

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
От 21.06.2019 года номер 85-И*

Обзор инфляции

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



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 1-го квартала 2019 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 июня 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	6
2.1. Внешняя среда	6
<i>Врезка 1. Перспективы экономики США</i>	<i>7</i>
2.2. Прогнозы	9
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	9
2.2.2. Экономическая активность	11
2.2.3. Сравнение с предыдущим прогнозом	13
2.2.4. Основные суждения и риски	15
<i>Врезка 2. Итоги опроса относительно ожиданий домашних хозяйств и финансовой системы</i>	<i>15</i>
<i>Врезка 3. Возможные развития в горнодобывающей и металлургической промышленности</i>	<i>19</i>
3. Фактические развития за первый квартал 2019 года	20
3.1. Инфляция	20
3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции	20
3.1.2. Цены	21
3.2. Экономические развития	23
3.2.1. Позиция экономики	23
3.2.2. Расходная сторона экономики	24
3.2.3. Производственная сторона экономики	26
3.2.4. Рынок труда	26
3.3. развития финансового рынка	27
Приложение	
Основные макроэкономические показатели	30
Графики	31
Таблицы	32

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

Низкая инфляционная среда сохранилась во втором квартале 2019 года и, исходя из этого, Центральный банк продолжил осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики. В результате, параллельно восстановлению спроса, инфляция в среднесрочном отрезке закрепится вблизи 4% целевого ориентира.

В соответствии с прогнозами второго квартала 2019 года, 12-месячная инфляция в течение года будет колебаться вблизи нижней границы допустимого диапазона. ЦБ считает, что в настоящее время низкая инфляция способствует закреплению долгосрочных инфляционных ожиданий и сохранению покупательной способности доходов, следовательно, ЦБ продолжает придерживаться политики, направленной на постепенное восстановление инфляции.

Основным фактором, обуславливающим низкую инфляцию в краткосрочном отрезке, остается слабый совокупный спрос, сформировавшийся под влиянием сдерживающей налогово-бюджетной политики Правительства и сохраняющейся во внешнем секторе низкой инфляционной среды. И хотя ожидается, что во второй половине 2019 года налогово-бюджетная политика окажет на совокупный спрос существенное стимулирующее влияние, это всего лишь нейтрализует сдерживающее влияние, зафиксированное в первом полугодии, которое в годовом разрезе нейтрализуется. Установившийся в условиях создавшейся макроэкономической ситуации и низкой инфляционной среды уровень процентной ставки политики оценивается достаточно стимулирующим и адекватным отрицательному разрыву ВВП, **поэтому Совет ЦБ считает целесообразным сохранить в настоящее время процентную ставку рефинансирования.** Также ожидается, что, в условиях предусматриваемых макроэкономических развитий, для достижения целевого уровня инфляции в среднесрочном отрезке ЦБ сохранит стимулирующие денежно-кредитные условия так долго, как это потребуется¹.

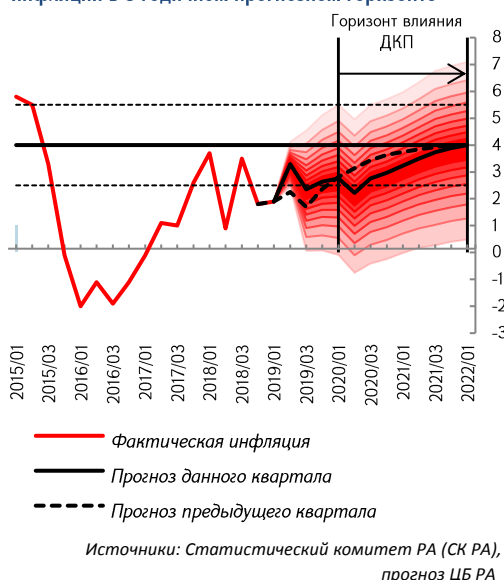
В условиях высокой экономической активности, наблюдаемой в первом квартале 2019 года, экономический рост превысил ожидаемый показатель, составив 7,1%, что обусловлено сохраняющимся преобладающим влиянием высокого роста частного потребления. По оценкам в краткосрочном отрезке эта тенденция сохранится, поэтому прогноз экономического роста за 2019 год пересмотрен вверх и будет находиться в интервале 5,9-7,4%, а в среднесрочном отрезке приблизится к долгосрочному равнонаправленному уровню.

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

Низкая инфляционная среда сохранилась также во втором квартале 2019 года и, исходя из этого, Центральный банк продолжил осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики.

График 1

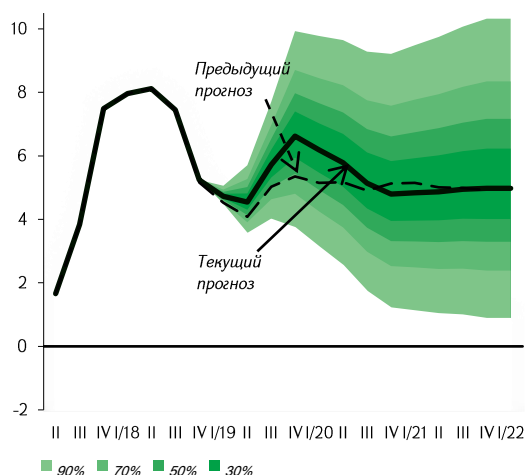
Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годовом прогнозном горизонте



В условиях высокой экономической активности, наблюдаемой в первом квартале 2019 года, экономический рост превысил ожидаемый показатель, составив 7,1%, которому продолжает оказывать преобладающее влияние высокий рост частного потребления.

График 2

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



В 2019 году основное содействие экономическому росту окажет рост сферы услуг и, частично, промышленности, что будет сопровождаться сохранением высокого роста частного потребления. В среднесрочном отрезке экономический рост будет главным образом обусловлен расширением производственных мощностей, ходом структурных реформ, осуществляемых Правительством, и уровнем ожидаемого потенциала экономического роста стран-партнеров.

В прогнозном горизонте преобладают риски отклонения вниз от прогнозов инфляции и слегка вверх от прогнозов экономического роста, обусловленные как внешними так и внутренними факторами (подробнее в подразделе «2.2.4. Основные суждения и риски»). В случае необходимости ЦБ скорректирует денежно-кредитные условия в соответствии с макроэкономическими развитиями и проявлениями существующих рисков для выполнения цели по обеспечению финансовой стабильности.

В прогнозном горизонте преобладают риски отклонения вниз от прогнозов инфляции и слегка вверх от прогнозов экономического роста.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

В начале 2019 года рост мировой экономики продолжил замедляться, и ожидается, что эта тенденция сохранится до конца года. В частности, в передовых странах мира, а также основных странах-партнерах РА – в США, еврозоне и России в первой половине 2019 года ожидается замедление темпа экономического роста.

В начале 2019 года рост мировой экономики продолжил замедляться, и ожидается, что эта тенденция сохранится до конца года.

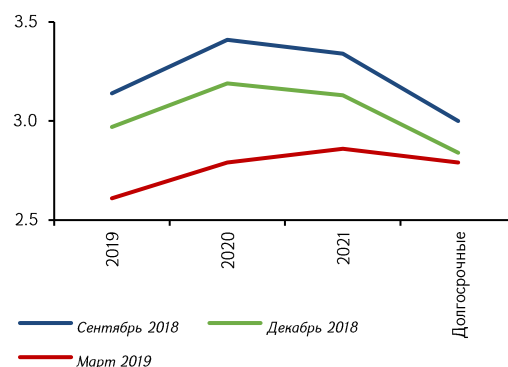
Экономические развития и инфляция в США. Согласно второй оценке Бюро анализа Министерства торговли США, в первом квартале 2019 года экономический рост в Соединенных Штатах Америки, обусловленный содействием чистого экспорта и внутреннего потребления, составил 3,1%. В результате прогнозируется, что уровень экономического роста за 2019 год составит в среднем 2,45%. Уровень безработицы в первом квартале 2019 года слегка снизился по сравнению с показателем предыдущего квартала, составив 3,8%. Несмотря на высокое значение показателя за первый квартал, в последующих кварталах ожидается замедление темпов экономического роста США, поскольку ожидается эскалация торгового конфликта между США и Китаем, и, в случае ее наступления, темп роста экономики США замедлится. Ожидается также прекращение положительного влияния налоговых реформ в США на экономику.

В США в первом квартале 2019 года инфляция личных потребительских расходов (PCE Inflation) снизилась по сравнению с высоким показателем предыдущего года и, сформировавшись ниже среднесрочного целевого уровня ФРС, составила 1,4%. В условиях превышающих прогнозы показателей экономического роста и такой динамики цен, в первом квартале 2019 года ФРС США, как и ожидалось, сохранила ставку политики на предыдущем уровне, составляющем 2,25–2,5%.

Учитывая достаточно плохие прогнозы рынков относительно экономического роста, а также то, что и инфляция личных потребительских расходов, и общая инфляция остаются ниже целевого уровня², составив в апреле 1,5% и 1,9% соответственно, нет более ожиданий того, что ФРС США ужесточит денежно-кредитные условия. Более того, была существенно скорректирована траектория ставки политики для среднесрочного периода.

График 3

Ставки ФРС в соответствии с решениями Совета ФРС (средневзвешенные значения, %)



² Целевой уровень инфляции личных потребительских расходов составляет 2%, что в среднем адекватно 2,4% общей инфляции.

Врезка 1

Перспективы экономики США

С конца предыдущего года в США наблюдается спад индекса PMI, представляющего направления тенденций обрабатывающей промышленности и сферы услуг. Это самый всеобъемлющий показатель, содержащий информацию о существующей и будущей экономической ситуации, и если данный индекс составил в 2018 году почти 81 балл, то в апреле 2019 года его значение было 53 балла.

Самым наглядным индикатором формирования пессимистичных ожиданий относительно роста экономики США можно считать инверсию (перевернутость) кривой доходности. Наклон кривой доходности в нормальном состоянии восходящий³, то есть доходности долгосрочных облигаций превышают доходности краткосрочных. Однако иногда происходит обратное - доходности краткосрочных облигаций оказываются больше долгосрочных, что обычно говорит о высоком спросе, высокой инфляции, следовательно, высоких процентных ставках на данный момент - с перспективой на сокращение спроса и сдерживание инфляции в дальнейшем. Инвертированная (перевернутая) кривая доходности, когда наклон кривой доходности нисходящий, считается предвестником замедления экономики, что предполагает снижение процентных ставок в долгосрочной перспективе. В США в качестве долгосрочных и краткосрочных бумаг применяются 10-летние и 3-месячные государственные облигации, разница между доходностями которых в последнее время опустилась ниже нуля. История показывает, что в США рецессии обычно следуют за периодом, когда кривая доходности становится инвертированной, именно поэтому на финансовых рынках возникло беспокойство относительно будущего процентных ставок и самой экономики в целом.

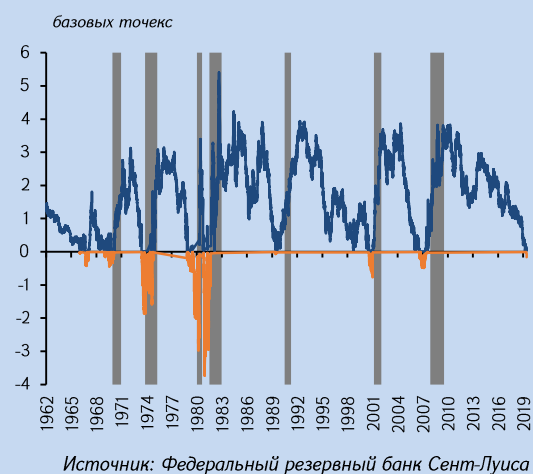
График 4

Ожидания рынков пессимистичны



График 5

Разница между доходностью 10-летних и 3-месячных ГО США и экономические рецессии США



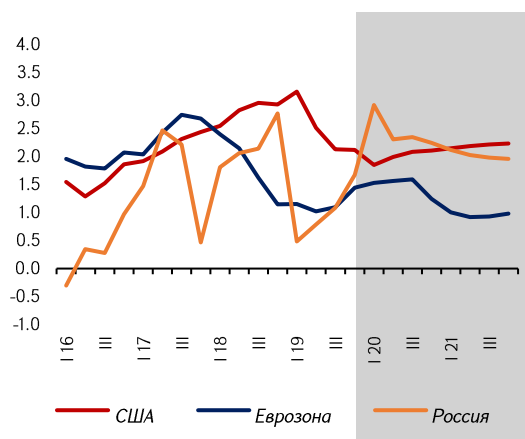
Источник: Федеральный резервный банк Сент-Луиса

Экономические развития и инфляция в еврозоне. Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в еврозоне в первом квартале 2019 года слегка ускорился и составил 1,2% в годовом исчислении, однако прогноз на последующие кварталы 2019 года предусматривает сохранение низких показателей экономического роста: для 2019 года рост составит в среднем 1,15%. Зафиксированному показателю экономического роста содействовали сравнительно высокие показатели в странах еврозоны - Испании и Франции, а также выход Италии из рецессии и достижение положительного показателя экономического роста. Уровень безработицы в еврозоне продолжил снижаться, хотя и более медленными темпами, составив в марте 7,7%.

³ Любая точка кривой доходности показывает уровень рыночной процентной ставки на срок до погашения однородных финансовых инструментов, например государственных облигаций. Рыночные ставки различной срочности выражают ожидания относительно краткосрочных ставок, а также неопределенности относительно будущего. При обычной рыночной ситуации будущее более неопределенное, чем настоящее, и долгосрочные процентные ставки выше краткосрочных, обусловленные риском указанной неопределенности. Поэтому кривая доходности при обычной ситуации имеет восходящую форму. «Горбатая», нисходящая форма, при условии имеющихся в будущем неопределенностей, свидетельствует об ожиданиях будущего снижения процентной ставки.

График 6

Экономический рост в странах-партнерах (%)



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

В еврозоне средняя квартальная инфляция в первом квартале 2019 года замедлилась и установилась на уровне 1,4%, что ниже целевого уровня ЕЦБ. Низкая инфляция была обусловлена, в основном, ценами на продовольственные товары и тарифами на услуги. Следует также отметить, что базовая инфляция в течение квартала снизилась, что вызвано, главным образом, динамикой цен в сфере туризма и на ассортимент товаров «Одежда и обувь». В условиях низкой инфляции предполагается, что ЕЦБ по крайней мере до половины 2020 года продолжит осуществлять политику низких ставок.

Экономические развития и инфляция в России. Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы России, средний в первом квартале 2019 года экономический рост составил 0,5% в годовом исчислении, в результате средний годовой прирост экономики в 2019 году составит 1,05%. Низкий показатель за первый квартал обусловлен малым объемом торгового оборота в России, а также сокращением частного потребления в результате повышения НДС. В условиях подобной экономической активности Банк России оценивает, что безработица не создаст дополнительных инфляционных давлений, оставаясь вблизи своего естественного уровня.

В первом квартале 2019 года средняя квартальная инфляция в России ускорилась, составив 5,1% вместо средней инфляции в 3,8% за предыдущий квартал, оказавшись выше целевого уровня. Самое высшее значение показателя было зафиксировано в марте – 5,3%, а с апреля отметились гладкое замедление, что говорит о том, что с начала года влияние повышения НДС стало слабеть, и ожидается, что замедление инфляции продолжится и в дальнейшем, а к концу года инфляция приблизится к целевому 4%-му уровню. В условиях более медленного, чем ожидалось, повышения инфляции, в первом квартале 2019 года Банк России сохранил установленный до этого 7,75% уровень ставки политики. Учитывая сказанное ожидается, что Банк России проведет в дальнейшем более стимулирующую денежно-кредитную политику, поскольку наблюдаемые ожидания высокой инфляции несколько снижаются.

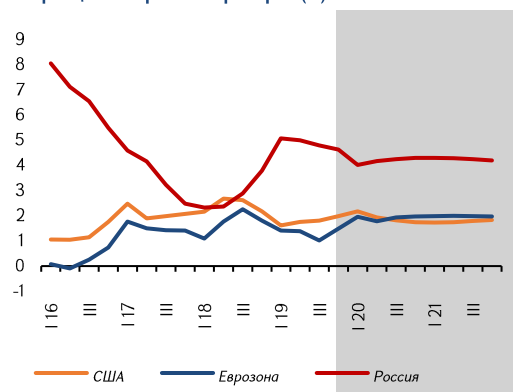
Развития на рынках сырьевых и продовольственных товаров. В первом квартале 2019 года, в условиях слабого мирового спроса, на рынках сырьевых и продовольственных товаров было зафиксировано некоторое снижение цен по сравнению с предыдущим годом.

В первом квартале 2019 года евро ослабел по отношению к доллару США на 0,4% кв/кв, составив 1,135 евро за доллар США. Российский рубль укрепился на 1,14%, составив в среднем 65,7 рублей за доллар США.

Цены на медь из сырьевых товаров на международном рынке в первом квартале 2019 года, как и в предыдущем квартале, слегка

График 7

Инфляция в странах-партнерах (%)



Источники: Бюро статистики труда США (BLS), Евростат, Росстат, прогноз ЦБ РФ

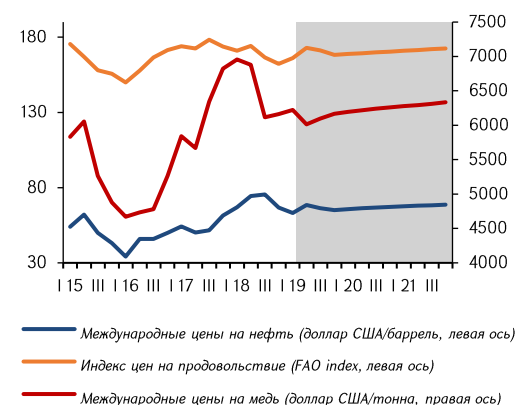
В первом квартале 2019 года, в условиях слабого мирового спроса, на рынках сырьевых и продовольственных товаров было зафиксировано некоторое снижение цен по сравнению с предыдущим годом.

восстановились, однако эскалация торгового конфликта между США и Китаем повлияла на снижение цен на медь, и ожидается, что низкий уровень цен в краткосрочном периоде еще сохранится. Международные цены на нефть, проявив волатильность, вновь снизились по сравнению с предыдущим кварталом. Несмотря на применение США санкций против Ирана и решение об уменьшении объемов добычи нефти в рамках ОПЕК+, в первом квартале 2018 года международные цены на нефть снизились, главным образом, из-за снижения ожиданий спроса, вызванного торговым конфликтом между США и Китаем. Зафиксированный в апреле рост цен на нефть, обусловленный санкциями США в отношении иранского и венесуэльского нефтяного экспорта, замедлился в мае и начал снижаться, что связано с исторически высоким показателем объема запасов нефти в США. Тем не менее, в краткосрочном периоде ожидается восстановление международных цен на нефть.

На рынке продовольствия в первом квартале 2019 года, по сравнению с предыдущим кварталом, был зафиксирован определенный рост цен, кроме цен на зерновые. В частности, повысились цены на молочные и мясные продукты, главным образом, из-за ограниченного количества предложения. Росту цен на сахарный песок способствовало укрепление национальной валюты основного производителя сахарного песка – Бразилии. Однако уже в апреле рост замедлился на фоне ожиданий богатого урожая. В краткосрочном периоде на рынках основных категорий продовольственных товаров, в частности, молочных продуктов, сохранится слабая инфляционная среда.

График 8

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 текущем квартале инфляция продолжала оставаться на сравнительно низком уровне. Совет ЦБ РА считает, что в условиях ожидаемых развитий во внешнем секторе денежно-кредитные условия служат достаточным стимулом для постепенного роста спроса в экономике, в результате инфляция, оставаясь в ближайшие месяцы ниже целевого уровня, в среднесрочном периоде укрепится вблизи этого показателя.

Судя по текущим показателям, высокие темпы роста экономической активности сохраняются. В первом квартале года показатель экономического роста превысил ожидаемое значение, что вызвано высоким ростом частного потребления. С начала года совокупный спрос продолжал оставаться также под сдерживающим влиянием государственного спроса, что было обусловлено, главным образом,

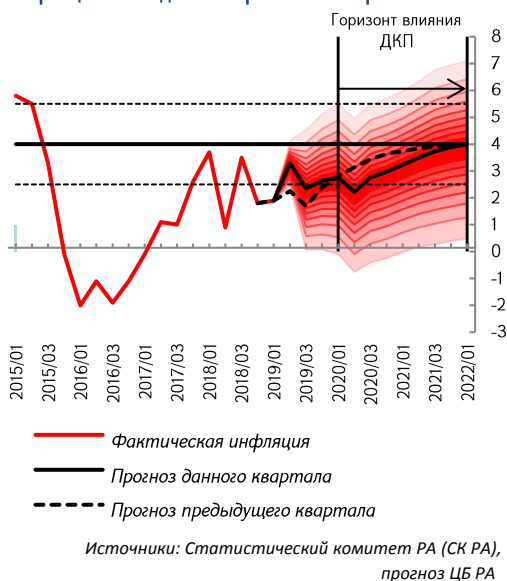
сдерживающим влиянием бюджетных доходов. В результате, значение разлома ВВП на первый и второй кварталы 2019 года, по оценкам, было отрицательное. В то же время ожидается, что во второй половине 2019 года бюджет окажет на целостный спрос значительное стимулирующее влияние, нейтрализуя сдерживающее влияние в начале года, и в результате по итогам года оно будет сдерживающим. На фоне этих развитий разлом ВВП пока останется в области отрицательных значений и только в 2020 году постепенно приблизится к нулю за счет наличия стимулирующей денежно-кредитной среды, стабилизации экономики во внешней среде, а также отсутствия существенных сдерживающих налогово-бюджетных импульсов. В результате указанных развитий в ближайшие месяцы инфляция еще будет оставаться на низком уровне, и только в конце прогнозного горизонта укрепится вблизи своего целевого показателя. По оценкам, краткосрочные инфляционные ожидания населения, хотя и существенно не изменились, тем не менее также укрепятся вблизи целевого показателя параллельно восстановлению инфляции. С другой стороны, снизились также долгосрочные инфляционные ожидания, оставаясь пока на сравнительно высоком уровне. Исходя из этого, Центральный банк отдает предпочтение постепенному восстановлению инфляции, так как это приведет к укреплению долгосрочных инфляционных ожиданий, а также сохранению платежеспособности доходов. **Таким образом, Совет ЦБ считает, что существующий уровень ставки политики является достаточно стимулирующим. В то же время, на фоне ожидаемых развитий необходимо сохранять стимулирующие денежно-кредитные условия длительное время с целью передачи наиболее устойчивых импульсов темпам повышения совокупного спроса.**

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%
II кв. 2019	0.0%	6.4%	93.6%	0.0%	0.0%
III кв.	16.8%	38.5%	43.7%	0.9%	0.0%
IV кв.	14.9%	32.4%	49.9%	2.6%	0.2%
I кв. 2020	15.8%	29.1%	50.2%	4.4%	0.5%
II кв.	26.0%	32.5%	39.2%	2.1%	0.2%
III кв.	19.4%	28.5%	47.5%	4.1%	0.5%
IV кв.	16.9%	26.8%	50.4%	5.2%	0.7%
I кв. 2021	14.0%	24.5%	53.5%	6.8%	1.1%
II кв.	11.7%	21.8%	55.1%	9.4%	2.0%
III кв.	10.4%	19.4%	54.5%	12.2%	3.5%
IV кв.	9.2%	18.1%	54.6%	13.6%	4.4%
I кв. 2022	8.5%	17.1%	54.4%	14.8%	5.2%

График 9

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



2.2.2. Экономическая активность⁴

Совокупный спрос. С начала 2019 года был зафиксирован довольно высокий уровень экономического роста, чему содействие в большей мере оказал внутренний спрос, особенно высокий уровень частных расходов в виде как увеличения потребления, так и накопления основных средств. Учитывая некоторый инерционный характер потребления, а также сохранение высоких темпов роста кредитования домашних хозяйств, ожидается, что рост частного потребления в 2019 году составит 10,0%, что станет основной движущей силой частных расходов⁵. Совокупный кумулятивный рост частных основных средств в 2019 году составит по оценкам 13,7%, в результате рост частных расходов составит 10,6%.

Среднесрочные экономический рост обусловлен в основном расширением экономики, особенно производственных мощностей экспортного сектора, ходом структурных реформ, осуществляемых Правительством, и потенциальными уровнями экономического роста стран-партнеров.

С точки зрения спроса рост экономики будет, в основном, обуславливаться ростом частных расходов, частично также и ростом государственных расходов и чистого экспорта, при этом их положительное влияние постепенно увеличится. Отметим, что среднесрочные прогнозы существенно не отличаются от прежних прогнозов ЦБ.

Внешний спрос. В течение 2019 года прошлогоднее негативное содействие чистого экспорта реальному ВВП нейтрализуется. Темпы реального роста экспорта товаров и услуг составят 4,0-6,0% с учетом прогнозов восстановления промышленности.

Оценивается, что темп реального роста импорта товаров и услуг во втором квартале 2019 года ускорится в силу ускорения темпов роста экономической активности. В условиях сохранения вышеуказанных развитий прогноз реального роста импорта товаров и услуг на 2019 год составит 2,0-4,0%.

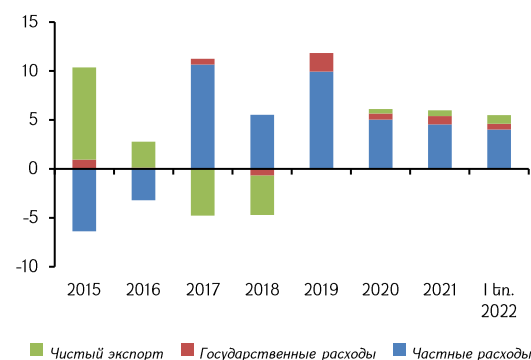
Рост чистого притока денежных переводов составит 5,0-7,0%, что соответствует прогнозным развитиям экономики России.

В результате вышеперечисленных развитий показатель «дефицит текущего счета/ВВП»⁶ в 2019 году составит 7,0%-8,0%. В среднесрочном отрезке (в конце 2020 года) в результате опережающего роста экспорта показатель «дефицит текущего счета/ВВП» постепенно приблизится к оцениваемому равнонаправленному уровню 3,0%.

С начала 2019 года был зафиксирован довольно высокий уровень экономического роста, чему содействие в большей мере оказал внутренний спрос, особенно высокий уровень частных расходов в виде как увеличения потребления, так и накопления основных средств.

График 10

Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)

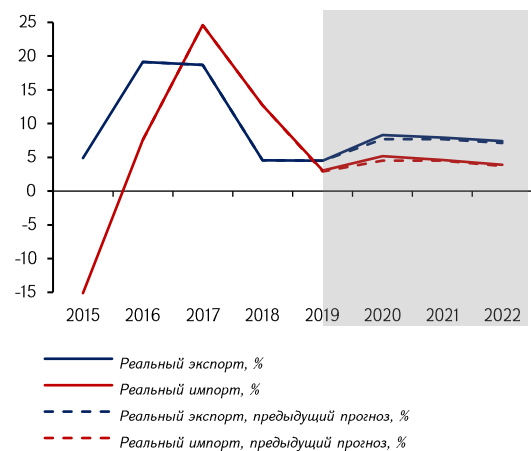


Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

В течение 2019 года прошлогоднее негативное содействие чистого экспорта реальному ВВП нейтрализуется.

График 11

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



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

⁴ Подробный прогноз экономического роста в цифрах см. в графике 18, таблица 2.

⁵ Следует отметить, что отныне в расчет частных расходов не будет включено изменение запасов материальных оборотных средств, и вместо компонента частных вложений будет рассматриваться только показатель совокупного накопления частных основных средств, так как изменение запасов рассчитывается кредитными организациями РА как балансовая статья и не отражает реальный уровень вложений. См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

⁶ Следует отметить, что в статистике текущего счета на 2018 год есть вероятность некоторого недоучета экспорта товаров из РА в государства-члены ЕАЭС со стороны физических лиц, в случае учета которого прогноз дефицита текущего счета на период 2019-2020 гг. будет меньше.

Налогово-бюджетная политика. Оценка влияния **налогово-бюджетной политики** на совокупный спрос на 2019 год была проведена на базе показателей закона РА «О государственном бюджете РА на 2019 год» и показателей по доходам и расходам, скорректированных отдельными решениями Правительства⁷.

По налогам в государственный бюджет ожидается перевыполнение предусмотренного законом показателя примерно на 62,0 млрд драма, 62% которого уже исполнено за январь-май. По итогам года показатель «налоги/ВВП»⁸ составит 22,1%, что выше прошлогоднего показателя на 1,2 процентного пункта.

По части государственных расходов сохраняется оценка предыдущей программы, которая составляет 2,5% экономии годовых расходов (примерно 40,0 млрд драмов), основанную на показателях исполнения государственного бюджета за предыдущие годы. По части расходов ожидается также исполнение дополнительных расходов в размере перевыполненных доходов на 62,0 млрд драмов, причем направления некоторой части расходов уже известны⁹. Остальная часть будет направлена на выполнение капитальных расходов, предусмотренных для дальнейшего роста экономики. Показатель «расходы/ВВП» составит по итогам года 24,8%, что превышает показатель за прошлый год на 1,3 процентного пункта.

Показатель «дефицит бюджета/ВВП» в 2019 году составит по оценкам ЦБ 1,8% (закон предусматривает 2,2%).

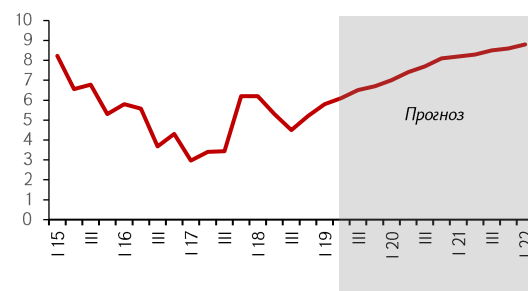
Учитывая указанные оценки налогов и расходов, а также исключение единоразовых потоков и внешних платежей из государственных расходов и доходов, то в 2019 году, по сравнению с 2018 годом, влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет, по оценкам, нейтральным.

Что касается влияния налогово-бюджетной политики в среднесрочном периоде, то оно не изменилось и, согласно среднесрочной программе расходов на 2019-2021 годы, учитывая необходимость формирования налогово-бюджетной и долговой устойчивой среды, влияние в 2020 и 2021 годах будет, по оценкам, слабое сдерживающее.

Рынок труда¹⁰. В 2019 году ожидается 6,4% рост номинальной заработной платы в частном секторе, что соответствует вышеизложенным развитиям экономического роста. В среднесрочном отрезке

График 12

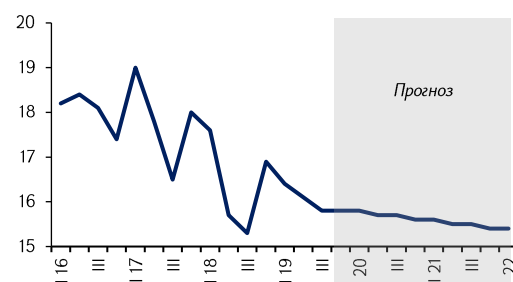
Годовой прирост частных номинальных заработных плат (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 13

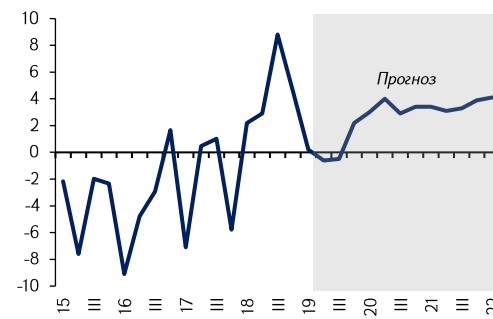
Уровень безработицы (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 14

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



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

В 2019 году, по сравнению с 2018 годом, на совокупный спрос будет оказано, по оценкам, нейтральное влияние налогово-бюджетной политики.

⁷ Показатели, установленные законами РА «О государственном бюджете» «корректируются в течение года в рамках компетенции Правительства отдельными решениями, которые размещаются на сайте <https://www.e-gov.am>

⁸ Прогноз ВВП является оценкой ЦБ.

⁹ Основание: выступление премьер-министра РА.

¹⁰ Показатели рынка труда на первый квартал 2019-2022 годы являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях первого квартала 2019 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

темпы роста номинальной заработной платы в частном секторе будут соответствовать развитиям основополагающих показателей экономического роста и инфляции. Таким образом, в 2020 году ожидается 7,7% рост номинальной заработной платы в частном секторе, а в конце прогнозного горизонта рост укрепитесь вокруг значения 8,2%.

Параллельно пересмотру экономического роста вверх, в условиях более высокого темпа роста производительности, в 2019 году ожидается более низкий уровень безработицы, который составит 15,9%. На фоне постепенного снижения структурной безработицы, в среднесрочном отрезке уровень безработицы будет снижаться ежегодно на 0,1-0,2 процентного пункта, приближаясь к концу прогнозного горизонта к уровню 15,5%.

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

2.2.3. Сравнение с предыдущим прогнозом

В краткосрочном отрезке показатели темпов экономического роста стран-торговых партнеров РА будут находиться на более низких уровнях по сравнению с предыдущими прогнозами, а значения среднесрочных показателей, за исключением экономического роста США, будут близки к предусмотренным ранее значениям.

Прогнозы экономического роста США на 2019 год слегка превысят прогноз, составленный в предыдущем квартале, что связано, в основном, с достаточно высокими показателями на первый квартал, а показатели на 2020 год скорректированы вниз, что вызвано ожидаемым сокращением внешнего спроса из-за торговых войн. Прогноз экономического роста еврозоны за 2019 год был пересмотрен вниз, что связано с медленным восстановлением экономик крупных стран-членов еврозоны.

Текущие прогнозы экономического роста России на 2019 год ниже прогнозов в предыдущем квартале. Как и раньше, в 2019 году ожидается определенное замедление экономического роста, однако учитывая очень низкий фактический экономический рост в первом квартале, это замедление будет ощутимее по сравнению с предыдущим сценарием.

На основных товарно-сырьевых рынках, в условиях непрекращающегося ослабления мирового спроса, ожидается, в основном, более слабая, по сравнению с прежним прогнозом, инфляционная среда.

График 15

Прогнозы экономического роста США (%)

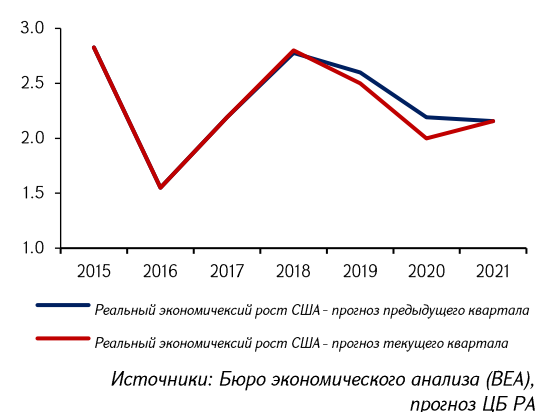


График 16

Прогнозы экономического роста ЕС (%)

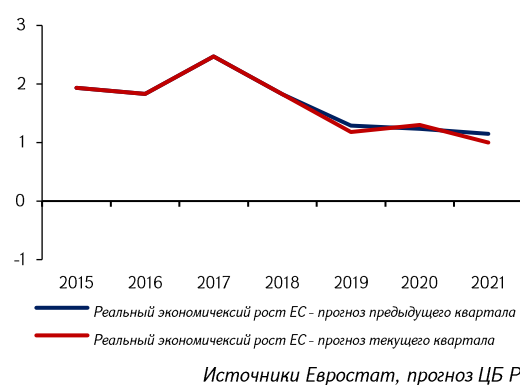


График 17

Прогнозы экономического роста РФ (%)

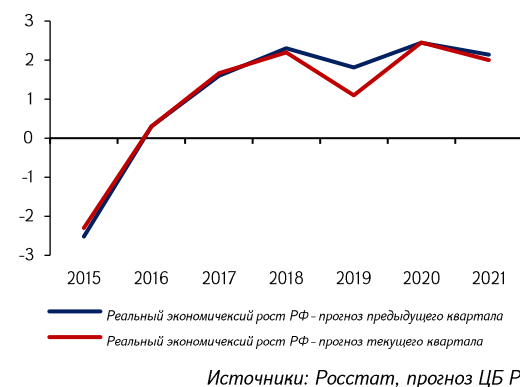
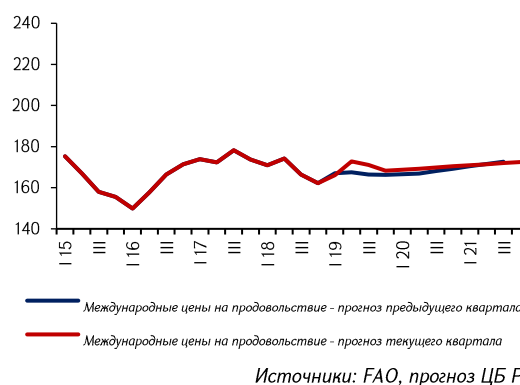


График 18

Прогноз международных цен на продовольствие



В частности, на мировом рынке продовольствия в 2019 году ожидается, что инфляция будет несколько выше прежних прогнозных уровней, поскольку цены на международных рынках на некоторые продовольственные товары, в основном, молочные и мясные продукты, сформируются в краткосрочном периоде на уровнях, превышающих предыдущие уровни, что вызвано сокращением объемов предложения, которое в случае с молочными продуктами будет иметь сезонный характер.

Ожидается, что цены на нефть, по сравнению с предыдущими прогнозами, установятся на более низких уровнях, проявив более медленную, чем ожидалось, тенденцию роста. Несмотря на объявление о решении о сокращении объемов предложения в рамках соглашения ОПЕК+, и действие санкций в отношении иранского и венесуэльского нефтяного экспорта, цены на нефть снизятся с существующих уровней, что обусловлено большими объемами запасов нефти США и ожидаемым сокращением спроса из-за торговых войн.

Международные цены на медь сформируются, по сравнению с предыдущими прогнозами, на более низком уровне, что обусловлено определенным сокращением спроса на международном рынке, вызванного торговым конфликтом между США и Китаем.

Темп экономического роста РА в 2019 году пересмотрен по сравнению с предыдущим прогнозом немного вверх и не претерпит существенных изменений в прогнозном горизонте.

С начала 2019 года были зафиксированы довольно высокие показатели экономического роста (см. раздел 3.2.3), которые были достигнуты, в основном, за счет содействия сферы услуг в сочетании с двузначным ростом частного потребления (см. раздел 3.2.2). Учитывая некоторую инерционность потребления, а также непрерывный рост международного туризма (5,2% в первом квартале 2019 года), ожидается, что в течение 2019 года рост услуг будет выше прежней оценки. Слегка пересмотрен вверх также темп роста промышленности, что обусловлено инвестиционной активностью в этой сфере в последнее время¹¹. В результате в течение 2019 года экономический рост превысит предыдущую оценку (см. граф. 18). Оценки экономического роста на среднесрочный период существенно не изменились, а основными движущими силами экономики будут сфера услуг и отрасль промышленности.

В условиях существующей расширяющей денежно-кредитной политики и ожидаемого во второй половине года стимулирующего влияния госбюджета отрицательный разлом ВВП постепенно нейтрализуется, и экономический рост в прогнозном горизонте будет находиться вблизи своего среднесрочного разнонаправленного уровня.

График 19

Прогноз международных цен на нефть



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 20

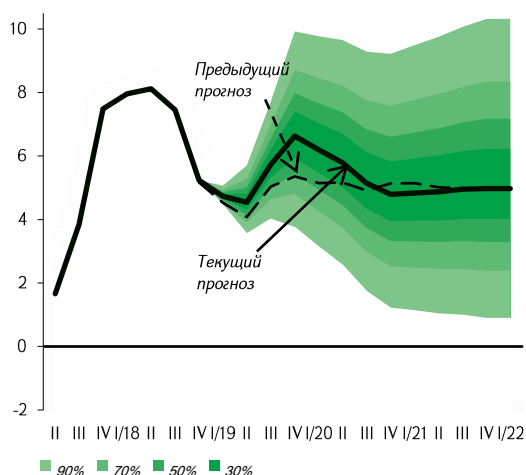
Прогноз международных цен на медь



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 21

Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)¹² роста ВВП в 3-годичном горизонте



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹¹ См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_420.pdf

¹² Темп роста за каждый месяц рассчитан как среднее значение кумулятивного темпа роста за последние 4 квартала.

Таблица 2

<i>Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП</i>		
период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2019 январь-декабрь / 2018 январь-декабрь	5.9-7.4	3.7-9.9
2020 январь-декабрь / 2019 январь-декабрь	4.0-5.8	1.2-9.2
2021 январь-декабрь / 2020 январь-декабрь	4.0-6.2	0.9-10.3
2022 январь-декабрь / 2021 январь-декабрь	4.0-6.2	0.9-10.3

В 2019 году показатель «дефицит текущего счета/ВВП» будет выше уровня предыдущего прогноза. Такой показатель будет обусловлен пересмотром вверх отрицательного баланса доходов от вложений.

Ожидается, что налогово-бюджетная политика, влияние которой оценивалось в прежней программе, как сдерживающее на 0,4 процентных пунктов, будет иметь нейтральное влияние (предполагается экономия государственных расходов на 2,5%), перевыполнение доходов как минимум на 62,0 млрд драмов и за счет этого исполнение расходов (повышение заработной плат военнослужащим и учителям, дорожное строительство и прочие капитальные расходы).

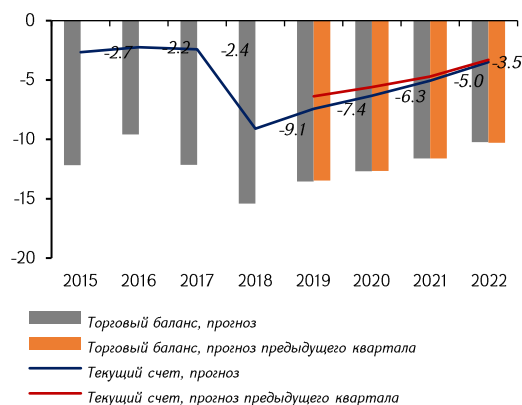
Согласно текущей оценке, инфляция в краткосрочном периоде будет немного выше предыдущего прогноза, вследствие фактически более высокого, чем ожидалось, сезонного роста цен на сельхозпродукцию, особенно, цен на овощи. Обусловлено это, главным образом, некоторым переносом начала сельскохозяйственного сезона и, следовательно, будет иметь лишь временное влияние.

В то же время, базовая инфляция будет находиться на сопоставимых с предыдущими прогнозами уровнях, в соответствии с ожидаемыми развитиями целостного спроса. Поэтому, для достижения целевого уровня инфляции пока необходимо сохранять стимулирующее направление денежно-кредитной политики, в результате, в конце предусматриваемого горизонта инфляция укрепитесь вблизи целевого показателя (см. график распределения вероятностей прогнозов инфляции).

В ближайшее время краткосрочные инфляционные ожидания будут находиться почти уровнях прежних прогнозов, обусловленные, по сути, развитиями базовой инфляции.

График 22

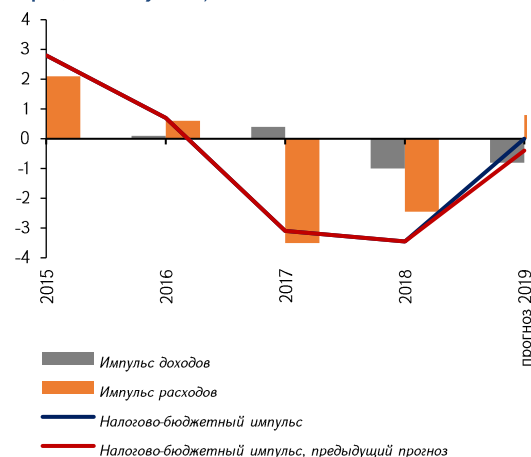
Текущий счет / Среднесрочные прогнозы показателя ВВП (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 23

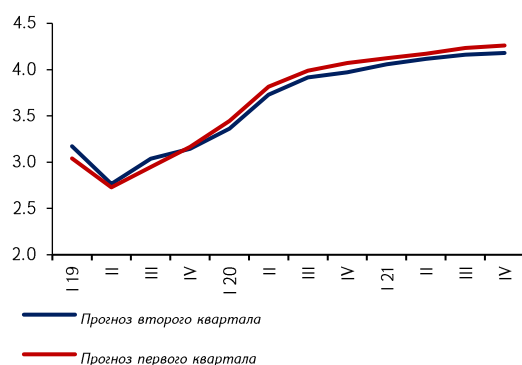
Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)



Источник: прогноз ЦБ РА

График 24

Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: прогноз ЦБ РА

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.

Врезка 2

Результаты опросов домашних хозяйств и финансовых учреждений относительно их ожиданий

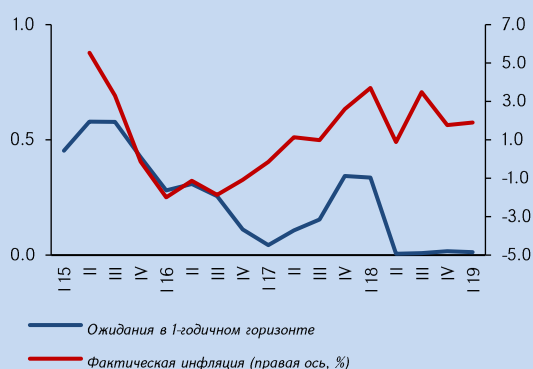
Согласно результатам опросов ЦБ, проведенных в первом квартале 2018 года среди домашних хозяйств и организаций финансового сектора относительно некоторых макроэкономических показателей, инфляционные ожидания в конце года существенно не изменились. В частности, доля опрошенных домохозяйств, которые ожидают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

В то же время, уровень долларизации продолжает снижаться, что говорит о том, что долгосрочные инфляционные ожидания постепенно снижаются, приближаясь к целевому уровню.

Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы в одногодичном горизонте по сравнению с результатами предыдущего опроса сохранил определенную устойчивость, составив 3,2%.

График 25

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



Источники: СК РА, опрос ЦБ РА

График 27

Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы (%)



Источник: опросы ЦБ РА

График 26

уровень долларизации в РА (соотношение инвалютных депозитов резидентов к общим депозитам резидентов)

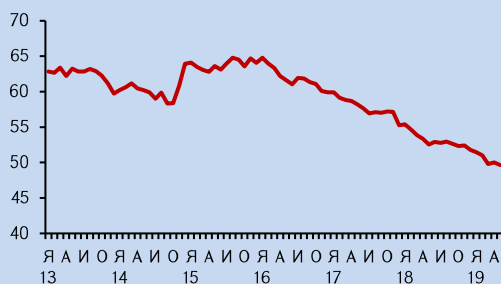


Таблица 3

Основные рассуждения и предположения	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
Замедление темпов роста экономики и цен основных стран-партнеров РА	- На фоне более длительного сохранения слабого мирового спроса замедлится внешний спрос стран-партнеров, в результате ожидается смягчение денежно-кредитных условий в этих странах. - Из-за эскалации торговых конфликтов будет зафиксирован низкий уровень цен на медь.
Более медленное восстановление надбавки за риск РА в среднесрочном периоде.	Разница между ставками по выпущенным Правительством РА 10-летними евробондами и активами США с аналогичными сроками в ближайшие кварталы будет находиться на установившемся в настоящее время уровне 2,5%. Адекватно оценивается также текущая надбавка за риск страны.
Нейтральное влияние налогово-бюджетной политики 2019 года на совокупный спрос.	Влияние налогово-бюджетной политики оценивается как нейтральное, учитывая уже зафиксированный превышающий сбор доходов и ожидаемое по итогам года перевыполнение доходной части бюджета на 62,0 млрд драмов, а также и то, что эти дополнительные средства будут целиком распределены¹³.
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, Техутского рудника и медеплавильного завода в Алаверди. Их вероятное влияние рассматривается в рисках реализации прогноза.

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.

¹³ На основании обсуждений Правительства относительно направлений распределения дополнительных бюджетных средств.

- Более сдерживающее влияние бюджета в течение 2019 года - в результате целостный спрос окажет на инфляцию максимальное дефляционное влияние, вызвав необходимость дополнительной стимулирующей денежно-кредитной политики.

Фактическое исполнение расходов госбюджета за первые пять месяцев 2019 года (экономия расходов, особенно, недофинансирование капитальных программ), по сравнению с базовым сценарием, предполагает определенные риски по части полного выполнения государственных расходов. В случае еще большей экономии по части государственных расходов, примерно на 4%, и израсходования половины перевыполненных доходов по бюджету на 62,0 млрд драмов (пока нет конкретных направлений распределения суммы) налогово-бюджетная политика окажет сдерживающее влияние в третьем и четвертом кварталах вместо расширяющего влияния, предусматриваемого базовым сценарием. Учитывая сказанное, влияние, по итогам года будет сдерживающим более чем на 1,0 процентного пункта.

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

По части предложения инфляция подвержена следующим рискам:

- В краткосрочном отрезке возможен более быстрый, чем ожидается, рост цен на мясо, обусловленный недостаточной численностью поголовья скота, а также превышающее ожидания определенное увеличение второстепенного влияния из-за изменения цены на заправочный газ для автомобилей.
- С другой стороны, имеются риски относительно степени влияния на инфляцию вследствие изменения таможенных тарифов на некоторые товарные категории в 2020 году (составит по оценкам 0,3 процентного пункта).

В дополнение вышеуказанным инфляционным рискам, по части экономического роста имеются также связанные с потенциалом дополнительные среднесрочные риски, которые равнонаправленные с преобладанием рисков вверх. В частности, риски связаны со следующими внутренними факторами:

- Неопределенности относительно дальнейшей эксплуатации Амулсарского, Техутского рудников и медеплавильного завода в Алаверди (см. врезку 3).
- Долгосрочный экономический рост будет зависеть от будущего хода структурных реформ в экономике и степени их влияния на деловую среду и вложения.

Врезка 3

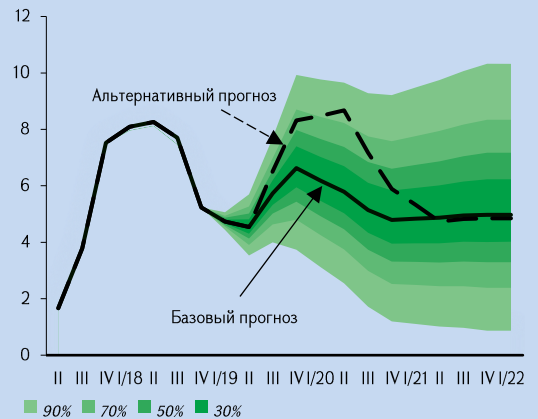
Возможные развития горнодобывающей и металлургической отраслей

В сценарии денежно-кредитной политики нет расчетов, основанных на деятельности Амулсарского и Техутского рудников и медеплавильного завода в Алаверди, поскольку имеющиеся в ЦБ на момент составления программы сведения недостаточны для того, чтобы использовать их. Однако, учитывая вероятность больших объемов выпуска этих предприятий, ЦБ рассчитал прямое влияние этих предприятий в случае их работы на полную мощность на рост экономики и экспорт, используя ряд публикаций и результаты расчетов. Таким образом, из Амулсарского рудника предусматривается ежегодная выработка и экспорт золота на 286 млн долларов США¹⁴, а в качестве оценки деятельности Техутского рудника (ЗАО «Техут») и медеплавильного завода в Алаверди (ЗАО «Эй-Си-Пи») рассмотрены фактические объемы их продукции за 2017 год, составившие¹⁵ 70,1 млрд и 34,7 млрд драмов соответственно. Нами представлен график распределения вероятностей экономического роста, вытекающие из базового сценария и альтернативного сценария (указанные три предприятия начинают работать со второго квартала 2019 года)¹⁶.

Следует отметить, что с точки зрения денежно-кредитной политики большое значение имеет разрыв ВВП, являющийся разницей между фактическим и потенциальным уровнями ВВП¹⁷ и показывающий насколько спрос высокий или низкий, а в случае реализации вышеуказанных рисков, по оценкам ЦБ, существенного изменения разрыва ВВП не произойдет, так как эти риски вызывают одновременно рост, как ВВП, так и потенциала ВВП¹⁸.

Գրաֆիկ 28

Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте - по базовому и альтернативному сценариям



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 29

Реальный (кумулятивный) рост экспорта товаров и услуг



¹⁴ См. https://www.lydianarmenia.am/images/Socio-economic_study_Executive_Summary_ARM.pdf

¹⁵ Объемы выпуска ЗАО «Техут» и ЗАО «Эй-Си-Пи» представлены в отчете губернатора Лорийской области за 2017 год, выраженные в процентном соотношении к общему объему продукции области (47,9% и 23,7% соответственно). Эти данные послужили основанием для расчетов ЦБ. См. <http://lori.mtad.am/files/docs/30794.pdf>

¹⁶ Темп роста за каждый квартал рассчитан как среднее значение кумулятивного темпа роста за последние 4 квартала.

¹⁷ О потенциале ВВП см. «Программу денежно-кредитной политики 4-го квартала 2018 года».

¹⁸ Некоторые незначительные краткосрочные влияния не учтены.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ПЕРВОГО КВАРТАЛА 2018 ГОДА

3.1. Инфляция

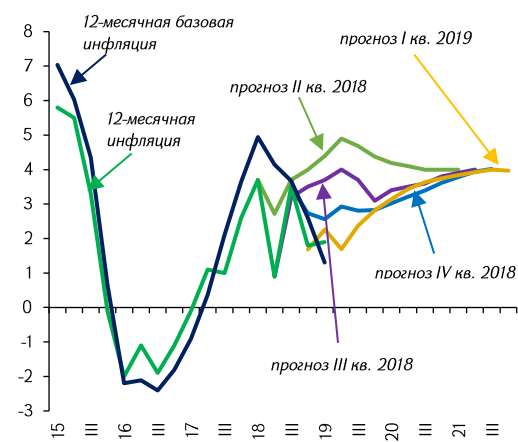
3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

Прогноз на одногодичный период, предшествующий второму кварталу 2019 года, представленный в программе денежно-кредитной политики второго квартала 2018 года, предусматривал постепенное расширение сформировавшейся низкой инфляционной среды, чему основное содействие должны были оказать положительные развития макроэкономической среды, обусловленные осуществляемой стимулирующей денежно-кредитной политикой и ожидаемым влиянием неуклонного восстановления спроса во внешней экономике. В рамках указанной программы, исходя из необходимости укрепления восстановления внутреннего спроса, предусматривалось сохранить пока стимулирующую позицию денежно-кредитной политики, и в дальнейшем, параллельно восстановлению инфляции, нейтрализовать ее для достижения цели по обеспечению стабильности цен.

Фактические развития инфляции в указанный период явно отклонились от запланированного сценария, поскольку после политических событий в РА, со второго квартала 2018 года осуществлялась более сдерживающая, чем ожидалось, налогово-бюджетная политика, вызвав ослабление внутреннего спроса. Вместе с этим, во второй половине года во внешнем секторе также наблюдалось замедление темпов роста мировой экономики и спроса. Влияние указанных факторов наибольшим образом отразилось на динамике 12-месячной базовой инфляции, которая в течение последнего года постепенно снизилась с 4,9% в конце марта прошлого года до уровня 1,3% в конце марта нынешнего года. В отличие от базовой инфляции, общая инфляция проявила большую волатильность, которая главным образом пришлось на второй и третий кварталы 2018 года, когда цены на сельхозпродукцию из-за раннего наступления сезона соответственно снизились, затем повысились. В результате в конце июня 12-месячная инфляция снизилась до 0,9%, затем вновь повысилась

График 30

По прогнозам ЦБ 12-месячная инфляция продолжит повышаться в течение ближайшего года, затем станет колебаться в нижней части допустимого интервала с закреплением вблизи целевого показателя в конце прогнозного горизонта



Источники: СК РА, ЦБ РА

примерно до 3,5% в сентябре. В четвертом квартале, вследствие сдерживающей налогово-бюджетной политики и наличия дефляционных влияний из внешнего сектора, **12-месячная инфляция снизилась, и показатель составил к концу года 1,8%**, проявив достаточную устойчивость вплоть до конца первого квартала 2019 года.

Следует отметить, что в последнее время ЦБ отдает предпочтение постепенному восстановлению инфляции, так как низкая инфляция способствует укреплению долгосрочных инфляционных ожиданий и сохранению покупательной способности доходов. Следовательно, учитывая также и отсутствие существенных инфляционных влияний из внешней и внутренней экономик, связанных с сохранением слабого глобального и внутреннего спроса, а также и то, что действующая процентная ставка, в условиях повышения аналогичных ставок в странах-основных партнерах, оценивается, как достаточно стимулирующая, ЦБ **оставил в апреле-декабре 2018 года ставку рефинансирования на неизменном уровне**. В условиях неуклонного замедления темпов роста глобальной экономики и ожидаемого ослабления инфляционной среды на мировом рынке основных товаров, **в январе 2019 года Центральный банк считает необходимым слегка усилить стимулирующее влияние денежно-кредитных условий и снизил процентную ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 5,75%, а в марте и апреле оставил ее без изменения, так как счел достаточным размер стимулирования**. В то же время, ЦБ направил финансовому рынку импульсы о том, что в случае реализации прогноза макроэкономических развитий, стимулирующие условия будут сохранены так долго, как это будет необходимо.

3.1.2. Цены

Потребительские цены. В первом квартале 2019 года инфляция составила 2,6%, в результате 12-месячная инфляция продолжала оставаться на низком уровне, составив к концу марта 1,9% в годовом исчислении. Причем, в том же периоде 12-месячный рост цен на пищевые продукты и безалкогольные напитки (включая алкоголь и табак), непродовольственные товары и рост тарифов на услуги составил соответственно 3,5%, 0,9% и 0,1%:

В первом квартале 2019 года инфляция составила 2,6%, в результате 12-месячная инфляция продолжала оставаться на низком уровне, составив к концу марта 1,9% в годовом исчислении.

Рост цен на пищевые продукты и безалкогольные напитки (включая алкоголь и табак) обусловлен главным образом ростом цен в товарных категориях «Овощи и картофель», «Фрукты», «Хлебобулочные изделия», «Мясо» и «Табачная продукция» соответственно на 8,2%, 3,3%, 3,8%, 3,6% и 9,7% (содействие 12-месячной инфляции – примерно 1,5 процентного пункта).

Что касается непродовольственных товаров, то марте 2019 года, по сравнению с тем же периодом предыдущего года был зафиксирован определенный рост цен на одежду, обувь и медицинские товары соответственно на 2,8%, 3,6%, 1,1% (содействие 12-месячной инфляции – примерно 0,2 процентного пункта).

Рост тарифов на услуги был обусловлен ростом тарифов на амбулаторные услуги, образование, а также услуги по питанию и проживанию (рестораны и отели) соответственно на 2,2%, 1,2% и 2,7% (содействие 12-месячной инфляции – примерно 0,1 процентного пункта).

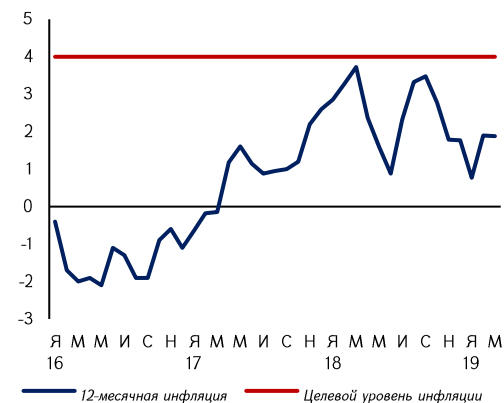
В результате вышеуказанных развитий 4,9% показатель 12-месячной инфляции в марте 2018 года плавно снизился в течение года и составил в марте 2019 года 1,3%.

12-месячный показатель тарифов регулируемых услуг слегка снизился, что вызвано 0,2% снижением тарифов на коммунальные услуги, и составил -0,1%. Что касается неустойчивых цен на сезонные товары, то следует отметить, что 12-месячный показатель составил 6,5%, вследствие роста цен на овощи, фрукты и яйца соответственно на 8,2%, 3,3% и 5,5% (содействие 12-месячной инфляции – примерно 0,7 процентного пункта).

Динамика инфляции за последний год в основном совпадает с развитиями спроса, хотя было и определенное влияние предложения по части отдельных товарных категорий. В частности, в третьем квартале 2018 года под влиянием факторов предложения произошло изменение цен на говядину (из-за поголовья скота), а уже начиная с четвертого квартала – цен на муку и хлеб (из-за международных развитий), общее содействие которых на инфляцию оценивается 0,4 процентного пункта. Следует отметить, что в первом квартале 2019 года инфляционное влияние в результате изменения таможенных тарифов на определенные товарные категории составило 0,3 процентного пункта, вызванное в основном ростом цен на куриное мясо.

График 31

За последний одногодичный период сохранялась низкая инфляционная среда, и 12-месячная инфляция колебалась вблизи нижней части допустимого интервала



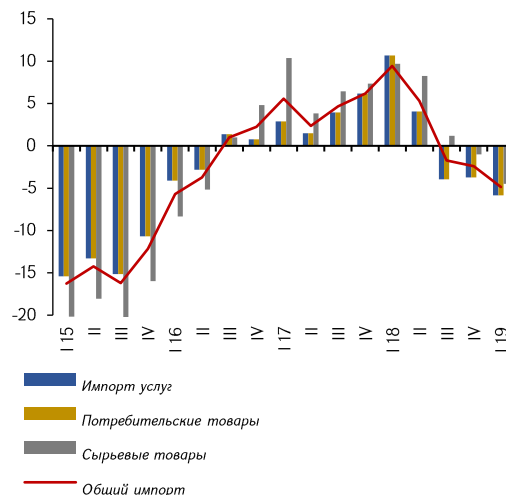
Источник: СК РА

Таблица 4

Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие ¹⁹				
Товарная категория	Март 2019г. (в годовом исчислении)		1-ый квартал 2019г. (в квартальном исчислении)	
	рост	содействие	рост	содействие
ИПЦ	1.9		2.6	
Пищевые продукты и безалкогольные напитки (включая алкоголь и табак)	3.5	1.62	5.8	2.65
Хлеб	3.8	0.33	2.8	0.25
Мясные продукты	3.6	0.35	-1.5	-0.15
Масла и жиры	0.5	0.01	-1.3	-0.03
Фрукты	3.3	0.11	9.6	0.32
Овощи и картофель	8.2	0.47	38.9	2.23
Яйца	-0.7	-0.04	-0.3	-0.01
Сахарный песок	-11.8	-0.07	-0.9	-0.01
Табачные изделия	9.7	0.17	1.7	0.03
Непродовольственные товары	0.9	0.19	-0.4	-0.1
Услуги	0.1	0.04	0.1	0.02

График 32

В 1-ом квартале 2019 г. долларové цены на импорт товаров и услуг остаются ниже уровня, зафиксированного в том же квартале предыдущего года (в годовом исчислении, %)



Источник: расчеты ЦБ РА

Цены на импорт. В первом квартале 2019 года долларové цены на импорт товаров и услуг выросли на 1,2% кв/кв, причем долларové цены на импорт товаров и услуг в годовом исчислении снизились на 4,9%. Обусловлено это, в основном, ослаблением номинального курса национальных валют стран-партнеров в годовом исчислении. Снижению цен на промежуточные товары в годовом исчислении содействовало снижение цен на нефть и алюминий.

3.2. Экономические развития

3.2.1. Позиция экономики

Разрыв ВВП в отчетном квартале был отрицательный.

Превышающий ожидания экономический рост в первом квартале 2019 года и ускорение частного потребления (см. разделы 3.2.2 и 3.2.3) содействовали пересмотру отрицательного разрыва ВВП

¹⁹ Показатели по продовольственным товарам рассчитаны в годовом исчислении со стороны ЦБ на базе данных СК РА.

вверх, и тем не менее, разрыв ВВП, оставаясь под влиянием некоторых факторов, остается, по оценкам, значительным отрицательным, что соответствует существующей на потребительском рынке низкой инфляционной среде (см. раздел 2.2.1). В частности, формированию отрицательного разрыва ВВП способствовали превышающее прогноз сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики в первом квартале 2019 года, ослабление обменных курсов в странах-партнерах, а также замедление экономического роста в основных странах-торговых партнерах, и низкий уровень денежных переводов в реальном выражении. Следует отметить, что высокий уровень экономического роста зависит от влияния структурных изменений и усиления конкуренции, что, будучи обусловленным факторами предложения, положительно влияет на рост экономики, однако здесь влияние на инфляцию более ограниченное, чем влияние на экономический рост, обусловленного ростом спроса.

3.2.2. Расходная сторона экономики

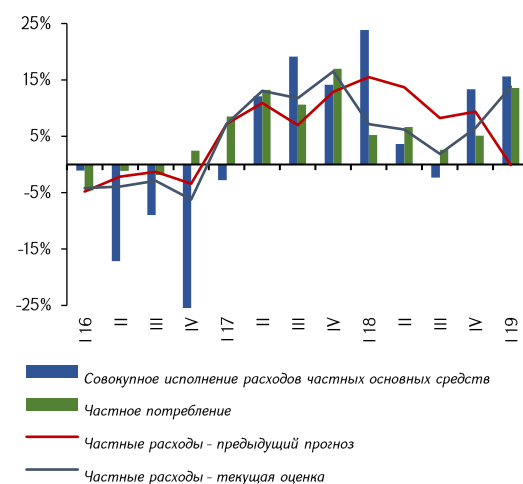
В первом квартале 2019 года темп роста частного спроса еще оставался высоким – за счет двузначного показателя роста, как частного потребления, так и прироста совокупного накопления основных средств²⁰. В отчетном квартале, в условиях снижения денежных переводов, подобный высокий рост частного потребления обусловлен, главным образом, высоким ростом кредитования домашних хозяйств, которому способствовала также непрерывно проводимая в последние годы денежно-кредитная политика. Таким образом, в отчетном квартале, в условиях 7,1% экономического роста, прирост частных расходов²¹ составил 13,8%, что вызвано значительно превысившими предыдущие прогнозные значения 13,6% ростом частного потребления и 15,6% ростом совокупного накопления частных основных средств.

В первом квартале 2019 года уровень частного потребления был, по оценкам, выше потенциального уровня, в результате ожидаются слабые инфляционные давления.

В первом квартале 2019 года реальные объемы экспорта и импорта снизились по сравнению с аналогичным периодом предыдущего

График 33

Структура частных расходов (годовой прирост)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

²⁰ ЦБ рассчитывает показатель как разницу между совокупными накоплениями общих основных средств и государственными вложениями. Для расчета темпа реального роста использован дефлятор совокупного накопления основных средств.

²¹ Следует отметить, что в представляемый ранее показатель частных вложений включался также показатель изменения запасов материальных оборотных средств, однако этот показатель рассчитывается Статистическим комитетом РА как балансовый показатель и не отражает реальный уровень вложений. Поэтому ЦБ рассматривает только показатель совокупного накопления основного капитала, который не сопоставим с представленными ранее оценками частных вложений. См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

года. Снижение реальных объемов экспорта превысило снижение реальных объемов импорта. В результате содействие снижения чистого реального экспорта ВВП было отрицательное. Таким образом, в первом квартале 2019 года снижение реального экспорта товаров и услуг составило 4,3% в годовом исчислении, а снижение реального импорта товаров и услуг составило 0,1%.

В первом квартале 2019 года долларовые объемы чистых денежных переводов физических лиц (включая вознаграждение трудовых мигрантов и личные трансферты) судя по оценкам, уменьшились вследствие ослабления обменного курса рубля к доллару США, и уменьшение составило 5,7% в годовом исчислении.

В первом квартале 2019 года показатель соотношения дефицит текущего счета/ВВП сократился примерно на 0,4 процентного пункта, что вызвано опережающим ростом ВВП.

Налогово-бюджетная политика²². В первом квартале 2019 года показатели выполнения фактических расходов бюджета и сбора доходов отклонились от прогнозов ЦБ²³. По итогам квартала был зафиксирован больший, чем было предусмотрено по программе, сбор доходов и меньшее исполнение расходов. В результате налогово-бюджетной политики на совокупный спрос по кварталу было по оценкам сдерживающим на 3,9 процентного пункта вместо предусмотренного сдерживающего влияния на 2,0 процентного пункта.

Фактические доходы в бюджет в первом квартале 2018 года превысили предусмотренный показатель на 3,3%, а налоговые доходы – на 4,6%. В результате импульс доходов был сдерживающим на 1,9 процентного пункта вместо сдерживающего на 1,6 процентного пункта.

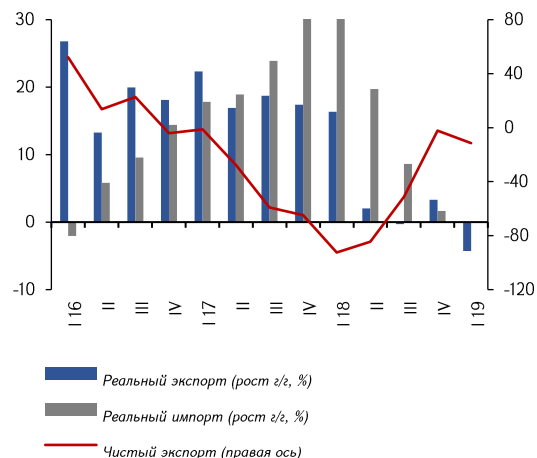
Расходы государственного бюджета составили 92,3% показателя, предусмотренного ЦБ, в результате импульс расходов был более сдерживающим, чем прогнозный сдерживающий показатель. В структуре расходов государственного бюджета **государственное потребление** составило 95% прогнозного показателя, а **расходы по статье «Операции с нефинансовыми активами»** составили 28% прогноза. Обусловлено это, главным образом, меньшим, чем ожидалось, исполнением программ, осуществляемых как за счет внешнего, так и внутреннего финансирования. Импульс расходов по кварталу оказал сдерживающее влияние на 2,0 процентного пункта вместо предусмотренного сдерживающего влияния на 0,4 процентного пункта.

²² Анализ налогово-бюджетного сектора проведен с использованием предварительных фактических показателей консолидированного бюджета за первый квартал, без учета внебюджетных средств.

²³ Прогноз доходов составлен на основании установленного законом показателя квартальных пропорций государственного бюджета за 2019 год, а прогноз расходов является оценкой ЦБ.

График 34

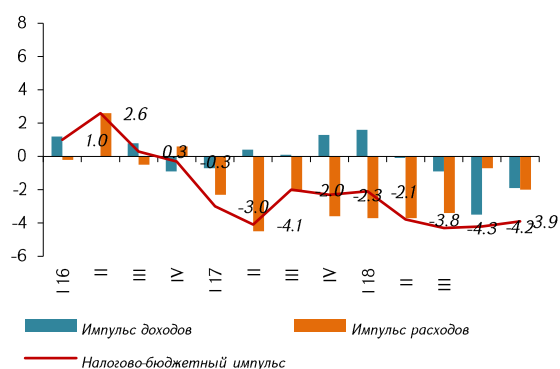
Позиция чистого экспорта ослабла в 1-м квартале 2019 года, что вызвано темпом ослабления экспорта, превышающим темп ослабления импорта (чистый реальный экспорт, в годовом исчислении %, положительный знак – улучшение)



Источник: СК РА

График 35

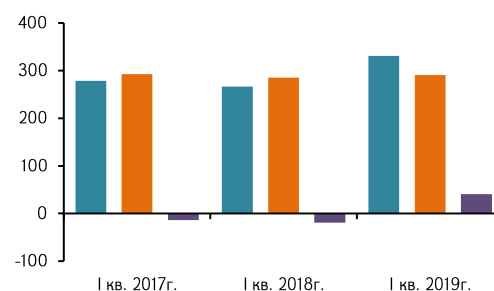
В 1-м кв. 2019 г. сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено сдерживающим влиянием как доходов, так и расходов



Источник: оценка ЦБ РА

График 36

Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов РА)



■ Доходы и гранты консолидированного бюджета
■ Расходы консолидированного бюджета
■ Дефицит бюджета (знак «-» дефицит, знак «+» профицит)

Источник: СК РА

В результате исполнений доходов и расходов в первом квартале сформировался профицит бюджета на 31,2 млрд драмов вместо предусматриваемого ЦБ дефицита на 17,5 млрд драмов.

3.2.3. Производственная сторона экономики

В первом квартале 2019 года, в условиях 6,5% экономической активности, рост ВВП составил 7,1% вместо прежнего прогноза, предусматривающего 6,0%. Отклонение обусловлено, в основном, ростом добавленной стоимости, превышающим показатель роста выпуска. Росту экономики главным образом содействовала сфера услуг, рост которой составил в отчетном квартале 11,0%, что существенно не отличается от предыдущего прогноза. Рост строительства составил 9,2%, что слегка ниже прежних прогнозов и обусловлено замедлением темпов строительства в марте. Однако следует отметить, что строительство, осуществляемое как за счет средств населения, так и за счет средств предприятий, имеет достаточно активную динамику, что говорит о положительных ожиданиях и непрерывности роста строительства. Рост промышленности составил 0,4%, что слегка превышает прежний прогноз, и обусловлен более положительными, чем ожидалось, развитиями в обрабатывающей промышленности. В отчетном квартале темп роста сельского хозяйства составил 0,8%, что также существенно не отличается от прогнозов ЦБ.

Ожидается, что во втором квартале 2019 года основным источником роста экономики продолжит оставаться отрасль услуг, а также намечается повышение активности в отрасли промышленности, о чем говорят зафиксированные в апреле высокие показатели экономической активности. В частности, рост в торговле составил 9,0%, в сфере услуг – 16,2%, а отрасли промышленности – 13,2%.

Производительность, измеряемая объемом продукции, выпущенной работником за единицу времени, в первом квартале 2018 года увеличилась, по оценкам ЦБ, на 2,2% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года.

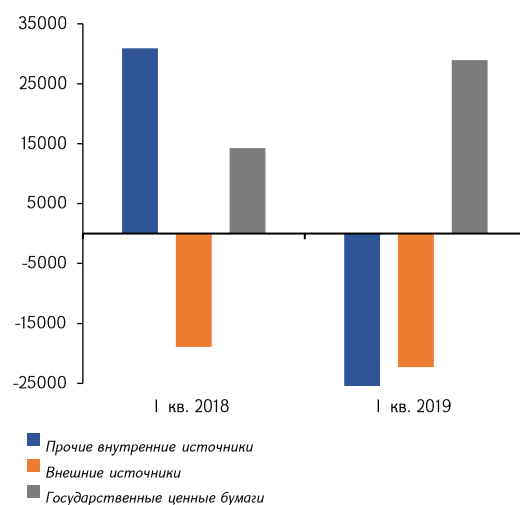
3.2.4. Рынок труда²⁴

Экономический рост в отчетном периоде сопровождался 5,5% ростом производительности труда²⁵, что положительно отразилось

²⁴ Данные по рынку труда за первый квартал 2018 года являются оценками ЦБ, основанными на фактических показателях четвертого квартала 2018 года и января-февраля 2019 года. Оценки роста представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

²⁵ В качестве показателя производительности рассматривается совокупная реальная добавленная стоимость в расчете на единицу используемых трудовых ресурсов.

График 37
Профицит бюджета в 1-м квартале 2019 г. сформировался в результате низкого исполнения расходов по сравнению со сбором доходов (млн драмов РА)



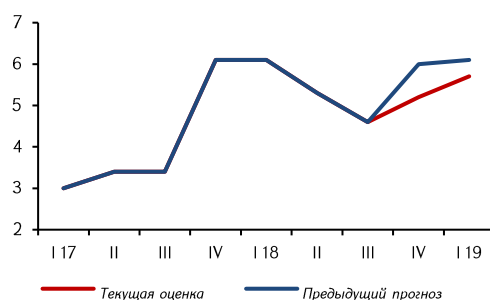
Источник: СК РА

График 38
Отраслевая структура ВВП (рост г/г, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 39
Номинальная зарплата частного сектора (рост г/г, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

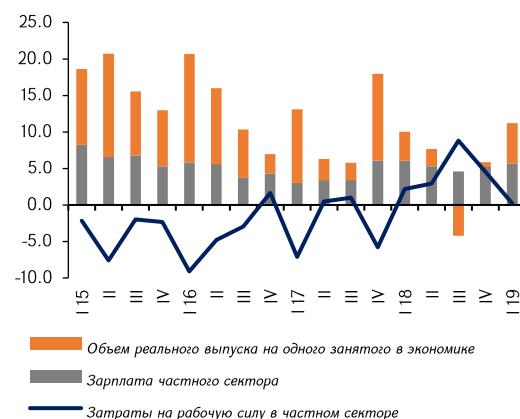
на темпе роста номинальных заработных плат частного сектора, составившего, по оценкам, примерно 5,8% для предприятий, персонал которых составляет более 1-го человека. В результате, благодаря низкой инфляции был зафиксирован рост реальных заработных плат частного сектора.

В условиях вышеописанных развитий экономического роста и производительности в первом квартале 2019 года уровень безработицы составил 16,5% вместо 17,6% в аналогичном периоде предыдущего года.

В отчетном периоде расходы предприятий на единицу рабочей силы остались без изменений, отразив гармоничное развитие темпов роста заработных плат в частном секторе в расчете на единицу рабочей силы с темпом роста выпуска. В результате ожидается, что из рынка труда инфляционных давлений не будет.

График 40

Расходы на единицу рабочей силы (рост z/z , %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

3.3. Развития финансового рынка

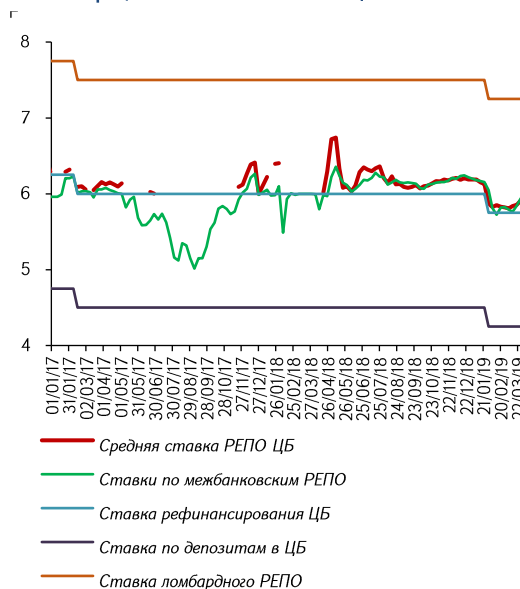
В течение первого квартала 2019 года Совет ЦБ снизил процентную ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 5,75%.

Причем, в январе возникла необходимость небольшого усиления стимулирующих условий денежно-кредитной политики, учитывая возможное влияние неуклонного замедления темпов роста мировой экономики и ожидаемого ослабления инфляционной среды на международных рынках основных товаров на совокупный спрос и внутренние цены. Уже в дальнейшем ЦБ сохранил ставку политики на неизменном уровне, считая ее достаточно стимулирующей. Вместе с этим, ЦБ направил импульсы финансовому рынку о том, что в условиях прогнозируемых макроэкономических развитий, стимулирующие условия будут сохранены так долго, как это будет необходимо.

В течение первого квартала 2019 года Совет ЦБ снизил процентную ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 5,75%.

График 41

В течение квартала краткосрочные ставки оставались вблизи процентной ставки политики ЦБ



Источник: СК РА

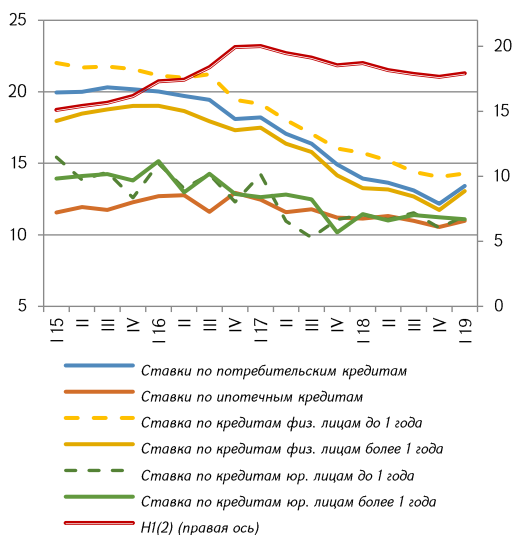
Таблица 5

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатели	I кв. 18	II кв. 18	III кв. 18	IV кв. 18	I кв. 19
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	6.00	6.00	6.00	6.00	5.75
Ставка РЕПО ЦБ	6.20	6.32	6.17	6.17	5.94
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	5.94	6.09	6.17	6.15	5.94
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (по состоянию на конец квартала)					
Краткосрочные облигации (1 год)	6.37	6.55	6.70	6.63	6.57
Среднесрочные облигации (5 лет)	8.15	8.37	8.60	8.48	8.65
Долгосрочные облигации (30 лет)	11.40	11.52	10.54	10.68	11.05

В течение первого квартала 2019 года рыночные краткосрочные процентные ставки снизились параллельно снижению ставки рефинансирования и процесс их формирования вблизи ставки политики ЦБ продолжился. Квартальный показатель ставки по 7-дневным межбанковским РЕПО составил 5,94%. Кроме основного инструмента, ЦБ использовал также операции РЕПО сроком до 91 день, для того, чтобы постепенно переместить часть краткосрочной 7-дневной ликвидности в сравнительно долгосрочный отрезок и вместе с этим провести оценку ликвидности на этот период. В результате в конце квартала запасы 91-дневного РЕПО составили 40,0 млрд драмов, а средняя процентная ставка – 5,9%.

На рынке государственных облигаций в течение квартала краткосрочные облигации продолжали проявлять динамику, характерную для денежного рынка: в результате снижения ставки рефинансирования рентабельность ГКО на первичном рынке постепенно снизилась, а если рассматривать кривую доходности ГО, то в конце марта доходность краткосрочных облигаций была близка к ставке рефинансирования ЦБ. В отличие от краткосрочного отрезка кривой, в результате пересмотра участниками финансового рынка инвестиционной политики в начале квартала доходность долгосрочных облигаций повысилась примерно на 0,5 процентного пункта, что в дальнейшем частично нейтрализовалось также вследствие снижения процентной ставки рефинансирования ЦБ.

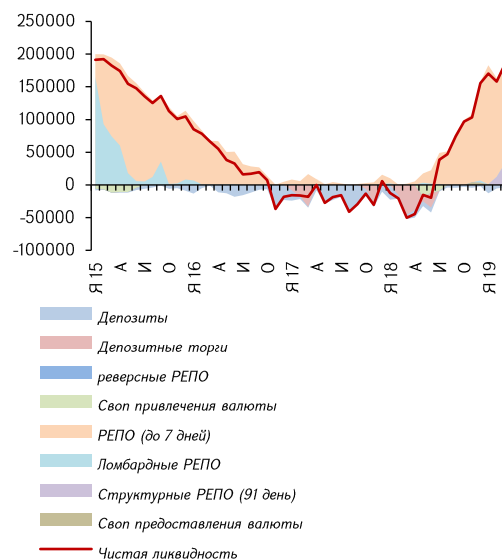
График 45
Ставки по кредитам и показатель достаточности капитала



Источник: ЦБ РА

График 42

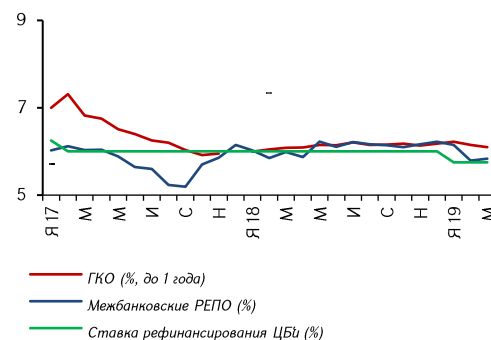
Объемы предоставления и привлечения ликвидности с помощью операций ЦБ (среднемесячный запас), млн драмов РА



Источник: ЦБ РА

График 43

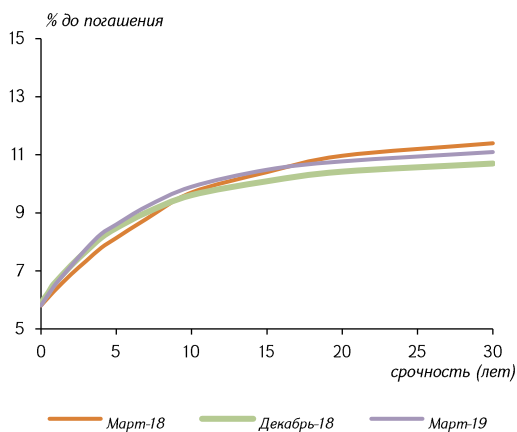
Динамика краткосрочных ставок в 1-м квартале 2019 г.



Источники: ЦБ РА, Фондовая биржа Армении

График 44

В 1-м квартале 2019 г. на рынке ГО на отрезке краткосрочной доходности изменений не произошло



Источник: ЦБ РА

В последние годы влияние на кредитные процентные ставки на финансовом рынке оказывали не только осуществляемая ЦБ денежно-кредитная политика и снижение инфляционных ожиданий. Значительное содействие оказал также высокий уровень капитала, сформировавшийся в банковской системе. Наличие в настоящее время уровня показателя достаточности капитала, превышающего требуемый нормативный минимум, говорит о том, что в банковской системе имеется достаточный уровень капитала и ликвидности для обеспечения дальнейшего роста объемов кредитования. Однако тенденция роста кредитования и снижения процентных ставок будут в дальнейшем обуславливаться преимущественно основополагающими развитиями реального сектора экономики, включающего потенциал роста экономики, степень подверженности экономики риску и спрос кредитоспособности хозяйствующих субъектов. В любом случае, сформировавшийся в настоящее время уровень кредитных ставок на финансовом рынке, с точки зрения обеспечения запланированной траектории развития спроса и инфляции, считается адекватным осуществляемой стимулирующей денежно-кредитной политике.

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	факт.	факт.	факт.	факт.	факт.	факт.	факт.	факт.	факт.	програм.	програм.	програм.
Инфляция (в годовом исчислении, конец периода, %)												
Индекс потребительских цен (в годовом исчислении, среднее, %)	9.4	4.7	3.2	5.6	4.6	-0.1	-1.1	2.6	1.8	2.6	3.0	3.9
Базовая инфляция (в годовом исчислении, среднее, %)	8.2	7.7	2.6	5.8	3.0	3.7	-1.4	1.0	2.5	2.4	2.6	3.4
Инфляция (в годовом исчислении, конец периода, %)	7.5	8.6	5.3	5.8	1.9	5.1	-2.0	0.8	4.0	1.9	3.9	4.0
Совокупный продукт												
ВВП (млрд драмов РА)	3690.0	4028.9	4266.5	4555.6	4828.6	5043.6	5067.3	5568.9	6002.7	6620.5	7215.8	7879.7
ВВП (% ,реальный рост)	2.2	4.7	7.2	3.3	3.6	3.2	0.2	7.5	5.2	6.6	4.8	5.0
Предложение												
Промышленность (% ,реальный рост)	9.2	13.6	6.4	6.3	-0.9	6.2	7.7	11.7	5.8	5.1	4.9	5.3
Сельское хозяйство (% ,реальный рост)	-16.0	14.0	9.5	7.6	6.1	13.2	-5.0	-5.1	-8.5	1.6	2.5	3.5
Строительство (% ,реальный рост)	3.3	-12.2	4.5	-7.4	-4.5	-3.1	-14.1	2.8	0.8	3.2	3.3	3.6
Услуги (% ,реальный рост)	4.1	4.7	6.3	3.1	6.7	1.6	3.2	10.6	9.3	9.1	5.4	5.5
Налоги, нетто (% ,реальный рост)	13.4	3.8	9.9	3.6	1.8	-5.1	-4.7	9.7	8.0	6.2	5.4	5.2
Спрос												
Потребление (% ,реальный рост)	3.9	2.6	7.7	1.9	0.7	-6.2	-0.5	10.5	5.1	9.8	4.7	4.3
Государственное потребление (% ,реальный рост)	3.9	1.9	-1.4	8.7	3.4	4.7	5.8	-3.9	7.6	8.2	1.3	3.8
Частное потребление (% ,реальный рост)	3.9	2.7	9.1	0.9	1.0	-7.7	-1.2	12.7	4.7	10.0	5.2	4.4
Валовые вложения (% ,реальный рост)	-2.9	-11.7	-1.9	-8.3	-2.2	2.5	-11.4	9.7	4.5	15.7	6.5	6.8
Государственные вложения (% ,реальный рост)	-12.7	-6.1	-22.4	-13.8	10.0	13.6	5.0	31.7	-38.0	34.9	15.0	12.0
Частные вложения (% ,реальный рост)	-1.5	-12.4	0.9	-7.8	-3.4	1.2	-13.9	6.2	12.8	13.7	4.8	5.7
Государственные вложения (% ,реальный рост)	20.4	14.5	12.0	8.9	6.4	4.9	19.1	18.7	4.6	4.5	8.3	7.9
Частные вложения (% ,реальный рост)	7.2	-0.1	4.7	5.5	-1.0	-15.1	7.6	24.6	12.7	3.0	5.2	4.6
Внешний сектор												
Торговый баланс (млн долларов США)	-2065.7	-2109.8	-2111.9	-2196.2	-2055.4	-1186.4	-944.4	-1375.4	-1766.0	-1774.5	-1846.5	-1880.2
Баланс услуг (млн долларов США)	-260.8	-65.8	-101.6	-124.3	-113.0	-94.5	-71.4	-27.9	-147.8	-82.5	-55.6	-35.4
Денежные переводы (млн долларов США)	1421.9	1440.4	1539.8	1755.1	1616.1	1082.4	989.6	1128.1	1118.5	1177.7	1295.5	1425.0
Текущий счет (млн долларов США)	-1261.4	-1058.9	-1057.9	-812.9	-883.1	-279.1	-238.1	-279.7	-1130.6	-1017.3	-949.5	-833.5
Торговый баланс (доля в ВВП, %)	-22.1	-20.8	-19.9	-19.7	-17.8	-11.3	-8.9	-11.9	-14.2	-12.9	-12.3	-11.4
Баланс услуг (доля в ВВП, %)	-2.8	-0.7	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.7	-0.2	-1.2	-0.6	-0.4	-0.2
Денежные переводы (доля в ВВП, %)	15.2	14.2	14.6	15.8	14.0	10.3	9.3	9.8	9.0	8.6	8.6	8.6
Текущий счет (доля в ВВП, %)	-13.5	-10.5	-10.0	-7.3	-7.6	-2.7	-2.2	-2.4	-9.1	-7.4	-6.3	-5.0
Государственный сектор *												
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	780.4	880.9	946.2	1071.4	1144.8	1167.7	1171.1	1237.2	1341.7	1518.7	-	-
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	699.4	777.4	878.4	1000.9	1064.1	1067.9	1079.7	1158.1	1258.1	1463.9	-	-
Расходы (млрд драмов РА)	954.3	986.5	1006.1	1142.9	1235.1	1409.0	1449.1	1503.9	1447.1	1640.9	-	-
Дефицит (млрд драмов РА)	-173.9	-105.6	-59.9	-71.5	-90.3	-241.3	-278.0	-266.7	-105.4	-122.2	-	-
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	22.6	23.3	22.2	23.5	23.7	23.2	23.1	22.2	22.4	22.9	-	-
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	20.2	20.6	20.6	22.0	22.0	21.2	21.3	20.8	21.0	22.1	-	-
Расходы (доля в ВВП, %)	27.6	26.1	23.6	25.1	25.6	28.0	28.6	27.0	24.1	24.8	-	-
Дефицит (доля в ВВП, %)	-5.0	-2.8	-1.4	-1.6	-1.9	-4.8	-5.5	-4.8	-1.8	-1.8	-	-
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	-	-	-
Доллар 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) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	4
График 3	Ставки ФРС в соответствии с решениями Совета ФРС (средневзвешенные значения, %)	6
График 4	Ожидания рынков пессимистичны	7
График 5	Разница между доходностью 10-летних и 3-месячных ГО США и экономические рецессии США	7
График 6	Экономический рост в странах-партнерах	7
График 7	Инфляция в странах-партнерах	8
График 8	Международные цены на сырьевые и продовольственные товары	9
График 9	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	10
График 10	Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)	11
График 11	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке	11
График 12	Годовой прирост частных номинальных заработных плат	12
График 13	Уровень безработицы	12
График 14	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении	12
График 15	Прогнозы экономического роста США	13
График 16	Прогнозы экономического роста ЕС	13
График 17	Прогнозы экономического роста РФ	13
График 18	Прогноз международных цен на продовольствие	13
График 19	Прогноз международных цен на нефть	14
График 20	Прогноз международных цен на медь	14
График 21	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	14
График 22	Текущий счет / Среднесрочные прогнозы показателя ВВП	15
График 23	Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)	15
График 24	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий	15
График 25	Доля домашних хозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте	16
График 26	Уровень долларизации в РА (соотношение инвалютных депозитов резидентов к общим депозитам резидентов)	16
График 27	Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы	16
График 28	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	19
График 29	Реальный (кумулятивный) рост экспорта товаров и услуг	19
График 30	По прогнозам ЦБ 12-месячная инфляция продолжит повышаться в течение ближайшего года, затем станет колебаться в нижней части допустимого интервала с закреплением вблизи целевого показателя в конце прогнозного горизонта	20
График 31	За последний одногодичный период сохранялась низкая инфляционная среда, и 12-месячная инфляция колебалась вблизи нижней части допустимого интервала	22

График 32	В 1-ом квартале 2019 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг остаются ниже уровня, зафиксированного в том же квартале предыдущего года	23
График 33	Структура частных расходов	24
График 34	Позиция чистого экспорта ослабла в 1-м квартале 2019 года, что вызвано темпом ослабления экспорта, превышающим темп ослабления импорта	25
График 35	В 1-м кв. 2019 г. сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено сдерживающим влиянием как доходов, так и расходов	25
График 36	Основные показатели консолидированного бюджета	25
График 37	Профицит бюджета в 1-м квартале 2019 г. сформировался в результате низкого исполнения расходов по сравнению со сбором доходов	26
График 38	Отраслевая структура ВВП	26
График 39	Номинальная зарплата частного сектора	26
График 40	Расходы на единицу рабочей силы	27
График 41	В течение квартала краткосрочные ставки оставались вблизи процентной ставки политики ЦБ	27
График 42	Объемы предоставления и привлечения ликвидности с помощью операций ЦБ (среднемесячный запас)	28
График 43	Динамика краткосрочных ставок в 1-м квартале 2019 г.	28
График 44	В 1-м квартале 2019 г. на рынке ГО на отрезке краткосрочной доходности изменений не произошло	28
График 45	Ставки по кредитам и показатель достаточности капитала	28

ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	10
Таблица 2	Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП	15
Таблица 3	Логика составления прогноза	17
Таблица 4	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное воздействие	23
Таблица 5	Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА	27