

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 26.03.2019 года номер 36-А*

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики на
1-й квартал 2019 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 4-го квартала 2018 г.*

Важной составляющей политики инфляционного таргетирования Центрального банка является обеспечение связей с общественностью, одной из форм осуществления которой является опубликование квартальных обзоров инфляции.

Первый раздел «Обзора инфляции» состоит из программы денежно-кредитной политики, предусматриваемой для следующего квартала, в которой представляются основные направления денежно-кредитной политики в прогнозном горизонте и вытекающие из этого прогнозы по инфляции и других макроэкономических показателей. Эти прогнозы основаны на оценке существующей ситуации и предположений ЦБ относительно будущих развитий, с учетом влияния на них результатов предпринимаемых ЦБ мер.

Второй раздел состоит из отчета о выполнении программы денежно-кредитной политики предыдущего квартала, направленной на достижение целевого уровня инфляции в этом периоде. 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 проводимой денежно-кредитной политики, доступность и предсказуемость действий со стороны Центрального банка в целях укрепления 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.

Денежно-кредитная 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 с использованием всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 12 марта 2019 года, с учетом результатов опросов Центрального банка и суждений о будущих макроэкономических развитиях, сделанных на основании имеющейся информации.

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

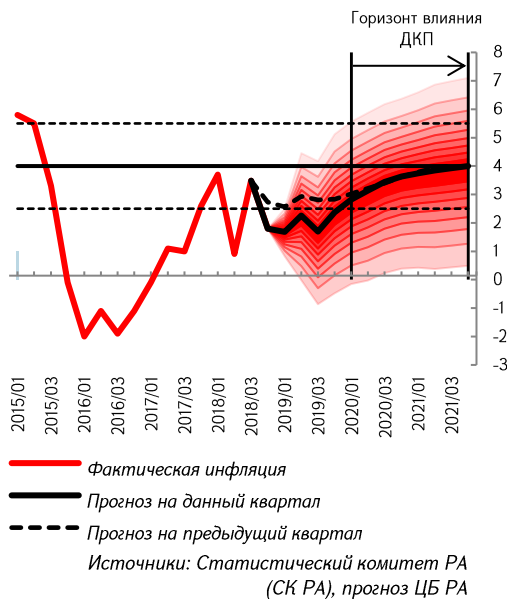
1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	5
2.1. Внешняя среда	5
2.2. Прогнозы	7
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	7
2.2.2. Экономическая активность	9
2.2.3. Сравнение с предыдущим прогнозом	11
2.2.4. Основные суждения и риски	14
Вкладка 1. Результаты опроса относительно ожиданий домашних хозяйств и финансовой системы	14
3. Фактические развития за четвертый квартал 2018 года	17
3.1. Инфляция	17
3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции	17
3.1.2. Цены	18
3.2. Экономические развития	20
3.2.1. Позиция экономики.....	20
3.2.2. Расходная сторона экономики	21
3.2.3. Производственная сторона экономики	23
3.2.4. Рынок труда	24
3.3. Развития финансового рынка	24
Приложение	
Основные макроэкономические показатели	27
Графики	28
Таблицы	29

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

В настоящее время ЦБ считает целесообразным постепенное восстановление инфляции, исходя из того, что низкая инфляция способствует закреплению долгосрочных инфляционных ожиданий и сохранению платежеспособности доходов.

График 1

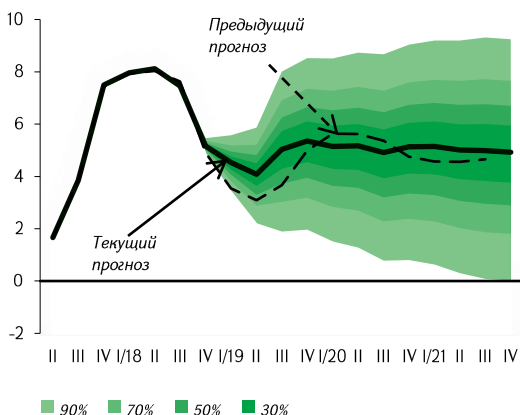
Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте



По краткосрочным прогнозам ЦБ экономический рост в 2019 году будет колебаться в интервале 4,6-6,1%.

График 2

Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)¹ роста ВВП в 3-годичном



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

В соответствии с денежно-кредитной программой первого квартала 2019 года, инфляция в прогнозном горизонте сформируется вблизи целевого ориентира.

В начале 2019 года сохранялась сформировавшаяся в 2018 году низкая инфляционная среда, и Центральный банк продолжил осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики. В результате, параллельно восстановлению спроса, инфляция в среднесрочном отрезке закрепится вблизи 4% целевого ориентира.

В условиях осуществляемой денежно-кредитной политики и ожидаемых экономических развитий 12-месячная инфляция в ближайшее время останется на низком уровне, поскольку в создавшейся ситуации Совет ЦБ отдает предпочтение постепенному восстановлению инфляции исходя из того, что низкая инфляция способствует закреплению долгосрочных инфляционных ожиданий и сохранению платежеспособности доходов.

С точки зрения обеспечения прогнозной траектории инфляции, существующий уровень процентной ставки политики считается достаточно стимулирующим по отношению к отрицательному разрыву ВВП. Следовательно, ЦБ считает целесообразным сохранить в настоящее время процентную ставку рефинансирования. Ожидается, что при наличии макроэкономических развитий, соответствующих базовому сценарию, ЦБ сохранит стимулирующие денежно-кредитные условия так долго, как это потребуется, для достижения целевого уровня инфляции.

По краткосрочным прогнозам ЦБ экономический рост в 2019 году будет колебаться в интервале 4,6-6,1%, а в среднесрочном отрезке приблизится к долгосрочному равнонаправленному уровню¹.

В соответствии с базовым сценарием, экономическому росту в 2019 году главным образом будет содействовать частное потребление. В среднесрочном периоде экономический рост будет обусловлен, в основном, расширением производственных мощностей, ходом структурных реформ, осуществляемых Правительством, и уровнем ожидаемого потенциала экономического роста стран-партнеров.

В прогнозном горизонте на сегодня пока **преобладают понижающиеся риски отклонения от прогнозов инфляции и экономического роста**, обусловленные как внешними так и внутренними факторами (подробнее в подразделе «2.2.4. Основные суждения и риски»). В случае их проявления возникнет необходимость применения адекватных мер денежно-кредитной политики для обеспечения стабильности цен в среднесрочном периоде.

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

Во второй половине 2018 года рост мировой экономики замедлился, и ожидается, что эта тенденция продолжится как в нынешнем, так в следующем году. В частности, в передовых странах мира, а также основных странах-партнерах РА – в США, еврозоне и России ожидается замедление зарегистрированного в 2018 году высокого темпа экономического роста.

Экономические развития во внешнем секторе. Согласно предварительной оценке Бюро анализа Министерства торговли США, в четвертом квартале 2018 года в Соединенных Штатах Америки экономический рост в годовом выражении составил 3,1%, в результате, средний экономический рост составил 2,9% - благодаря, главным образом, существенному содействию показателей внутреннего спроса. В то же время рост частных вложений замедлился. Уровень безработицы в четвертом квартале 2018 года сохранился на уровне предыдущего квартала – 3,9%. При таком развитии экономики, также учитывая то, что положительное влияние налоговых реформ в США угасло раньше, чем ожидалось, прогноз в настоящее время предусматривает замедление зафиксированного в 2018 году высокого экономического роста.

Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в **еврозоне** в четвертом квартале 2018 года замедлился и составил 1,2% в годовом исчислении, а показатель на 2018 год составил 1,8%. Основной причиной замедления экономического роста в еврозоне стал низкий темп экономического роста крупных стран-участников – в частности, Германии и Италии. Положительное влияние продолжали оказывать высокие уровни частного потребления в отдельных странах еврозоны. Несмотря на замедление роста, в результате изменения структуры рынка труда в еврозоне в четвертом квартале 2018 года уровень безработицы вновь продолжил снижаться, составив 7,9%.

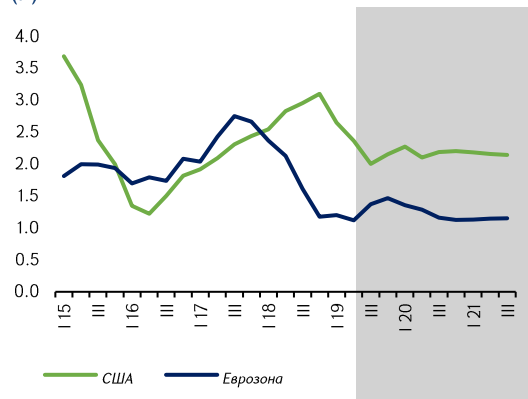
Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы **России**, средний экономический рост в 2018 году составил, по оценкам, 2,3%. Связано это с высокими показателями строительства, дополнительное содействие которых ВВП составляет, по оценкам, 0,3 процентного пункта.

Инфляция и развития финансового рынка внешнего сектора. На рынках сырья и продовольственных товаров (несмотря на малые объемы производства некоторых товарных категорий), в силу слабого мирового спроса, в четвертом квартале 2018 года была зафиксирована слабая инфляционная среда.

Во второй половине 2018 года рост мировой экономики замедлился, и ожидается, что эта тенденция продолжится как в этом, так в следующем году.

График 3

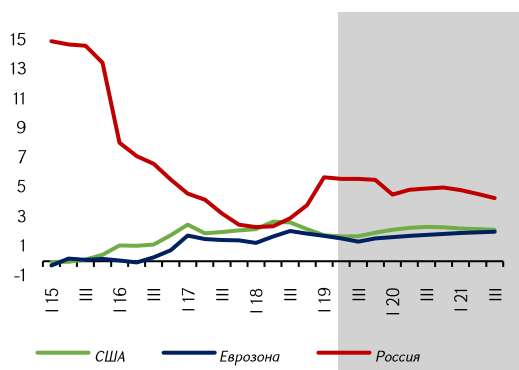
Экономический рост в странах - торговых партнерах (%)



Источники: Бюро экономического анализа (БЕА), Евростат, Росстат, прогноз ЦБ РА

График 4

Инфляция в странах-торговых партнерах (%)



Источники: Бюро по трудовым ресурсам (BLS), Евростат, Росстат, прогноз ЦБ РА

В четвертом квартале 2018 года средняя квартальная инфляция в США снизилась по сравнению с показателем, зафиксированным в начале года, и составила 2,2%, сформировавшись вблизи средне-срочного целевого показателя ФРС. В условиях высоких показателей роста экономики и подобного развития цен, в четвертом квартале, как и ожидалось, ФРС США повысила ставку политики еще на 0,25 процентного пункта и установила ее на уровне 2,25-2,5%. При условии ослабления совокупного спроса прогнозируется, что в 2019 году инфляция слегка замедлится и сформируется на уровне ниже целевого ориентира. В условиях замедления экономического роста такая динамика инфляции вынудит ФРС США замедлить ход корректировки процентных ставок политики.

В еврозоне в четвертом квартале 2018 года средняя квартальная инфляция ускорилась и установилась на уровне 1,9%, что близко к целевому уровню, предусматриваемому ЕЦБ. Это, главным образом, обусловлено положительным воздействием цен на энергоносители. Базовая инфляция еще продолжает оставаться на низком уровне. Несмотря на то, что ЕЦБ завершил в декабре программу количественного расширения по покупке активов в объеме 15 млрд евро, тем не менее, в условиях ослабления спроса и замедления инфляции, ЕЦБ также объявил, что оставит процентные ставки политики без изменения как минимум до конца 2019 года, продолжая при этом осуществление мер по предоставлению долгосрочных РЕПО.

В четвертом квартале 2018 года средняя квартальная инфляция в России ускорилась и составила 3,8% против 3,0% в предыдущем квартале. Следует отметить, что уже к концу года инфляция превысила 4% целевой уровень, установленный Банком России, составив 5% в январе 2019 года. Ускорению инфляции в основном оказал воздействие рост внутренних цен на некоторые категории продовольственных товаров, равно как и ослабленный российский рубль и рост инфляционных ожиданий вследствие повышения НДС с января 2019 года. При таком развитии инфляции Банк России повысил в четвертом квартале 2018 года ставку политики еще на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 7,75%. Несмотря на прогноз сохранения инфляции пока на уровне, превышающем целевой ориентир, частично из-за влияния повышения НДС и ослабления российского рубля, тем не менее ожидается, что в ближайшее время Банк России откажется от повышения ставки политики с внесением в дальнейшем необходимых корректировок после оценки влияния ранее ужесточенной политики на инфляцию.

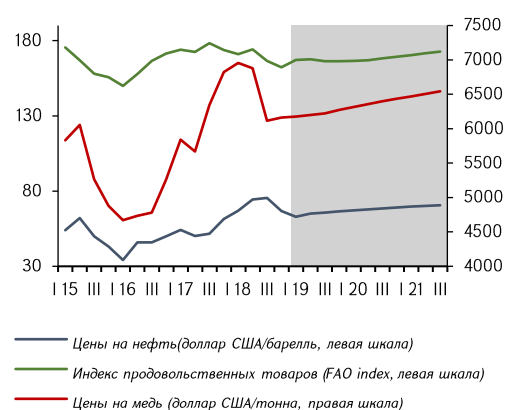
В четвертом квартале 2018 года евро ослаб по отношению к доллару США на 1,9% кв/кв, составив 1,14 долларов США за евро. Ослабление евро вызвано, в основном, более быстрым замедлением роста экономики еврозоны по сравнению с США. Российский рубль в том же периоде ослаб на 1,5% кв/кв, составив в среднем 66,5 рублей за доллар США. Основной причиной ослабления рубля по сравнению с предыдущим кварталом является снижение международных цен на нефть.

После резкого спада цен на медь на международном рынке в предыдущем квартале, цены в четвертом квартале 2018 года слегка восстановились, а международные цены на нефть значительно снизились. Восстановление международных цен на медь обусловлено сокращением объемов производства меди в Индии и Индонезии, а также ожиданиями положительного исхода торговой войны между США и Китаем. Несмотря на применение США санкций против Ирана и решение об уменьшении объемов добычи нефти в рамках ОПЕК+, в четвертом квартале 2018 года международные цены на нефть снизились, главным образом, из-за роста объемов добычи сланцевой нефти в США.

В четвертом квартале 2018 года, по сравнению с предыдущим кварталом, на рынке продовольствия было зафиксировано снижение цен, кроме цен на сахарный песок. В частности, снизились цены на молочные продукты и растительное масло, однако уже в январе 2019 года снижение переместилось в сторону роста, а росту цен на сахарный песок содействовало укрепление национальной валюты основного производителя сахарного песка – Бразилии. В краткосрочном периоде на рынках основных категорий продовольственных товаров, в частности, молочных товаров, растительного масла и сахарного песка сохранится слабая инфляционная среда, а на рынке зерновых и мясных продуктов существенных колебаний не ожидается.

График 5

Международные цены на сырьевые и продовольственные товары



Источник: Всемирный банк, Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (FAO), прогноз ЦБ РА

2.2. Прогнозы

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

В первом квартале 2019 года инфляция продолжала оставаться на сравнительно низком уровне, в основном, под влиянием слабого спроса, что, в свою очередь, было обусловлено сдерживающим характером налогово-бюджетной политики и замедлением роста частных затрат. Учитывая это в начале квартала ЦБ повысил размер ослабления денежно-кредитных условий и снизил ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 5,5%. В результате были созданы необходимые стимулирующие условия, сохранение которых в ближайшее время позволит укрепить восстановление спроса в условиях ожидаемых развитий во внешнем секторе, под влиянием которых инфляция постепенно приблизится к целевому уровню и в прогнозном горизонте укрепитя вблизи этого показателя.

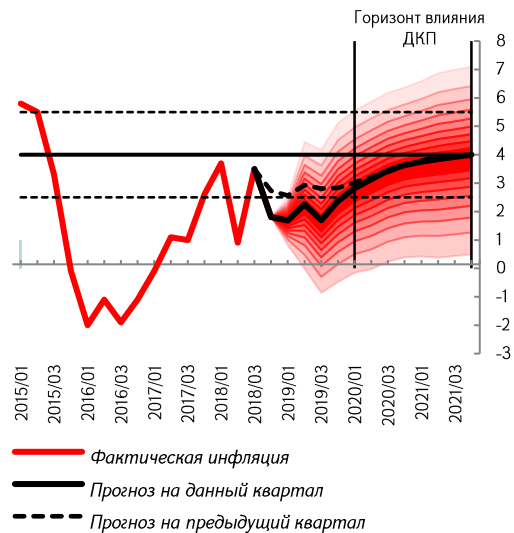
По оценкам ЦБ, показатели экономического роста в четвертом квартале значительно улучшились по сравнению с третьим кварталом, что вызвано, главным образом, положительными развитиями в сферах услуг и торговли. Следует отметить, что на фоне общей положительной динамики зафиксированных показателей, уровень частных расходов существенно не изменился, однако было отмечено

В первом квартале 2019 года инфляция продолжала оставаться на сравнительно низком уровне, в основном, под влиянием слабого спроса.

В начале первого квартала 2019 года ЦБ повысил размер ослабления денежно-кредитных условий и снизил ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 5,5%.

График 1

Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте



Источники: Статистический комитет РА (СК РА), прогноз ЦБ РА

определенное замещение компонентов спроса, которое выразилось в ускорении темпов роста частного потребления на фоне замедления очень высокого темпа роста вложений. В то же время, совокупный спрос продолжал оставаться также под существенным сдерживающим влиянием государственного спроса, что обусловлено сдерживающим влиянием бюджетных доходов. В результате, разрыв ВВП в четвертом квартале 2018 года будет, по оценкам, безусловно отрицательным. Ожидается также, что до конца 2019 года он останется в области отрицательных значений, и только в 2020 году постепенно приблизится к нулю за счет наличия стимулирующей денежно-кредитной среды, а также отсутствия существенных сдерживающих налогово-бюджетных импульсов. Параллельно указанным развитиям, целостный спрос в краткосрочном отрезке продолжит оставаться под сдерживающим влиянием ослабления национальных валют стран-партнеров, что, однако, постепенно ослабеет вследствие восстановления внешнего равновесия из-за низкой инфляции в РА. В результате вышесказанного, в конце прогнозного горизонта инфляция также укрепится вблизи своего целевого показателя. По оценкам, краткосрочные инфляционные ожидания населения на фоне текущих развитий инфляции, в частности, на фоне ослабления базовой инфляции, следуют за развитиями инфляции. Тем не менее, ожидания вместе с восстановлением инфляции также закрепятся вблизи целевого показателя. С другой стороны, долгосрочные инфляционные ожидания также снизятся, оставаясь пока на сравнительно высоком уровне. **В сложившейся ситуации Совет ЦБ считает, что существующий уровень ставки политики является достаточно стимулирующим. В то же время, на фоне ожидаемых развитий нейтрализация стимулирующих денежно-кредитных условий будет осуществляться наиболее медленными темпами.**

Таблица 1

Срок	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
I кв. 2019	9.6%	85.3%	5.1%	0.0%	0.0%
II кв.	18.6%	39.5%	41.2%	0.7%	0.0%
III кв.	33.3%	37.5%	28.6%	0.5%	0.0%
IV кв.	21.9%	32.1%	43.0%	2.7%	0.3%
I кв. 2020	16.3%	28.4%	50.1%	4.6%	0.6%
II кв.	14.3%	25.4%	53.1%	6.3%	0.9%
III кв.	11.4%	22.6%	56.1%	8.4%	1.5%
IV кв.	9.9%	20.8%	57.3%	10.0%	2.0%
I кв. 2021	9.4%	19.6%	56.7%	11.6%	2.8%
II кв.	9.4%	18.5%	54.9%	13.1%	4.0%
III кв.	9.0%	17.8%	54.7%	13.9%	4.6%
IV кв.	8.5%	17.1%	54.4%	14.8%	5.2%

2.2.2. Экономическая активность²

Совокупный спрос. Экономическому росту в 2018 году существенное содействие оказала высокая активность частных расходов, что было главным образом обусловлено беспрецедентно высоким ростом запасов оборотных средств в частных вложениях. Однако к концу года структура частных расходов изменилась за счет ускорения частного потребления и замедления частных вложений. Ожидается, что в 2019 году частным расходам наибольшее содействие окажет частное потребление, которое также выражается в темпе роста кредитов, выданных домохозяйствам, превышающем рост бизнес-кредитов (см. график 40). В результате ожидается, что в 2019 году частные расходы окажут содействие росту экономики на 4,0 процентного пункта вследствие роста частного потребления на 5,1% и роста частных вложений на 0,3%.

В среднесрочном периоде развития экономического роста будут определяться, главным образом, основными экономическими показателями, а также инвестиционной активностью. Среднесрочные прогнозы частных расходов существенных изменений не претерпели, однако вместе с пересмотром среднесрочного прогноза экономического роста в сторону небольшого повышения (см. график 18) ожидается также слегка более высокий уровень частного потребления, гармонирующего с развитиями экономического роста, обусловленными развитиями в сфере услуг. Частные вложения начнут восстанавливаться с 2020 года – годовой темп роста составит 4,9%. К концу прогнозного горизонта экономический рост закрепится вблизи долгосрочного равнонаправленного уровня. Следует отметить, что среднесрочный экономический рост в основном обуславливается расширением мощностей производства в экономике, ходом структурных реформ, осуществляемых Правительством, и ожидаемыми потенциальными уровнями экономического роста стран-партнеров.

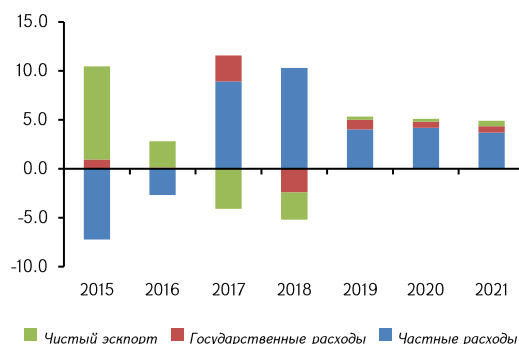
Внешний спрос. Росту экономики в 2018 году положительное содействие оказали увеличение доходов стран-партнеров во внешнем секторе, рост туризма. Однако содействие чистого экспорта экономическому росту было отрицательным, так как рост потребления и вложений во внутренней экономике сопровождался значительным ростом объемов импорта. В то же время, проблемы в горнодобывающей промышленности вызвали замедление темпов роста экспорта.

Прошлогоднее отрицательное содействие чистого экспорта реальному ВВП определенным образом нейтрализуется в течение 2019 года. Зафиксированные в прошлом году высокие темпы роста импорта инвестиционных товаров замедлятся, что обусловлено завершением некоторых инвестиционных программ. Реальный рост импорта товаров и услуг сформируется в 2019 году в интервале 4,0–

В 2019 году частным расходам окажет содействие, главным образом, частное потребление, что также выразится в превышающем темп роста бизнес-кредитов темпе кредитования домашних хозяйств.

График 7

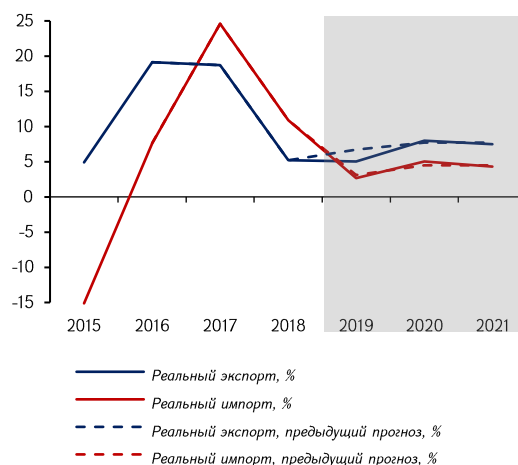
Содействие компонентов спроса росту (процентных пунктов)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 8

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



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

² Подробный прогноз экономического роста в цифрах см. в графике 18, таблица 2.

6,0%. Рост чистого притока денежных переводов в 2019 году составит 5,0-7,0%, что соответствует прогнозам развития экономики России.

В результате вышеперечисленных развитий показатель «дефицит текущего счета/ВВП» в 2019 году улучшится и составит 6,0-7,0%. В среднесрочном отрезке в результате опережающего роста экспорта показатель «дефицит текущего счета/ВВП» укрепитсЯ вблизи 3,0%.

Налогово-бюджетная политика. Оценка влияния **налогово-бюджетной политики** на совокупный спрос в 2019 году была проведена на базе показателей закона РА «О государственном бюджете РА на 2018 год» и основанных на них прогнозах ЦБ РА по ВВП.

По части налогов ожидается обеспечение установленного законом показателя, в результате показатель «налоги/ВВП» составит³ 21,4%, превысив прошлогодний показатель на 0,5 процентного пункта.

Исходя из показателей исполнения бюджета за предыдущие годы ожидается, что экономия государственных расходов составит примерно 2,5% (около 40,0 млрд драмов) – в основном по части программ, осуществляемых за счет внешнего финансирования. Показатель «расходы/ВВП» составит 24,1%, превысив прошлогодний показатель на 0,6 процентного пункта.

Исходя из показателя исполнения расходов, дефицит бюджета также будет слегка меньше, чем предусматривалось: показатель «дефицит/ВВП» составит в 2019 году 1,7%, вместо предусмотренных законом 2,2%.

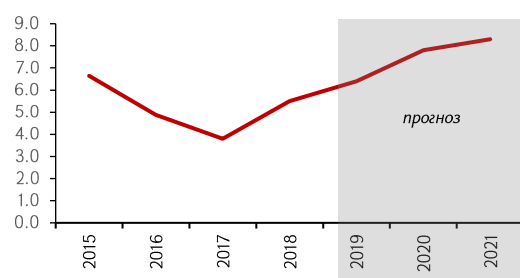
Учитывая указанные оценки налогов и расходов, а также корректируя те потоки государственных расходов и доходов, которые не оказали влияния на совокупный спрос, в 2019 году, по сравнению с 2018 годом, влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет, по оценкам, сдерживающим на 0,4 процентного пункта. Обусловлено это главным образом сдерживающим импульсом доходов.

Что касается влияния налогово-бюджетной политики в среднесрочном периоде, то, согласно среднесрочной программе расходов на 2019-2021 годы, с учетом необходимости формирования налогово-бюджетной и долговой устойчивой среды, влияние в 2020 и 2021 годах будет, по оценкам, слабое сдерживающее. В настоящее время ЦБ других предположений относительно среднесрочных расходов не имеет.

Рынок труда⁴. Экономический рост в 2019 году был пересмотрен слегка вверх – за счет сферы услуг, производительность которой сравнительно трудоемкая и ограниченная. В результате ожидается, что рост частной номинальной заработной платы будет по сравнению с предыдущими прогнозами чуть ниже, а спрос на рабочую

График 9

Годовой прирост частных номинальных заработных плат (%)

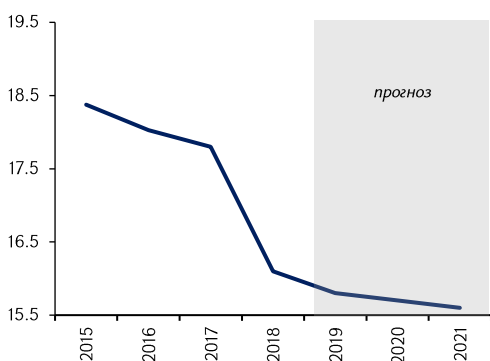


Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

В 2019 году, по сравнению с 2018 годом, влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет, по оценкам, сдерживающим на 0,4 процентного пункта.

График 10

Уровень безработицы (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

³ Прогноз ВВП является оценкой ЦБ.

⁴ Показатели по части рабочей силы на 2018-2021 годы являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях первых трех кварталов 2018 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

силу - больше. В результате в 2019 году ожидается 6,4% рост номинальной заработной платы в **частном** секторе⁵. В среднесрочном отрезке темп роста номинальной заработной платы в частном секторе будет соответствовать развитию основополагающих показателей экономического роста и инфляции, а в конце прогнозного горизонта рост укрепится вокруг 8,3%.

В условиях подобных развитий экономического роста в 2019 году ожидается слегка более низкий уровень безработицы – 15,9%. В среднесрочном отрезке безработица будет уменьшаться на 0,1-0,2 процентного пункта в год, достигнув в конце прогнозируемого периода уровня 15,6%.

В 2019 году, параллельно ускорению темпа роста производительности, рост расходов предприятий на единицу рабочей силы будет слегка сдерживаться, а в конце прогнозного периода укрепится вблизи 4% целевого уровня.

2.2.3. Сравнение с предыдущим прогнозом

Среднесрочные показатели темпов экономического роста стран-торговых партнеров РА в краткосрочном периоде будут находиться на более низких уровнях по сравнению с прогнозами предыдущего квартала, хотя в среднесрочном отрезке рост не будет очень отличаться от показателей, предусмотренных предыдущим сценарием.

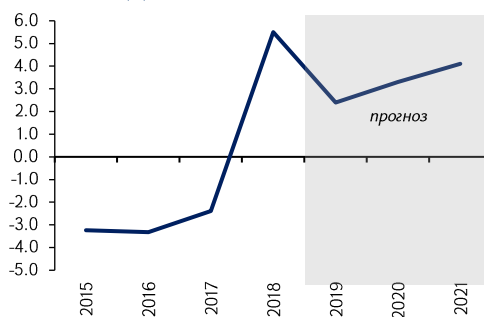
Прогнозы экономического роста США на 2019-2020 годы слегка пересмотрены вниз, что обусловлено наиболее быстрой нейтрализацией положительного влияния налоговых реформ. Экономический рост еврозоны также был пересмотрен вниз, что связано с ожидаемыми низкими показателями экономического роста Германии и Италии, а также определенным сокращением чистого экспорта на фоне замедления мирового спроса.

Текущие прогнозы экономического роста России на 2019 год близки к прогнозному сценарию предыдущего квартала. Как и раньше, после существенного роста в предыдущем 2018 году, в 2019 году ожидается определенное замедление экономического роста, так как существенное содействие росту в 2018 году оказала отрасль

⁵ С января 2018 года СК РА публикует данные по части номинальной заработной платы, основываясь на данных предприятий с персоналом 1 и более человек. Прежде представлялись данные предприятий, персонал которых превышал 50 человек. Поэтому, поскольку на данный момент нет данных на 2017 год по средней заработной плате в предприятиях с персоналом 1 и более человек, ЦБ РА, для сохранения сопоставимости, использует в своих прогнозах показатель средней заработной платы, рассчитанный согласно прежней методике. С 2019 года ЦБ РА будет составлять прогноз с учетом заработной платы предприятий с персоналом 1 и более человек.

График 11

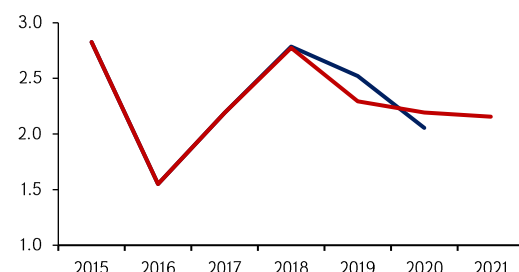
Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 12

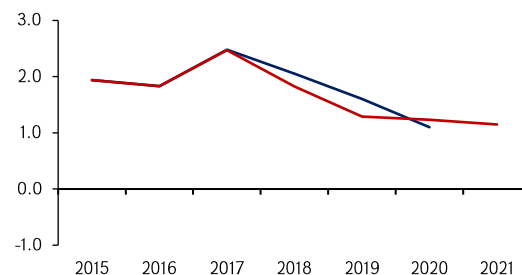
Прогнозы экономического роста США (%)



Источники: Бюро экономического анализа (BEA), прогноз ЦБ РА

График 13

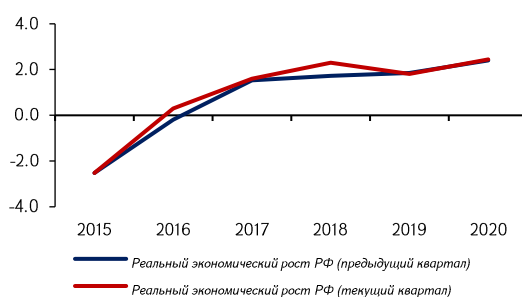
Прогнозы экономического роста ЕС (%)



Источники: Евростат, прогноз ЦБ РА

График 14

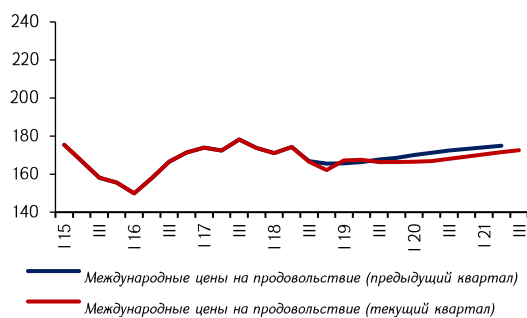
Прогнозы экономического роста РФ (%)



Источники: Росстат, прогноз ЦБ РА

График 15

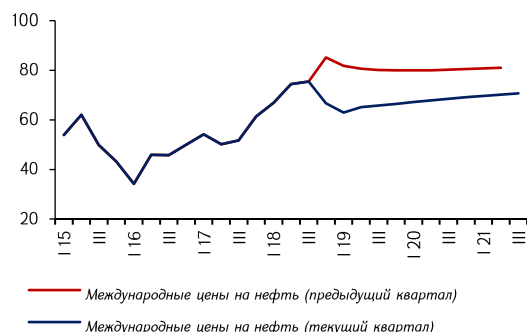
Прогноз международных цен на продовольствие



Источники: FAO, прогноз ЦБ РА

График 16

Прогноз международных цен на нефть



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 17

Прогноз международных цен на медь



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

строительства, что, по оценкам, будет иметь единовременное влияние. Следует также отметить, что Государственная статистическая служба России пересмотрела данные по ВВП за 2016-2018 годы вверх.

На основных товарно-сырьевых рынках, в связи с ослаблением мирового спроса, ожидается ослабление инфляционной среды по сравнению с прежним прогнозом.

На мировом рынке продовольствия в 2019 году ожидается, что рост цен будет близок к прежним прогнозным уровням. В частности, цены на международных рынках некоторых продовольственных товаров, как например, растительное масло и молочные продукты, сформируются в краткосрочном периоде на уровнях, слегка превышающих предыдущие уровни, в силу сезонного сокращения объемов спроса. А международные цены на сахарный песок и зерновые, из-за укрепления валют основных экспортеров относительно доллара США и малого объема предложения, будут продолжать расти, но более низкими темпами, чем прогнозировалось ранее.

Ожидается, что цены на нефть, по сравнению с предыдущими прогнозами, установятся на более низких уровнях, но, как и прогнозировалось ранее, проявят тенденцию роста. Несмотря на объявление о решении о сокращении объемов предложения в рамках соглашения ОПЕК+, а также на объявление Саудовской Аравии о сокращении объемов добычи, цены на нефть значительно не повысятся, так как не смогут оказать достаточного сопротивления существующим факторам, влияющим на снижение цен: с одной стороны - это рост объемов добычи в США, с другой стороны - ослабление мирового спроса.

Международные цены на медь в краткосрочном периоде сформируются, по сравнению с предыдущими прогнозами, на более низком уровне, что обусловлено определенным сокращением спроса, торговым напряжением на международном рынке меди. Однако в среднесрочном периоде ожидается восстановление международных цен на медь, обусловленное реализацией предусматриваемых программ в инфраструктурах основного потребителя нефти - Китая.

Темп экономического роста РА пересмотрен по сравнению с предыдущим прогнозом немного вверх как для 2019 года, так и для всей протяженности прогнозного горизонта.

Экономический рост последнего периода отличается активностью сферы услуг, требующей высокую интенсивность рабочей силы (см. раздел 3.2.3), которая сопровождалась снижением уровня

⁶ Темп роста каждого квартала рассчитан как кумулятивный темп роста за последние 4 квартала.

безработицы (см. раздел 3.2.4). В условиях неуклонного роста международного туризма и сохранения высокого уровня экономической активности трудовых ресурсов ожидается, что в 2019 году, равно как и по всей протяженности прогнозного горизонта, экономический рост будет слегка выше, обусловленный пересмотром сферы услуг вверх. Промышленность, сельское хозяйство и строительство окажут экономическому росту сравнительно меньшее содействие.

Отрицательный разрыв ВВП, образовавшийся вследствие сдерживающей налогово-бюджетной политики, а также снижения в реальном выражении денежных переводов и чистого экспорта, в условиях существующей стимулирующей денежно-кредитной политики постепенно нейтрализуется, и экономический рост в прогнозном горизонте будет находиться вблизи своего потенциального уровня.

Таблица 2

<i>Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП</i>		
период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2019 январь-декабрь / 2018 январь-декабрь	4.6 - 6.1	1.9 - 8.5
2020 январь-декабрь / 2019 январь-декабрь	4.1 - 6.0	0.8 - 9.0
2021 январь-декабрь / 2020 январь-декабрь	3.8 - 5.9	0.0 - 9.2

В 2019 году показатель «дефицит текущего счета/ВВП» будет выше уровня предыдущего прогноза. Такой показатель будет вызван ухудшением, по сравнению с предыдущим прогнозом, условий торговли, а также пересмотром денежных переводов.

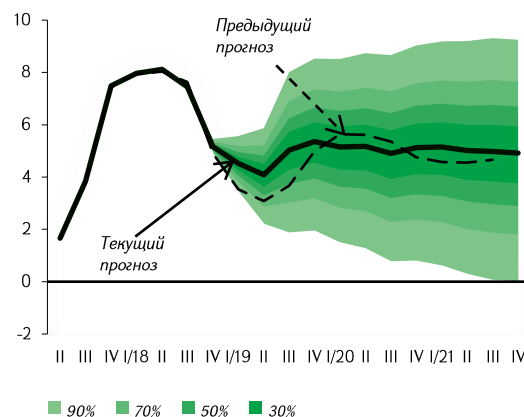
Налогово-бюджетная политика, влияние которой оценивалось в прежней программе, как расширяющая на 0,8 процентных пунктов, будет иметь сдерживающее влияние на 0,4 процентных пунктов (ожидается экономия государственных расходов на 2,5%). В случае полного исполнения государственного бюджета, налогово-бюджетная политика будет иметь нейтральное влияние.

Согласно текущей оценке, инфляция в краткосрочном периоде будет немного ниже предыдущего прогноза, вследствие фактически низкого, чем ожидалось, уровня цен на мясные продукты, топливо, одежду и обувь. Восстановление цен на мясные продукты во втором квартале и медленное снижение цен на сельхозпродукты вызовет небольшое ускорение 12-месячной инфляции.

В то же время, базовая инфляция также будет на слегка более низком, чем предусматривалось, уровне, в соответствии со сравнительно медленным восстановлением целостного спроса. Поэтому,

График 18

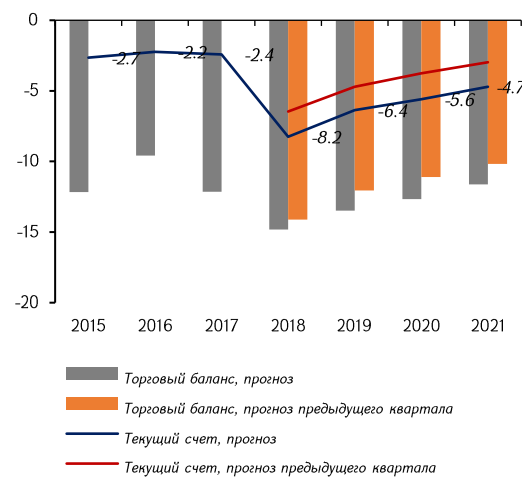
Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)⁷ роста ВВП в 3-годичном



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 19

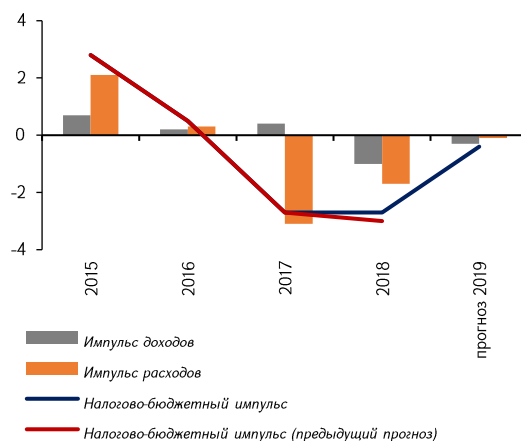
Текущий счет / Среднесрочные прогнозы ВВП (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 20

Прогнозы налогово-бюджетного импульса (процентных пунктов)

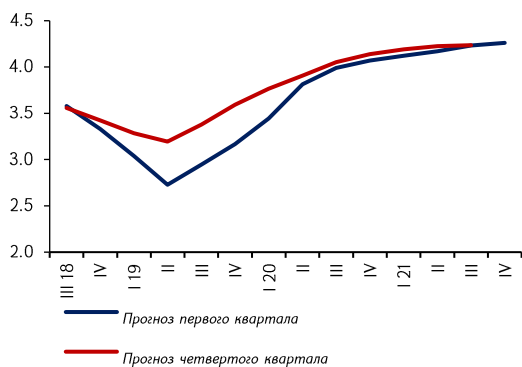


Источник: оценка ЦБ РА

⁷ Темп роста за каждый месяц рассчитан как среднее значение кумулятивного темпа роста за последние 4 квартала.

График 21

Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: оценка ЦБ РА

для достижения целевого уровня инфляции пока необходимо сохранять стимулирующее направление денежно-кредитной политики, отдав предпочтение медленному восстановлению 12-месячной инфляции. В результате, в конце предусматриваемого горизонта, она постепенно приблизится и закрепится вблизи целевого показателя (с. график 1).

Краткосрочные инфляционные ожидания в будущем, по сравнению с предыдущими прогнозами, будут на более низком уровне, вследствие, по сути, развития базовой инфляции. Однако, по оценкам ЦБ, долгосрочные инфляционные ожидания пока снизились недостаточно, и есть необходимость их дополнительного удержания.

2.2.4. Суждения и риски

В данном разделе представляются суждения о денежно-кредитной программе ЦБ первого квартала 2019 года и риски реализации этой программы, обусловленные развитиями внешнего сектора, осуществляемой налогово-бюджетной политикой, сформировавшимися тенденциями и краткосрочными прогнозами.

График 22

Доля домашних хозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте



Источники: СК РА, результаты опросов ЦБ

Вкладка 1

Результаты опросов домашних хозяйств и финансовых учреждений относительно их ожиданий

Согласно результатам опросов ЦБ, проведенных в четвертом квартале 2018 года среди домашних хозяйств и организаций финансового сектора относительно некоторых макроэкономических показателей, инфляционные ожидания в конце года существенно не изменились. В частности, доля опрошенных среди домохозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте, как и в предыдущем квартале осталась на нулевом уровне.

Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы в одногодичном горизонте несколько снизился по сравнению с результатами предыдущего опроса, составив 3,2% против 3,4%.

График 23

Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы (%)

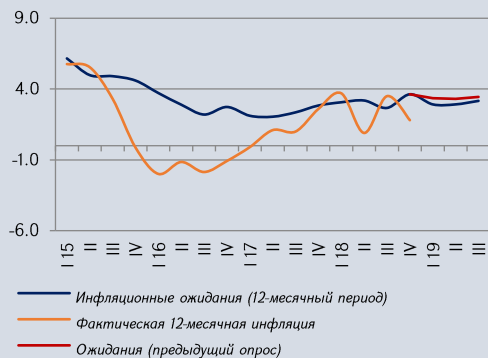


Таблица 3

Основные рассуждения	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
Замедление темпов роста экономики и цен основных стран-партнеров РА	- На фоне ослабления мирового спроса в странах-партнерах внешний спрос значительно замедлится и на сырьевых и товарных рынках будет наблюдаться слабая инфляция, в условиях которой в развитых странах ожидается более медленная корректировка денежно-кредитных условий. - Инфляция в США и еврозоне в краткосрочном отрезке замедлится в силу также снижения международных цен на нефть.
Более медленное восстановление надбавки за риск РА в среднесрочном периоде.	В течение первого квартала 2019 года разность ставок между выпущенными Правительством РА 10-летними еврооблигациями и активами США с аналогичными сроками (адекватно оценивается также текущая надбавка за риск страны – в пределах 3%), в соответствии с общими тенденциями развивающихся стран, существенно снизилась и находится значительно ниже оцененного долгосрочного устойчивого уровня. В развитых странах, в силу ожиданий более слабого роста и, следовательно, более стимулирующих, чем ранее, денежно-кредитных политик, надбавки за риск останутся пока на прежнем уровне в течение ближайших кварталов, а затем вернуться на устойчивые, долгосрочные уровни.
Влияние налогового администрирования в первом квартале 2019 года.	При составлении прогноза целостного предложения и спроса были учтены влияния налоговой политики, осуществляемой КГД, на показатели услуг (включая торговлю) и потребления, с учетом того, что налоговое администрирование повышает рост этих показателей, однако не играет существенной роли с точки зрения инфляционных давлений.
Умеренный рост частных вложений.	В течение 2018 года накопились большие объемы запасов материальных оборотных средств, однако темп роста их изменений замедлился до конца года. Ожидается, что накопленные запасы существенно не уменьшатся, и в течение 2019 года рост их изменения будет находиться вблизи исторических средних величин.
Наличие инфляционных шоков по части предложения.	В первом квартале 2019 года по части некоторых товарных категорий наблюдались влияния шоков предложения, которые были обусловлены влиянием изменений акцизного налога и таможенных ставок. Указанное влияние на 12-месячную инфляцию составило, по оценкам, 0,2 процентного пункта.
Условия налогово-бюджетной политики.	В 2019 году влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос составило, по оценкам, сдерживающее влияние на 0,4 процентного пункта.
Меры, содействующие росту уровня потенциала ВВП.	- Рост уровня потенциала ВВП, в основном, выразится в увеличении возможностей выпуска как товаров, так и услуг в результате неуклонного роста частных вложений в экспортный сектор, обеспечивая рост на 4,5- 5,0% годовых в долгосрочном периоде. - В сценарии денежно-кредитной политики нет расчетов, основанных на деятельности Амурского рудника, а работы медеплавильного завода в Алаверди начнутся предположительно во второй половине 2019 года.

Риски реализации прогноза

Риски, связанные с реализацией основного сценария, обусловлены развитиями как спроса, так и предложения в соответствующих секторах экономики.

По части целостного спроса основные риски связаны со следующими факторами:

- В краткосрочном отрезке существуют главным образом дефляционные риски, которые могут быть связаны с недостаточными темпами восстановления предложения, а следовательно, базовой инфляции.
- Более сдерживающее влияние бюджета в течение 2019 года – в результате целостный спрос окажет на инфляцию большее дефляционное влияние, вызвав необходимость дополнительной стимулирующей денежно-кредитной политики.
- Уменьшение темпов роста вложений, вызванное возвращением к нормальному уровню материальных оборотных средств.
- Замедление роста мировой экономики, особенно, экономики в странах-партнерах, обусловленное возможными мерами торговой политики США, в частности торговыми войнами между США и Китаем, пересмотром США пошлинной политики с ЕС, неопределенностями и негативными последствиями, связанными с выходом Великобритании из состава ЕС – брексита.

По части предложения инфляция подвержена следующим рискам:

- В краткосрочном отрезке возможен более быстрый, чем ожидается, рост цен на мясо, обусловленный недостаточной численностью поголовья скота.
- Равнонаправленные риски относительно степени влияния на инфляцию вследствие изменения таможенных тарифов на некоторые товарные категории в 2020 году (составит по оценкам 0,4 процентного пункта).

В целом, в среднесрочном периоде преобладают риски отклонения инфляции вниз от предусмотренной траектории (см. график 1).

В дополнение вышеуказанным рискам отклонения спроса вниз, по части снижения экономического роста имеются также связанные с потенциалом дополнительные риски, которые могут быть равнонаправленные. В частности:

- Неопределенности относительно дальнейшей эксплуатации Амулсарского рудника и медеплавильного завода в Алаверди.
- Для долгосрочного экономического роста – будущий характер структурных реформ в экономике и степень их влияния на деловую среду и вложения.

Следует отметить, что чистое влияние указанных рисков на рост экономики направлено слегка вниз (см. график 2).

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ЧЕТВЕРТОГО КВАРТАЛА 2018 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

Представляя процесс достижения целевого уровня инфляции в течение предыдущего одногодичного горизонта, включающего весь 2018 год, прежде всего следует отметить, что согласно программе денежно-кредитной политики первого квартала 2018 года предусматривалось постепенное расширение инфляционной среды в течение года, содействие которому, главным образом, должны были оказать инфляционные влияния мировых товарных рынков и вызванное осуществляемой ЦБ стимулирующей политикой оживление внутреннего спроса. Ожидалось также, что в краткосрочном периоде изменения таможенных тарифов и акцизных налогов на некоторые товарные категории окажут ограниченное влияние на инфляцию, а сформировавшиеся дополнительные инфляционные ожидания вследствие удорожания определенного ряда продуктов в конце 2017 года будут иметь временный характер и должны затихнуть уже в начале 2019 года. В рамках указанной программы **предусматривалось сохранить пока стимулирующую позицию денежно-кредитной политики** с целью обеспечения непрерывности спроса, а в течение года, параллельно восстановлению инфляции, нейтрализовать стимулирующую денежно-кредитную среду, для достижения цели по обеспечению стабильности цен в среднесрочном отрезке.

Фактические развития 2018 года показали, что ожидаемые риски в начале года проявились, а наблюдаемый в течение предыдущего года сравнительно высокий спрос имел временный характер и уже в начале года существенно замедлился, а затем и углубился под влиянием сдерживающей налогово-бюджетной политики, осуществляемой Правительством, и ощутимым ослаблением инфляционной среды во внешней среде. Причем вышеуказанные развития отразились на динамике как базовой, так и общей инфляции.

Следует отметить, что по кварталу наблюдались определенные отклонения инфляции от предусмотренного сценария ее постепенного восстановления. Так например, в первом квартале 2018 года, как и ожидалось, инфляционная среда расширилась, и 12-месячная инфляция с 2,6% в начале года достигла в марте 3,7%. Во втором и третьем кварталах наблюдалось отклонение динамики инфляции от базового сценария, предусмотренного в предыдущем квартале, что было обусловлено колебанием цен на сельхозпродукцию из-за раннего наступления сезона. В результате 12-месячная инфляция снизилась до 0,9%, затем вновь повысилась, составив в конце сентября 3,5%. В то же время, еще одним фактором формирования низкой

График 24

По прогнозам ЦБ 12-месячная инфляция в прогнозном горизонте продолжит повышаться, затем закрепится вблизи целевого показателя



Источники: СК РА, ЦБ РА

инфляции в указанном периоде явилось проведение сдерживающей, по сравнению с предусматриваемой, налогово-бюджетной политики. В четвертом квартале к этому добавилось также значительное ослабление инфляционной среды во внешнем секторе, под влиянием которого 12-месячная инфляция вновь снизилась, составив в конце декабря 1,8%.

Однако, с точки зрения влияния денежно-кредитной политики, наиболее характерной является динамика базовой инфляции, которая также повысилась в начале года, обусловленная влиянием временных дополнительных инфляционных ожиданий населения в конце предыдущего года и стимулирующей денежно-кредитной политики ЦБ. Уже в дальнейшем, когда дополнительные инфляционные ожидания нейтрализовались, и проявились вышеуказанные дефляционные факторы, базовая инфляция также начала постепенное снижаться. В результате 12-месячная базовая инфляция с 3,6% в начале года достигла в конце марта 4,9%, а к концу года снизилась до 2,6%, что свидетельствовало о смягчении инфляционных ожиданий.

Основываясь на макроэкономических фактических развитиях и учитывая ожидаемые из внешнего сектора неинфляционные влияния, **ЦБ сохранил в течение 2018 года стимулирующие условия денежно-кредитной политики, оставив ставку рефинансирования на неизменном действующем уровне 6%.** ЦБ считал, что такая денежно-кредитная политика является достаточно стимулирующей (еще и потому, что центральные банки ведущих стран мира уже сточили в течение года денежно-кредитные условия) и способствует в прогнозном горизонте росту внутреннего спроса и укреплению инфляции вблизи целевого ориентира.

Вместе с этим, во втором полугодии преобладали риски отклонения инфляции от прогнозной траектории вниз, обусловленные как внешними (формирование инфляционной среды ниже ожидаемого уровня и слабый спрос), так и внутренними (ниже ожидаемого уровня внутренний спрос, обусловленный проведением наиболее сдерживающей налогово-бюджетной политики) факторами. Под влиянием проявившихся рисков инфляционная среда существенно смягчилась, что позволило ЦБ, нацеленного на достижение целевого уровня инфляции в среднесрочном периоде, сохранить стимулирующие денежно-кредитные условия, оставив ставку рефинансирования неизменной и расширив горизонт стимулирования.

3.1.2. Цены

Потребительские цены. В четвертом квартале 2018 года **инфляция** составила **2,6%**, что было обусловлено в основном 4,9% инфляцией товарной категории «Пищевые продукты и безалкогольные напитки» (включая алкоголь и табак). В то же время, цены на непро-

довольственные товары и тарифы на услуги повысились соответственно на 1,8% и 0,2% (содействие квартальной инфляции – примерно 0,45 процентного пункта). В частности, инфляции товарной категории «Пищевые продукты и безалкогольные напитки» значительное содействие оказал рост цен на фрукты, овощи и мясо, соответственно на 16,8%, 37,4% и 1,7% (содействие квартальной инфляции – примерно 2,7 процентного пункта).

График 25

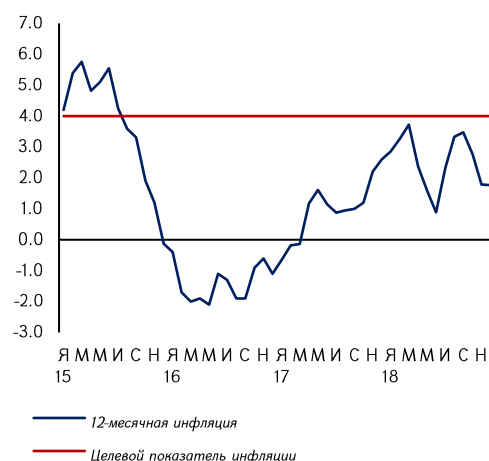
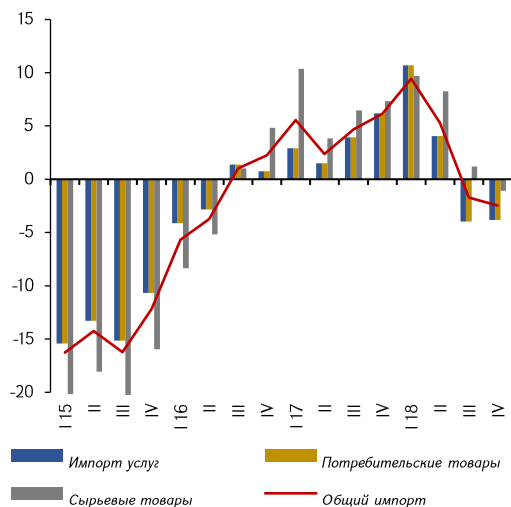


Таблица 4

⁸ Показатели по продовольственным товарам рассчитаны в годовом исчислении со стороны ЦБ на базе данных СК РА.

График 26

В 4-м квартале 2018 долларовые цены на импорт товаров и услуг снизились (в годовом исчислении, %)



Источник: расчеты ЦБ РА

В результате вышеуказанных развитий 12-месячная инфляция составила в декабре 2018 года 1,8% вместо 2,7%, как предусматривалось программой четвертого квартала, причем, рост цен в годовом исчислении сезонных сельхозпродуктов составил -1,6%, тарифов на регулируемые услуги – 0,3%, а базовой инфляции – 2,6%. Следует отметить, что в показателе базовой инфляции также отразились влияния некоторых шоков предложения, зафиксированных в течение года. В частности, по оценкам, совокупное влияние изменений акцизного налога, таможенных тарифов, повышения цен на мясо, особенно на говядину, а также снижения цен на импортированные товары на инфляцию составило примерно положительные 0,8 процентного пункта.

Согласно официальным данным СК РА в январе 2019 года инфляция составила 1,8%, в основном, вследствие 4,6% роста цен на товарную категорию «Пищевые продукты и неалкогольные напитки», в результате показатель 12-месячной инфляции резко уменьшился в январе, составив 0,8%.

В феврале 2019 года инфляция составила 0,6%, чему большое содействие оказал рост цен на товарные категории «Фрукты» и «Овощи» соответственно на 1,7% и 7,4% (содействие росту общего уровня потребительских цен – 0,5 процентного пункта). В результате показатель 12-месячной инфляции в феврале восстановился и составил 1,9%.

Цены на импорт. В течение четвертого квартала 2018 года изменение долларовых цен на импортируемые в РА товары было почти нулевое. Причем долларовые цены на импорт потребительских товаров выросли на 0,3% в годовом исчислении. Цены на минеральное сырье снизились на 0,7% кв/кв. Этому оказало содействие снижение цен на пшеницу и нефть в течение квартала. Общее влияние указанных развитий на импортируемые в РА товары осталось по сравнению с предыдущим кварталом почти без изменений. Вместе с этим следует отметить, что долларовые цены на импорт товаров и услуг пока остаются ниже цен, зафиксированных в аналогичном квартале предыдущего года, на 2,5%.

3.2. Экономические развития

3.2.1. Позиция экономики

Разрыв ВВП в отчетном квартале был отрицательный.

Превышающий ожидания экономический рост в четвертом квартале и ускорение частного потребления (см. разделы 3.2.2 и 3.2.3) хотя и оказали содействие пересмотру отрицательного разрыва ВВП вверх, тем не менее, разрыв ВВП, оставаясь под влиянием некоторых факторов, остается, по оценкам, значительным отрицательным, что соответствует существующей на потребительском рынке низкой

Разрыв ВВП в отчетном квартале был, по оценкам, отрицательный.

инфляционной среде и выражается в замедлении базовой инфляции (см. раздел 2.2.1). В частности, формированию отрицательного разрыва ВВП, несмотря на осуществляемую ЦБ стимулирующую денежно-кредитную политику, способствовали сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики в четвертом квартале 2018 года, ослабление обменных курсов в странах-партнерах, а также уменьшение внешнего спроса и более низкий, чем ожидалось, уровень денежных переводов в реальном выражении.

3.2.2. Расходная сторона экономики

В четвертом квартале 2018 года темп роста спроса оставался высоким. В отчетном квартале в условиях 3,4% экономического роста рост частных расходов составил 9,3%, что не является существенным отклонением от предыдущего прогноза. Однако, по сравнению с предыдущей оценкой, изменению подверглась структура частного спроса, а именно, ускорился темп роста частного потребления и замедлился темп роста частных вложений.

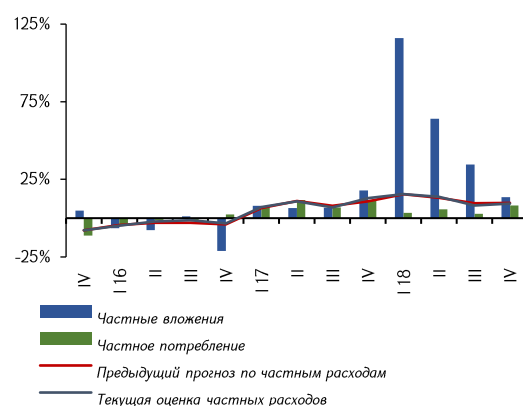
Таким образом, 9,3% рост частных расходов в четвертом квартале 2018 года был результатом 8,3% роста частного потребления и 13,5% роста частных вложений. В последнем квартале наблюдался рост кредитования населения, опережающий рост бизнес-кредитов, что частично обусловило больший, чем ожидалось, рост потребления и меньший, чем ожидалось, рост вложений. Зафиксированный с начала 2018 года высокий рост частных вложений был обусловлен, главным образом, высоким темпом роста материальных оборотных средств, который в отчетном квартале также замедлился.

В четвертом квартале 2018 года уровень частного потребления был вблизи потенциального уровня. В результате существенных инфляционных или дефляционных давлений не ожидается.

Рост реальных объемов экспорта и импорта в четвертом квартале 2018 года, по сравнению с высоким ростом в начале года, значительно замедлился, особенно по части импорта. Рост реальных объемов экспорта ощутимо превысил рост реальных объемов импорта. В результате влияние чистого реального экспорта на рост ВВП было почти нулевое после зафиксированного в предыдущих кварталах отрицательного содействия. В четвертом квартале, 2018 года рост реального экспорта товаров и услуг составил 2,3% годовых, а реальный рост импорта товаров и услуг составил 0,6% годовых. Следует отметить, что рост импорта товаров, составляющих основную долю в импорте, замедлился в четвертом квартале 2018 года. А рост реальных объемов экспорта и импорта товаров и услуг в течение 2018 года составил соответственно 5,2% и 10,9%.

График 27

Структура затрат частного сектора
(рост в годовом исчислении)

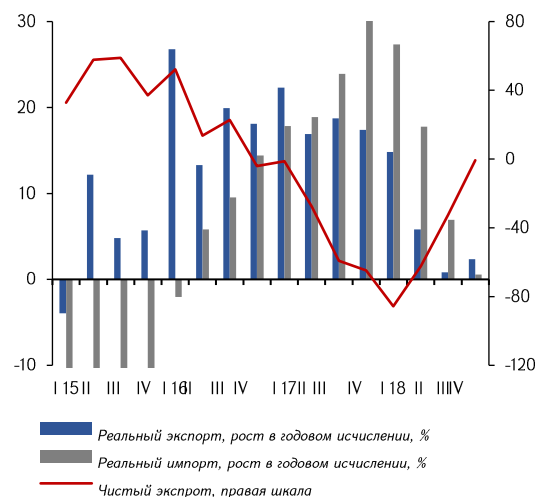


Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 28

Позиция чистого экспорта улучшилась в 4-м квартале 2018 г., благодаря превышающему импорт росту экспорта

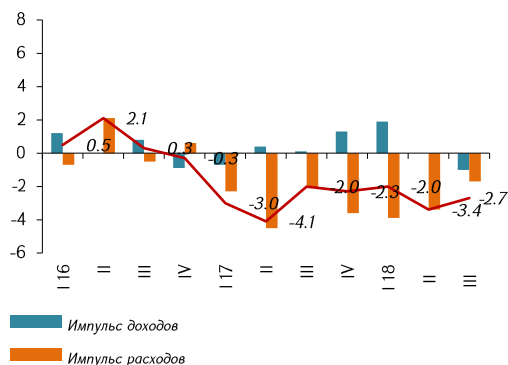
(чистый реальный экспорт, в годовом исчислении, %
положительный знак – улучшение)



Источник: СК РА

График 29

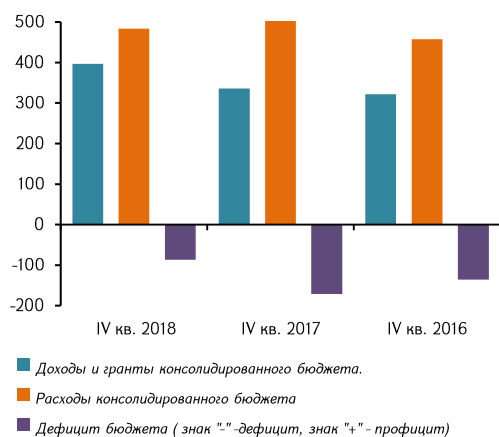
В 4-м кв. 2017 г. сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено, главным образом, сдерживающим влиянием расходов



Источники: оценка ЦБ РА

График 30

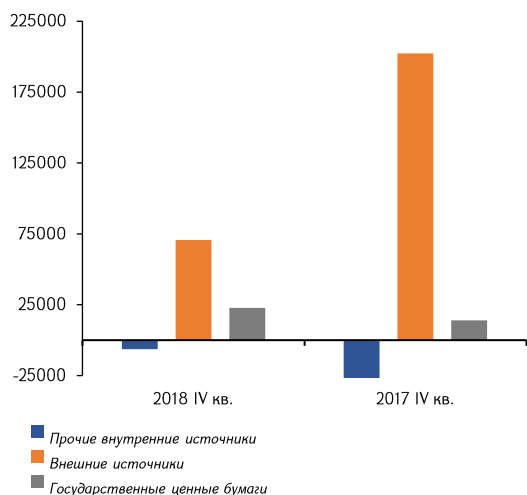
Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов РА)



Источники: Минфин РА и оценка ЦБ РА

График 31

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



Источник: Минфин РА

В четвертом квартале 2018 года долларовые объемы чистых денежных переводов физических лиц (включая вознаграждение трудовых мигрантов и личные трансферты), уменьшились вследствие ослабления обменного курса рубля. Снижение составило, по оценкам, 7,1% годовых, а снижение в течение 2018 года оценивается 1,5%.

В четвертом квартале 2018 года, показатель «дефицит текущего счета/ВВП» сократился на 0,7 процентного пункта, в силу уменьшения дефицита внешнего торгового баланса. В результате показатель «дефицит текущего счета/ВВП» в 2018 году составил, по оценкам, 8,2%.

Налогово-бюджетная политика⁹. В четвертом квартале 2018 года показатели фактических расходов и доходов бюджета отклонились от прогнозов ЦБ¹⁰. Был зафиксирован больший, чем было предусмотрено по программе, сбор доходов и большее исполнение расходов. Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос по кварталу было по оценкам сдерживающим на 2,8 процентного пункта вместо предусмотренного сдерживающего влияния на 3,3 процентного пункта.

Доходы в бюджет в четвертом квартале 2018 года превысили предусмотренный показатель на 103%, а налоговые доходы – на 102%. Кроме превышения сбора доходов, в четвертом квартале единый счет для уплаты налогов увеличился на 16,2 млрд драмов (в конце года показатель составил примерно 48,0 млрд драмов), влияние которого наблюдалось и на импульсе доходов. В результате импульс доходов был сдерживающим на 3,1 процентного пункта вместо сдерживающего на 1,2 процентного пункта.

Расходы государственного бюджета составили 106% показателя, предусмотренного ЦБ, в результате импульс расходов имел слегка расширяющее влияние вместо прогнозного сдерживающего. В структуре расходов государственного бюджета **государственное потребление** было меньше прогнозного показателя на 8%, а **расходы по статье «Операции с нефинансовыми активами»** превысили прогноз на 48%. Обусловлено это главным образом превышающим прогноз исполнением программ, осуществляемых за счет внешнего финансирования. Импульс расходов по кварталу оказал расширяющее влияние на 0,3 процентного пункта вместо предусмотренного сдерживающего влияния на 2,1 процентного пункта.

В результате исполнений доходов и расходов в четвертом квартале сформировался дефицит бюджета примерно на 87,0 млрд драмов вместо предусматриваемого ЦБ дефицита на 58,0 млрд драмов.

⁹ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен с использованием предварительных фактических показателей консолидированного бюджета за четвертый квартал (бюджет общин является оценкой), без учета внебюджетных средств.

¹⁰ Прогноз доходов составлен на основании установленного законом показателя государственного бюджета за 2018 год, прогноз расходов является оценкой ЦБ.

В 2018 году, по сравнению с предыдущим годом, показатель «налоги/ВВП» увеличился на 0,2 процентного пункта, составив 20,9%, показатель «дефицит/ВВП» составил 1,7%, где уменьшение составило 3,1 процентного пункта. По итогам года налогово-бюджетная политика оказала сдерживающее влияние на 2,9 процентного пункта, что обусловлено сдерживающими импульсами как доходов, так и расходов.

3.2.3. Производственная сторона экономики

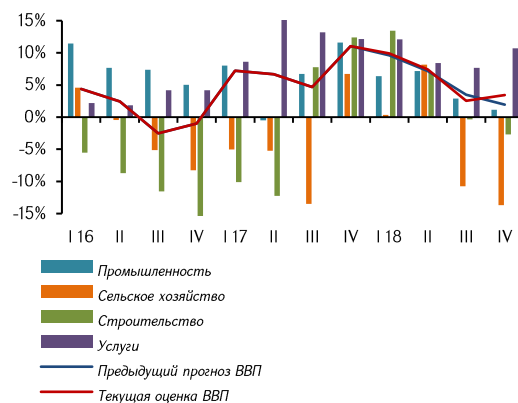
В четвертом квартале 2018 года показатель экономического роста превысил прогноз ЦБ, составив 3,4%. Отклонение обусловлено, в основном, более положительными, чем ожидалось, развитиями сферы услуг. В четвертом квартале 2018 года в сфере услуг был зафиксирован 10,7% рост, обусловленный высоким ростом кредитования и международного туризма. В отрасли промышленности рост составил 1,1%, что не отличается от прогноза ЦБ, причем росту отрасли основное содействие оказала обрабатывающая промышленность в условиях сокращения показателя горнорудной промышленности. Остальные отрасли промышленности оказали отрицательное содействие экономическому росту, в частности, спад сельского хозяйства составил в отчетном квартале 13,7%, а строительства – 2,7%.

Ожидается, что в первом квартале 2019 года основным источником экономического роста продолжит оставаться сфера услуг, о чем свидетельствуют высокие показатели экономической активности за январь, в частности, рост в сфере торговли составил 19,3%, а услуг – 15,6%. Следует отметить, что высокий рост услуг может быть частично обусловлен сокращением теневой экономики вследствие налогового администрирования, что пока не отразилось на инфляционной среде.

Производительность, измеряемая объемом продукции, выпущенной работником за единицу времени, в четвертом квартале 2018 года по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года увеличилась, по оценкам ЦБ, на 0,7%. Умеренный рост производительности соответствует вышеописанным развитиям экономического роста, так как он обуславливался ростом сферы услуг, производительность которой сравнительно трудоемкая и ограниченная.

График 32

Отраслевая структура ВВП, рост в годовом исчислении, %

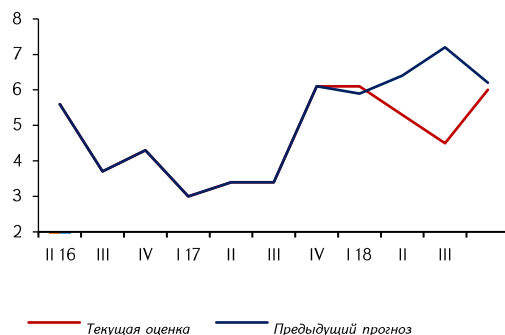


Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

В четвертом квартале 2018 года показатель экономического роста превысил прогноз ЦБ, составив 3,4%.

График 33

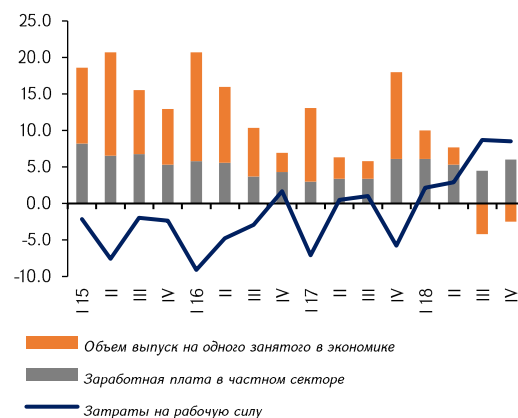
Годовой прирост частных номинальных заработных плат (%)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 34

Годовой прирост затрат на оплату труда (%)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

3.2.4. Рынок труда¹¹

Экономический рост в отчетном периоде сопровождался снижением производительности труда¹², в результате ожидается, что средняя номинальная заработная плата в частном секторе будет слегка ниже показателя предыдущего прогноза, а спрос на рабочую силу – слегка выше прогноза, так как в условиях снижения производительности нужно больше трудовых ресурсов для удовлетворения имеющегося спроса. В результате в четвертом квартале 2018 года темп роста номинальной заработной платы в частном секторе был пересмотрен вниз на 0,2 процентного пункта, составив, по оценкам, 6,0%.

В условиях вышеописанных развитий экономического роста и производительности в четвертом квартале 2018 года уровень безработицы составил 16%, что на 0,2 процентного пункта ниже предыдущего прогноза.

В отчетном периоде расходы предприятий на единицу рабочей силы увеличились на 8,5%, отразив ускорение темпов роста заработных плат в частном секторе в расчете на единицу рабочей силы по отношению к темпу роста выпуска. В результате из рынка труда могут ожидать, по оценкам, слабые инфляционные давления.

3.3. Развитие финансового рынка

В течение четвертого квартала 2018 года Совет ЦБ вновь оставил процентную ставку рефинансирования неизменной на уровне 6%.

В ноябре, равно как и в декабре, Совет ЦБ предпочел оставить ставку рефинансирования неизменной, посчитав действующий уровень ценив достаточно стимулирующим, обеспечивающим траекторию постепенного восстановления инфляции. В условиях прогнозируемых макроэкономических развитий, для обеспечения стабильности цен в среднесрочном периоде, предполагалось также более длительное сохранение стимулирующих условий, в результате которого ожидалось сохранение низкого уровня инфляции и ее укрепление в конце прогнозного горизонта вблизи 4% целевого показателя. Учитывая существующие инфляционные риски, которые главным образом направлены вниз, Совет ЦБ объявил, что в случае их проявления ЦБ скорректирует направление денежно-кредитной политики для обеспечения стабильности цен.

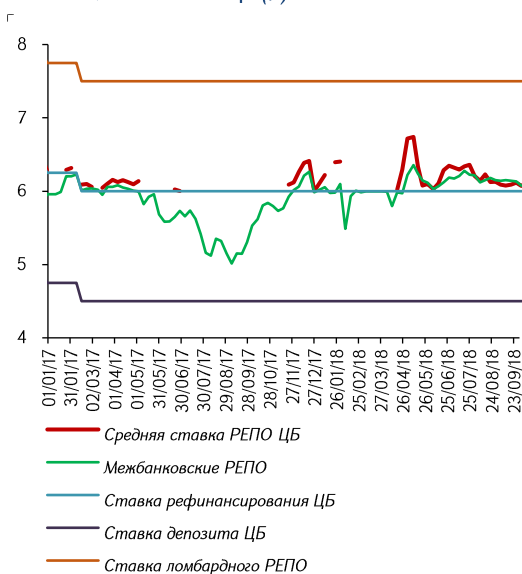
¹¹ Данные по рынку труда за четвертый квартал 2018 года являются оценками ЦБ, основанными на фактических показателях третьего квартала 2018 года и октября-ноября 2018 года. Оценки роста представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹² В качестве показателя производительности рассматривается совокупная реальная добавленная стоимость в расчете на единицу используемых трудовых ресурсов. По оценкам ЦБ данный показатель снизился в четвертом квартале 2018 года на 2,5%.

В течение четвертого квартала 2018 года Совет ЦБ вновь оставил процентную ставку рефинансирования неизменной на уровне 6%.

График 35

В течение квартала краткосрочные ставки оставались вблизи ставки политики ЦБ (%)



Источник: ЦБ РА

Таблица 5

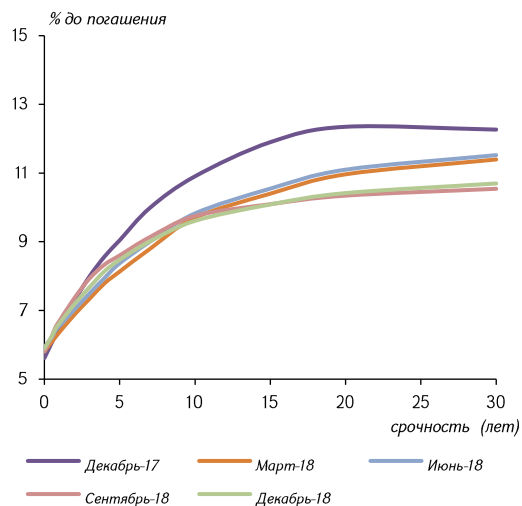
Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатели	IV кв. 17	I кв. 18	II кв. 18	III кв. 18	IV кв. 18
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
Ставка РЕПО ЦБ	6.20	6.20	6.32	6.17	6.17
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	5.89	5.94	6.09	6.17	6.15
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (по состоянию на конец квартала)					
Краткосрочные облигации (1 год)	6.25	6.37	6.55	6.70	6.63
Среднесрочные облигации (5 лет)	8.41	8.15	8.37	8.60	8.48
Долгосрочные облигации (30 лет)	12.27	11.40	11.52	10.54	10.68

В течение четвертого квартала 2018 года финансовый рынок сохранил стабильную динамику: рыночные краткосрочные процентные ставки формировались вблизи ставки политики ЦБ. Для сохранения уровня краткосрочных ставок вблизи уровня процентной ставки рефинансирования ЦБ в течение квартала ЦБ, используя инструменты по обеспечению ликвидности, почти полностью удовлетворил имеющийся спрос на ликвидность. Квартальный показатель ставки по межбанковским РЕПО сроком 7 дней составил 6,15%.

В течение квартала ожидания участников финансового рынка также были устойчивые, в результате и на рынке ГО существенных изменений доходности зафиксировано не было. Доходность краткосрочных ГО формировалась вблизи ставки политики ЦБ, проявив характерную для денежного рынка динамику.

График 38

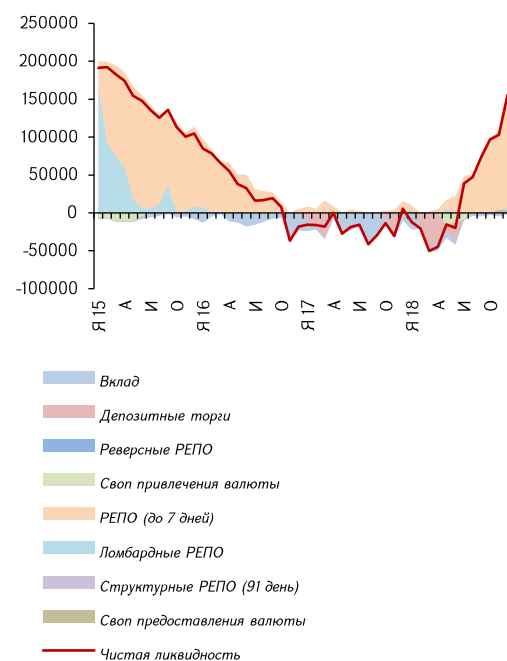
В течение 3-го квартала 2018 г. существенных изменений доходности на рынке ГО не произошло



Источник: ЦБ РА

График 36

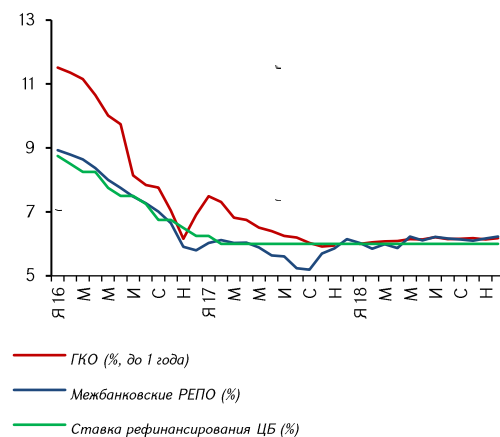
Объемы предоставления и привлечения ликвидности с помощью операций ЦБ (среднемесячный запас, млн драмов РА)



Источник: ЦБ РА

График 37

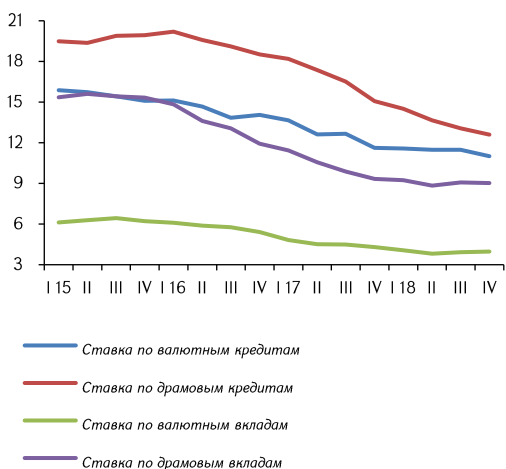
Динамика краткосрочных ставок в 3-м квартале 2018 г.



Источники: ЦБ РА, НАСДАК О-Эм-ЭКС

График 39

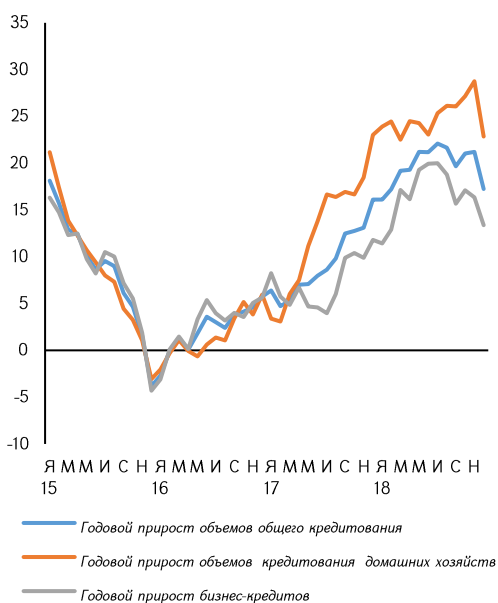
Ставки по депозитам и кредитам физических лиц



Источник: ЦБ РА

График 40

Рост кредитования в 4-м квартале 2018 г. был обусловлен ростом кредитов, выданных домашним хозяйствам



Источник: ЦБ РА

В условиях высокого уровня капитализации банковского сектора и проводимой ЦБ стимулирующей денежно-кредитной политики, в течение четвертого квартала 2018 года продолжилась тенденция роста объемов кредитования со стороны банков. Несмотря на замедление кредитования предприятий, в результате упрощения условий и процедур выдачи кредитов, снижения ставок общий показатель кредитования увеличился в течение квартала, обусловленный ростом потребительских и ипотечных кредитов. Квартальный показатель роста кредитования составил 3,7%, причем, в основном за счет 10,5% роста предоставленных драмовых средств. 12-месячный рост общего объема кредитования составил в декабре 2018 года 17,2%. Снижение ставок по кредитам наиболее отчетливо проявилось в драмовых кредитах, выданных физическим лицам.

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	програм.	програм.	програм.
Цены												
Инфляция (в годовом исчислении, конец периода, %)	9.4	4.7	3.2	5.6	4.6	-0.1	-1.1	2.6	1.8	2.4	3.6	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	2.5	1.9	3.1	3.9
Базовая инфляция (в годовом исчислении, среднее, %)	7.5	8.6	5.3	5.8	1.9	5.1	-2.0	0.8	4.0	1.6	3.7	4.2
Совокупный продукт												
ВВП (млрд драмов РА)	3690.0	4028.9	4266.5	4555.6	4828.6	5043.6	5067.3	5568.9	6002.7	6526.4	7133.6	7782.5
ВВП (%), реальный рост	2.2	4.7	7.2	3.3	3.6	3.2	0.2	7.5	5.2	5.4	5.1	4.9
Предложение												
Промышленность (%), реальный рост	9.2	13.6	6.4	6.3	-0.9	6.2	7.7	6.6	4.1	2.8	4.5	4.9
Сельское хозяйство (%), реальный рост	-16.0	14.0	9.5	7.6	6.1	13.2	-5.0	-5.3	-8.5	1.5	2.4	3.5
Строительство (%), реальный рост	3.3	-12.2	4.5	-7.4	-4.5	-3.1	-14.1	2.5	1.6	3.5	3.1	3.4
Услуги (%), реальный рост	4.1	4.7	6.3	3.1	6.7	1.6	3.2	12.4	9.6	7.8	6.2	5.4
Налоги, нетто (%), реальный рост	13.4	3.8	9.9	3.6	1.8	-5.1	-4.7	10.1	8.0	4.1	5.4	4.9
Спрос												
Потребление (%), реальный рост	3.9	2.6	7.7	1.9	0.7	-6.2	-0.5	9.5	3.9	4.5	3.8	3.4
Государственное потребление (%), реальный рост	3.9	1.9	-1.4	8.7	3.4	4.7	5.8	11.5	-5.8	0.7	1.3	2.2
Частное потребление (%), реальный рост	3.9	2.7	9.1	0.9	1.0	-7.7	-1.2	8.9	5.2	5.1	4.2	3.6
Валовые вложения (%), реальный рост	0.5	-5.2	0.5	-10.5	-3.0	-1.2	-8.7	13.9	28.5	3.1	6.3	6.0
Государственные вложения (%), реальный рост	-12.7	-6.1	-22.4	-13.8	10.0	13.6	5.0	31.7	-38.0	37.4	15.0	12.0
Частные вложения (%), реальный рост	2.6	-5.1	3.6	-10.0	-3.7	-3.6	-10.5	11.1	41.0	0.3	4.9	4.9
Экспорт товаров и услуг (%), реальный рост	20.4	14.5	12.0	8.9	6.4	4.9	19.1	18.2	5.2	5.0	7.9	7.5
Импорт товаров и услуг (%), реальный рост	7.2	-0.1	4.7	5.5	-1.0	-15.1	7.6	24.8	10.9	2.7	5.0	4.3
Внешний сектор												
Торговый баланс (млн долларов США)	-2065.7	-2109.8	-2111.9	-2196.2	-2055.4	-1186.4	-944.4	-1375.4	-1755.7	-1741.6	-1820.1	-1851.2
Баланс услуг (млн долларов США)	-260.8	-65.8	-101.6	-124.3	-113.0	-94.5	-71.4	-27.9	-86.9	-67.8	-39.2	-25.0
Денежные переводы (млн долларов США)	1421.9	1440.4	1539.8	1755.1	1616.1	1082.4	989.6	1128.1	1111.4	1172.2	1289.4	1418.3
Текущий счет (млн долларов США)	-1261.4	-1058.9	-1057.9	-812.9	-883.1	-279.1	-238.1	-279.7	-1025.0	-855.5	-822.9	-760.9
Торговый баланс (доля в ВВП, %)	-22.1	-20.8	-19.9	-19.7	-17.8	-11.3	-8.9	-11.9	-14.1	-13.0	-12.4	-11.5
Баланс услуг (доля в ВВП, %)	-2.8	-0.7	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.7	-0.2	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2
Денежные переводы (доля в ВВП, %)	15.2	14.2	14.6	15.8	14.0	10.3	9.3	9.8	8.9	8.7	8.8	8.8
Текущий счет (доля в ВВП, %)	-13.5	-10.5	-10.0	-7.3	-7.6	-2.7	-2.2	-2.4	-8.2	-6.4	-5.6	-4.7
Государственный сектор *												
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	780.4	880.9	946.2	1071.4	1144.8	1167.7	1171.1	1237.2	1298.4	1462.0	-	-
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	699.4	777.4	878.4	1000.9	1064.1	1067.9	1079.7	1158.1	1255.5	1399.2	-	-
Расходы (млрд драмов РА)	954.3	986.5	1006.1	1142.9	1235.1	1409.0	1449.1	1503.9	1409.7	1573.3	-	-
Дефицит (млрд драмов РА)	-173.9	-105.6	-59.9	-71.5	-90.3	-241.3	-278.0	-266.7	-111.3	-111.3	-	-
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	22.6	23.3	22.2	23.5	23.7	23.2	23.1	22.2	21.6	22.4	-	-
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	20.2	20.6	20.6	22.0	22.0	21.2	21.3	20.8	20.9	21.4	-	-
Расходы (доля в ВВП, %)	27.6	26.1	23.6	25.1	25.6	28.0	28.6	27.0	23.5	24.1	-	-
Дефицит (доля в ВВП, %)	-5.0	-2.8	-1.4	-1.6	-1.9	-4.8	-5.5	-4.8	-1.9	-1.7	-	-
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	7.4	-	-	-
Драмовая масса (в годовом исчислении, конец периода, %)	15.7	26.4	11.9	14.9	-3.5	5.2	24.8	28.9	13.2	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом исчислении, конец периода, %)	26.7	35.3	27.6	12.9	20.8	-3.3	6.0	16.5	17.2	-	-	-
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	483.0	-	-	-

* Показатели по государственному бюджету за 2019 год являются оценками ЦБ.

ГРАФИКИ

График 1	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	4
График 2	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)1 роста ВВП в 3-годичном	4
График 3	Экономический рост в странах - торговых партнерах	5
График 4	Инфляция в странах-торговых партнерах	6
График 5	Международные цены на сырьевые и продовольственные товары	7
График 6	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	8
График 7	Содействие компонентов спроса росту	9
График 8	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке	9
График 9	Годовой прирост частных номинальных заработных плат	10
График 10	Уровень безработицы	10
График 11	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении	11
График 12	Прогнозы экономического роста США	11
График 13	Прогнозы экономического роста ЕС	11
График 14	Прогнозы экономического роста РФ	11
График 15	Прогноз международных цен на продовольствие	12
График 16	Прогноз международных цен на нефть	12
График 17	Прогноз международных цен на медь	12
График 18	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)1 роста ВВП в 3-годичном	13
График 19	Текущий счет / Среднесрочные прогнозы ВВП	13
График 20	Прогнозы налогово-бюджетного импульса	13
График 21	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий	14
График 22	Доля домашних хозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте	14
График 23	Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы	14
График 24	По прогнозам ЦБ 12-месячная инфляция в прогнозном горизонте продолжит повышаться, затем закрепится вблизи целевого показателя	17
График 25	В 4-м кв. 2018 г. инфляция замедлилась	19
График 26	В 4-м квартале 2018 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг снизились	20
График 27	Структура затрат частного сектора	21
График 28	Позиция чистого экспорта улучшилась в 4-м квартале 2018 г., благодаря превышающему импорт росту экспорта	21
График 29	В 4-м кв. 2017 г. сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено, главным образом, сдерживающим влиянием расходов	22
График 30	Основные показатели консолидированного бюджета	22
График 31	Дефицит бюджета в 3-м кв. 2017 г. финансировался в основном за счет внешних источников	22
График 32	Отраслевая структура ВВП, рост в годовом исчислении	23
График 33	Годовой прирост частных номинальных заработных плат	23
График 34	Годовой прирост затрат на оплату труда	23
График 35	В течение квартала краткосрочные ставки оставались вблизи ставки политики ЦБ	24
График 36	Объемы предоставления и привлечения ликвидности с помощью операций ЦБ (среднемесячный запас)	25

График 37	Динамика краткосрочных ставок в 3-м квартале 2018 г.	25
График 38	В течение 3-го квартала 2018 г. существенных изменений доходности на рынке ГО не произошло	25
График 39	Ставки по депозитам и кредитам физических лиц	26
График 40	Рост кредитования в 4-м квартале 2018 г. был обусловлен ростом кредитов, выданных домашним хозяйствам	26

ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	8
Таблица 2	Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП	13
Таблица 3	Логика составления прогноза	15
Таблица 4	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие	19
Таблица 5	Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА	25