

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 23-го февраля 2018 года N 19Н*

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики:
1-й квартал, 2018 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-
кредитной политики 4-го квартала 2017 г.*

Политика инфляционного таргетирования тесно переплетается с задачей обеспечения коммуникативности ЦБ с общественностью, одной из форм реализации 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 прогнозном горизонте. Эти прогнозы основаны на оценке существующей ситуации и предположений ЦБ относительно будущих развитий, на которые воздействуют также предпринимаемые ЦБ шаги.

Второй раздел состоит из отчета о выполнении программы денежно-кредитной политики, направленной на достижение целевого уровня инфляции в предыдущем квартале. Здесь представляются результаты проведенной денежно-кредитной политики и фактических экономических развитий.

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

В контексте своих целей денежно-кредитной политика предусматривает достижение 4% инфляции и сведение к минимуму отклонений будущей инфляции от этого целевого показателя. Траектория показателя инфляции, сформировавшегося в результате планирования направлений денежно-кредитной политики, публикуется в виде графиков распределения вероятностей прогноза для 12-квартального временного горизонта.

Прогнозы в настоящем отчете составлены на основе всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 13 февраля 2018 года, с учетом результатов опросов Центрального банка и выводов, вытекающих из информации о будущих макроэкономических развитиях.

Со всеми ранее опубликованными “Обзорами инфляции” можно ознакомиться на официальном сайте ЦБ РА www.cba.am, где размещены также пресс-релизы и другие материалы, относящиеся к денежно-кредитной политике.

Содержание

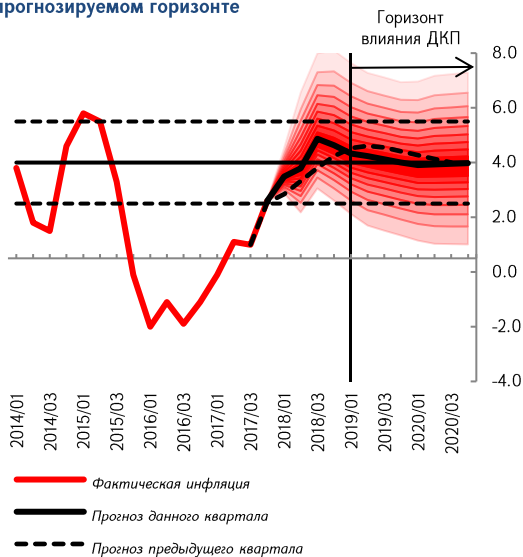
1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	5
2.1. Внешняя среда	5
2.2. Прогнозы	7
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	7
2.2.2. Экономическая активность.....	8
2.2.3. Сравнение с предыдущими прогнозами	11
2.2.4. Логика и риски	13
Вкладка 1. Результаты опроса относительно ожиданий домашних хозяйств и финансовой системы	14
3. Фактические развития четвертого квартала 2017 года	17
3.1. Инфляция.....	17
3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции	17
3.1.2. Цены	19
Вкладка 2. Влияние изменений ставок налоговых и таможенных пошлин на инфляцию	20
3.2. Экономические развития	21
3.2.1. Позиция экономики	21
3.2.2. Расходная сторона экономики	21
3.2.3. Доходная сторона экономики	23
3.2.4. Рынок труда	24
3.3. Развития финансового рынка	24
Вкладка 3. Развития валютного рынка	25
Вкладка 4. Результаты опроса относительно условий предоставления кредитов банками и кредитными организациями РА	26
Приложение	
Основные макроэкономические показатели	28

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

В соответствии с программой денежно-кредитной политики ЦБ по первому кварталу 2018 года инфляция в ближайшие месяцы слегка увеличится и будет колебаться в пределах допустимого значения, а в среднесрочном периоде укрепитя вблизи 4% целевого уровня.

График 1

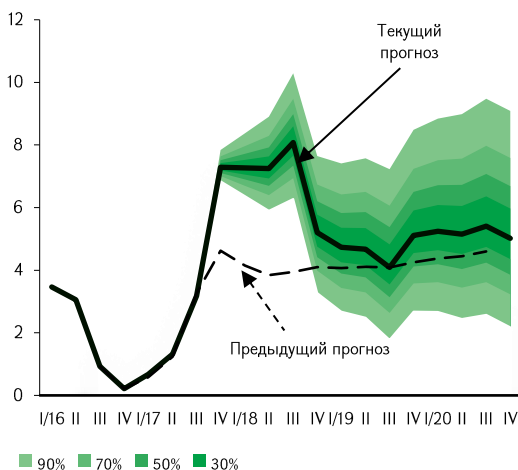
Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозируемом горизонте



Исходя из продолжающейся в четвертом квартале 2017 года высокой экономической активности, ЦБ оценивает, что показатель экономического роста на 2017 год будет выше предыдущего прогноза.

График 2

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



В соответствии с программой денежно-кредитной политики ЦБ по первому кварталу 2018 года инфляция в ближайшие месяцы слегка увеличится и будет колебаться в пределах допустимого значения, а в среднесрочном периоде укрепитя вблизи 4% целевого уровня.

Выполнению программы 12-месячной инфляции в основном окажут содействие ожидаемые в краткосрочном отрезке положительные развития макроэкономической среды, обусловленные пока сохраняющимся влиянием стимулирующей денежно-кредитной политики ЦБ и ожиданием сравнительно высоких темпов восстановления спроса как во внешней, так и внутренней экономике. В течение 2017 года ЦБ провел стимулирующую денежно-кредитную политику, направленную на восстановление внутреннего спроса и инфляции. В целях закрепления стабильности восстановления внутреннего спроса, эта политика будет сохранена и в первом квартале 2018 года. В четвертом квартале 2017 года ЦБ считал, что краткосрочные инфляционные ожидания общественности несколько смягчатся в начале 2018 года, поскольку они обусловлены в основном факторами предложения. Как и ожидалось, в первом квартале 2018 года дополнительные инфляционные ожидания смягчились, и необходимость принятия быстрых мер реагирования еще не возникла. Тем не менее, в условиях предусматриваемых развитий и с целью достижения целевого уровня инфляции, в среднесрочном отрезке появится необходимость **постепенной нейтрализации стимулирующих условий денежно-кредитной политики**.

Исходя из продолжающейся в четвертом квартале 2017 года высокой экономической активности, ЦБ оценивает, что показатель экономического роста на 2017 год будет выше предыдущего прогноза. Прогноз уровня совокупного спроса также был повышен по сравнению с предыдущим, в силу высокого роста значений как базовой инфляции, так и объемов импорта. Ожидалось, что временные факторы, обуславливающие ускорение темпов экономического роста в прогнозном горизонте, постепенно исчезнут, и рост экономики приблизится к потенциальному уровню.

Прогнозы рисков уровня инфляции и экономического роста в **краткосрочном отрезке** в основном равнонаправленные, что обусловлено возможными развитиями сельского хозяйства.

Риски уровня инфляции и экономического роста в **среднесрочном отрезке** в основном направлены вверх. Риски будут обусловлены более быстрым восстановлением внешнего спроса, более быстрым, чем предусматривалось ранее, ростом цен на сырьевые и продовольственные товары на международных рынках, и наиболее длительным проявлением роста внутреннего спроса, особенно роста потребления.

¹ Темп роста за каждый месяц рассчитан как среднее значение кумулятивного темпа роста за последние 4 квартала.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

Тенденция быстрого роста мировой экономики в 2017 году продолжится и в 2018 году. В частности, среди основных стран – торговых партнеров РФ – в США и странах еврозоны ожидается сохранение высоких темпов экономического роста.

В условиях восстановления мирового спроса на рынках сырьевых товаров в 2018 году будут зафиксированы в основном инфляционные тенденции, тогда как на рынках продовольствия значительных инфляционных развитий не ожидается.

Тенденция быстрого роста мировой экономики в 2017 году продолжится и в 2018 году. В условиях восстановления мирового спроса на рынках сырьевых товаров в 2018 году будут зафиксированы в основном инфляционные тенденции, тогда как на рынках продовольствия значительных инфляционных развитий не ожидается.

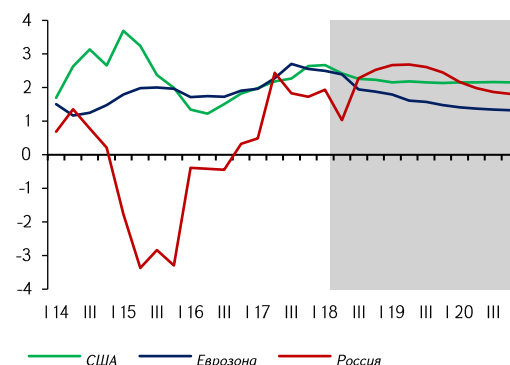
Экономические развития во внешнем секторе. Согласно предварительной оценке Бюро анализа Министерства торговли США, в четвертом квартале 2017 года в Соединенных Штатах Америки экономический рост в годовом исчислении составил 2,5%, в результате средний экономический рост в 2017 году составит 2,25%. Прогноз на 2018 год составляет 2,4%, обусловленный ожидаемым ростом объемов инвестиций в краткосрочном отрезке в рамках реализации программы президента США по сокращению налогов. Основным фактором, оказавшим содействие росту экономики в четвертом квартале, послужил рост частных и государственных расходов на восстановительные работы после ураганов, обрушившихся в предыдущем квартале. Зарегистрированный в четвертом квартале уровень безработицы слегка снизился, составив 4,1%.

Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в **евроzone** в четвертом квартале 2017 года составил 2,7% в годовом исчислении, а показатель по всему году – 2,5% благодаря улучшению экономического роста крупных стран Евросоюза. Следует отметить, что средний экономический рост в 2018 году прогнозируется 2,4%, которому как прежде будут содействовать стимулирующая денежно-кредитная политика, восстановление мировой экономики, а также благоприятные условия рынка труда, где уровень безработицы снизился и в декабре 2017 года составил 8,7%.

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы **России**, экономический рост в четвертом квартале 2017 года составил 1,5% в годовом исчислении, замедлившись по сравнению с показателем предыдущего квартала на 1,8%, и составил в 2017 году в среднем 1,5%. В 2018 году прогнозируется 1,9% экономический рост, которому как прежде будет содействовать восстановление внутреннего спроса благодаря умеренно жесткой денежно-кредитной политике². В условиях подобной экономической активности безработица в четвертом квартале 2017 года вновь была не очень высокой.

График 3

Экономический рост в странах – торговых партнерах (%)



² http://cbr.ru/press/PR/?file=09022018_133031_keyrate_2018-02-09T13_29_29.htm.

Динамика цен и финансовые развития во внешнем секторе.

Развития внешних факторов в четвертом квартале 2017 года соответствовали в основном предыдущему прогнозу, за исключением цен на сырьевые товары: их текущие и прогнозируемые уровни выросли.

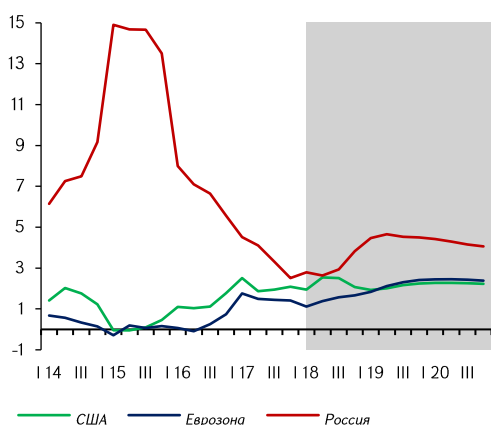
В четвертом квартале 2017 года, по сравнению с предыдущим кварталом, средняя квартальная инфляция в США ускорилась и составила 2,1%, что несколько выше долгосрочного целевого уровня. В подобных условиях развития экономики и цен, в четвертом квартале ФРС США повысила, как и ожидалось, ставку политики на 0,25 процентного пункта и установила ее в интервале 1,25 – 1,5%. В соответствии с прогнозами ожидается, что в 2018 году инфляция в США сформируется вблизи своего целевого уровня, и в этом случае, учитывая вышеизложенные развития, ФРС США продолжит постепенное ужесточение денежно-кредитной политики. Повышение ставки политики уже оказало влияние на рынок – на долгосрочные ставки по казначейским облигациям США, что обуславливает отток капитала из развивающихся стран и вытекающий из этого риск волатильности финансовых рынков. Средняя квартальная инфляция в еврозоне в четвертом квартале 2017 года сохранилась на уровне 1,4%, все еще оставаясь ниже целевого уровня. Ожидается, что инфляция приблизится к целевому уровню лишь в среднесрочном отрезке. Низкому уровню инфляции в краткосрочном отрезке будут содействовать укрепленный обменный курс, а также ожидания низкой инфляции. В этих условиях ЕБЦ продолжит проведение политики низких процентных ставок. Что касается программы количественного расширения, то до конца 2018 года предусматриваются ежемесячные покупки активов в объеме 30 млрд евро вместо прежних 60 млрд евро в месяц.

В России продолжилась тенденция снижения средней квартальной инфляции и в четвертом квартале 2017 года она составила 2,5%, оставаясь ниже своего 4% целевого уровня. Снижению инфляции содействовал в основном спад цен на сезонные сельскохозяйственные товары. В подобных условиях Банк России снизил в четвертом квартале 2017 года ставку политики на 0,75 процентного пункта, установив ее на уровне 7,75%. Ожидается, что Банк России, несмотря на то, что уровень инфляции находится ниже целевого, пока продолжит проведение умеренно сдерживающей политики с целью снижения инфляционных ожиданий и укрепления инфляции вблизи целевого уровня.

В четвертом квартале 2017 года продолжилась тенденция ослабления доллара США. В частности, в четвертом квартале евро укрепился по отношению к доллару США в годовом исчислении на 9% и курс составил 1,18 долларов США за евро. Такая тенденция обменного курса обусловлена развитиями экономики в еврозоне, а также ожиданиями относительно будущих направлений денежно-кредитных политик обеих стран. Российский рубль укрепился в четвертом квартале 2017 года на 7,8% и курс составил в среднем 58,4 рубля за доллар США. Укрепление российского рубля в основном обусловлено

График 4

Инфляция в странах-торговых партнерах (%)



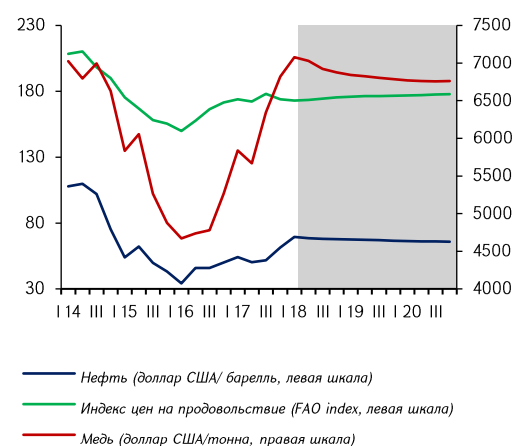
ростом международных цен на нефть. В первом квартале 2018 года наблюдалось ускорение процесса ослабления доллара США, в результате прогнозируется, что в краткосрочном отрезке евро и российский рубль сохранят свои укрепленные уровни по отношению к доллару США.

На рынке сырьевых товаров в четвертом квартале 2017 года продолжилась проявившаяся в предыдущем квартале тенденция роста цен. В прогнозном горизонте ожидается, что цены и на нефть, и на медь сформируются на высоких уровнях. В частности, в третьем и четвертом кварталах 2017 года рост международных цен на нефть продолжится, по прогнозам, также и в краткосрочном отрезке, что обусловлено продлением срока действия Соглашения ОПЕК+ по сокращению добычи нефти и ожиданием сокращения предложения в связи со сложившейся политической обстановкой в Иране.

Росту цен на медь в четвертом квартале 2017 года способствовал рост спроса в Китае, вызванный уменьшением загрузки мощностей крупных медеплавильных комбинатов в рамках компании по борьбе с загрязнением воздуха. В четвертом квартале 2017 года замедлились темпы роста цен на рынке продовольствия. В частности, замедлению темпов роста цен на продовольственные товары содействовали снижения международных цен на сахарный песок, растительное масло и молочные продукты. В первой половине 2018 года ожидается стабилизация международных цен вблизи существующего уровня.

График 5

Международные цены на сырьевые и продовольственные товары



2.2. Прогнозы

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

В условиях проводимой денежно-кредитной политики инфляция в 2018 году продолжит повышаться, оставаясь в интервале допустимых колебаний, а в дальнейшем укрепитесь у целевого уровня.

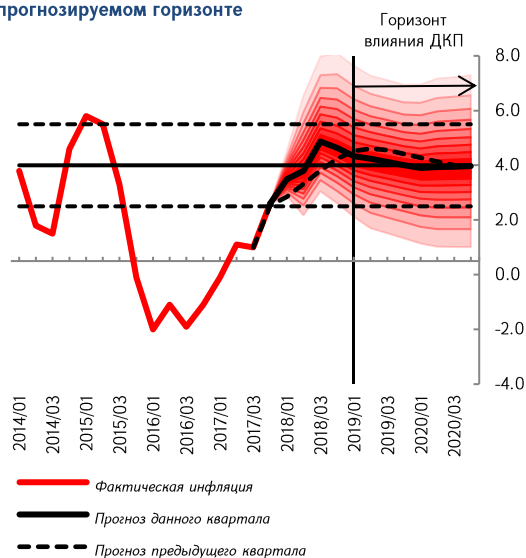
В четвертом квартале, наряду с ускорением спроса, а также инфляционными воздействиями из мировых товарных рынков, базовая инфляция заметно ускорилась, при этом общая инфляция, в условиях пока низкой инфляции сезонных сельскохозяйственных товаров и регулируемых услуг, была значительно ниже. По данным на январь 2018 года, как прямое так и косвенное влияние изменения ставок таможенных пошлин и акцизного налога было в пределах прогноза³. С другой стороны, дефляционное воздействие в результате снижения тарифов на регулируемые услуги – электроэнергию и газ в начале 2017 года, нейтрализуется в первом квартале 2018 года, что окажет положительное содействие 12-месячной инфляции.

В условиях проводимой денежно-кредитной политики инфляция в 2018 году продолжит повышаться, оставаясь в интервале допустимых колебаний, а в дальнейшем укрепитесь у целевого уровня.

³ В январе зарегистрировано содействие на 0,4 процентного пункта - основном за счет прямого влияния акцизного налога.

График 6

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



К концу года резко возросли постепенно восстанавливающиеся с начала года темпы роста внутреннего спроса в условиях расширяющейся денежно-кредитной среды, а также высокого роста объемов кредитования и денежных переводов из-за границы. В результате разрыв ВВП в четвертом квартале 2017 года по оценкам был достаточно положительным, хотя ожидается, что в первой половине 2018 года он несколько сократится. В условиях положительного разрыва ВВП, ожидаемого в 2018 году роста совокупного спроса и стимулирующей налогово-бюджетной политики возникнет необходимость постепенного ослабления степени стимулирующего воздействия денежно-кредитной политики. В результате в среднесрочном отрезке разрыв ВВП достигнет нулевого значения и инфляция стабилизируется вблизи целевого уровня. В четвертом квартале 2017 года ЦБ считал, что краткосрочные инфляционные ожидания общественности значительно смягчатся в начале 2018 года, так как будут обусловлены в основном факторами предложения. Как и ожидалось, в первом квартале 2018 года дополнительные инфляционные ожидания ослабли, следовательно необходимости принятия более быстрых мер реагирования пока нет.

Тем не менее, ожидается, что риски спроса и инфляции будут пока направлены вверх, и в случае их проявления Центральный банк скорректирует денежно-кредитные условия.

Таблица 1

Период	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
I кв. 2018	0.0%	0.3%	99.6%	0.1%	0.0%
II кв.	0.2%	6.8%	73.5%	16.0%	3.6%
III кв.	0.0%	1.2%	52.1%	30.2%	16.5%
IV кв.	0.1%	2.9%	54.0%	26.5%	16.5%
I кв. 2019	0.5%	6.2%	59.9%	22.7%	10.8%
II кв.	1.5%	10.0%	61.6%	19.6%	7.2%
III кв.	2.2%	11.9%	62.0%	17.9%	6.0%
IV кв.	3.1%	13.8%	62.0%	16.2%	4.9%
I кв. 2020	4.0%	15.2%	60.4%	15.5%	5.0%
II кв.	4.6%	15.1%	57.8%	16.2%	6.3%
III кв.	4.6%	15.0%	57.3%	16.4%	6.6%
IV кв.	4.7%	14.9%	56.8%	16.7%	7.0%

2.2.2. Экономическая активность⁴

Совокупный спрос. Высокий рост внутреннего спроса в 2017 году был в основном обусловлен неуклонным денежно-кредитным стимулированием, осуществляемым ЦБ РА, и ростом кредитования

⁴ Описание прогнозов экономического роста в цифрах см. в графике «Распределение вероятностей прогноза ВВП».

экономики, а также восстановлением внешнего спроса и денежных переводов из РФ, в условиях которых оценка на 2017 год предусматривала высокий экономический рост.

В условиях описанных развитий в 2017 году ожидался **7,2-7,4%** экономический рост. Этому росту в основном окажет содействие 10,2% рост потребления частного сектора и 13,4% рост вложений, тогда как содействие чистого экспорта будет отрицательное. Государственные расходы окажут положительное содействие росту экономики на 0,7 процентного пункта.

Ожидаемая в 2018 году стимулирующая налогово-бюджетная политика, лаговые влияния расширяющей денежно-кредитной политики в 2017 году, а также благоприятные мировые развития продолжат оказывать содействие на совокупный спрос. В условиях этих развитий в 2018 году прогнозируется **4,7-5,8%** экономический рост. Экономический рост в основном будет обусловлен высоким ростом частных расходов и экспорта.

В среднесрочном отрезке развития экономического роста в большей мере будут определяться уровнем потенциала экономики. В 2019 году экономический рост составит **4,5-5,9%**, а в 2020 году – **4,4-6,0%**. Указанные показатели среднесрочного роста экономики будут обусловлены реализацией инвестиционных программ, ходом структурных реформ, осуществляемых Правительством, и уровнями ожидаемых потенциалов экономического роста стран-партнеров.

Внешний спрос. Росту экономики в 2017 году положительное содействие оказали увеличение доходов стран-партнеров во внешнем секторе, рост туризма, а также политика Правительства по стимулированию экспорта. Однако содействие чистого экспорта экономическому росту было отрицательным, так как рост потребления и вложений во внутренней экономике сопровождался значительным ростом объемов импорта.

Прошлогоднее отрицательное содействие чистого экспорта реальному ВВП определенным образом нейтрализуется в 2018 году, как и оценивалось в предыдущем квартале. Реальный рост импорта товаров и услуг сформируется в интервале 6,0-8,0%. Этот показатель пересмотрен вверх, что обусловлено положительными корректировками показателя мирового экономического роста, в условиях которого реальный рост экспорта товаров и услуг составит 9,0-11,0% в 2018 году. Рост денежных переводов также пересмотрен вверх, что будет соответствовать оцениваемому укреплению рубля РФ и восстановлению экономики России, и в этом случае чистый рост составит 7,0-9,0%. В результате, значение текущего счета составит и останется на уровне 3% в среднесрочном отрезке.

Налогово-бюджетная политика. Фактические развития налогово-бюджетного сектора в 2017 году соответствовали прогнозам ЦБ, представленным в программе денежно-кредитной политики четвертого квартала. Влияние налогово-бюджетной политики по

Высокий рост внутреннего спроса в 2017 году был в основном обусловлен неуклонным денежно-кредитным стимулированием, осуществляемым ЦБ РФ, и ростом кредитования экономики, а также восстановлением внешнего спроса и денежных переводов из РФ, в условиях которых оценка на 2017 год предусматривала высокий экономический рост.

График 7

Содействие компонентов спроса росту (процентных пунктов)

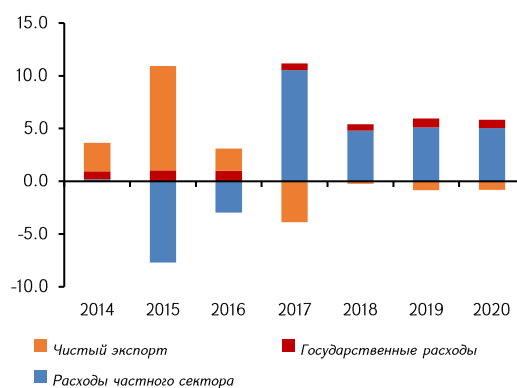
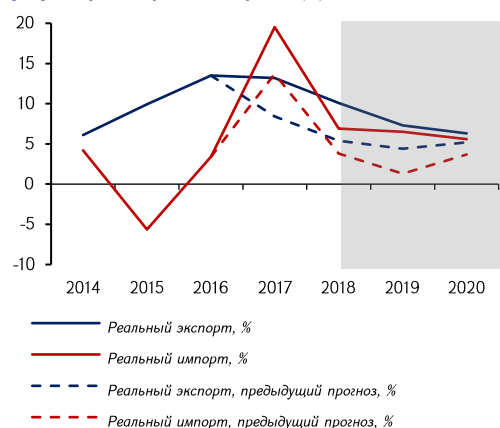


График 8

Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке (%)



итогам года, как и ожидалось, было сдерживающим на 3,0 процентного пункта⁵, обусловленное сдерживающим влиянием расходов.

Основываясь на показателях закона РА «О государственном бюджете РА на 2018 год» и прогнозах ЦБ РА по ВВП, в 2018 году, по сравнению с 2017 годом⁶, ожидается рост показателя «доходы/ВВП» на 0,1 процентного пункта и снижение показателя «расходы/ВВП» на 2,1 процентного пункта. Следует отметить, что в результате взаимной нейтрализации сокращения теневого сектора экономики и налоговых реформ, в 2018 году показатель «налоги/ВВП» останется на уровне 2017 года.

Ожидается, что в 2018 году⁷ показатель «дефицит/ВВП» снизится по сравнению с 2017 годом на 2,2 процентного пункта, составив 2,6%. Несмотря на сокращение дефицита, в 2018 году налогово-бюджетная политика окажет на совокупный спрос по сравнению с 2017 годом расширяющее влияние на 0,9 процентного пункта, что будет полностью обусловлено расширяющим влиянием расходов и чистого кредитования⁸. Причем, расширяющие влияния будут проявляться в первых трех кварталах года.

Влияние налогово-бюджетной политики в 2019-2020 годах в прогнозах ЦБ не рассматривается.

Рынок труда. В 2018 году темп роста номинальной заработной платы в **частном** секторе⁹ ускорится и составит примерно 6,0%. В среднесрочном отрезке рост номинальной заработной платы в частном секторе будет соответствовать фундаментальным развитиям экономического роста и инфляции. В 2019 году рост составит 6,4%, а в 2020 году – 7,0%.

В условиях подобных развитий экономического роста, а также политики Правительства по стимулированию вложений и проведению структурных реформ, в 2018 году ожидается 17,0% уровень безработицы, который ежегодно снизится на 0,3-0,5% и в конце прогнозного горизонта будет находиться на среднесрочном равнонаправленном уровне.

В среднесрочном отрезке ускорится рост расходов предприятий на единицу рабочей силы, достигнув в конце прогнозируемого периода 3% роста в годовом исчислении.

График 9

Годовой прирост номинальной заработной платы (%)

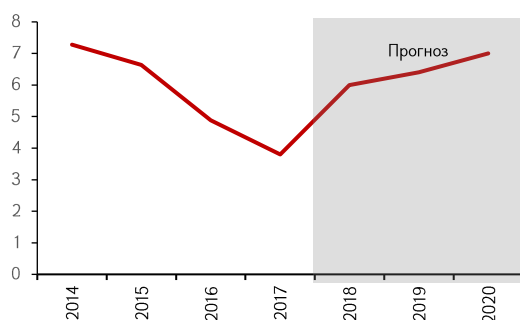
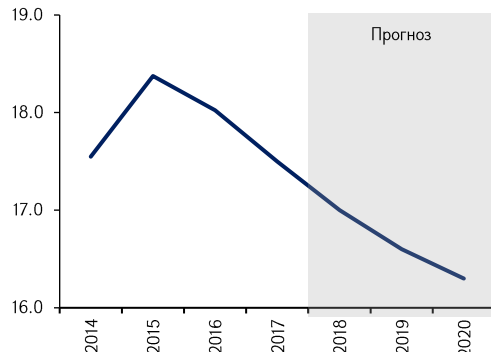


График 10

Уровень безработицы (%)



⁵ В оценке влияния налогово-бюджетного сектора в показателях четвертого квартала 2017 года, и, соответственно, в годовых показателях, не учтен полученный в конце года товарный кредит РФ в размере 82,2 млрд драмов РА, так как данные средства не являются фактическим потоком.

⁶ В расходы государственного бюджета, следовательно, в дефицит включена зафиксированная конце 2017 года сумма товарного кредита с целью обеспечения сопоставимости.

⁷ На основании показателей проекта закона РА «О государственном бюджете РА на 2018 год».

⁸ Предоставление чистого кредитования имеет расширяющее влияние, а возврат — сдерживающее. В 2018, 2019 годах предусматривается чистое предоставление кредитов, а в 2019 году — возврат средств от предоставленного финансирования.

⁹ Показатели рынка труда за 2017-2020 гг. являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях за третий квартал 2017 года и январь-ноябрь 2017 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к соответствующему периоду предыдущего года, если иное не указывается.

2.2.3. Сравнение с предыдущим прогнозом

Среднесрочные показатели экономического роста стран-торговых партнеров РФ пересмотрены вверх по сравнению с предыдущим прогнозом.

Прогнозы экономического роста США на 2018 год слегка пересмотрены вверх, что обусловлено ожиданиями роста вложений в краткосрочном периоде. Пересмотру экономического роста еврозоны в 2018 году вверх содействовал неуклонный рост потребительских расходов.

Темпы роста экономики России в 2018 году пересмотрены слегка вниз по сравнению предыдущим прогнозом, что обусловлено, в основном, замедлением темпов роста промышленности в краткосрочном периоде. А в среднесрочном отрезке, из-за прогнозов более высокого уровня цен на нефть, экономический рост будет выше, чем предусматривалось в предыдущем прогнозе.

На товарно-сырьевых рынках ожидается самый высокий уровень инфляционных развитий по сравнению с прежними прогнозами, а на мировых рынках продовольствия в прогнозном горизонте цены сформируются на самых низких уровнях по сравнению с предыдущим прогнозом.

В частности, на мировом рынке продовольствия, по сравнению с предыдущей программой, ожидаются более низкие уровни цен, из-за низкого, чем прогноз, фактического показателя 2017 года. Тем не менее, темп роста цен в прогнозном горизонте ускорится, однако уровень цен будет ниже, чем прогнозировалось ранее.

Цены на нефть, по сравнению с предыдущими прогнозами, установятся на более высоком уровне, что обусловлено продлением срока действия Соглашения ОПЕК+ по сокращению добычи нефти и ожиданием сокращения предложения со стороны Ирака, а также восстановлением мирового спроса на нефть.

Цены на медь сформируются, по сравнению с предыдущими прогнозами, на более высоком уровне, что обусловлено фактическим высоким показателем за четвертый квартал, вызванного некоторыми ограничениями объемов предложения Китая.

Темп экономического роста РФ по сравнению с предыдущими прогнозами пересмотрен вверх как для 2017 года, так и для всего прогнозного горизонта.

В результате зафиксированной более высокой экономической активности в 2017 году, ожидания роста во всех отраслях экономики пересмотрены вверх. Тем не менее, экономический рост в 2017 году был в основном обеспечен за счет отрасли промышленности и сферы услуг, показатели роста которых обусловлены более положительными, чем ожидалось, развитиями как внутреннего, так и внешнего спроса, а отрасли сельского хозяйства и строительства оказали соответственно отрицательное и небольшое положительное содействие.

График 11

Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении (%)

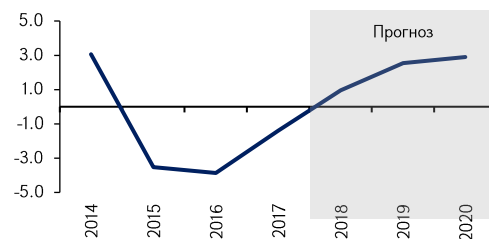


График 12

Прогнозы экономического роста США (%)

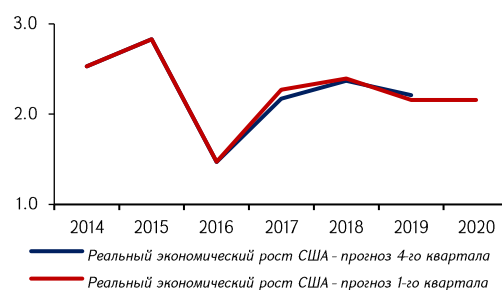


График 13

Прогнозы экономического роста ЕС (%)

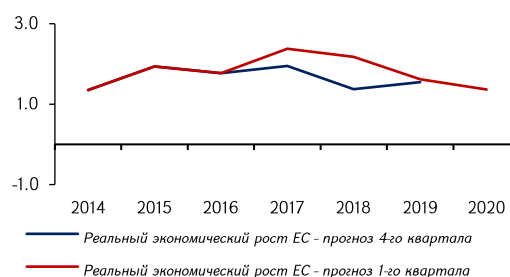


График 14

Прогнозы экономического роста РФ (%)

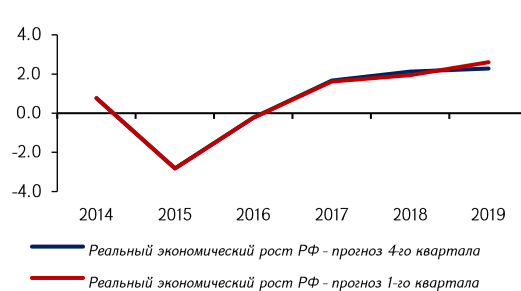


График 15

Международные цены на продовольствие

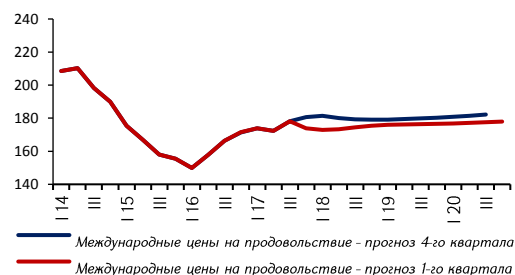


График 16

Международные цены на нефть

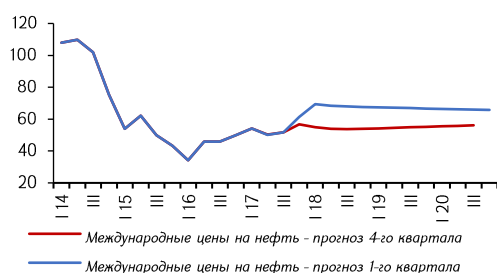


График 17

Международные цены на медь

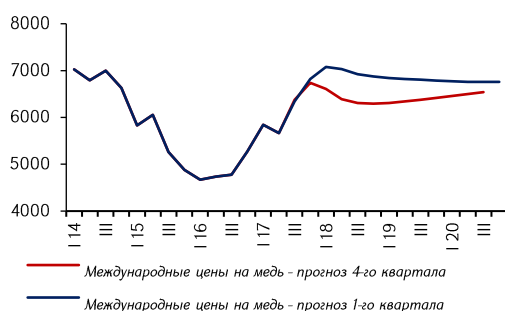


График 18

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

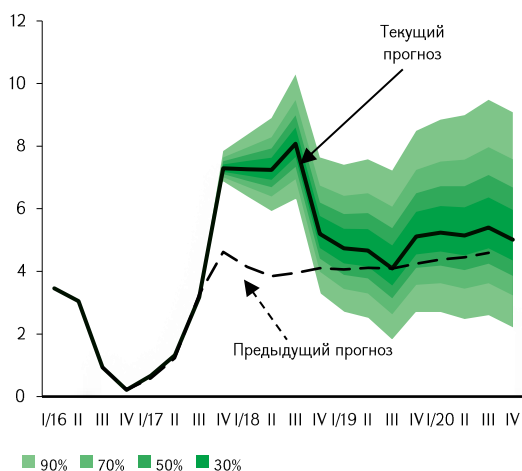
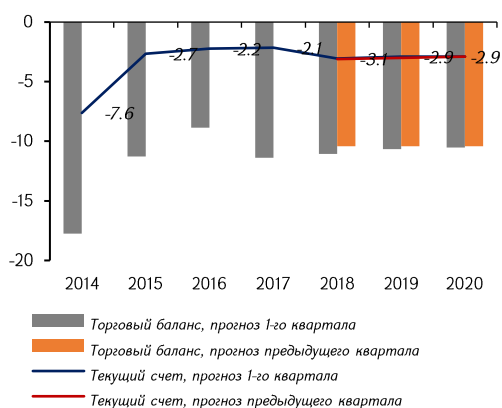


График 19

Текущий счет / Среднесрочные прогнозы ВВП (%)



Фактический и ожидаемый более высокий темп роста промышленности обусловлен более высоким, чем ожидался, темпом роста экономик стран-партнеров РА, а также высоким уровнем цен на металлы на мировых рынках.

Зарегистрированный и ожидаемый более высокий темп роста в сфере услуг исключительно обусловлен пересмотром вверх показателя роста затрат в частном секторе, а также более положительными, чем ожидалось, развитиями показателей по туризму.

Ожидается, что высокий рост промышленности и рост сферы услуг слегка снизятся в 2018 году, но в прогнозном горизонте эти значения останутся на высоких уровнях. В результате, экономический рост в 2019-2020 годах будет выше, чем предусматривалось в предыдущих прогнозах, а в конце прогнозного горизонта будет находиться вблизи своего потенциального уровня.

Таблица 2

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП

период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2017 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	7.20 - 7.40	6.80 - 7.80
2018 январь-декабрь / 2017 январь-декабрь	4.70 - 5.80	3.30 - 7.60
2019 январь-декабрь / 2018 январь-декабрь	4.50 - 5.90	2.70 - 8.50
2020 январь-декабрь / 2019 январь-декабрь	4.40 - 6.00	2.20 - 9.10

В 2018 году показатель «дефицит текущего счета/ВВП» будет находиться в интервале предыдущих прогнозов. В среднесрочном отрезке прогнозы по указанному показателю также сохранятся на уровнях прогнозов предыдущих программ.

Оценка влияния налогово-бюджетного сектора в 2018 году по сравнению с предыдущими прогнозами не изменилась, показатель по сравнению с 2017 годом будет расширяющим на 0,9 процентного пункта.

Согласно текущему прогнозу, несмотря на то, что в среднесрочном отрезке уровень инфляции будет выше, чем прогнозировалось ранее, он в дальнейшем снизится из-за ожидания замедления высоких темпов роста спроса и постепенной нейтрализации в среднесрочном отрезке стимулирующих денежно-кредитных условий. В результате в среднесрочном отрезке инфляция будет немного ниже, чем предусматривалось в предыдущем прогнозе, и закрепится вблизи целевого уровня.

Более высокая инфляция в краткосрочном отрезке была обусловлена довольно высокими темпами роста спроса в четвертом квартале и более высокими международными ценами на сырьевые товары, при том, что не было зарегистрировано существенных изменений

¹⁰ Темп роста за каждый месяц рассчитан как среднее значение кумулятивного темпа роста за последние 4 квартала.

цен на сезонные продукты и тарифов на регулируемые услуги. В первом квартале 2018 года базовая инфляция ускорится вследствие также и вступивших недавно в силу законодательных изменений относительно ставок налоговых и таможенных пошлин, о чем отмечалось в «Обзоре инфляции четвертого квартала 2017 года». Следует отметить, что по данным за январь зарегистрировано содействие, соответствующее этой оценке. Инфляция сезонной сельхозпродукции была ниже прогнозов, несмотря на некоторое повышение. Показатель значительно повысится в 2018 году и в среднесрочном отрезке, благодаря ожидаемому постепенному увеличению объемов экспорта. Во всяком случае, развития сельского хозяйства остаются очень неустойчивыми и неопределенными. В среднесрочном отрезке инфляция замедлится в соответствии с предыдущим прогнозом, вследствие замедления совокупного спроса и постепенного перехода от стимулирующей денежно-кредитной политики к нейтральной (см. график распределения вероятностей прогноза инфляции).

Дополнительный рост инфляционных ожиданий, вызванный периодическим распространением в СМИ информации об ожидаемой высокой инфляции, нейтрализовался в первом квартале, однако в краткосрочном периоде рост инфляционных ожиданий продолжится, а в дальнейшем будет постепенно слабеть параллельно развитию базовой инфляции.

2.2.4. Логика и риски

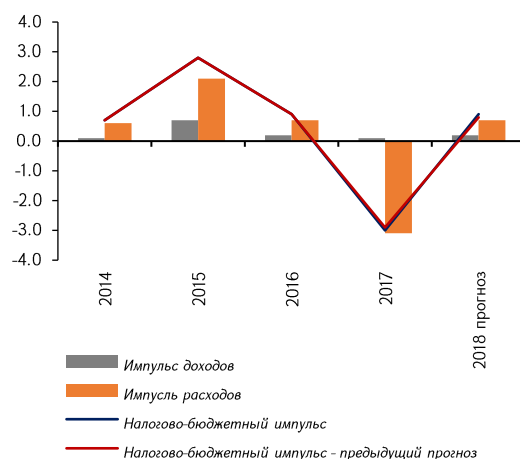
В данном разделе представляется логика денежно-кредитной программы ЦБ первого квартала 2018 года и риски реализации программы, обусловленные развитиями внешнего сектора, осуществляемой налогово-бюджетной политикой, сформировавшимися тенденциями и краткосрочными прогнозами.

Замедление темпов спроса. В 2018 году ожидается замедление зарегистрированного в конце 2017 года темпа высокого роста совокупного спроса. Зарегистрированный высокий рост этого показателя обусловлен сокращением склонности к потреблению в предыдущие годы и влиянием ряда краткосрочных факторов. С другой стороны, данный показатель является важным предположением данной программы и рассматривается как риск отклонения прогнозов инфляции и экономического роста вверх, так как не исключено также, что восстановление спроса быстрыми темпами может быть устойчивым и неуклонным. В случае реализации этого риска ЦБ отреагирует должным образом, обеспечив стабильность цен в среднесрочном отрезке.

Влияние законодательного изменения ставок налоговых и таможенных пошлин на инфляцию. Оценка влияния изменения в 2018 году ставок акцизного налога и таможенных пошлин на некоторые товары и в этом квартале осталась без изменения, и ожидается, что общее влияние на инфляцию достигнет 1,0 процентного пункта.

График 20

Прогнозы налогово-бюджетного импульса (процентных пунктов)



Дополнительный рост инфляционных ожиданий, вызванный периодическим распространением в СМИ информации об ожидаемой высокой инфляции, нейтрализовался в первом квартале.

График 21

Оценка краткосрочных инфляционных ожиданий по модели квартальных прогнозов (%)

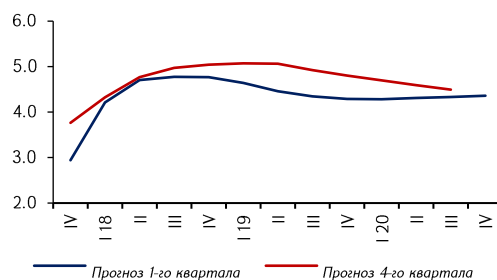
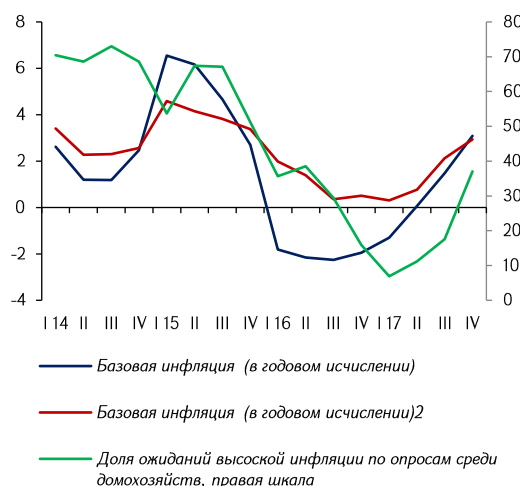


График 22

В 4-м квартале 2017 года инфляционные ожидания значительно повысились



Ожидания. Согласно оценкам ЦБ, инфляционные ожидания населения продолжали повышаться в четвертом квартале 2017 года и первом квартале 2018 года, обусловленные влиянием роста международных цен на определенные категории товаров на внутренние цены и изменениями налогового и таможенного законодательства. Учитывая вышесказанное, ЦБ оценивает, что инфляционные ожидания в течение квартала выросли, составив 2,9%, а имеющиеся дополнительные инфляционные ожидания в основном нейтрализовались¹¹. В предстоящем периоде, как и ожидалось, они будут повышаться, укрепившись в прогнозном горизонте вблизи целевого уровня инфляции.

Вкладка 1

График 23

Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы (%)



Результаты опросов среди домашних хозяйств и финансовых учреждений относительно их ожиданий

Согласно результатам опросов ЦБ, проведенных в четвертом квартале 2017 года среди домашних хозяйств и организаций финансового сектора относительно некоторых макроэкономических показателей, инфляционные ожидания несколько увеличились. В частности, 37,0% опрошенных домашних хозяйств считают, что инфляция в ближайшем одногодичном горизонте будет высокой, очень высокой, или затрудняются ответить, тогда как в предыдущем опросе такие ответы дали всего лишь 18,0% опрошенных. Это повышение является существенным в разрезе одного квартала, в результате 12-месячная инфляция будет находиться в интервале допустимых колебаний.

Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы в одногодичном горизонте составил 3,4%, против 2,8%, полученных по результатам предыдущего опроса.

Логика составления и риски реализации прогноза

Таблица 3

Основная логика прогноза	
Основная логика прогноза	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
Сохранение темпов роста восстановления экономической активности во внешнем секторе	- В странах – партнерах продолжится восстановление спроса и активизация экономики. - В условиях восстанавливающегося спроса, а также ограничения объемов предложения сохранится ускорение инфляции сырьевых товаров. - Вместе с активизацией экономики в развитых странах ожидается постепенное ужесточение денежно-кредитной политики.

¹¹ Дополнительные инфляционные ожидания в данном случае относятся той части ожиданий, которые не обусловлены развитиями фактической или рационально прогнозированной инфляции, а могут быть следствием других факторов, например, политической спекуляции.

Изменение ставок налоговых и таможенных пошлин	• Прямое и косвенное влияние на инфляцию до 1 процентного пункта, где 0,4 процентного пункта приходится на первый квартал 2018 года.
Повышение инфляционных ожиданий	• Вместе с влиянием восстановлением базовой инфляции краткосрочные инфляционные ожидания сохраняют тенденцию текущего роста, однако из-за активных обсуждений и комментариев СМИ вокруг инфляции отдельных товаров дополнительные инфляционные ожидания нейтрализовались.
Условия налогово-бюджетной политики	• В 2018 году влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос оценивается как небольшое – расширяющее на 0,9 процентного пункта.
Меры, содействующие росту потенциала уровня ВВП ¹²	• Продолжится осуществление Правительством структурных реформ, в условиях которых вложения частного сектора постепенно расширятся, обеспечив рост до 4,5-5% годовых. • Рост вложений частного сектора и потенциального уровня ВВП в основном проявятся в экспортном секторе в виде значительного роста экспорта как товаров, так и услуг.

В краткосрочном отрезке риски прогноза инфляции и экономического роста в основном равнонаправленные, обусловленные развитиями в сельском хозяйстве.

В среднесрочном отрезке риски инфляции в основном направлены вверх (см. График 1. «Распределение вероятностей прогноза инфляции»). Это обусловлено рядом ключевых факторов и развитиями в соответствующих секторах экономики.

Факторы первой группы связаны с ускорением темпов восстановления экономики во внешнем секторе, а также их влиянием на экономику РА. В частности, можно выделить следующие основные факторы:

- Более быстрое восстановление внешнего спроса и обусловленные этим инфляционные риски, в том числе, превысивший ожидания рост международных цен на сырьевых и продовольственных рынках.
- В условиях наиболее быстрого ужесточения условий денежно-кредитной политики в развитых странах риски оттока капитала из развивающихся стран.

В случае реализации указанных рисков увеличатся инфляционные давления на инфляцию из внешнего сектора, в результате появится необходимость ужесточения денежно-кредитных условий по сравнению с предусмотренным сценарием.

Факторы второй группы обусловлены развитиями внутренней экономики:

- Наиболее длительный характер роста спроса, особенно роста потребления.

¹² Без учета результатов инвестиционной программы по Амулсарскому руднику, вследствие отсутствия информации о сроках эксплуатации и объемах выработки.

Текущие высокие показатели роста потребления и спроса, согласно предположению, послужившему основанием для прогнозов ЦБ, частично обусловлены возмещением в последние годы сокращения потребления, поэтому они будут иметь краткосрочный характер. Тем не менее, есть определенная вероятность, что высокий уровень текущих показателей отражает наиболее устойчивый рост спроса, в результате в будущем могут быть дополнительные инфляционные давления.

В прогнозном горизонте риски экономического роста равнонаправленные, однако преобладают риски, направленные вверх.

В дополнение вышеуказанным рискам инфляции и циклическим среднесрочным рискам экономики, по части экономического роста имеются также дополнительные среднесрочные риски, связанные с потенциалом, приведенные ниже:

- Ход и степень влияния осуществляемых Правительством структурных реформ и мероприятий по стимулированию вложений.
- Экономические последствия эксплуатации Амулсарского рудника.
- Неопределенности, касающиеся освоения новых рынков со стороны хозяйствующих субъектов и создания новых товарных категорий.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ЧЕТВЕРТОГО КВАРТАЛА 2017 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

В течение предыдущего краткосрочного горизонта, охватывающего весь 2017 год, согласно программе денежно-кредитной политики первого квартала 2017 года предусматривалось, что инфляционная среда, в соответствии с ожидаемыми макроэкономическими развитиями, продолжит расширяться, однако **12-месячная инфляция** останется в течение года ниже уровня нижней границы интервала допустимых колебаний. В то же время, учитывая пересмотр прогноза базовой инфляции вниз по сравнению с предыдущим прогнозом, формирование низких цен на некоторые непродовольственные товары, а также снижение с января 2017 года тарифов на газ и электроэнергию для населения, ЦБ считал, что траектория достижения 12-месячной инфляции целевого уровня слегка замедлится по сравнению с прежним прогнозом. В этих условиях дефляционная среда до конца года должна была постепенно нейтрализоваться, и в прогнозном горизонте 12-месячная инфляция должна была вернуться к целевому уровню.

Под влиянием вышеуказанных факторов и предусматриваемой Правительством на 2017 год сдерживающей, по сравнению с предыдущим годом, налогово-бюджетной политики, **ЦБ счел пока целесообразным и возможным смягчение денежно-кредитных условий в первом квартале 2017 года.**

Вместе с этим ЦБ заключил, что осуществленная прежде денежно-кредитная политика была достаточно стимулирующей для нейтрализации дефляционной среды в 2017 году и достижения целевого уровня инфляции в прогнозном горизонте.

По фактическим результатам первого квартала 2017 года, как и ожидалось, 12-месячная инфляция повысилась, составив **в конце марта -0,1%**, что в большей мере было обусловлено влиянием проводимой ЦБ расширяющей денежно-кредитной политикой. Учитывая пока сохраняющийся в этом периоде низкий внутренний спрос, дефляционные влияния внешнего сектора на продовольственные, а позднее, и на непродовольственные товары, а также ожидаемое влияние предусмотренной Правительством на 2017 год сдерживающей налогово-бюджетной политики, ЦБ продолжил смягчение денежно-кредитных условий, снизив в феврале ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, которая составила в конце месяца **6,0%.**

График 24

По прогнозам ЦБ инфляция в прогнозном горизонте будет колебаться в допустимом диапазоне, укрепится в конце 2019 г. вблизи 4% целевого уровня



Со второго квартала 2017 года, учитывая высокую экономическую активность и умеренные инфляционные влияния, ожидаемые из международных товарно-сырьевых рынков, ЦБ пересмотрел краткосрочные прогнозы инфляции в направлении более быстрого восстановления.

Во втором квартале 2017 года инфляция продолжила повышаться, что было в основном обусловлено формированием высоких цен на сельхозпродукты, в результате **с апреля показатель 12-месячной инфляции оказался в области положительных значений**, колеблясь в среднем за квартал вблизи уровня **1,3%**. В этом периоде повысилась также и 12-месячная инфляция, достигнув под влиянием стимулирующей денежно-кредитной политики 0,3% с минус 0,9% в предыдущем квартале. В третьем квартале стало наблюдаться замедление темпов роста 12-месячного роста цен на фрукты и овощи, что сдержало восстановление инфляции, находящейся, в среднем, вблизи уровня 1,0%, причем 12-месячная базовая инфляция продолжала расти быстрыми темпами, составив к концу квартала 1,9%. Причем, ЦБ заключил, что замедление темпов роста цен на сезонную сельхозпродукцию носит временный характер, и до конца года ожидалось ускорение темпов роста цен на эти продукты, а также накопление определенных инфляционных рисков. Ожидаемые проявления были зарегистрированы в четвертом квартале, когда как и общая и базовая инфляции значительно ускорились, составив соответственно 2,6% и 3,7%. Наблюдаемой в течение квартала сравнительно высокой инфляции в большей мере способствовали увеличивающиеся инфляционные ожидания, которые росли среди населения более быстрыми темпами из-за роста цен на некоторые продукты на международных рынках.

В создавшейся ситуации ЦБ заключил, что осуществленная прежде денежно-кредитная политика была достаточно стимулирующей для восстановления инфляции и что она сохранит свое влияние до конца года. Руководствуясь вышесказанным, с марта по декабрь ЦБ оставил денежно-кредитные условия без изменений, сохранив **ставку рефинансирования на уровне 6%**. Причем, в условиях определенного расширения инфляционной среды и инфляционных ожиданий в четвертом квартале, сохранение ставки было обосновано также необходимостью обеспечения стабильности восстановления спроса. В то же время, в конце года ЦБ послал финансовому рынку сигнал о том, что при реализации прогнозируемых развитий в ближайшее время появится необходимость **постепенной нейтрализации стимулирующих денежно-кредитных условий**. Под влиянием такой денежно-кредитной политики в прогнозном горизонте инфляция будет колебаться в пределах допустимого диапазона, а с конца 2019 года укрепится вблизи целевого уровня.

3.1.2. Цены

Потребительские цены. В четвертом квартале 2017 года **инфляция** составила **4.3%**, что, как и ожидалось, было обусловлено высокой инфляцией сезонных продовольственных товаров, в частности, ростом цен на товарные категории «овощи и картофель», «фрукты» и «яйца», соответственно на 74,8%, 6,5% и 19,5% (содействие квартальной инфляции – примерно 4,5 процентного пункта). В то же время ускорилась и базовая инфляция (1,8%), обусловленная ростом цен на товарные категории «масло и жиры», «молочные продукты», «мясные продукты», «одежда» и «обувь» соответственно на 7,2%, 5,4%, 4,3%, 11,1% и 7,1% (содействие квартальной инфляции – примерно 1,2 процентного пункта). Явилось это следствием продолжающихся инфляционных развитий на международных рынках продовольственных товаров, а также влияния факторов восстановления спроса во внутренней экономике.

В указанных условиях инфляция в четвертом квартале 2017 года ускорилась, в результате 12-месячная инфляция составила в декабре 2,6%, вместо прогноза в 2,5%.

График 25

В 4-ом квартале 2017 г. расширилась инфляционная среда

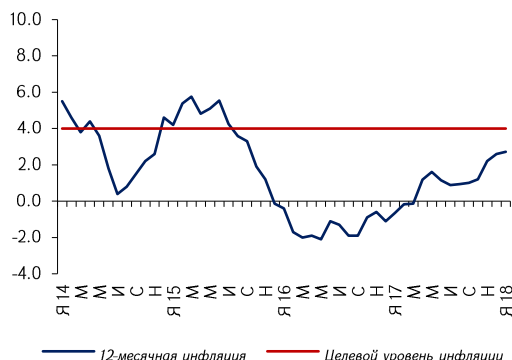


Таблица 4

Рост потребительских цен по группам товаров, оказавшим основное содействие ¹³						
Товарная категория	2017 сентябрь (в годовом исчислении)		2017 декабрь (в годовом исчислении)		2017 четвертый квартал	
	рост	содействие	рост	содействие	рост	содействие
ИПЦ	1.0		2.6		4.3	
Продовольственные товары	2.9	1.2	5.2	2.4	8.4	3.8
Хлеб	-1.2	-0.1	-1.1	-0.1	-0.5	0.0
Мясные продукты	6.6	0.6	11.1	1.0	4.3	0.4
Молочные продукты	1.7	0.1	5.3	0.2	5.4	0.2
Масла и жиры	7.9	0.2	13.3	0.4	7.2	0.2
Фрукты	-0.6	0.0	0.8	0.0	6.5	0.2
Овощи и картофель	7.8	0.4	8.2	0.4	74.8	4.0
Рыба	27.5	0.2	24.8	0.2	1.4	0.0
Яйца	-8.0	-0.1	10.2	0.1	19.5	0.3
Сахарный песок	3.4	0.0	-6.0	-0.1	-4.5	0.0
Непродовольственные товары	-0.8	-0.2	1.6	0.3	2.5	0.5
Услуги	-0.5	-0.2	-0.5	-0.2	0.0	0.0

¹³ Показатели по товарной категории продовольственных товаров рассчитаны в годовом исчислении со стороны ЦБ на базе данных НСС РА.

По официальным данным НСС РА, инфляция в январе 2018 года составила 2,7%, обусловленная, в основном, ростом цен на товарные категории «фрукты», «овощи и картофель», «топливо» соответственно на 10,0%, 34,3% и 11,2% (общее содействие инфляции – 2,54 процентного пункта). Рост цен на товарную категорию «топливо» обусловлен, в основном, изменениями ставки акцизного налога с января 2018 года.

Следует отметить, что прямое и косвенное влияние изменений ставки налоговых и таможенных пошлин находилось в пределах значений, оцененных ЦБ (см. вкладку 3).

Вкладка 2

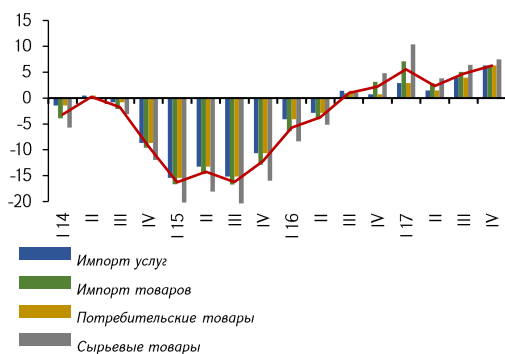
Влияние изменений налогового и таможенного законодательства на инфляцию

Оценка прямого и косвенного влияния изменений ставки налоговых и таможенных пошлин на инфляцию с 2018 года составляла 1,0 процентный пункт (см. Обзор инфляции: программа денежно-кредитной политики 4-го квартала 2017 года, отчет о выполнении программы кредитной политики 3-го квартала 2017 года).

В январе 2018 года прямое влияние изменений ставки налоговых и таможенных пошлин на инфляцию составило 0,4 процентного пункта, а косвенное влияние пока не оценено, в частности, инфляция транспортных услуг в январе составила 0,2%, что было полностью обусловлено 0,5% ростом тарифов средств воздушного транспорта (содействие инфляции – 0,004 процентного пункта). Обусловлено это значительным укреплением евро по отношению к доллару США, в котором обычно указываются тарифы на международные авиаперевозки пассажиров.

График 26

В 4-м квартале 2017г. был зарегистрирован рост долларовых цены на импорт товаров и услуг повысились (в годовом исчислении, %)



Цены на импорт. Несмотря на стабилизацию долларовых цен на импортируемые в РА товары и услуги в четвертом квартале 2017 года, составив в среднем 0,7% рост кв/кв, тем не менее, по сравнению с аналогичным кварталом предыдущего года темпы роста ускорились за счет, в основном, ускорения роста цен на нефть.

Росту долларовых цен на импорт потребительских товаров в четвертом квартале 2017 года в основном содействовал рост долларовых цен в России и Евросоюзе вследствие укрепления валют этих стран по отношению к доллару США. Их общее содействие инфляции долларовых цен в годовом исчислении составило 1,4 процентного пункта.

3.2. Экономические развития

3.2.1. Позиция экономики

Разрыв ВВП в четвертом квартале 2017 года был положительным. В условиях зарегистрированного с начала 2017 года высокого экономического роста фактический уровень ВВП постепенно приближался к потенциальному уровню, а уже в четвертом квартале разрыв ВВП был положительным примерно 2,0%, создав на потребительском рынке значительные давления. Существенному сокращению разрыва ВВП содействовала неуклонно осуществляемая с 2016 года расширяющая денежно-кредитная политика, стимулирующее влияние которой все еще сохраняется. Образованию положительного разрыва ВВП в отчетном периоде способствовал также опередивший ожидания рост кредитования, восстановление денежных переводов, а также опередившая ожидания более высокая активность в сфере строительства¹⁴. О положительном разрыве ВВП говорит также ускорение базовой инфляции в конце 2017 года (см. раздел 2.2.1). По всей видимости данный положительный разрыв является, в основном, следствием восстановления сокращенного в течение предыдущих лет спроса и он будет уменьшаться в течение предстоящих кварталов.

3.2.2. Расходная сторона экономики

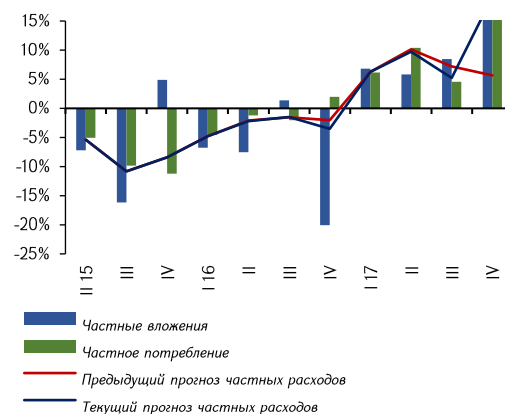
В четвертом квартале 2017 года темп роста спроса ускорился, превысив ожидания ЦБ. В условиях оцененного в годовом исчислении 12,5% роста добавленной стоимости в отчетном периоде рост частных затрат составит 19,1%. В результате рост частных затрат в 2017 году составит 10,7%.

Рост частных затрат в четвертом квартале 2017 года является следствием роста частного потребления на 18,2% и частных вложений на 23%. Зарегистрированному в четвертом квартале росту частного потребления и частных вложений существенное содействие оказали расширяющая денежно-кредитная политика ЦБ, высокий темп роста кредитования и рост денежных переводов из РФ. О высоком росте потребления свидетельствует опубликованный НСС РА показатель ускорения роста объемов торгового оборота, составивший в четвертом квартале 17,4%. Росту вложений способствовал также темп высокого роста, зарегистрированный в сфере строительства.

В результате зарегистрированного с начала 2017 года неуклонного роста частных затрат, эти показатели слегка превысили потенциальный уровень, в результате разрыв спроса частного сектора в

График 27

Структура расходов частного сектора (рост в годовом исчислении, %)



¹⁴ Данные по строительству Амулсарского рудника за 2017 год стали объектом учета в отчетах НСС РА с ноября 2017, в результате показатель выпуска продукции строительства за 2017 год значительно увеличился.

График 28

Ухудшение чистого экспорта в реальном выражении замедлилось в 4-м кв. 2017 г.
(чистый реальный экспорт, в годовом исчислении, %
положительный знак – улучшение)

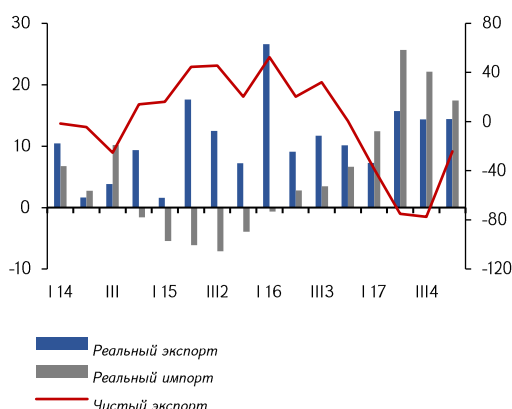


График 29

В 3-м кв. 2017 г. сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено сдерживающим влиянием расходов

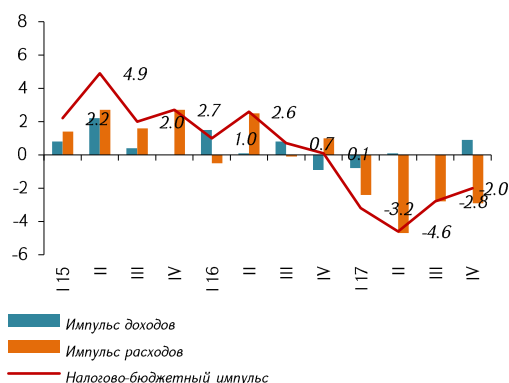
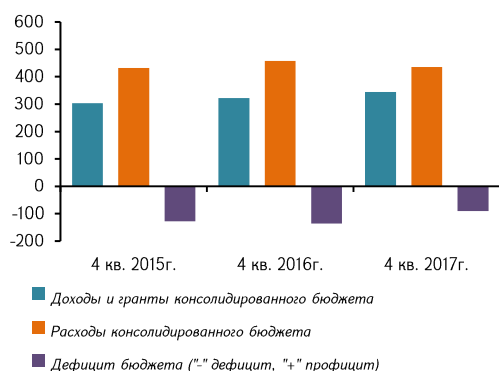


График 30

Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов РА)



четвертом квартале 2017 года был положительный. Таким образом, частные затраты в четвертом квартале 2017 года вызвали инфляционные давления.

В четвертом квартале 2017 года, в соответствии с оценками ЦБ, в результате опережающего роста реальных объемов импорта по сравнению с экспортом влияние чистого реального экспорта на рост ВВП было отрицательным. В четвертом квартале 2017 года темпы роста реального экспорта товаров и услуг¹⁵ составил 14,4% годовых, а реальный рост импорта товаров и услуг составил 17,4% годовых.

Темпы роста долларовой стоимости чистых денежных переводов физических лиц (включая вознаграждение сезонных трудовых мигрантов и личные трансферты) ускорились в четвертом квартале 2017 года и составили 18,8% в годовом исчислении под влиянием ускорения восстановления экономики России и укрепления курса рубля РФ к доллару США.

В соответствии с оценками 2017 года влияние чистого внешнего спроса на реальный ВВП было отрицательное, что обусловлено опережающим ростом реального импорта товаров и услуг по сравнению с ростом реального экспорта товаров и услуг в результате превысившего прогнозы быстрого восстановления внутреннего спроса. За вычетом иных факторов, положительное влияние на внутренний спрос оказал также высокий рост денежных переводов физических лиц, обусловленный превысившим ожидания быстрое восстановление экономики России (в четвертом квартале 2017 года он превысил прогнозы, в результате годовой показатель роста денежных переводов физических лиц составил 15,0-17,0%). Несмотря на увеличение дефицита внешнего торгового баланса, в результате фактических развитий чистого баланса доходов текущего счета и оценок за четвертый квартал показатель «дефицит текущего счета/ВВП» 2017 года улучшился по сравнению с прежним прогнозом, составив 2,0%. Показатель был обусловлен также оценками показателя роста ВВП, превысившего прогноз.

Налогово-бюджетная политика¹⁶. В четвертом квартале 2017 года расходы и доходы бюджета были исполнены в соответствии с прогнозами ЦБ¹⁷, однако из-за пересмотров вверх оценок номинального ВВП и экономического потенциала, показатели импульса слегка отклонились от прогноза. Импульс налогово-бюджетной политики на

¹⁵ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

¹⁶ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен с использованием предварительных фактических показателей консолидированного бюджета (оценка бюджета общин) – без учета внебюджетных средств, рассчитанных на базе предварительных фактических показателей за четвертый квартал (включая показатели групп по реализации проектов). Причем, воздействие доходов рассчитано по отношению к прогнозируемому номинальному показателю ВВП, а воздействие расходов – к оцененному экономическому потенциалу.

¹⁷ Прогноз по доходам совпал с представленными в проекте государственного бюджета 2018 года оценками доходов за 2017 год.

совокупный спрос был по оценкам сдерживающим на 2,0 процентного пункта¹⁸, вместо ожидаемого сдерживающего на 2,6 процентных пункта, что в большей мере обусловлено отклонением импульса доходов.

В четвертом квартале 2017 года показатель сбора доходов совокупного бюджета был выше прогноза на 1,4%, благодаря росту налоговых доходов на 3% и снижению других доходов на 35%. Однако импульс доходов был расширяющим на 0,9 процентного пункта, вместо сдерживающего на 0,4 процентного пункта, в силу более высокого, чем ожидалось по кварталу, показателя номинального ВВП.

В структуре расходов государственного бюджета **государственное потребление** было меньше прогнозного показателя на 12,4%, а **расходы по статье «Операции с нефинансовыми активами»** превысили прогноз на 30%. Импульс расходов по кварталу был сдерживающим на 2,9 процентного пункта, вместо сдерживающего показателя на 2,3 процентного пункта. Отклонение обусловлено также чистым кредитованием: вместо предусмотренного по кварталу предоставления кредита был зарегистрирован возврат кредита.

В результате вышеописанных развитий доходов и расходов в четвертом квартале дефицит бюджета составил примерно 90,0 млрд драмов, что соответствует прогнозу ЦБ.

3.2.3. Доходная сторона экономики

В период с января по декабрь 2017 года экономическая активность увеличилась на 7,7%, и рост ВВП в 2017 году составил по оценкам 7,2-7,4%, что значительно выше прогноза ЦБ.

Экономическому росту в четвертом квартале в большей мере оказали содействие отрасли промышленности и сфера услуг, рост которых составил соответственно 14,9% и 14,2%, что выше прежних оценок ЦБ в силу более положительных, чем ожидалось, развитий внешнего и внутреннего спроса.

В результате зарегистрированной в отрасли сельского хозяйства высокой экономической активности в четвертом квартале ожидается рост добавочной стоимости в отрасли на 10,2%. Однако из-за зарегистрированного спада с начала года показатель сельского хозяйства в 2017 году снизится на 3,4%.

Оценка отрасли строительства также пересмотрена вверх: в четвертом квартале она составила 12,8%, обусловленная пересмотром вверх частных вложений.

Производительность, измеряемая объемом продукции, выпущенной работником за единицу времени, проявила с начала 2017 года

График 31

Дефицит в 3-м кв. 2017 финансировался в основном за счет внешних источников (млрд драмов РА)

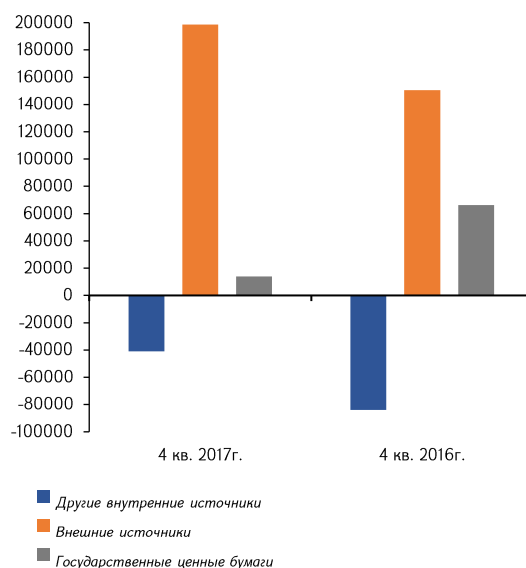
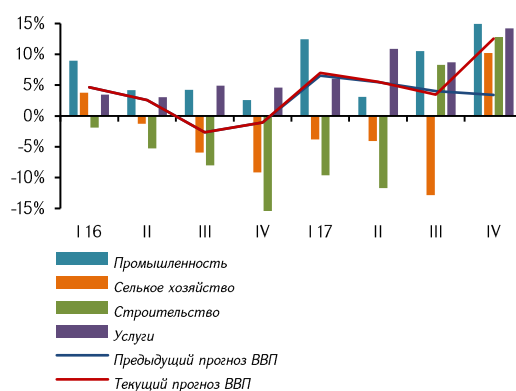


График 32

Отраслевая структура ВВП, %



¹⁸ В расчете оценки влияния налогово-бюджетной политики за четвертый квартал, и следовательно, за 2017 год, не учтен товарный кредит РФ в размере 82,2 млрд драмов, так как он не является фактическим потоком.

График 33

Годовой прирост частных номинальных заработных плат (%)

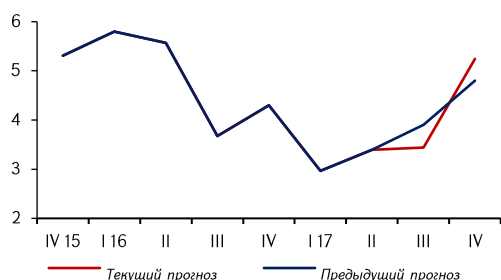
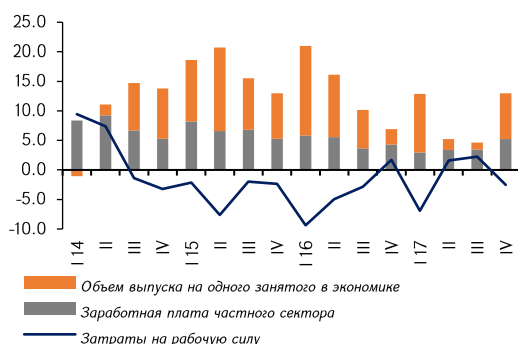


График 34

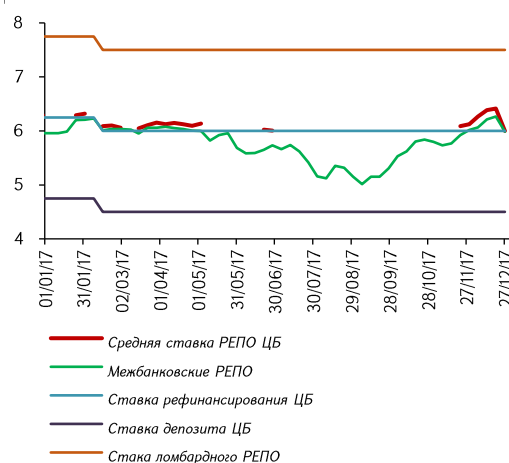
Годовой прирост затрат на оплату труда (%)



Несмотря на некоторое усиление инфляционных ожиданий и инфляционных рисков, Совет ЦБ принял решение о сохранении ставки рефинансирования на прежнем уровне, учитывая важность стабильности восстановления спроса и краткосрочный характер некоторой части инфляционных ожиданий.

График 35

В течение квартала краткосрочные ставки приблизились к ставке политики ЦБ (%)



высокие темпы роста, что частично обусловило высокий уровень экономической активности. По оценкам ЦБ в четвертом квартале 2017 года рост производительности составил 6%.

3.2.4. Рынок труда¹⁹

Начиная с 2017 года, параллельно росту экономики, наблюдалось также ускорение темпов роста средней номинальной заработной платы **частного сектора**. Темп роста номинальной заработной платы частного сектора составил в 2017 году 3,8%, что соответствует предыдущим прогнозам ЦБ. В результате в четвертом квартале в частном секторе был зарегистрирован 5,2% рост заработных плат. В условиях этих развитий рост заработных плат в частном секторе в четвертом квартале составил 2,8%, что ниже темпа роста производительности в силу жесткости рынка труда. Рост производительности, опережающий рост заработных плат, содействовал росту доходности производителей, что, в свою очередь, привело к уменьшению безработицы.

Уровень безработицы в 2017 году составил по оценкам 17,5%: в четвертом квартале этот показатель составил 16,7%, что на 0,7 процентного пункта ниже предыдущих прогнозов ЦБ.

В отчетном периоде расходы предприятий на единицу рабочей силы уменьшились, отразив ускорение темпов выпуска в расчете на единицу рабочей силы по отношению к темпу роста заработных плат.

3.3. Развития финансового рынка

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

Несмотря на некоторое усиление инфляционных ожиданий и инфляционных рисков, Совет ЦБ принял решение о сохранении ставки рефинансирования на прежнем уровне, учитывая важность стабильности восстановления спроса и краткосрочный характер некоторой части инфляционных ожиданий. Вместе с этим, Совет ЦБ послал финансовому рынку сигнал о том, что при реализации прогнозируемых развитий в ближайшее время и в целях достижения целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке не исключается постепенное повышение ставки рефинансирования для обеспечения в прогнозном горизонте колебаний инфляции в пределах допустимого диапазона.

¹⁹ Данные по рынку труда за четвертый квартал 2017 года являются оценками ЦБ, основанными на фактических показателях третьего квартала 2017 года и января-ноября 2017 года. Оценки роста представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

Таблица 5

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатели	IV кв. 16	I кв. 17	II кв. 17	III кв. 17	IV кв. 17
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	6.25	6.00	6.00	6.00	6.00
Ставка РЕПО ЦБ	6.54	6.13	6.05	6.06	6.20
Ставка межбанковского РЕПО	6.19	6.06	5.86	5.33	5.90
Доходность краткосрочных государственных облигаций	6.65	7.21	6.56	6.19	5.93
Доходность среднесрочных государственных облигаций	10.13	9.97	8.76	8.45	8.03
Доходность долгосрочных государственных облигаций	13.65	13.18	13.03	10.03	9.90

В течение четвертого квартала 2017 года ЦБ скорректировал свои инструменты, и воспользовавшись существующим в банковской системе излишком ликвидности приблизил краткосрочные ставки к уровню ставки политики. Квартальная ставка межбанковского РЕПО выросла по сравнению с предыдущим кварталом на 0,57 процентного пункта и составила 5,9%, а в декабре средняя месячная ставка составила 6,15%, что выше сентябрьского показателя на 0,96 процентного пункта. Ставки по межбанковским РЕПО сроком до 14 дней в декабре были выше ставки рефинансирования ЦБ на 0,15 процентного пункта²⁰.

Вкладка 3

Развития валютного рынка

В четвертом квартале 2017 года ставки на межбанковском денежном рынке повысились по сравнению с предыдущим кварталом, приблизившись вплотную к ставке политики. В том же периоде Федеральная резервная система США, продолжая постепенное ужесточение денежно-кредитных условий, еще раз подняла базовую процентную ставку (federal funds rate) на 0,25 процентного пункта. В условиях сформировавшейся разницы между внутренними и внешними процентными ставками и снижения показателя риска страны по Армении наблюдались слабые давления укрепления обменного курса²¹ (за вычетом сезонности) и ЦБ купил на валютном рынке примерно 5 млн долларов США (нетто), с целью нейтрализации краткосрочной волатильности на валютном рынке, обусловленной сезонностью платежного баланса. При этом номинальный обменный курс драма к доллару США проявил в основном, устойчивость, ослабление составило всего лишь на 1%. Следует также добавить, что валюты стран – партнеров также в основном ослабли по отношению к доллару США, что

²⁰ В четвертом квартале 2017 года 98% операций РЕПО составили операции со сроками от 1-го до 14 дней.

²¹ Выводы о давлениях укрепления или ослабления основаны на данных по спросу на валюту, скорректированных с учетом сезонности.

График 36

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

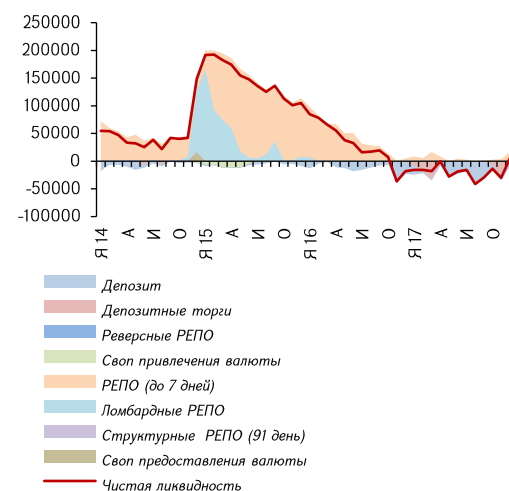


График 37

Динамика сроткосрочных ставок в 3-м кв. 2017 г.

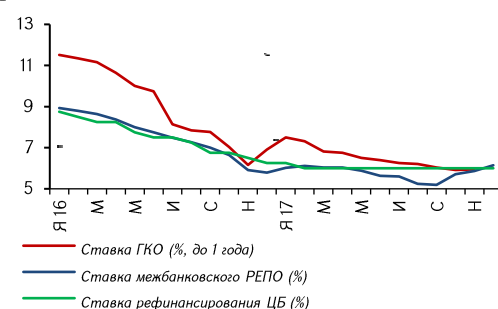


График 38

В 4-м квартале 2017 г. доходность на рынке государственных облигаций уменьшилась в краткосрочном и долгосрочном отрезках кривой

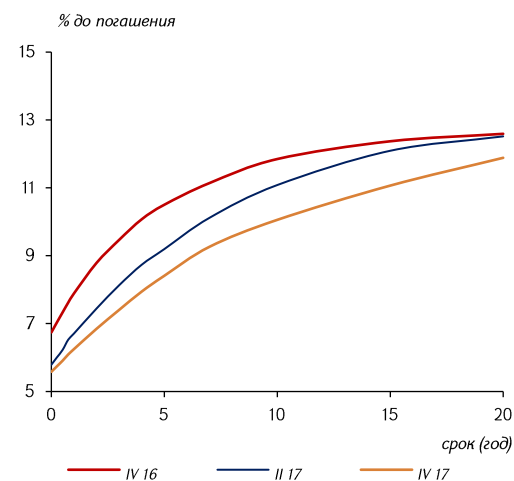


График 39

Ставки по депозитам и кредитам юридических лиц

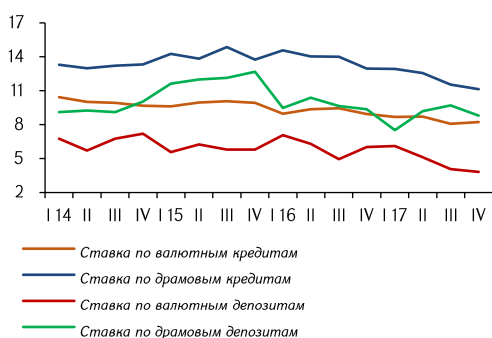


График 40

Ставки по депозитам и кредитам физических лиц

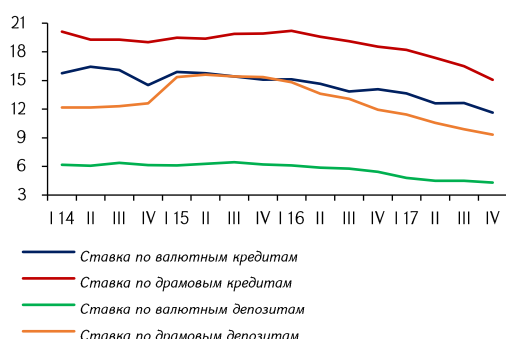
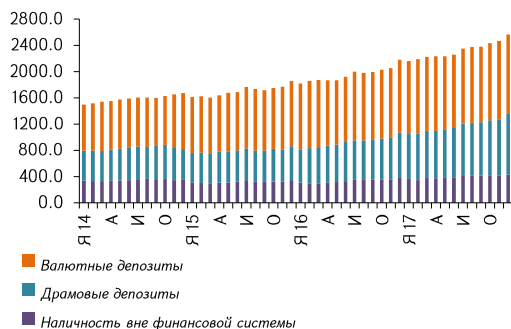


График 41

В 4-м квартале 2017 г. рост драмовых депозитов превысил рост валютных депозитов (млрд драмов РА)



стало полным противовесом ослаблению драма к доллару, и номинальный эффективный обменный курс драма остался в четвертом квартале на уровне предыдущего квартала (укрепление на 0,1%). В условиях устойчивого номинального эффективного обменного курса, реальный эффективный обменный курс укрепился на 1,5%, обусловленный ускорением темпов инфляции в экономике РА по сравнению с предыдущим кварталом.

В течение квартала на рынке государственных облигаций продолжилась тенденция снижения доходности, чему способствовало также сокращение объемов выпуска. На первичном рынке краткосрочных облигаций среднеквартальный показатель доходности снизился на 0,25 процентного пункта. Доходности среднесрочных и долгосрочных облигаций снизились еще больше, что отразилось на кривой доходности: ее уровень (долгосрочная ставка) в конце декабря по сравнению с сентябрем опустился на 0,46 процентного пункта.

Стимулирующая денежно-кредитная политика, проводимая ЦБ, конкуренция между финансовыми организациями и ликвидность в банковской системе в четвертом квартале 2017 года продолжили оказывать содействие росту объемов привлеченных и предоставленных коммерческими банками средств и снижению процентных ставок по ним.

Несмотря на снижение ставок, в течение квартала продолжился рост привлеченных средств. Рост драмовых вкладов составил 15,5%, инвалютных – 4,3%. Уровень долларизации, а именно соотношение инвалютных вкладов и общих вкладов, составил 55,2%, снизившись по сравнению с предыдущим кварталом на 1,8 процентного пункта.

Продолжился также и рост объемов кредитования. В условиях снижения процентных ставок, условий и неуклонного упрощения процедур кредитования рост объемов кредитования составил в течение квартала 6,7%, причем, драмовые кредиты увеличились на 10,2%, инвалютные – на 5,4%. 12-месячный рост общего объема кредитования экономики составил в декабре 2017 года 16,5%, что выше ожидаемого ЦБ показателя.

Вкладка 4

Результаты опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА

Согласно результатам проведенного в четвертом квартале 2017 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, продолжилось упрощение условий по всем направлениям кредитования. На упрощение в этом квартале вновь повлияли конкуренция между банками и другими финансовыми организациями, ожидания роста экономической активности, а также рост уровня ликвидности банков. Указанные факторы оказали содействие

снижению процентных ставок кредитования и сокращению взиманий непроцентных платежей, продлению сроков предоставления. Вырос фактический спрос на все виды кредитования.

По четвертому кварталу 2017 года среди банков и кредитных организаций сформировались существенные ожидания как по части упрощения процедур кредитования, так и роста спроса. Результаты опросов совпадают с оценками ЦБ по восстановлению спроса экономики.

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	факт.	факт.	факт.	факт.	факт.	факт.	факт.	оценка	факт.	программа	программа
Цены											
Инфляция (в годовом исчислении, конец периода, %)	9.4	4.7	3.2	5.6	4.6	-0.1	-1.1	2.6	4.4	4.2	4.0
Индекс потребительских цен (в годовом исчислении, среднее, %)	8.2	7.7	2.6	5.8	3.0	3.7	-1.4	1.0	3.9	4.3	4.1
Базовая инфляция (в годовом исчислении, среднее, %)	7.5	8.6	5.3	5.8	1.9	5.1	-2.0	0.8	5.1	4.6	4.2
Совокупный продукт											
ВВП (млрд драмов РА)	3690.0	4028.9	4266.5	4555.6	4828.6	5043.6	5079.7	5515.6	5988.1	6545.3	7147.5
ВВП (% ,реальный рост)	2.2	4.7	7.2	3.3	3.6	3.2	0.2	7.3	5.2	5.1	5.0
Предложение											
Промышленность (% ,реальный рост)	9.2	13.6	6.4	6.3	-0.9	6.2	5.1	10.6	6.5	6.3	6.1
Сельское хозяйство (% ,реальный рост)	-16.0	14.0	9.5	7.6	6.1	13.2	-5.8	-3.4	4.8	3.8	4.2
Строительство (% ,реальный рост)	3.3	-12.2	4.5	-7.4	-4.5	-3.1	-11.3	2.3	3.5	4.4	3.8
Услуги (% ,реальный рост)	4.1	4.7	6.3	3.1	6.7	1.6	4.1	10.2	5.0	5.2	5.1
Налоги, нетто (% ,реальный рост)	13.4	3.8	9.9	3.6	1.8	-5.1	-4.3	8.6	6.0	4.8	4.9
Спрос											
Потребление (% ,реальный рост)	3.9	2.6	7.7	1.9	0.7	-6.2	-0.5	9.7	3.9	4.0	3.9
Государственное потребление (% ,реальный рост)	3.9	1.9	-1.4	8.7	3.4	4.7	5.8	6.8	3.3	2.2	2.0
Частное потребление (% ,реальный рост)	3.9	2.7	9.1	0.9	1.0	-7.7	-1.2	10.2	4.1	4.3	4.2
Валовые вложения (% ,реальный рост)	0.5	-5.2	0.5	-10.5	-3.0	-1.2	-8.7	10.3	7.5	9.9	9.5
Государственные вложения (% ,реальный рост)	-12.7	-6.1	-22.4	-13.8	10.0	13.6	5.6	-9.7	3.8	18.0	15.0
Частные вложения (% ,реальный рост)	2.6	-5.1	3.6	-10.0	-3.7	-3.6	-10.5	13.4	7.9	8.5	8.5
Экспорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	20.4	14.5	12.0	8.9	6.1	9.9	13.5	13.2	10.1	7.3	6.3
Импорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	7.2	-0.1	4.7	5.5	4.2	-5.6	3.4	19.5	6.9	6.5	5.6
Внешний сектор											
Торговый баланс (млн долларов США)	-2065.7	-2109.8	-2111.9	-2196.2	-2055.4	-1186.4	-944.4	-1304.2	-1371.7	-1441.1	-1556.4
Баланс услуг (млн долларов США)	-260.8	-65.8	-101.6	-124.3	-113.0	-94.5	-71.4	-67.8	-17.4	2.4	24.4
Денежные переводы (млн долларов США)	1421.9	1440.4	1539.8	1755.1	1616.1	1082.4	989.6	1140.7	1234.0	1324.4	1420.5
Текущий счет (млн долларов США)	-1261.4	-1058.9	-1057.9	-812.9	-883.1	-279.1	-238.1	-245.8	-380.9	-389.9	-437.3
Торговый баланс (доля в ВВП, %)	-22.1	-20.8	-19.9	-19.7	-17.8	-11.3	-8.9	-11.4	-11.1	-10.7	-10.5
Баланс услуг (доля в ВВП, %)	-2.8	-0.7	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.7	-0.6	-0.1	0.0	0.2
Денежные переводы (доля в ВВП, %)	15.2	14.2	14.6	15.8	14.0	10.3	9.3	10.0	10.0	9.8	9.6
Текущий счет (доля в ВВП, %)	-13.5	-10.5	-10.0	-7.3	-7.6	-2.7	-2.2	-2.1	-3.1	-2.9	-3.0
Государственный сектор											
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	780.4	880.9	946.2	1071.4	1144.8	1167.7	1171.1	1198.6	1307.3	-	-
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	699.4	777.4	878.4	1000.9	1064.1	1067.9	1079.7	1156.4	1247.9	-	-
Расходы (млрд драмов РА)	954.3	986.5	1006.1	1142.9	1235.1	1409.0	1449.1	1464.9	1464.2	-	-
Дефицит (млрд драмов РА)	-173.9	-105.6	-59.9	-71.5	-90.3	-241.3	-278.0	-266.3	-156.9	-	-
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	22.6	23.3	22.2	23.5	23.7	23.2	23.1	21.8	21.8	-	-
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	20.2	20.6	20.6	22.0	22.0	21.2	21.3	21.0	20.8	-	-
Расходы (доля в ВВП, %)	27.6	26.1	23.6	25.1	25.6	28.0	28.6	26.6	24.5	-	-
Дефицит (доля в ВВП, %)	-5.0	-2.8	-1.4	-1.6	-1.9	-4.8	-5.5	-4.8	-2.7	-	-
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (в годовом исчислении, конец периода, %)	11.8	23.7	19.5	14.8	8.3	10.8	17.5	18.5	-	-	-
Драмовая масса (в годовом исчислении, конец периода, %)	15.7	26.4	11.9	14.9	-3.5	5.2	24.8	28.9	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом исчислении, конец периода, %)	26.7	35.3	27.6	12.9	20.8	-3.3	6.0	16.5	-	-	-
ллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	373.7	372.4	401.8	409.6	415.9	477.9	480.5	482.7	-	-	-

* В расходы и дефицит за 2017 г. включен оформленный в конце года торговый кредит РФ на 82,0 млрд драмов.