структуре продовольственных товаров была отмечена дефляция почти во всех группах: “Овощи и картофель”, “Яйца”, “Животные и растительные масла и жиры”, “Хлеб”, “Молочные продукты”, “Мясные продукты”, “Сахарный песок”, за исключением товаров групп “Фрукты” и “Кондитерские изделия”, где наблюдался рост цен на 21,7% и 2,0% соответственно.

Наименование	Инфляция по товарам, оказавшим основное содействие					
	март 2015 г. (в годовом выражении)		июнь 2015 г. (в годовом выражении)		2-е полугодие 2015 г.	
	Рост (%)	Содействие	Рост (%)	Содействие	Рост (%)	Содействие
ИПЦ	5.8		5.5		-2.3	
Продовольственные товары	6.8	3.3	5.2	2.5	-5.1	-2.5
хлеб	8.1	0.8	6.2	0.6	-0.7	-0.1
молочные продукты	10.8	0.5	4.3	0.2	-3.6	-0.2
мясные продукты	7.6	0.7	4.1	0.4	-1.9	-0.2
фрукты	21.9	0.7	21.1	0.7	21.7	0.7
овощи и картофель	-3.2	-0.2	-6.9	-0.4	-40.8	-2.3
растительное масло и животный жир	2.7	0.1	-0.9	-0.02	-3.6	-0.1
яйца	2.9	0.05	4.1	0.06	-15.8	-0.2
сахарный песок	7.7	0.1	3.3	0.03	-5.7	-0.04
кондитерские изделия	16.8	0.2	18.2	0.2	2.0	0.03
Непродовольственные товары	5.8	1.2	7.0	1.4	0.5	0.1
Услуги	3.7	1.1	4.1	1.2	0.3	0.1

Рост цен на непродовольственные товары был обусловлен, главным образом, ростом цен на товары групп “Обувь” и “Медикаменты” на 5,6% и 2,7% соответственно. В группе услуг повысились в основном тарифы

Согласно предыдущим прогнозам ЦБ, до начала 2016 г. 12-месячная инфляция будет колебаться у верхней границы допустимого диапазона, затем, в оставшемся отрезке прогнозируемого горизонта, установится вокруг 4%-го целевого показателя



на медицинское обслуживание и междугородний транспорт на 2,8% и 2,1% соответственно. В то же время, тарифы на услуги по организации отдыха снизились на 13,0%.

Во втором квартале **базовая инфляция снизилась на 0,9%**, в результате показатель 12-месячной инфляции снизился на 1,1 пп и составил к концу июня **3,3%**.

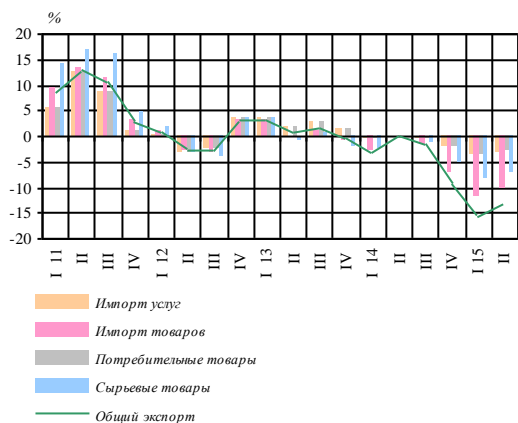
Для краткосрочного одногодичного периода предыдущего года, охватывающего период **с третьего квартала 2014 года до третьего квартала 2015 года**, ЦБ прогнозировал определенное расширение инфляционной среды, обусловленное **повышением заработной платы в государственном секторе** со второй половины 2014 года, **повышением тарифов на электроэнергию** с августа 2014 года и **введения акцизных марок** на некоторые товары в четвертом квартале 2014 года. Однако, поскольку все еще ожидался низкий уровень инфляции, которая должна была находиться у нижней границы допустимого диапазона колебаний, а из внешних и внутренних секторов экономики инфляционных давлений не ожидалось, **в третьем квартале 2014 года ЦБ предусматривал продолжить ослабление денежно-кредитных условий**, содействуя стабилизации инфляции в прогнозируемом горизонте вокруг своего целевого уровня.

В результате фактических развитий, как и ожидалось, **во втором полугодии 2014 года** наблюдалось постепенное расширение инфляционной среды, которое в какой-то мере превысило ожидания в силу углубления к концу года в мире, и особенно, в регионе, геополитических проблем. В указанном периоде, **в целом, была отмечена 5,6% инфляция**, вместо **2,8%** инфляции того же периода предыдущего года, в результате 12-месячная инфляция выросла и составила к концу 2014 года **4,6%**. Причем, преобладающая часть роста - примерно 2,0 пп, произошла в декабре, когда в условиях существенного сокращения инвалютных переводов из заграницы и торгового партнера РА России на валютном рынке РА было отмечено резкое ослабление драма. Ослабление незамедлительно отразилось на товарном рынке, расширив инфляционную среду и сформировав инфляционные ожидания.

Во втором полугодии 2014 года, учитывая сохранение низкой инфляционной среды и ожидания в среднесрочном отрезке неинфляционных воздействий из внешнего сектора и экономики РА, ЦБ РА продолжил постепенное ослабление денежно-кредитных условий. **В августе 2014 года** ЦБ снизил процентную ставку рефинансирования на 0,25 пп, установив ее на уровне **6,75%**, который сохранился до конца ноября.

На напряженную ситуацию, сложившуюся с конца ноября, ЦБ РА отреагировал решительными действиями, в частности, в конце ноября была повышена **ставка ломбардного репо с 8,25% до 21,0%**, затем с середины декабря была увеличена **норма обязательного резервирования по инвалютным средствам с 12,0% до 24,0%**. На ужесточение Центральным банком условий финансового рынка краткосрочные драмовые процентные ставки отреагировали резким повышением, сформировавшись вокруг процентной ставки ломбардного репо Центрального банка. В результате **процентная ставка ломбардного репо стала играть роль ориентира на финансовом рынке**. В то же время, в целях смягчения будущих инфляционных давлений и закрепления инфляционных ожиданий вокруг целевого показателя, в конце декабря ЦБ повысил процентную ставку рефинансирования на 1,75 пп. В результате указанных мер в краткосрочном отрезке на валютном и товарном рынках наблюдалась тенденция некоторой стабилизации, на что ЦБ ответил снижением в конце декабря как **норматива обязательного резервирования по инвалютным средствам, так и процентной ставки ломбардного репо: соответственно с 24% до 20% и с 21% до 20%**.

В 2-м квартале 2015 г. темпы снижения долларовой стоимости товаров и услуг замедлились (в годовом выражении, %)



промежуточного потребления в годовом выражении. Среди сырьевых товаров во втором квартале повысились цены на нефть, что однако все еще ниже уровня того же квартала предыдущего года.

Снижение долларовых цен на потребительские товары было обусловлено, в основном, снижением в годовом выражении долларовых цен стран Евросоюза, России и Турции. В результате потребительские товары оказали инфляции отрицательное содействие на 2,8 пп.

Цены производителей¹². В первом полугодии 2015 года во всех отраслях экономики был отмечен рост индекса цен, за исключением отрасли сельского хозяйства, в результате в январе-июне рост дефлятора ВВП, согласно оценкам ЦБ РА, составил порядка 3,0% в годовом выражении.

Рост цен в **отрасли промышленности** в первом полугодии составил 2,3% в годовом выражении, в силу, главным образом, роста цен в отрасли перерабатывающей промышленности на 4,8% и производстве и распределении электроэнергии и газа на 6,0%. В то же время, в горнодобывающей отрасли была отмечена 10,4% дефляция, обусловленная снижением мировых цен на продукцию в этой сфере.

В течение полугодия в **сельском хозяйстве** было отмечено снижение цен на 27,5% в годовом выражении¹³, обусловленное снижением цен в растениеводстве на 61,6%. В том же периоде цены в животноводстве немного снизились – на 0,3% в годовом выражении.

Причем, дефляция в животноводстве главным образом была обусловлена снижением цен на фрукты и ягоды - на 78,9%, на картофель, огородно-бахчевые культуры - на 3,0% и на зерновые культуры - на 8,8%.

В первом полугодии в **строительстве** был отмечен рост цен на 7,0% в годовом выражении, обусловленный ростом затрат в сфере строительно-монтажных работ - на 5,8%, оборудование (материалы) – 4,0% и иных расходов - на 16,5%. Причем отмеченная инфляция по части иных расходов была результатом, в основном, высокого роста заработных плат.

Рост цен по части **грузоперевозок** в первом полугодии составил 2,3% в годовом выражении, обусловленный ростом тарифов на *железнодорожный (12,2%)* и *автомобильный транспорт (1,2%)*. Причем, высокий рост тарифов на железнодорожный транспорт явился следствием удорожания тарифов на энергоносители с 1-го августа 2014 года.

3.1.3. Инфляционные ожидания и процентные ставки

По результатам опроса, проведенного ЦБ РА во втором квартале 2015 года по некоторым макроэкономическим показателям среди организаций финансового сектора и домашних хозяйств, инфляционные ожидания в финансовой системе в одногодичном горизонте остались почти без изменений. В частности, инфляционные ожидания банков в одногодичном горизонте сформировались в среднем вокруг уровня 4,7% 12-месячной инфляции (согласно предыдущему опросу – 4,8%), инфляционные ожидания кредитных организаций составили в среднем 5,8% (согласно предыдущему опросу – 6,0%), а ожидания домохозяйств в одногодичном горизонте составили в среднем 4,0% 12-месячной инфляции.

¹² Изменение индексов цен в январе-июне 2015 года дано по отношению к тому же периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹³ Представлены цены производителя на реализацию сельхозпродукции.

Согласно результатам опроса в одногодичном горизонте, в финансовой системе ожидания по процентным ставкам практически не изменились по сравнению с предыдущим опросом: по драмовым вкладам ставки слегка повысятся, а ставки по инвалютным вкладам – несколько снизятся.

В ближайшем одногодичном горизонте ожидается сохранение процентных ставок по размещаемым финансовой системой средствам в драмах и инвалюте на стабильном уровне.

3.2. Совокупное предложение и совокупный спрос

3.2.1. Совокупное предложение¹⁴

Опубликованный НСС РА *показатель экономического роста* в первом квартале 2014 года составил 2,2% в годовом выражении (предусмотренный ЦБ РА в предыдущих прогнозах показатель экономического роста составил 2,3%).

В первом полугодии 2015 года показатель экономической активности составил 4,2% в годовом выражении, превысив ожидания в силу опережающего прогноза роста объемов выпуска сельского хозяйства и промышленности. В результате оценка экономического роста в первом полугодии 2015 года составила 2,7-2,9%¹⁵.

Учитывая отмеченный в первом полугодии 2015 года рост объемов выпуска в отрасли *промышленности* на 5,1% в годовом выражении, рост добавленной стоимости отрасли в первом полугодии 2015 года составит 3,4-4,2% в годовом выражении. Рост обусловлен, в основном, ростом в первом полугодии объемов выработки металлической руды (35,5%), объемов производства металлургии (6,9%), табачных изделий (45,9%), медикаментов (35,4%), химикатов (10,2%) и водоснабжения (9,6%). Причем, высокий рост производства металлической руды обусловлен эксплуатацией рудника в Тегуте. Несмотря на отмеченный рост в вышеперечисленных отраслях, в первом полугодии спад внутреннего спроса в России и РА привел к сокращению объемов производства в некоторых отраслях промышленности. В частности, сократилось производство продуктов питания и одежды на 7,7% и 3,4% соответственно, производство напитков - на 17,9%.

Основываясь на фактическом росте объемов выпуска отрасли *строительства* в январе-июне 2015 года – 0,6% в годовом выражении, рост добавленной стоимости в отрасли в том же периоде составит 0,8-1,2% в годовом выражении. Причем, в отличие от спада объемов строительства, осуществляемого за счет средств организаций (спад на 0,6%) и общин (спад на 74,9%), рост был отмечен в строительстве, осуществляемом за счет ряда иных источников финансирования. В частности, выросли объемы строительства, осуществляемого за счет государственного бюджета (4,1%), международных кредитов (7,1%) и средств населения (15%).

В сфере *услуг* рост добавленной стоимости в первом полугодии 2015 года оценен 1,0-1,6%, что является следствием роста объемов оказанных услуг на 3,3% и снижения объемов торговли на 5,1% за тот же период.

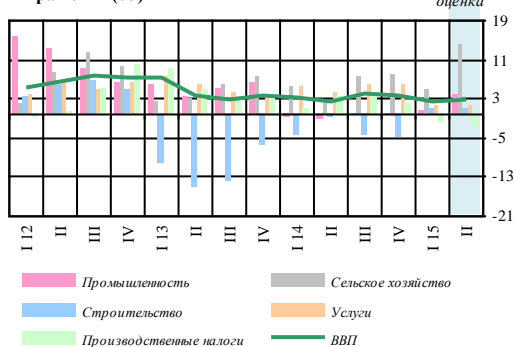
В первом полугодии 2015 года показатель экономической активности составил 4,2% в годовом выражении.

Оценка экономического роста в первом полугодии 2015 года составила 2,7-2,9%.

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

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

Кумулятивные темпы роста фактического реального ВВП и отраслей экономики в годовом выражении (%)



Во втором квартале 2015 года уменьшение расходов на частное потребление соответствовало предыдущим прогнозам и составило порядка 2,0%.

3.2.2. Совокупный спрос¹⁶

Во втором квартале 2015 года уменьшение расходов на частное потребление соответствовало предыдущим прогнозам и составило порядка 2,0%.

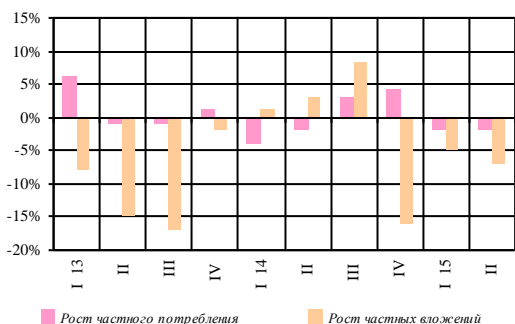
В первом полугодии 2015 года снижение денежных переводов из России существенно сократило располагаемые доходы домашних хозяйств, что привело к сокращению в первом и втором кварталах расходов на частное потребление. Сокращение расходов на частное потребление в экономике было значительным образом смягчено проведением Правительством РА расширяющей фискальной политики и ослаблением Центральным банком денежно-кредитных условий.

О сокращении частного потребления свидетельствуют результаты проводимых ЦБ РА опросов¹⁷, а также динамика рассчитываемых НСС РА индексов торгового оборота. В частности, во втором квартале 2015 года индекс доверия потребителей был ниже диапазона стабильности в 45-55 пунктов и составил 41,2 пункта, свидетельствуя о сокращении потребительских затрат домохозяйств в отчетном периоде. Отметим также, что во втором квартале, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, торговый оборот в экономике снизился на 6,1%, причем, спад был отмечен и в оптовой, и в розничной торговле, и в торговле автомобилями.

Во втором квартале 2015 года инвестиционная активность в экономике была низкой, как и ожидалось, в результате снижения частных вложений составило 7,0% по сравнению с тем же периодом предыдущего года. Спад вложений был обусловлен слабой активностью в строительстве, замедлением роста объемов кредитования предприятий, а также низким уровнем общей деловой активности.

О снижении вложений в отчетном периоде свидетельствуют также результаты опросов ЦБ РА среди предприятий. Согласно результатам этих опросов, во втором квартале 2015 года вложения осуществили 20% опрошенных предприятий, что ниже на 4 пп показателя аналогичного периода предыдущего года.

Рост частного потребления и вложений в годовом выражении



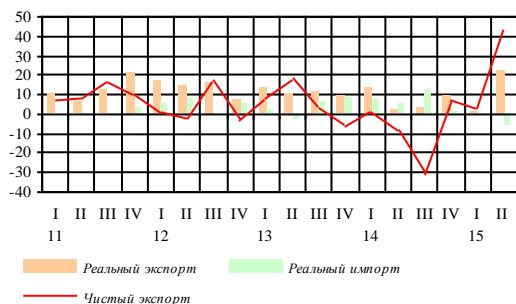
Во втором квартале 2015 года снижение частных вложений составило по сравнению с тем же периодом предыдущего года 7,0%.

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

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

Отрицательная разница чистого экспорта значительно снизилась во втором квартале 2015 г.

(чистый реальный экспорт с годовым выражением, %, положительный знак означает улучшение)



Во втором квартале 2015 года темпы роста реального экспорта товаров и услуг составили 22,7% в годовом выражении в условиях снижения реальных объемов импорта товаров на 5,9% в годовом выражении.

Вследствие вышеописанных развитий частного потребления и вложений, темп роста частных затрат во втором квартале сократился на 2,5%. В условиях 2,5% показателя роста государственных затрат оценивается, что в отчетном периоде внутренний спрос снизился по сравнению со снижением частных затрат меньше - на 1%.

В свете вышеуказанных развитий разрыв затрат частного сектора был во втором квартале отрицательным, а его воздействие на инфляцию – *сдерживающим на 0,9-1,1 пп.*

Согласно оценкам ЦБ, во втором квартале 2015 года отрицательный баланс чистого реального экспорта значительно снизился. Обусловлено это реальным высоким ростом экспорта товаров и услуг на фоне реального снижения импорта и услуг. В частности, темпы роста реального экспорта товаров и услуг¹⁸ составили 22,7% в годовом выражении, при этом реальные объемы снижения импорта товаров и услуг снизились на 5,9% в годовом выражении.

Во втором квартале 2015 года темпы снижения чистого притока некоммерческих переводов физических лиц через банковскую систему по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года значительно замедлились, вследствие укрепления во втором квартале рубля РФ по отношению к доллару США. В результате, чистый приток некоммерческих переводов физических лиц снизился во втором квартале на 28,0% в годовом выражении.

3.2.3. Рынок труда¹⁹

Темп роста номинальной заработной платы во втором квартале 2015 года был несколько выше предыдущих прогнозов и составил 11,1%. В указанном периоде показатель роста заработных плат в государственном секторе опережал рост зарплат частного сектора.

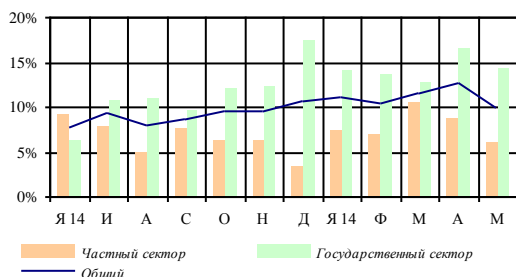
В результате повышения в июле 2014 года заработных плат в некоторых сферах государственного сектора, во втором полугодии 2015 года и первом полугодии 2015 года показатель роста заработных плат в государственном секторе был выше среднего темпа роста, отмеченного за последние годы. В результате, во втором квартале 2015 года рост средней номинальной заработной платы в этой сфере составил 13,7%.

В силу роста заработных плат в предприятиях частного сектора во втором квартале предыдущего года (в связи с накопительной пенсионной системой), во втором квартале 2015 года темп роста заработных плат частного сектора слегка замедлился и составил 7,3%. В 2014 году в том периоде средние заработные платы частного сектора выросли на 9,2%.

В первом квартале 2015 года наблюдался рост производительности, вызвавший в экономике сокращение спроса на рабочую силу. В результате, несмотря на ускорение экономической активности, *уровень безработицы* во втором квартале соответствовал предыдущим прогнозам и составил 18,4%.

В отчетном периоде рост производительности опередил рост заработных плат. В результате, во втором квартале 2015 года воздействие рынка труда на инфляцию было дефляционным на 0,13 пп.

Рост номинальной заработной платы в годовом выражении

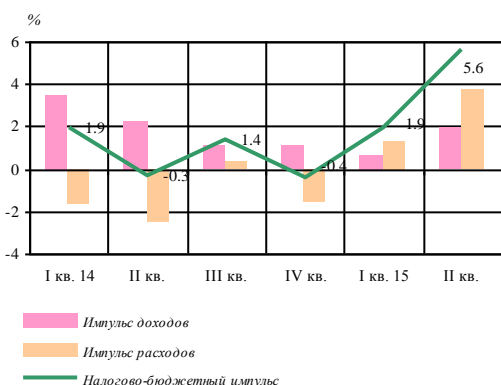


¹⁸ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

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

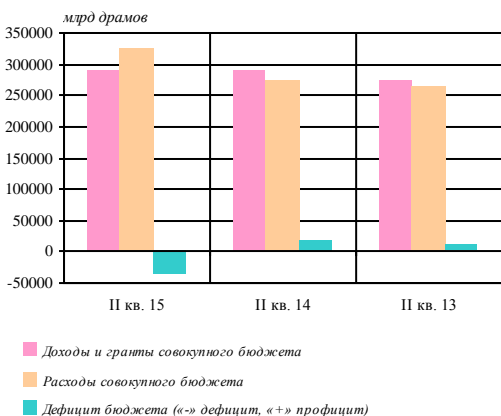
3.2.4. Налогово-бюджетная политика²⁰

Во 2-м квартале 2015 года расширяющее воздействие налогово-бюджетной политики было обусловлено, главным образом, расширяющим воздействием расходов

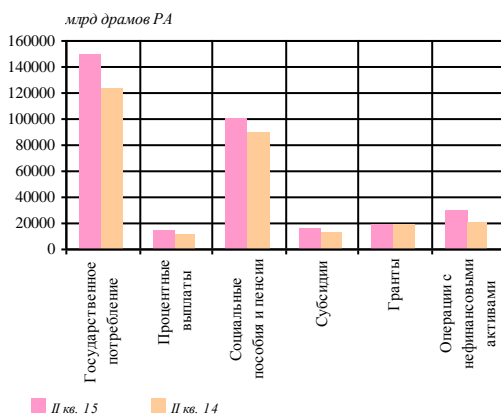


Воздействие налогово-бюджетного сектора на совокупный спрос, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, было во втором квартале больше, чем ожидалось – импульс был 5,6 расширяющий вместо 5,0 расширяющего.

Динамика основных показателей совокупного бюджета



Во 2-м квартале 2015 г. в расходах бюджета был отмечен рост по части всех расходных статей



Во втором квартале 2015 года исполнение государственного бюджета проходило с невыполнением квартальных пропорций по доходам и небольшой экономией по некоторым статьям расходов.

Доходы, исходя из оценок ЦБ, также были недополучены, а расходы соответствовали оценкам ЦБ.

Воздействие налогово-бюджетного сектора на совокупный спрос, согласно показателю налогово-бюджетного импульса, было во втором квартале больше, чем ожидалось – импульс был 5,6 расширяющий вместо 5,0 расширяющего. Причем отклонение было главным образом обусловлено импульсом доходов: из-за неполного сбора доходов фактический импульс вместо прогноза в 0,7 расширяющего составил 1,9 расширяющий.

Доходы совокупного бюджета снизились во втором квартале по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 0,3%. Причем налоговые доходы снизились на 2,9% в годовом выражении. В течение квартала сбор фактических налогов составил на 24,1 млрд драмов меньше квартальных скорректированных пропорций²¹ и на 13,1 млрд драмов – прогноза ЦБ. Вследствие этого импульс доходов вместо ожидаемого 0,7 расширяющего составил 1,9 расширяющий.

В силу ослабления внутреннего спроса и сокращения объемов импорта снизились не прямые налоги – по сравнению со вторым кварталом 2014 года – 9,8%. Снижение прямых налогов в том же периоде составило 0,6%. В результате, доля непрямых налогов в общем объеме налогов и пошлин снизилась и составила 44,1%, а доля прочих налогов увеличилась на 2,5 пп и составила 9,98% налогов. Прочие доходы выросли примерно на 53% и превысили запланированный для второго квартала показатель.

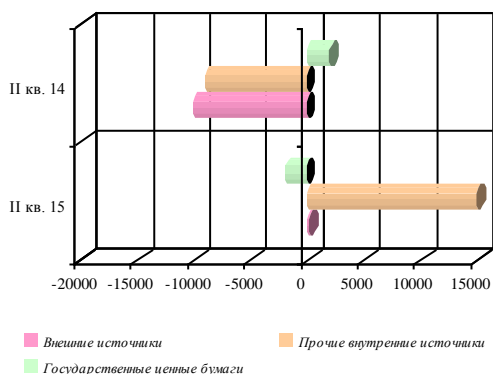
Государственные расходы были несколько меньше расходов по скорректированной квартальной пропорции, составив 97,1% запланированных расходов. Расходы второго квартала соответствовали прогнозируемому показателю ЦБ. По сравнению с тем же периодом предыдущего года был отмечен 19% рост расходов консолидированного бюджета. Текущие расходы увеличились на 17,2%, причем рост был отмечен по всем статьям, а **государственное потребление** увеличилось по отношению к тому же периоду предыдущего года на 21,1%. Расходы по части статьи “Операции с нефинансовыми активами” увеличились на 44,3%, в силу увеличения расходов как по части программ, осуществляемых за счет внешнего финансирования, так и расходов, осуществляемых за счет средств внутреннего финансирования.

В результате вышеуказанных развитий доходов и расходов во втором квартале сформировался дефицит бюджета на 36,4 млрд драмов. В силу замедления экономической активности (по сравнению с экономической активностью, предусмотренной законом РА “О государственном бюджете РА 2015 года”), в первом полугодии налоговые доходы государственного бюджета по отношению к скорректированным пропорциям были недополучены на 23,2 млрд драмов. По сравнению с тем же периодом

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

²¹ Закон РА “О государственном бюджете РА 2014 года” был скорректирован решениями Правительства РА (<https://www.e-gov.am/gov-decrees/>).

Во 2-м квартале 2015 г. дефицит был финансиран за счет внутренних источников, в частности, за счет средств в ЦБ РА (млрд драмов РА)



дом предыдущего года рост налоговых доходов составил 0,3%. Рост государственных расходов (включая показатели групп по реализации проектов) составил по отношению к тому же периоду предыдущего года 15,0%.

По результатам полугодия сформировался дефицит бюджета на 58,1 млрд драмов вместо 73,6 млрд драмов, предусмотренных для полугодия скорректированным планом.

В целом, осуществленная в первом полугодии налогово-бюджетная политика оказала на совокупный спрос расширяющее воздействие на 3,9, обусловленное, в основном, расширяющим воздействием расходов на 2,7 и доходов – на 1,3.

Таким образом, сокращение денежных переводов из РФ в первом полугодии 2015 года и наблюдаемая во внутренней экономике слабая инвестиционная активность сократили расходы частного сектора. Сокращение расходов частного сектора было смягчено лаговым воздействием осуществленной в течение 2014 года расширяющей денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик, и, особенно новыми налогово-бюджетными и денежно-кредитными стимулами, предоставленными экономике в первом полугодии 2015 года, смягчив также замедление экономического роста РА и дефляционную среду.

Во втором квартале 2015 года разрыв расходов частного сектора был отрицательным. Учитывая также динамику рынка труда и государственных расходов оценивается, что во втором квартале вышеуказанные факторы вызвали дефляционные давления на потребительском рынке в 0,4-0,5 пп.

3.3. Деньги и развития финансового рынка

3.3.1. Финансовый рынок, деньги и кредиты

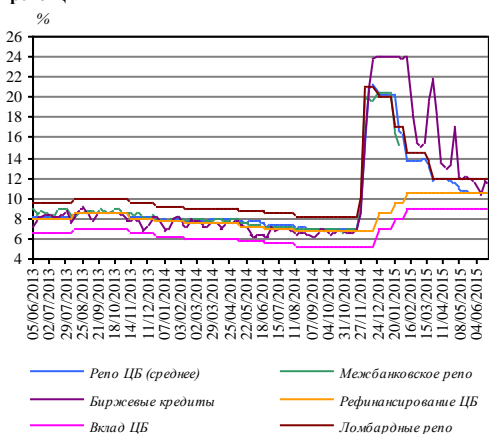
В результате осуществленных с начала 2015 года Центральным банком мер, во втором квартале 2015 года финансовый рынок стабилизировался, восстановилась роль ставки рефинансирования как ставки-ориентира на рынке. Совет ЦБ сохранил в течение квартала ставку рефинансирования на действующем уровне 10,5%, ожидая, что это даст возможность 12-месячной инфляции стабилизироваться до конца года вокруг своего целевого показателя.

В целях восстановления ориентирующей роли ставки рефинансирования на рынке, во втором квартале 2015 года был увеличен объем ликвидности, предоставляемой посредством основного инструмента ЦБ - 7-дневного репо (заменяв ломбардные репо по предоставлению ликвидности на операции репо), в результате ставка основного инструмента ЦБ приблизилась к ставке рефинансирования ЦБ. В результате, в июне, средняя ставка основного инструмента – операций репо, снизилась по сравнению с мартовской на 2,61 пп и составила 10,55%.

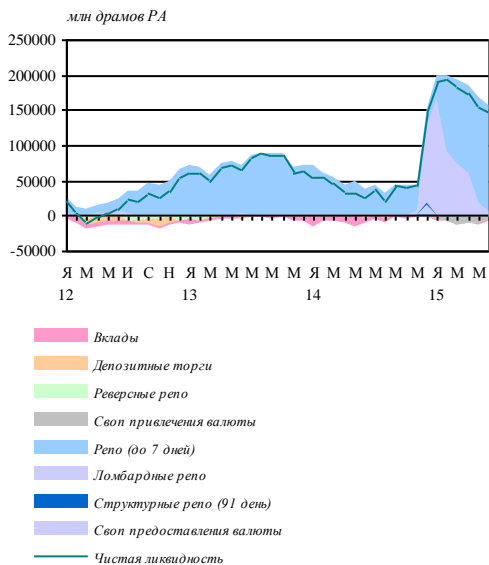
С другой стороны, исходя из задачи повышения эффективности управления ликвидностью, Центральный банк вновь задействовал механизм обязательного резервирования и изменил в июне 2015 года политику резервирования по инвалютным средствам, привлеченным банками. В частности, с июля 2015 года был совершен переход от механизма ежедневного резервирования на средненедельное резервирование.

В результате осуществленных с начала 2015 года Центральным банком мероприятий, во втором квартале 2015 года финансовый рынок стабилизировался, восстановилась роль ставки рефинансирования как ставки-ориентира на рынке.

В течение квартала краткосрочные ставки сформировались вокруг процентной ставки инструмента репо ЦБ



Объем операций, совершенных ЦБ РА

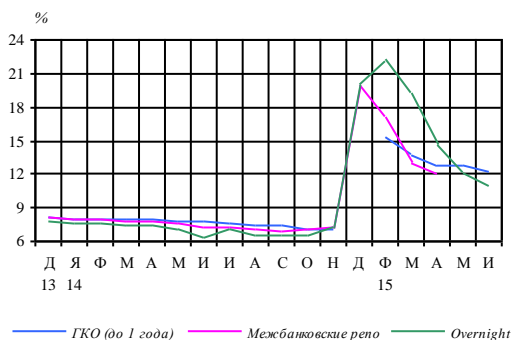


Во втором квартале 2015 года, в силу снижения ставки основного инструмента ЦБ, краткосрочные процентные ставки на финансовом рынке проявили понижающую тенденцию.

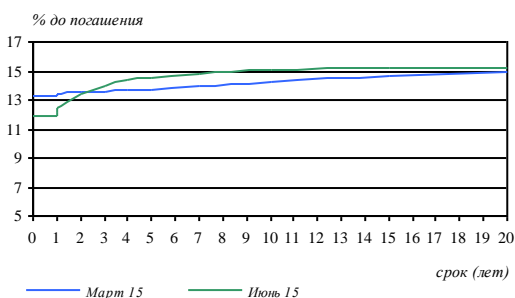
Операции, совершенные ЦБ РА (средний объем)						
Период	Репо (до 7 дней)		Привлеченные средства		Ломбардные репо	
	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %	Объем (млн. драмов)	Средне-взвешенная ставка %
I кв. 2013 г.	63652.16	8.09	2518.46	6.50	14.53	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
IV кв.	34048.94	10.60	1765.67	5.25	41550.14	19.69
I кв. 2015 г.	95454.55	14.25	63.75	8.04	104521.49	16.27
II кв.	141919.97	11.02	1857.26	9.00	27967.60	12.00

Во втором квартале 2015 года, в силу снижения ставки основного инструмента ЦБ, краткосрочные процентные ставки на финансовом рынке проявили понижающую тенденцию. Ставки по межбанковским биржевым кредитам (overnight) снизились в июне по сравнению с мартом на 8,25 пп и составили 11,02%, приблизившись к ставке политики ЦБ. Объем операций на рынке внутрибанковских репо был небольшим, однако как и в предыдущем квартале, во втором квартале операции на рынке внутрибанковских репо дают основание утверждать, что и здесь развития соответствовали проводимой ЦБ политике: в июне снижение средней процентной ставки по сравнению с мартом составило 2,44 пп.

Динамика краткосрочных ставок во 2-м квартале



В течение 2-го квартала 2015 г. краткосрочные ставки на рынке ГО снизились



Вкладыш 2

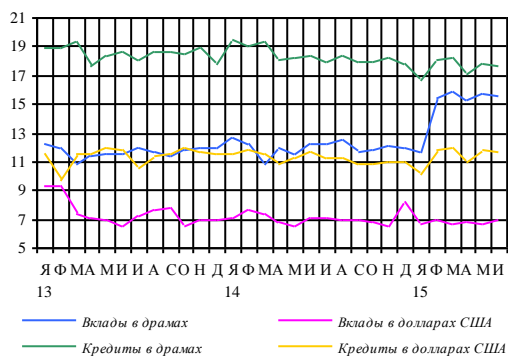
Рынок государственных облигаций

Во втором квартале 2015 года на рынке государственных облигаций также было отмечено снижение процентных ставок. Несмотря на то, что уровень доходности краткосрочных облигаций сформировался выше уровня процентной ставки политики ЦБ, тем не менее, снижение в июне, по сравнению с мартом, составило 1,5 пп.

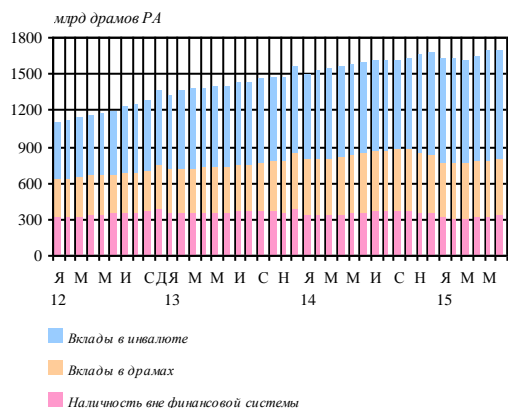
Среднеквартальная доходность краткосрочных облигаций снизилась по сравнению с предыдущим кварталом на 2,1 пп и составила 12,6%, а среднеквартальная доходность среднесрочных и долгосрочных облигаций почти не изменилась.

Стабилизация финансового рынка, снижение рисков, сформировавшихся среди участников рынка, отразилась на кривой доходности ГО на краткосрочном отрезке в основном снижением доходности и ростом восхождения кривой. К концу июня, по сравнению с мартом, общий уровень кривой доходности слегка вырос: долгосрочные ставки составили 15,2% увеличившись по сравнению с мартом на 0,3 пп, а разность между долгосрочными и краткосрочными ставками кривой (пиков) повысилась в июне на 1,7 пп и составила 3,3 пп.

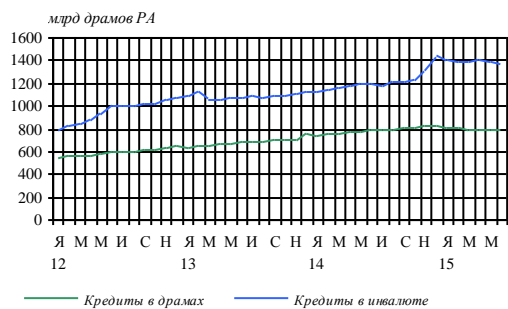
Динамика процентных ставок по средствам в драмах и инвалюте



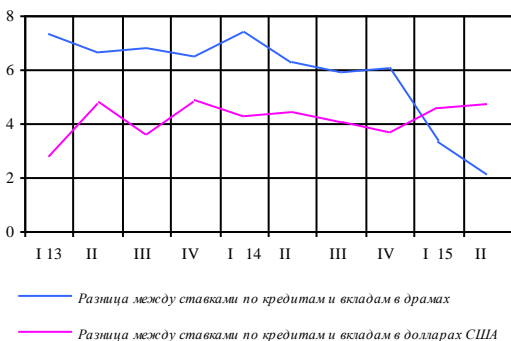
Во 2-м квартале 2015 г. инвалютные и драмовые вклады выросли



Во 2-м квартале 2015 г. в общем объеме кредитования продолжили преобладать инвалютные кредиты



Во 2-м квартале 2015 г. сократилась разница между процентными ставками по драмовым кредитам и вкладам



Хотя напряжение финансового рынка смягчилось, и рынок стабилизировался, однако в условиях существующих неопределенностей и высоко спроса на драмовую ликвидность в банках, в течение предыдущего квартала процентные ставки по вкладам и кредитам слегка снизились.

Во втором квартале 2015 года снижение краткосрочных процентных ставок наибольшим образом отразилось на ставках по драмовым вкладам и кредитам. Хотя средние ставки по драмовым вкладам были во втором квартале выше ставок в первом квартале (на 1,1 пп), однако средняя месячная ставка по драмовым вкладам в июне снизилась по сравнению с мартом на 0,4 пп и составила 15,5%. По части кредитов снизились как средние квартальные, так и ставки на конец периода. В частности, процентная ставка по драмовым кредитам во втором квартале снизилась по сравнению со средним показателем предыдущего квартала на 0,1 пп, средняя ставка в июне - на 0,5 пп, составив 17,7%.

Сформировавшиеся в первом квартале и сохранившиеся во втором квартале 2015 года высокие процентные ставки по привлеченным средствам оказали свое влияние на объемы привлеченных средств во втором квартале: драмовые вклады в течение квартала выросли на 3,3%.

Ослабление вступившего с 1-го марта 2015 года механизма обязательного резервирования по долгосрочным инвалютным средствам, подразумевающего сокращение расходности привлечения этих средств, привело во втором квартале 2015г года к небольшому росту процентных ставок по привлеченным инвалютным вкладам: в июне средняя процентная ставка по инвалютным вкладам выросла по сравнению с мартом на 0,2 пп и составила 6,9%, а средняя квартальная процентная ставка осталась без изменений – 6,8%, в результате объем инвалютных вкладов увеличился на 4,4%.

Снижение в июне, по сравнению с мартом, средних месячных ставок по инвалютным кредитам, составило 0,3 пп (11,7%), причем за счет, в основном, кредитов со сроком более 1 года.

Можно утверждать, что снижение краткосрочных процентных ставок на финансовом рынке и, частично, ослабление механизма обязательного резервирования по долгосрочным инвалютным средствам вызвали снижение процентных ставок по предоставленным кредитам как в драмах, так и в инвалюте. В целом, в июне 2015 года, по сравнению с тем же периодом предыдущего года, рост кредитования составил 9,9%.

Вкладыи 3

Согласно результатам проведенного во втором квартале 2015 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, несмотря на ужесточение порядка и процедур предоставления бизнес-кредитов и ипотечного кредитования, темпы ужесточения порядка предоставления потребительских кредитов замедлились. В течение квартала банки пересмотрели политику управления рисками, в результате, в третьем квартале 2015 года ожидается упрощение процедур кредитования и роста спроса на все виды кредитов.

Во втором квартале 2015 года продолжилось сокращение разницы между ставками по драмовым кредитам и вкладам: среднеквартальный показатель уменьшился по сравнению с показателем предыдущего квартала на 1,2 пп и составил 2,1 пп. Что касается разницы между ставками

Во втором квартале 2015 года показатель долларизации (инвалютные вклады/денежная масса) уменьшился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,18 пп.

по инвалютным кредитам и вкладам, то среднеквартальный показатель почти не изменился по сравнению с предыдущим кварталом.

Во втором квартале 2015 года показатель долларизации (инвалютные вклады/денежная масса) уменьшился по сравнению с предыдущим кварталом на 0,18 пп.

Денежно-кредитные показатели	март 14 12-месячный рост	сентябрь 14 12-месячный рост	декабрь 14 12-месячный рост	март 15 12-месячный рост	июнь 15 12-месячный рост
Денежная масса (%)	14.8	9.6	8.3	4.1	6.3
Драмовая масса (%)	14.3	14.2	-3.5	-4.4	-4.2
Денежная база (%)	8.2	-0.5	-0.2	1.6	14.7
Драмовая масса (%)	4.5	0.6	15.5	19.6	19.6
Наличность (%)	-1.2	1.4	-9.4	-9.8	-6.7
Вклады в драмах (%)	28.6	25.3	1.8	-0.5	-2.5
Вклады в инвалюте (%)	15.4	4.7	22.7	13.0	17.9
Долларизация (процентные пункты)	0.2	-2.2	6.0	4.2	5.2
Денежный мультипликатор (процентные пункты)	0.1	0.2	0.2	0.0	-0.2
Драмовый мультипликатор (процентные пункты)	0.1	0.2	-0.2	-0.3	-0.3

3.3.2. Обменный курс

Отмеченные в предыдущем квартале на валютных рынках торговых партнеров РА давления большого ослабления почти нейтрализовались во втором квартале 2015 года. Более того, российский рубль проявил во втором квартале тенденцию укрепления, оказав большое влияние на укрепление кв/кв взвешенной корзины номинального обменного курса торговых партнеров РА (на 3,7 пп). Примечательным было также определенное ослабление темпов девальвации евро и национальной валюты Украины по отношению к доллару США. В результате, высокое ослабление средневзвешенного номинального обменного курса валют торговых партнеров РА предыдущего квартала сменилось во втором квартале 2015 года укреплением на 1,8% кв/кв. В результате обеспечения внешнего равновесия в условиях укрепления валютной корзины торговых партнеров РА, во втором квартале номинальный средний обменный курс драма РА также слегка укрепился (0,2% кв/кв). В указанном периоде Центральный банк купил на валютном рынке примерно 25,0 млн долларов, в целях нейтрализации дополнительных краткосрочных колебаний на валютном рынке.

В силу более высокого укрепления валютной корзины стран – торговых партнеров, во втором квартале 2015 года номинальный эффективный обменный курс драма ослаб на 1,6% кв/кв. Ослабление реального эффективного обменного курса составило 5,9% кв/кв²², что, кроме развитий номинального эффективного обменного курса, было в большей степени обусловлено более высокой взвешенной инфляцией торговых партнеров по сравнению с инфляцией РА. Здесь особо выделяется высокая инфляция в течение второго квартала в России и Украине.

²² Показатель реального обменного курса второго квартала 2015 года является оценкой ЦБ РА.

Во 2-м квартале 2015 г. значительно ослабили темпы укрепления реального эффективного обменного курса в годовом выражении (%)

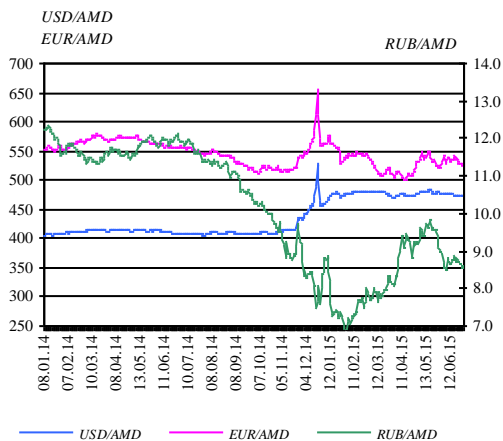


Что касается изменений реального эффективного обменного курса по сравнению с тем же периодом предыдущего года, то высокие темпы укрепления в предыдущем квартале значительно ослабили и составили 6,7% в годовом выражении, оставаясь все еще под воздействием процессов прошлого года.

рост в годовом выражении, %	I кв. 13	II кв. 13	III кв. 13	IV кв. 13	I кв. 14	II кв. 14	III кв. 14	IV кв. 14	I кв. 15	II кв. 15
Реальный эффективный обменный курс (+ укрепление)	-6.4	-1.6	7.9	6.8	8.5	7.8	3.1	9.2	11.7	6.7
Средняя инфляция в РА	3.0	5.2	8.7	6.4	4.6	3.3	1.0	3.2	5.2	5.1
Номинальный средний обменный курс драм РА/доллар США (+ укрепление)	-5.1	-3.3	0.5	0.2	-0.4	0.5	0.0	-5.7	-13.9	-13.4
Средневзвешенная инфляция стран – торговых партнеров	4.5	4.4	4.3	4.0	3.7	4.4	4.6	5.1	6.7	7.9
Средневзвешенный номинальный обменный курс торговых партнеров (+ укрепление)	-0.4	-1.1	-3.2	-4.3	-8.0	-8.6	-7.0	-18.5	-32.1	-27.2

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

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



Вкладыш 4

Валютный рынок

Средний рыночный обменный курс драма к доллару США составил к концу второго квартала 2015 года 472,53 драма: ослабление по сравнению с концом предыдущего квартала составило 0,3%.

Динамика обменного курса драма РА в первом квартале 2015 г. к доллару США, евро и российскому рублю

Динамика обменного курса драма РА			
Валютная пара	Обменный курс на 31.03.2015 г. (драм РА)	Обменный курс на 30.06.2015 г. (драм РА)	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	471.13	472.53	-0.30
EUR/AMD	505.29	528.48	-4.39
RUB/AMD	8.13	8.51	-4.47
Динамика среднего обменного курса драма РА			
Валютная пара	Средний обменный курс во втором квартале 2014 г.	Средний обменный курс во втором квартале 2015 г.	% (укрепление "+", ослабление "-")
USD/AMD	412.84	476.48	-13.36
EUR/AMD	566.05	526.80	7.45
RUB/AMD	11.81	9.08	30.07

Совокупный объем операций доллар США - драм РА, осуществленных на валютном рынке в течение квартала, составил 2,34 млрд долларов США, снизившись на 17,89% по отношению к предыдущему периоду (2,85 млрд долларов США).

Совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций евро - драм РА, составил 226,74199,42 млн евро вместо 223,98 млн евро во втором квартале предыдущего года (+0,11%), а совокупный объем сделок, заключенных на рынке операций рубль РФ - драм РА составил в течение квартала 13,11 млрд рублей, увеличившись по сравнению со вторым кварталом 2014 года на 14,3% (11,47 млрд рублей).

3.4. Платежный баланс²³

Одним из значительных развитий второго квартала 2015 года было значительное снижение дефицита торгового баланса²⁴, обусловленное высоким ростом экспорта в условиях сокращения импорта. Высокие темпы снижения денежных переводов физических лиц замедлились, что было, в основном, обусловлено укреплением во втором квартале российского рубля к доллару США. В результате, несмотря на снижение денежных переводов физических лиц, дефицит текущего счета во втором квартале 2015 года значительно сократился по сравнению с тем же периодом предыдущего года. Финансированию дефицита текущего счета оказали содействие в основном, иностранные прямые инвестиции. В результате развитий платежного баланса чистые внешние активы ЦБ РФ увеличились.

3.4.1. Текущий счет

Во втором квартале 2015 года показатель “дефицит текущего счета/ВВП”, согласно оценкам, снизился по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 2,4 пп. Во втором квартале 2015 года дефицит текущего счета снизился по сравнению с тем же периодом предыдущего года на 11,0 млн долларов США и составил 55,5 млн долларов США.

Во втором квартале 2015 года экспорт товаров увеличился на 12,5% в годовом выражении, при этом импорт товаров снизился на 24,0% в годовом выражении.

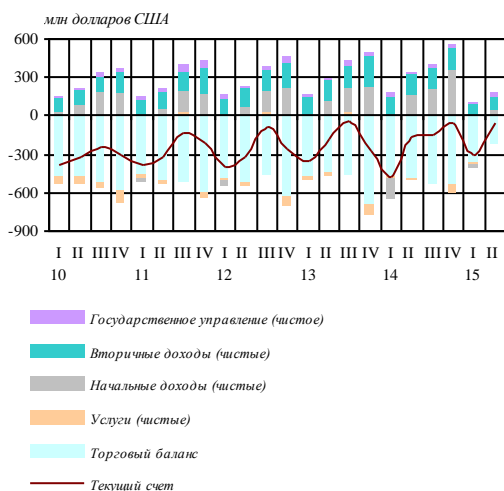
Во втором квартале был отмечен положительный баланс услуг, составивший 9,5 млн долларов США. Обусловлено это было, в основном, значительным снижением отрицательного баланса транспортных услуг. В результате, во втором квартале рост экспорта услуг оценивается 0,4% в годовом выражении и снижение импорта услуг – на 5,8% в годовом выражении.

Во втором квартале 2015 года темпы сокращения денежных переводов физических лиц по сравнению с предыдущим кварталом значительно замедлились²⁵, что на фоне экономических развитий России было обусловлено укреплением рубля РФ по отношению к доллару США. В частности, чистый приток по статье “Оплата труда работников” уменьшился на 27,9% годовых и составил 162,6 млн долларов США, что превысило чистый отток по статье “Доходы от вложений”. В результате по статье “Начальные доходы” был отмечен чистый приток на 28,8 млн долларов США. Чистый приток частных трансфертов снизился на 27,8% годовых и составил 116,1 млн долларов США.

3.4.2. Счет движения капиталов²⁶

Во втором квартале 2015 года был отмечен чистый приток по “Счету движения капиталов” на сумму 96,6 млн долларов США, вместо чистого оттока на 7,2 млн долларов США в предыдущем году. Финансирование

Во 2-м квартале 2015 г. дефицит текущего счета снизился в годовом выражении



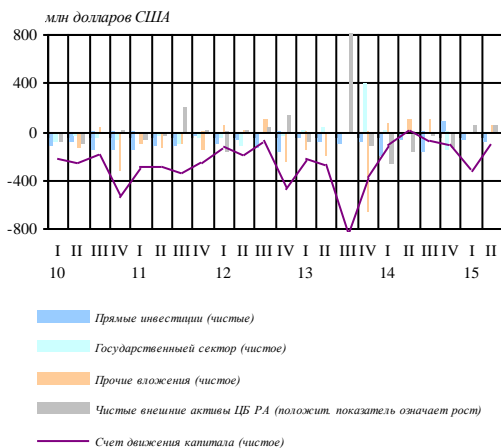
²³ Показатели второго квартала 2015 года являются прогнозами и оценками ЦБ РФ. Исторические показатели платежного баланса были пересмотрены со стороны ЦБ РФ. Основные корректировки относятся к экспорту услуг и импорту услуг.

²⁴ Национальная статистическая служба РФ был произведен перерасчет предварительных показателей по взаимной торговле между странами ЕАЭС за январь-июнь, составленных таможенными органами.

²⁵ Во втором квартале 2015 года было отмечено снижение чистого притока некоммерческих переводов физических лиц на 28,0% в годовом выражении.

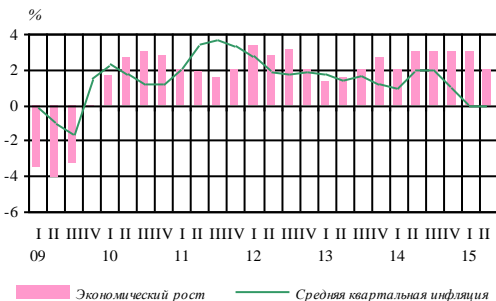
²⁶ Показатели счетов движения капиталов второго квартала 2015 года являются прогнозами и оценками ЦБ РФ.

Во 2-м квартале 2015 г. чистый приток по счету движения капиталов увеличился в годовом выражении ("+" - чистое кредитование, "-" - чистое заимствование)

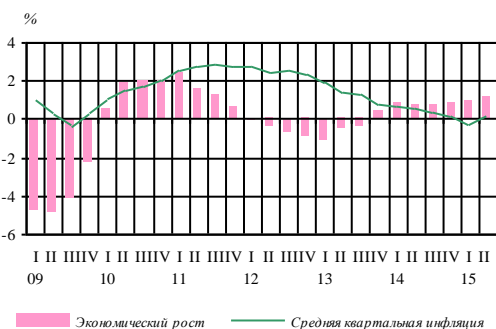


Во втором квартале 2015 года в странах - торговых партнерах РА вновь была отмечена тенденция медленного роста экономической активности.

Во 2-м квартале 2015 г. в США была отмечена дефляция



Во 2-м квартале 2015 г. в странах еврозоны была отмечена инфляция



дефицита текущего счета было осуществлено за счет прямых иностранных инвестиций. В результате развития платежного баланса чистые внешние активы ЦБ увеличились на 40,5 млн долларов США.

Капитальные трансферты составили во втором квартале 2015 года 13,2 млн долларов США (23,5 млн долларов США в том же периоде предыдущего года). Чистый приток иностранных прямых инвестиций в текущем квартале составил 98,9 млн долларов США.

По части государственных кредитов был отмечен чистый приток на 14,2 млн долларов США (во втором квартале предыдущего года - 1,8 млн долларов США).

Чистые внешние активы частного сектора увеличились на 33,3 млн долларов США (в первом квартале предыдущего года - 95,3 млн долларов США). В том числе, чистые внешние активы коммерческих банков увеличились на 70,4 млн долларов США, в отличие от сокращения на 36,9 млн долларов чистых внешних активов иного частного сектора.

3.5. Внешняя среда

Во втором квартале 2015 года у торговых партнеров РА вновь была отмечена тенденция медленного роста экономической активности.

Согласно предварительным оценкам Бюро анализа Министерства торговли **США**, во втором квартале 2015 года в Соединенных Штатах Америки был отмечен 2,3% экономический рост кв/кв в годовом выражении, вместо 0,6% роста в предыдущем квартале (рост во втором квартале составил 2,3% в годовом выражении вместо 2,9% в предыдущем квартале). Содействие экономическому росту во втором квартале оказали увеличение расходов частного потребления, рост экспорта, вложений и государственных расходов, а рост импорта оказал отрицательное содействие росту. Отмеченная во втором квартале 2015 года средняя квартальная дефляция в США составила 0,04% в годовом выражении, вместо 0,6% дефляции в предыдущем квартале. Тем не менее, инфляция остается ниже уровня своего целевого показателя. Для обеспечения стабильности цен и непрерывного развития рынка труда Федеральная резервная система США все еще сохраняет процентные ставки политики на уровнях 0-0,25%.

Согласно предварительным оценкам Евростата, во втором квартале 2015 года в зоне евро экономический рост составил по сравнению с тем же периодом предыдущего года 1,2% в годовом выражении. Во втором квартале 2015 года в странах еврозоны была отмечена в среднем инфляция на 0,17 % в годовом выражении, вместо 0,3% дефляции в предыдущем квартале.

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

Во втором квартале 2015 года на валютном рынке продолжилось ослабление евро по отношению к доллару США: ослабление кв/кв составило 1,85% (ослабление в годовом выражении - 19,4%), и средний обменный курс доллара США к евро составил 1,10.

Согласно предварительным оценкам *Государственной статистической службы России*, во втором квартале 2015 года экономический спад в России составил 4,6% в годовом выражении (в предыдущем квартале - 2,2%).

В России, в условиях ослабления во втором квартале 2015 года обменного курса примерно на 50,4% в годовом выражении, инфляция составила в среднем 15,8% годовых (в предыдущем квартале – 16,2% годовых). Следует отметить, что во втором квартале 2015 года по сравнению с предыдущим кварталом, российский рубль укрепился на 16,8%. В условиях сохранения рисков существенного замедления экономического роста Центральный банк России вновь снизил во втором квартале 2015 года процентную ставку политики до 11,5% (в конце предыдущего квартала – 14,0%).

Во втором квартале 2015 года *цена на сырую нефть марки Brent* на бирже “Intercontinental Exchange” (ICE), вследствие информации о сокращении запасов США, большого сезонного спроса и ожиданий сокращения предложения на рынке нефти, по сравнению с предыдущим кварталом повысилась примерно на 15,0%, составив в среднем 62,1 доллара США за баррель (снижение в годовом выражении - 43,4%).

Цена на медь на Лондонской бирже металлов снизилась во втором квартале 2015 года на 10,9% (снижение кв/кв – 4,41%), составив в среднем 6056 долларов США за тонну. Дефляция была вызвана, в основном, воздействиями замедления темпов роста спроса в Китае, роста объемов производства, а также укрепления доллара США.

По данным Департамента сельского хозяйства США, цена экспортных сортов твердой краснозерной *пшеницы*, в силу ожиданий высокого мирового производства, вновь снизилась во втором квартале на 9,5% кв/кв, составив в среднем 5,9 долларов США за бушель (снижение в годовом выражении – 32,9%).

Индекс цен на необработанный *сахар* на бирже “New York Board-Intercontinental Exchange” (NYB-ICE) снизился во втором квартале 2015 года на 11,7% кв/кв (снижение в годовом выражении – 27,9%). Дефляция была обусловлена большими, чем ожидалось, объемами производства в Индии и Бразилии, а также ослаблением курса национальных валют данных производителей.

Цена на *рис* на бирже “Chicago Board of Trade” (CBOT) во втором квартале 2015 года, в силу определенного увеличения объемов производства и замедления спроса, снизилась на 7,3%, и средняя цена за один американский центнер (45,3 кг) составила 10,1 доллара США (снижение в годовом выражении – 31,8%).

Хотя во втором квартале был отмечен рост цен на сырьевые товары, однако на рынках продовольственных товаров продолжались дефляционные тенденции, отмеченные в предыдущем квартале, что было обусловлено большими объемами производства продовольственных товаров, низким уровнем мирового спроса, а также укреплением доллара США.

Хотя во втором квартале был отмечен рост цен на сырьевые товары, однако на рынках продовольственных товаров продолжались дефляционные тенденции, отмеченные в предыдущем квартале.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

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

Во втором квартале 2015 года *рост экономической активности* опередил прогноз за счет высокого роста объемов выпуска сельского хозяйства и, частично, промышленности. В результате, *экономический рост* во втором квартале 2015 года будет в пределах **2,7-2,9% в годовом выражении.**

В 2015 году экономический рост составит 2,8-3,6%, обусловленный, в основном, сохранением с начала года макроэкономической и финансовой стабильности, ослаблением в первом полугодии со стороны ЦБ денежно-кредитных условий, осуществлением более стимулирующей, чем предусматривалось, налогово-бюджетной политики, и положительными развитиями в сельском хозяйстве.

Темпы *экономического роста в 2016 году* сохранятся на том же уровне, затем экономический рост постепенно приблизится к своему долгосрочному равновесному уровню, в силу выполнения правительственной программы, предусмотренной в экспортном секторе, и постепенного улучшения внешней экономической среды. Таким образом, *в прогнозируемом горизонте*, в результате стабилизации частного потребления и нейтрального, в целом, воздействия фискальной политики, *воздействие внутренней экономики на совокупный спрос будет неинфляционное.*

Во втором квартале 2015 года *12-месячная инфляция* колебалась у верхней границы допустимого диапазона: *к концу июня составила 5,5%.*

К концу прогнозируемого горизонта инфляция стабилизируется вокруг своего целевого 4% уровня. Во втором полугодии ожидается значительное смягчение инфляционной среды, обусловленное формированием в годовом выражении низких уровней цен на сельхозпродукцию в результате положительных развитий отрасли сельского хозяйства. Однако низкая инфляционная среда будет частично нейтрализована лаговым воздействием ослабления со стороны ЦБ денежно-кредитных условий и проведением более стимулирующей, чем ожидалось, фискальной политики. Следует отметить, что в настоящее время не рассматривается ожидаемое ранее инфляционное воздействие повышения с 1-го августа тарифов на электроэнергию, однако в случае наличия четкой информации о принципах применяемого со стороны Правительства механизма субсидирования и консультаций и сведений о результатах аудиторской проверки ЗАО “Электрические сети Армении”, в последующих публикациях будут изложены оценки ЦБ относительно инфляционного воздействия этого изменения.

В то же время, в прогнозах по инфляции было учтено также инфляционное воздействие вероятных изменений акцизного налога в 2016 году. В свете указанных развитий ЦБ считает, что во второй половине года 12-месячная инфляция снизится и будет находиться у нижней границы допустимого диапазона колебаний. В течение оставшегося отрезка прогнозируемого горизонта инфляция будет колебаться в допустимых пределах, стабилизовавшись к концу горизонта вокруг целевого показателя.

ЦБ считает, что в условиях создавшейся низкой инфляционной среды, во втором полугодии 2015 года целесообразно ослабить денеж-

но-кредитные условия. Тем не менее, имеются риски, вытекающие из внешней и внутренней экономик, в случае проявления которых возможно расширение инфляционной среды и соответствующая корректировка направлений денежно-кредитной политики со стороны ЦБ, для обеспечения достижения целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке.

Риски отклонения инфляции от прогнозированной величины как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах будут **направлены на рост**. Причем, **риски, вытекающие из внешнего сектора**, связаны, с экономическими перспективами как развитых, так и развивающихся стран. В частности, ожидаемое повышение процентных ставок со стороны Федеральной резервной системы США может привести к оттоку капитала из развивающихся стран в США и росту волатильности валют развивающихся стран. Наиболее значительны риски, связанные с дальнейшими развитиями экономики России, обусловленные большим, чем прогнозировалось, падением цен на нефть и им сохранением в прогнозируемом горизонте на более низком уровне, дальнейшим ослаблением российского рубля по отношению к доллару США, а также дальнейшим ходом геополитических развитий. Резкое замедление экономического роста Китая также может вызвать риски в смысле замедления мирового экономического роста и спада мировых цен на сырьевые и продовольственные товары.

Риски, вытекающие из внутренней экономики, обусловлены, в основном, развитиями в отрасли сельского хозяйства, неопределенностью воздействия повышения тарифов на электроэнергию, ходом восстановления внутреннего спроса, а также осуществляемыми стимулирующими программами Правительства. В случае проявления подобных рисков ЦБ проведет соответствующую политику, обеспечив целевой уровень инфляции в среднесрочном отрезке.