

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 24.09.2019 года номер 134-И*

Обзор инфляции

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



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 2-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 – 10 сентября 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

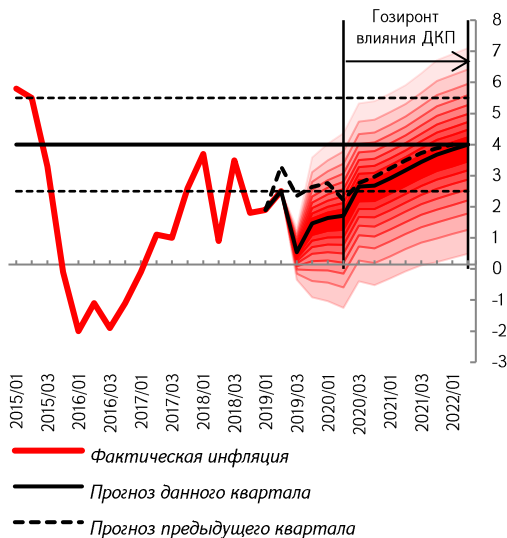
1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	6
2.1. Внешняя среда	6
<i>Врезка 1. Неопределенности относительно мировой экономики увеличились</i>	<i>7</i>
2.2. Прогнозы	9
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	9
2.2.2. Экономическая активность	11
2.2.3. Сравнение с предыдущим прогнозом	14
2.2.4. Основные суждения и риски	17
<i>Врезка 2. Итоги опроса относительно ожиданий домашних хозяйств и финансовой системы</i>	<i>17</i>
<i>Врезка 3. Долгосрочный устойчивый уровень ВВП</i>	<i>20</i>
3. Фактические развития за второй квартал 2019 года	21
3.1. Инфляция	21
3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции	21
3.1.2. Цены	22
3.2. Экономические развития	24
3.2.1. Позиция экономики	24
3.2.2. Расходная сторона экономики	24
3.2.3. Производственная сторона экономики	26
3.2.4. Рынок труда	27
3.3. Развития финансового рынка	27
Приложение	
Основные макроэкономические показатели	30
Графики	31
Таблицы	32

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

В третьем квартале 2019 года, под влиянием определенных внешних и внутренних факторов, была зафиксирована слабая инфляционная среда, в результате которой ЦБ продолжил проведение расширяющей денежно-кредитной политики.

График 1

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

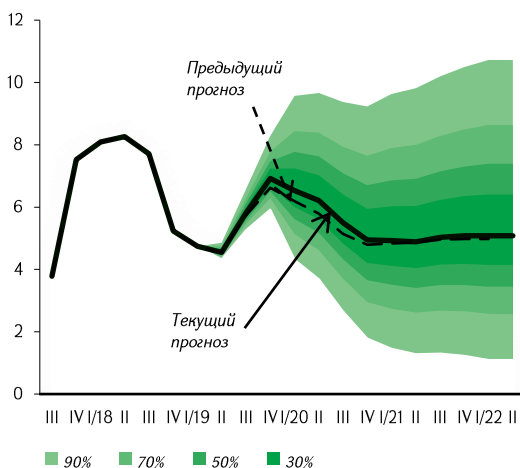


Источник: СК РА (Статистический комитет), прогноз ЦБ РА

В третьем квартале 2019 года сохраняется высокая экономическая активность. Ожидается, что в краткосрочном периоде эта тенденция сохранится, в результате прогноз экономического роста на 2019 год пересмотрен вверх, составляя, в среднем 6,9%.

График 2

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



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

В третьем квартале 2019 года, под влиянием определенных внешних и внутренних факторов, была зафиксирована слабая инфляционная среда, в результате которой ЦБ продолжил проведение расширяющей денежно-кредитной политики. Причем, ЦБ РА считает, что существующая в настоящее время низкая инфляция способствует закреплению долгосрочных инфляционных ожиданий и сохранению покупательной способности доходов, поэтому продолжает отдавать предпочтение политике, направленной на постепенное восстановление инфляции. В результате, инфляция в ближайшие месяцы останется ниже целевого показателя и в среднесрочном отрезке закрепится вблизи целевого ориентира.

Согласно программе денежно-кредитной политики на третий квартал 2019 года, основным фактором, обуславливающим низкую инфляцию в краткосрочном отрезке, остается слабый совокупный спрос, который в свою очередь находится под влиянием постепенно ослабевающей инфляционной среды во внешнем секторе и осуществляемой Правительством сдерживающей налогово-бюджетной политики. Несмотря на то, что до конца года ожидается ослабление сдерживающего влияния налогово-бюджетной политики на совокупный спрос, в годовом разрезе влияние, тем не менее, останется сдерживающим. Вместе с этим, в условиях увеличения в мире неопределенностей относительно торговых конфликтов на основных международных товарно-сырьевых рынках наблюдаются определенные дефляционные проявления. С точки зрения обеспечения прогнозной траектории инфляции, **Совет ЦБ считает необходимым увеличить размер стимулирования денежно-кредитных условий и ожидает, что** на фоне предусматриваемых макроэкономических развитий стимулирующая позиция денежно-кредитной политики сохранится и в среднесрочном отрезке.

В третьем квартале 2019 года сохраняется высокая экономическая активность. По оценкам, в краткосрочном периоде эта тенденция сохранится, в результате прогноз экономического роста на 2019 год пересмотрен в направлении повышения, и будет находиться на уровне 6,9%, а в среднесрочном периоде приблизится к долгосрочному равнонаправленному уровню.

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

Согласно базовому сценарию, основное содействие экономическому росту в 2019 году окажет рост сферы услуг и, частично, промышленности, что будет сопровождаться сохранением высокого роста частного потребления. В среднесрочном отрезке экономический рост будет обусловлен, главным образом, 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 (подробнее см. в подразделе «2. 2. 4. Основные суждения и риски». В соответствии с макроэкономическими развитиями и проявлениями существующих рисков ЦБ корректирует денежно-кредитные условия для выполнения цели по обеспечению финансовой стабильности.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

В первом полугодии 2019 года продолжилось замедление роста мировой экономики, и ожидается, что замедление сохранится до конца года.

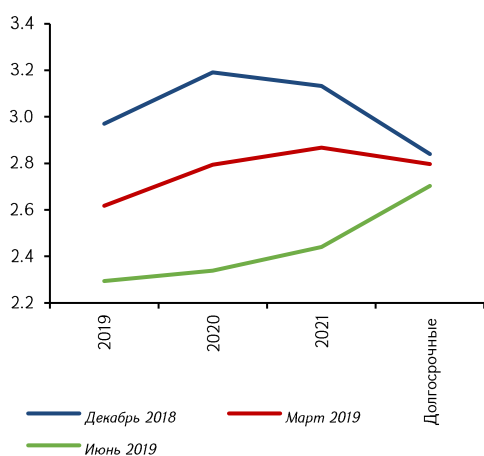
В первом полугодии 2019 года продолжилось замедление роста мировой экономики, и ожидается, что замедление сохранится до конца года. В частности, в передовых странах мира, а также основных странах - торговых партнерах РА – в США, еврозоне и России во второй половине 2019 года ожидаются слабые темпы роста экономики.

Экономические развития и инфляция в США. Согласно второй оценке Бюро анализа Министерства торговли США, во втором квартале 2019 года экономический рост в Соединенных Штатах Америки, обусловленный главным образом изменением частного потребления, составил 2,3% в годовом выражении, в результате прогноз среднего экономического роста на 2019 год составляет 2,3%. Уровень безработицы во втором квартале 2019 года остался низким – 3,7%. В последующих кварталах ожидается определенное замедление темпов экономического роста США, поскольку ожидается сокращение инвестиций под влиянием торгового конфликта между США и Китаем.

В США во втором квартале 2019 года инфляция личных потребительских расходов² снизилась по сравнению с высокими показателями предыдущего года и составила 1,4%, сформировавшись ниже среднесрочного целевого уровня ФРС. В условиях фактических развитий экономического роста и при наличии неопределенностей в будущем, обусловленных ходом торговых конфликтов (см. врезку 1), а также фактически низкой инфляции ФРС США снизила в июле 2019 года ставку политики на 0,25 процентного пункта, установив ее в интервале 2,0–2,25%. Учитывая плохие прогнозы рынков относительно экономического роста, а также то, что инфляция остается ниже целевого уровня (1,4% в июле), ожидается, что ФРС США ослабит денежно-кредитные условия, как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах.

График 3

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



Источник: Федеральная резервная система США

² Целевой показатель инфляции личных потребительских расходов составляет 2%, что в среднем равносильно 2,4% общей инфляции.

Неопределенности мировой экономики увеличились

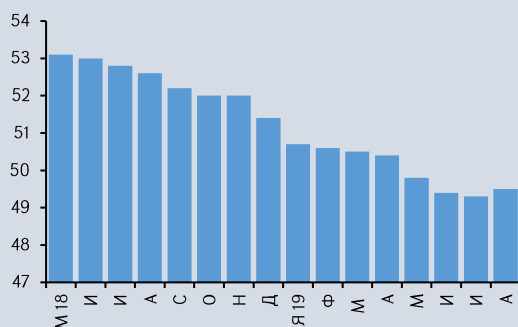
В мировой экономике изо дня в день растут неопределенности, основным источником которых является торговый конфликт между США и Китаем. Тем не менее, проблема заключается не только в повышении таможенных пошлин, под влиянием которого находятся отдельные отрасли экономики США или Китая, а то, что неопределенности ставят под сомнение дальнейший ход мировых экономических взаимоотношений, что становится причиной сокращения уровней капитала и потребления домашних хозяйств, как в США и Китае, так и в торговых партнерах этих стран.

В условиях роста существующих экономических неопределенностей и торгового напряжения сократился объем мировой торговли, поскольку экономические неопределенности могут негативно влиять на торговлю в той же степени, в какой они сдерживают инвестиционную активность, так как капитальные товары, в основном, являются ввозимыми товарами. По этой причине индекс неопределенности мировой торговли резко возрос. После многих лет стабильности он начал расти во втором квартале 2018 года, когда стала распространяться информация о повышении таможенных тарифов со стороны США и Китая. Рост этих неопределенностей может способствовать замедлению мирового экономического роста: по оценкам МВФ, учитывая данные за первый квартал 2019 года, рост торговых неопределенностей может вызвать сокращение роста мировой экономики в 2019 году до 0,75 процентного пункта³.

Под негативным влиянием неопределенностей торговой политики оказался также индекс PMI (purchasing manager index). Этот индекс вместе с индексом делового оптимизма продолжают снижаться, что связано с сокращениями или отсрочками инвестиционных программ, что, в свою очередь, вызвано высокой степенью неопределенностей.

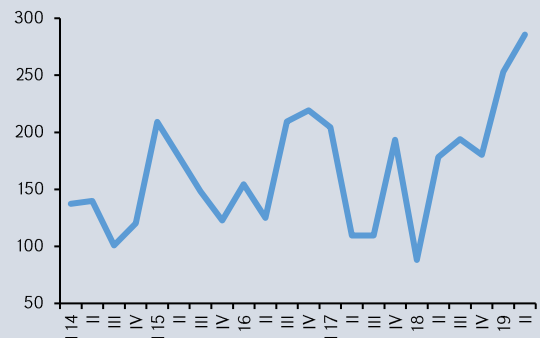
Таким образом, увеличение неопределенностей влияет на различные сегменты экономики путем сокращения торговли и капитальных вложений, что негативно влияет на мировую экономику.

График 6
Индекс PMI



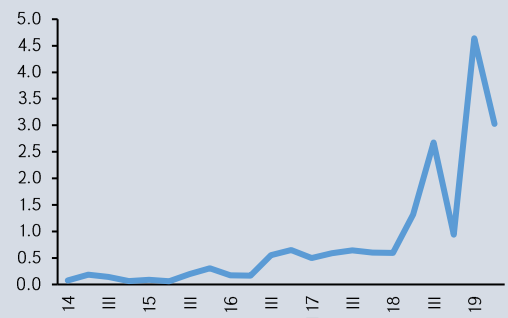
Источник: HIS Markit

График 4
Индекс мировых неопределенностей



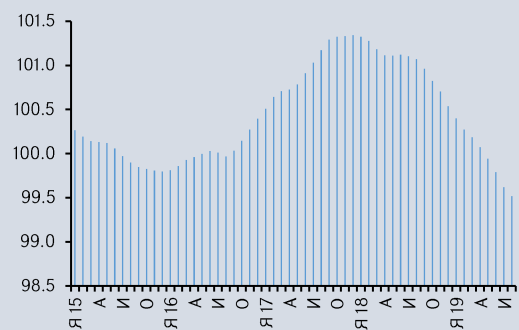
Источник: неопределенности экономической политики

График 5
Индекс неопределенностей мировой торговли



Источник: неопределенности экономической политики

График 7
Индекс делового оптимизма



Источник: OECD Statistics

³ «Перспективы мировой экономики», МВФ, июль 2019 г.

Экономические развития и инфляция в еврозоне. Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в еврозоне во втором квартале 2019 года составил 1,1% в годовом выражении, в результате средний рост в 2019 году составит 1,1%. Росту экономики еврозоны содействовали положительные показатели в странах еврозоны – Испании, Франции и Португалии, а ослаблению – сокращение экономического роста Германии, вызванного, главным образом, сокращением объемов экспорта. Уровень безработицы в еврозоне продолжил снижаться, составив в июне 7,5%.

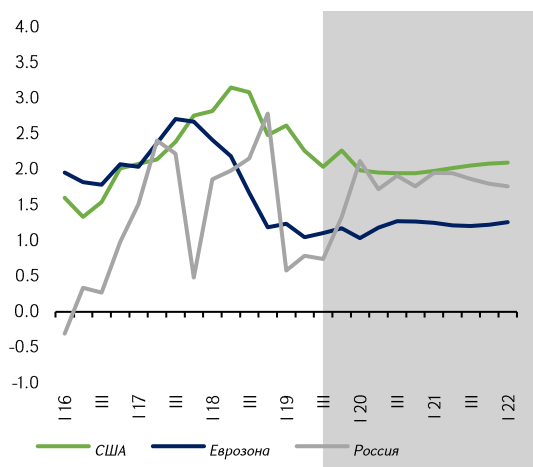
Инфляция в еврозоне во втором квартале 2019 года составила 1,4%, что опять ниже целевого уровня ЕЦБ. Низкая инфляция была обусловлена, в основном, ценами на нефтепродукты и тарифами услуг. Базовая инфляция продолжала снижаться, что вызвано низкими тарифами услуг. Для доведения инфляции до целевого уровня ЕЦБ объявил, что по крайней мере до половины 2020 года продолжит осуществлять политику низких ставок, а при необходимости возобновит расширенную программу покупки активов.

Экономические развития и инфляция в России. Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы России, экономический рост во втором квартале 2019 года слегка ускорился, составив 0,9% в годовом выражении. Учитывая фактические данные за первый и второй кварталы, средний годовой прирост экономики в 2019 году составит 1,0%. Показатель за второй квартал обусловлен, в основном, улучшением инвестиционной деятельности в России, а также чистым положительным содействием экспорта. В подобных условиях экономической активности уровень безработицы в России снизился во втором квартале и составил 4,5%, не вызвав дополнительные инфляционные давления.

Во втором квартале 2019 года средняя квартальная инфляция в России замедлилась, составив 5,0% против средней инфляции в 5,1% за предыдущий квартал, оставаясь пока выше целевого уровня. Однако следует отметить, что инфляция продолжает замедляться (в июле – 4,6%), и обусловлено это слабым внутренним спросом и ослаблением с начала года влияния повышения НДС. Ожидается, что к концу года инфляция приблизится к целевому 4%-му уровню. В условиях плавного замедления инфляции, во втором квартале 2019 года Банк России снизил уровень ставки политики на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 7,5%, а в июле – еще на 0,25 процентного пункта. Учитывая тенденции замедления инфляции и инфляционных ожиданий ожидается, что в дальнейшем Банк России продолжит проведение стимулирующей денежно-кредитной политики.

График 8

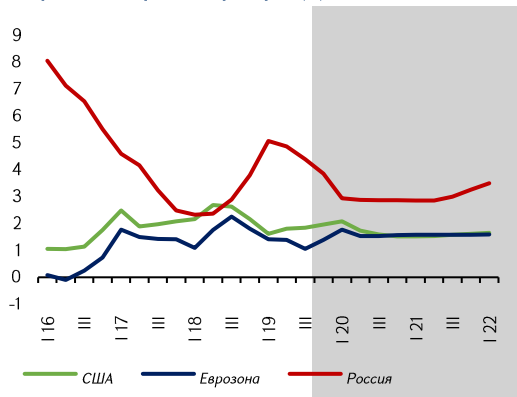
Экономический рост в странах-партнерах (%)



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

График 9

Инфляция в странах-партнерах (%)



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

Слабый мировой спрос во втором квартале 2019 года продолжил содействовать формированию низких, по сравнению с предыдущим годом, цен на сырьевых и продовольственных рынках.

Развития на рынках сырьевых и продовольственных товаров. Слабый мировой спрос во втором квартале 2019 года продолжил оказывать содействие формированию низких, по сравнению с предыдущим годом, цен на сырьевых и продовольственных рынках.

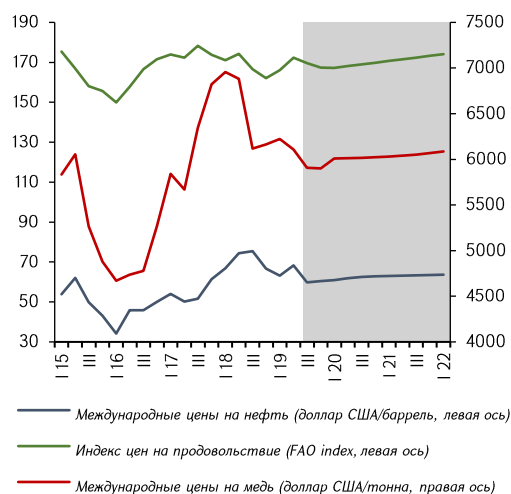
Во втором квартале 2019 года евро ослабел по отношению к доллару США на 1,05% кв/кв, составив 1,123 евро за доллар США. Российский рубль укрепился на 1,9%, составив в среднем 64,5 рублей за доллар США.

Цены на медь на международном рынке во втором квартале 2019 года слегка снизились по сравнению с предыдущим кварталом, что было вызвано возобновлением торгового конфликта между США и Китаем. Ожидается, что низкий уровень цен еще сохранится в краткосрочном периоде. Международные цены на нефть проявили по сравнению с предыдущим кварталом наибольшую волатильность, сформировавшись на низких уровнях. Падению цен способствовало, главным образом, ослабление мирового спроса на фоне торгового конфликта США-Китай, а политические неопределенности между США и Ираном оказали обратное влияние. Ожидается, что в краткосрочном периоде сохранятся низкие уровни международных цен на нефть.

На рынке продовольствия во втором квартале 2019 года, по сравнению с предыдущим кварталом, был зафиксирован спад цен на зерновые и молочные товары, тогда как на рынках сахарного песка, мяса и растительного масла цены слегка повысились. Снижение цен на зерно и молочные продукты вызвано большими объемам предложения. Росту цен на сахарный песок способствовало укрепление национальной валюты основного производителя сахарного песка – Бразилии, а росту цен на мясные продукты продолжило оказывать содействие ограниченное предложение. На рынках основных категорий продовольственных товаров, в частности, мясных продуктов, в краткосрочном периоде сохранится слабая инфляционная среда.

График 10

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. По оценкам Совета ЦБ РА, в условиях сохранения дефляционной среды во внешнем мире и текущих развитий бюджета необходимо, чтобы денежно-кредитные условия было максимально расширяющими. В результате инфляция, оставаясь в ближайшие месяцы ниже целевого уровня, в среднесрочном периоде укрепится вблизи целевого ориентира.

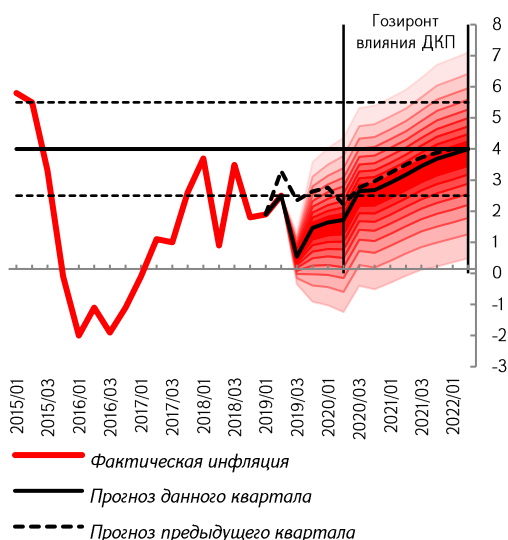
Судя по текущим показателям, высокие темпы роста экономической активности сохраняются. Во втором квартале года показатель экономического роста продолжает оставаться высоким, что вызвано, главным образом, ростом предложения услуг и перерабатывающей

По оценкам Совета ЦБ РА, в условиях сохранения дефляционной среды во внешнем секторе и текущих развитий бюджета необходимо, чтобы денежно-кредитные условия были максимально расширяющими.

промышленности, и ростом частного потребительского спроса. В то же время, на совокупный спрос продолжает оказывать сдерживающее влияние также государственный спрос. В результате разрыв ВВП на третий квартал 2019 года остается, по оценкам, отрицательным, однако он меньше оценки второго квартала. Ожидается, что к концу 2019 года бюджет окажет на целостный спрос стимулирующее влияние, нейтрализуя сдерживающее влияние в начале года, и в результате по итогам года оно будет слегка сдерживающим. На фоне этих развитий разрыв ВВП пока останется в области отрицательных значений и только в 2020 году постепенно приблизится к нулю за счет наличия максимально стимулирующей денежно-кредитной среды, стабилизации экономики во внешней среде, а также нейтрального влияния в 2020 году налогово-бюджетной политики. 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. На фоне текущих развитий инфляции, в частности, развитий базовой инфляции, краткосрочные инфляционные ожидания населения, по оценкам, существенно не изменились и будут продолжать следовать развитиям инфляции и, параллельно восстановлению инфляции, также укрепятся вблизи целевого показателя. Вместо существенного стимулирования инфляции Центральный банк, как и ранее, отдает предпочтение сценарию постепенного восстановления инфляции, который позволяет, с одной стороны, укрепить долгосрочные инфляционные ожидания, с другой стороны, сохранить платежеспособность доходов. **В создавшейся ситуации Совет ЦБ считает целесообразным увеличить размер стимулирования денежно-кредитных условий, снизив ставку политики.**

График 11

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



Источник: СК РА (Статистический комитет). прогноз ЦБ РА

В то же время, на фоне ожидаемых макроэкономических развитий возникнет необходимость сохранить стимулирующую денежно-кредитную позицию также и в среднесрочном периоде.

Таблица 1

Сроки	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
III кв. 2019	83.9%	16.1%	0.0%	0.0%	0.0%
IV кв.	39.5%	40.6%	19.8%	0.1%	0.0%
I кв. 2020	36.7%	37.3%	25.7%	0.4%	0.0%
II кв.	36.5%	33.9%	28.7%	0.8%	0.1%
III кв.	19.9%	29.9%	46.4%	3.4%	0.4%
IV кв.	20.9%	29.2%	45.9%	3.6%	0.4%
I кв. 2021	17.8%	27.3%	49.5%	4.8%	0.6%
II кв.	14.7%	25.1%	52.8%	6.4%	1.0%
III кв.	12.3%	22.3%	54.6%	9.0%	1.8%
IV кв.	10.8%	19.8%	54.3%	11.8%	3.3%
I кв. 2022	9.6%	18.5%	54.5%	13.2%	4.2%
II кв.	8.5%	17.1%	54.4%	14.8%	5.2%

2.2.2. Экономическая активность ⁴

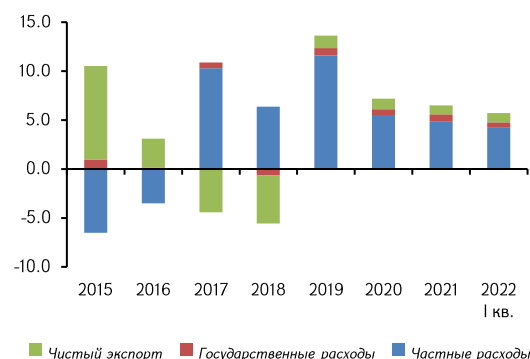
Совокупный спрос. С начала 2019 года был зафиксирован довольно высокий уровень экономического роста, содействие которому в большей мере оказал внутренний спрос, особенно высокий уровень частных расходов. По оценкам ЦБ, в условиях положительных ожиданий значительно выросли потребительские предпочтения домохозяйств, вызвав рост спроса на потребительские кредиты. В результате рост частных затрат произошел за счет довольно высокого роста частного потребления, который, главным образом, финансировался из кредитных ресурсов. Учитывая инерционный характер потребления, а также сохранение высоких темпов роста кредитования домашних хозяйств, в 2019 году ожидается более высокий уровень частного потребления. Показатель совокупного кумулятивного роста частных основных средств, наоборот, замедлился с начала года. Учитывая текущий умеренный рост кредитования бизнеса и строительства, а также замедление импорта инвестиционных товаров по сравнению с прошлогодним высоким ростом, в течение 2019 года нет ожиданий ускорения совокупного накопления частных основных средств. В результате в 2019 году рост частного потребления составит 13,5%, совокупный кумулятивный рост частных основных средств – 5,6%, а частных расходов – 12,3%.

Среднесрочные прогнозы существенно не отличаются от предыдущих оценок ЦБ, а основным содействующим фактором остаются частные расходы, однако ожидается, что государственные расходы и нетто-экспорт также окажут положительное содействие. Причем вместе с пересмотром вверх темпа роста промышленности ожидается также небольшое содействие нетто-экспорта. Следует отметить, что в среднесрочном отрезке экономический рост обусловлен расширением производственного потенциала экономики, ходом структурных реформ, осуществляемых Правительством, потенциальными уровнями экономического роста стран-партнеров, развитиями и расширением производственных мощностей экспортного сектора, а в долгосрочном отрезке – также факторами мобильности населения (см. врезку 3).

Внешний спрос. В 2019 году прошлогоднее негативное содействие чистого экспорта реальному ВВП нейтрализуется. Пересмотры прогноза на второе полугодие в основном относятся к экспорту и денежным переводам физических лиц. Таким образом, темпы реального роста экспорта товаров и услуг составят в 2019 году 5,0-7,0% с

График 12

Содействие компонент⁵ спроса росту (в процентных пунктах)



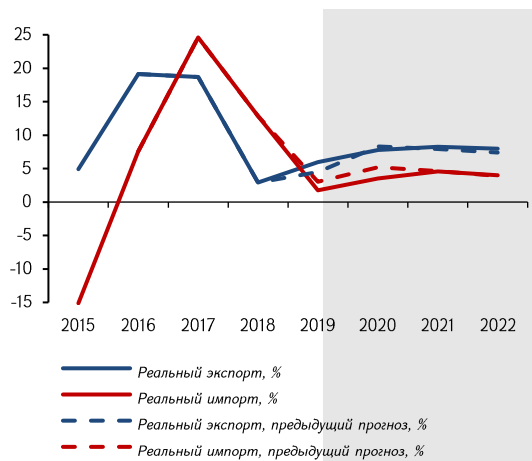
Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

⁴ Подробный прогноз экономического роста в цифрах см. в графике 23, таблица 2.

⁵ В показателях спроса не включено изменение запасов нематериальных оборотных средств, поэтому показатели экономического роста со стороны предложения и со стороны спроса могут отличаться друг от друга.

График 13

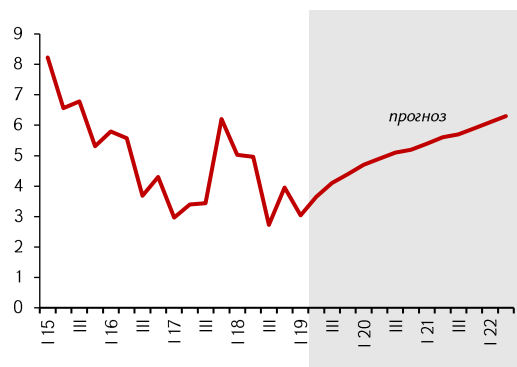
Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 14

Годовой прирост частных номинальных заработных плат

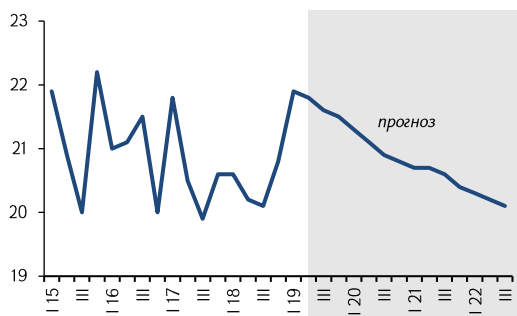


Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

В 2019 году, по сравнению с 2018 годом, влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет, по оценкам, небольшое сдерживающее на 0,5 процентного пункта.

График 15

Уровень безработицы (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

учетом тенденций восстановления горнодобывающей промышленности в течение второго полугодия (включая также перезапуск техутского рудника).

Прогноз темпа реального роста импорта товаров и услуг во втором полугодии 2019 года остался почти без изменения, в результате рост указанного показателя в 2019 году составит 1,0-3,0%.

Темпы роста чистого притока денежных переводов во втором полугодии 2019 года пересмотрены в направлении снижения, что будет обусловлено в основном замедлением роста отраслей строительства и торговли экономики России. В этих условиях рост чистого притока денежных переводов физических лиц будет находиться в интервале 1,0-3,0%.

В результате вышеперечисленных развитий показатель «дефицит текущего счета/ВВП»⁶ останется в интервале предыдущего прогноза, составив 7,0-8,0%. В среднесрочном отрезке, в результате опережающего роста экспорта, показатель «дефицит текущего счета/ВВП» укрепитесь вблизи оцениваемого равнонаправленного уровня 3,0-5,0%.

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 2019 год» и показателей по доходам и расходам, скорректированных отдельными решениями Правительства⁷.

По налогам в государственный бюджет, в случае перевыполнения предусмотренного законом показателя примерно на 62,0 млрд драма, показатель «налоги/ВВП» составит 22,2%, превысив показатель за 2018 год на 1,3 процентного пункта. В то же время, Правительство приняло решение о возврате хозяйствующим субъектам дебетового остатка, сформировавшегося по части НДС до 1 июля 2017 года в размере 56 млрд драмов⁸, и в результате показатель «налоги/ВВП» составит 21,4%⁹, увеличившись по сравнению с предыдущим годом всего лишь на 0,5 процентного пункта.

По части государственных расходов, учитывая исполнение за первое полугодие (расходы составили 79,8% скорректированной программы), увеличился размер оцениваемой экономии годовых расходов по сравнению с предыдущей программой, который составил 5,1% скорректированной годовой программы (примерно 84,0 млрд

⁶ Следует отметить, что в статистике текущего счета 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.

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 Сказанное произойдет после принятия Национальным Собранием соответствующего закона.

⁹ Прогноз ВВП является оценкой ЦБ.

драмов). Предыдущая программа предусматривала также исполнение дополнительных расходов в размере перевыполненных доходов на 62,0 млрд драмов, что не произойдет в случае возврата вышеуказанных доходов. Показатель «расходы/ВВП» по итогам года составит 23,7%, что выше прошлогоднего показателя на 0,2 процентного пункта.

По предварительным оценкам министерства финансов РА и Центрального банка показатель «дефицит бюджета/ВВП» составит 1,5% (а без возврата указанной суммы НДС – 0,6%) вместо предусмотренного законом 2,2%.

Учитывая указанные оценки налогов и расходов, а также исключение единоразовых потоков и внешних платежей из государственных расходов и доходов, в 2019 году, по сравнению с 2018 годом, влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет, по оценкам, небольшое сдерживающее на 0,5 процентного пункта. В целом, в первой половине года бюджет оказал сдерживающее влияние на 4,5 процентного пункта, которое уменьшится в результате ожидаемого возврата налогов на сумму 56,0 млрд драмов. Если исключить возврат налогов, влияние налогово-бюджетной политики в течение года будет более сдерживающим, чем на 1,0 процентного пункта, вследствие максимально сдерживающего влияния доходов.

В соответствии с правилами налогово-бюджетной политики и с целью формирования налогово-бюджетной и долговой устойчивой среды, согласно среднесрочной программе расходов на 2019-2022 годы, влияние фискальной политики в среднесрочном отрезке будет, по оценкам, нейтральное.

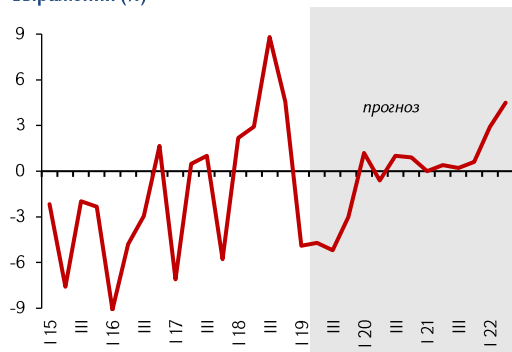
ЦБ предусматривает нейтральное влияние в 2020 году (бюджет за 2020 году находится в настоящее время в стадии подготовки), однако, судя по направлениям программы среднесрочных расходов, возможно также, что влияние будет расширяющим.

Рынок труда¹⁰. В 2019 году темп роста номинальной заработной платы в частном секторе останется на текущем уровне – вблизи 3,8%. В среднесрочном отрезке темп роста номинальной заработной платы в частном секторе будет соответствовать развитию основополагающих показателей экономического роста и инфляции. Таким образом, в 2020 году ожидается 5,0% рост номинальной заработной платы в частном секторе, а в конце прогнозного горизонта рост укрепится вблизи 5,7%.

Указанные развития экономического роста, а также ускорение темпов роста производительности сопровождались увеличением

График 16

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



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 17

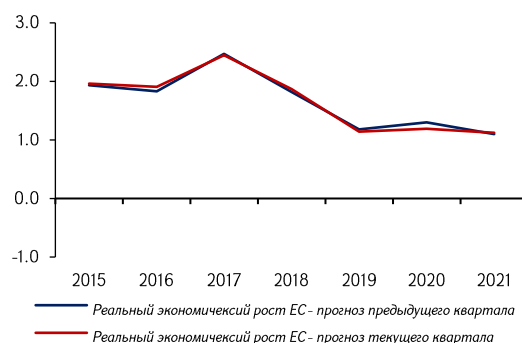
Прогнозы экономического роста США (%)



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

График 18

Прогнозы экономического роста ЕС (%)



Источники: Евростат, прогноз ЦБ РА

¹⁰ Показатели рынка труда за период с 2019 по второй квартал 2022 года являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях второго квартала 2019 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

предложения рабочей силы, в результате в 2019 году безработица сохранится на уровне 21,7%. В среднесрочном отрезке уровень безработицы снизится в годовом выражении примерно на 0,1-02, процентного пункта, приближаясь к концу прогнозного горизонта к уровню 20,0%.

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

График 19

Прогнозы экономического роста РФ (%)



Источники: Росстат, прогноз ЦБ РА

2.2.3. Сравнение с предыдущим прогнозом

В результате замедления инвестиций и уменьшения внешнего спроса вследствие эскалации неопределенностей вокруг торгового конфликта между США и Китаем, в краткосрочном, а также среднесрочном отрезках ожидается, что показатели темпов экономического роста стран-торговых партнеров РА будут находиться на более низких уровнях, чем предусматривалось ранее (см. врезку 1).

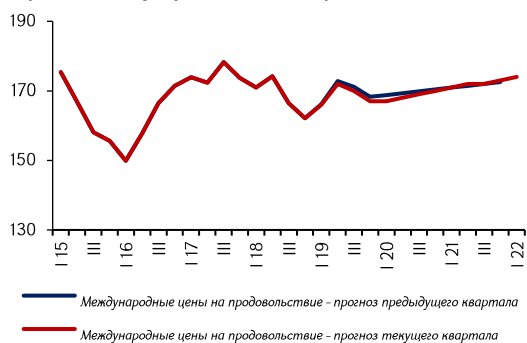
В течение второго квартала 2019 года Бюро анализа Министерства торговли США пересмотрело показатели экономического роста, начиная с 2014 года, что обусловило разность между историческими отрезками предыдущего и текущего кварталов. Экономический рост США в прогнозируемом периоде в 2019 году будет ниже прогноза, составленного в предыдущем квартале, что связано как с пересмотром вниз высокого показателя за первый квартал, так и с ожидаемым сокращением внешнего спроса и инвестиций, вызванного торговыми конфликтами. Та же причина обусловила пересмотр вниз и среднесрочных показателей.

Прогнозы экономического роста еврозоны в 2019 году близки величинам, прогнозированным в предыдущем квартале, а в среднесрочном отрезке, вследствие замедления экономик крупных стран-членов еврозоны, уровень экономического роста будет ниже.

Текущие прогнозы экономического роста России, как для краткосрочного, так и среднесрочного периодов будут слегка ниже прогнозов предыдущего квартала. Замедление экономики будет обусловлено, главным образом, слабым внешним спросом.

График 20

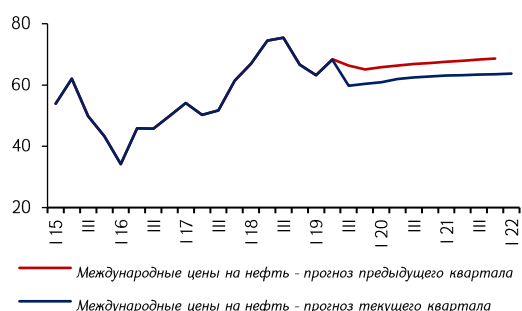
Прогноз международных цен на продовольствие



Источники: FAO, прогноз ЦБ РА

График 21

Прогноз международных цен на нефть



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

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

В частности, на мировом рынке продовольствия в 2019 году и в среднесрочном отрезке ожидается, что инфляция будет близка к прежним прогнозным уровням.

Настоящий прогноз по международным ценам на нефть предусматривает по сравнению с предыдущими прогнозами более низкие уровни, как для краткосрочного, так и среднесрочного отрезков, так как мировой спрос останется на низком уровне на протяжении всего прогнозного горизонта.

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 вверх и не претерпит существенных изменений в прогнозном горизонте.

Оценки экономического роста за 2019 год пересмотрены слегка вверх по сравнению с прежним прогнозом, составив 6,9%. Пересмотр обусловлен главным образом экономическим ускорением в отрасли горнодобывающей промышленности, что рассматривалось в качестве альтернативного сценария в предыдущих прогнозах ЦБ¹¹. Прогнозы в отрасли сельского хозяйства, наоборот, были пересмотрены вниз, что существенно возместило рост промышленности, однако, тем не менее, экономический рост по сравнению с предыдущими прогнозами будет выше. Следует сказать, что зафиксированные с начала года высокие показатели экономического роста (см. раздел 3.2.3) сформировались в основном за счет содействия сферы услуг и отрасли промышленности и сопровождалась двузначным ростом частного потребления (см. раздел 3.2.2). Оценки экономического роста для среднесрочного периода существенно не изменились и составляют примерно 5,0%, а долгосрочный рост, на который должна быть нацелена экономика в 5-летнем и более длительном горизонте, укрепитя вблизи 5,0% вместо прежнего интервала 4,5-5,0% (см. врезку 2). В среднесрочном отрезке основными движущими силами экономики будут сфера услуг и отрасль промышленности.

График 22

Прогноз международных цен на медь



Источники: Всемирный банк,
прогноз ЦБ РА

¹¹ Обусловлено в основном перезапуском техутского рдунника.

График 23

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

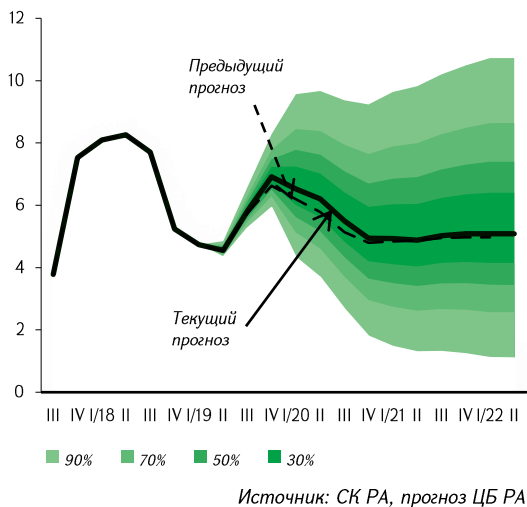


График 24

Текущий счет / Среднесрочные прогнозы показателя ВВП (%)

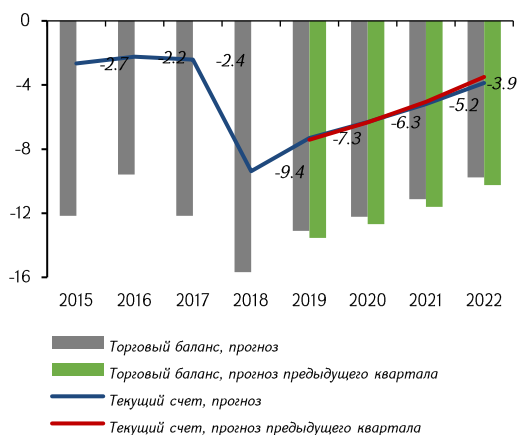
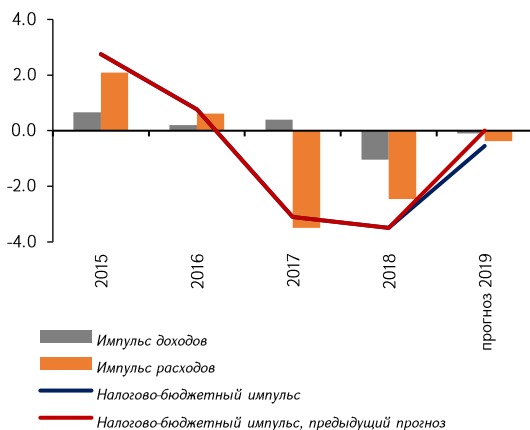


График 25

Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)



Источник: прогноз ЦБ РА

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

Таблица 2

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2019 январь-декабрь / 2018 январь-декабрь	6.7-7.2	5.9-8.3
2020 январь-декабрь / 2019 январь-декабрь	4.2-5.9	1.8-9.2
2021 январь-декабрь / 2020 январь-декабрь	4.2-6.4	1.2-10.5
2022 январь-декабрь / 2021 январь-декабрь	4.1-6.4	1.1-10.7

В 2019 году показатель «дефицит текущего счета/ВВП» останется на уровне предыдущего прогноза.

Ожидается, что налогово-бюджетная политика, влияние которой оценивалось в прежней программе как нейтральное, будет иметь сдерживающее влияние на 0,5 процентного пункта (предполагается экономия государственных расходов на 5,1% и возврат хозяйствующим субъектам существующего дебетового остатка по части НДС в размере 56,0 млрд драмов).

Согласно текущей оценке, инфляция в краткосрочном периоде будет ниже предыдущего прогноза, вследствие более низкого, чем ожидалось, сезонного роста цен на сельхозпродукцию, особенно на овощи. Ожидается, что вышесказанное будет носить временный характер, и к концу года цены на сезонные продукты восстановятся.

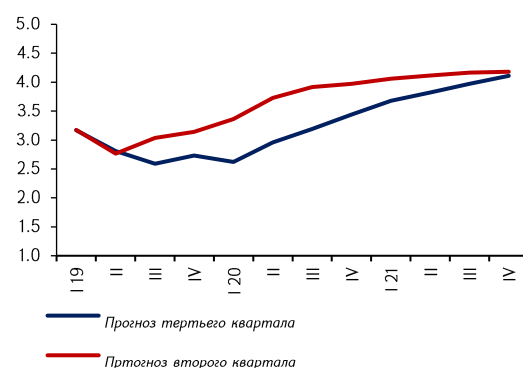
В то же время, базовая инфляция будет находиться на слегка более низком, чем ожидалось, уровне, из-за, главным образом, дефляционных развитий на внешних рынках. Исходя из этого, для достижения целевого уровня инфляции необходимо максимально расширить стимулирующую позицию денежно-кредитной политики, посылая дополнительные стимулы процессу восстановления совокупного спроса, в результате в конце прогнозного периода инфляция укрепится вблизи целевого показателя (см. график распределения вероятностей прогнозов инфляции).

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

В ближайшее время краткосрочные инфляционные ожидания будут находиться чуть ниже уровня прежних прогнозов, обусловленные, по сути, относительной устойчивостью текущих показателей базовой инфляции, а также перспективой ее сравнительно медленного восстановления.

График 26

Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: оценка ЦБ РА

2.2.4. Основные суждения и риски

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

Врезка 2

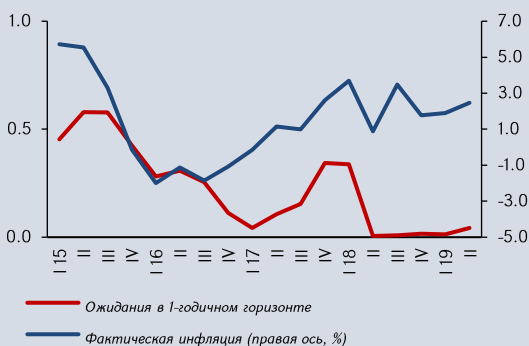
Результаты опросов домашних хозяйств и финансовых учреждений относительно их ожиданий

Согласно результатам опросов ЦБ, проведенных во втором квартале 2018 года среди домашних хозяйств и организаций финансового сектора относительно некоторых макроэкономических показателей, инфляционные ожидания продолжили оставаться устойчивыми и по сравнению с показателями предыдущего квартала существенно не изменились. В частности, доля опрошенных домохозяйств, которые ожидают высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте, как и в предыдущем квартале осталась очень небольшой.

Инфляционные ожидания финансовой системы, по сравнению с результатами предыдущего опроса, в основном, сохранили свою динамику, однако слегка переместились вверх. В результате, средний уровень инфляционных ожиданий в одногодичном горизонте составил 3,1%.

График 27

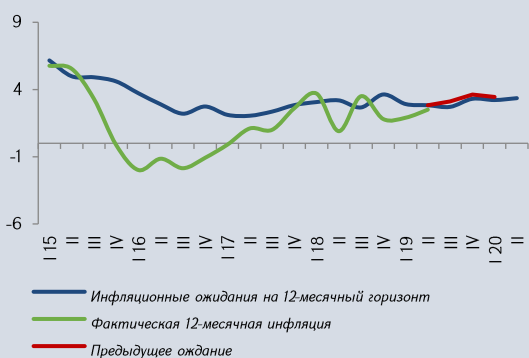
Доля домашних хозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте



Источники: СК РА, опрос ЦБ РА

График 28

Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы (%)



Источники: опрос ЦБ РА

Таблица 3

Основные суждения и предположения	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
Замедление темпов экономического роста основных стран-партнеров РА под влиянием слабого мирового спроса	- Инфляция ниже целевых показателей, а также замедление экономического роста на фоне слабого мирового спроса окажут содействие смягчению денежно-кредитных условий в странах-партнерах. - Слабый мировой спрос окажет содействие снижению роста международных цен на сырьевые товары.
Существующие неопределенности, вызванные торговыми конфликтами, окажут содействие сокращению инвестиций США	Влияние сокращения инвестиций на потенциальный уровень ВВП США составит, по оценкам, -0,15 процентного пункта, что почти в той же мере отразится на нейтральной процентной ставке США.
Снижение долгосрочного уровня надбавки за риск РА на 0,5 процентного пункта вследствие повышения суверенного рейтинга РА, а также более медленное восстановление в среднесрочном периоде	Разница между ставками по выпущенным Правительством РА 10-летними еврооблигациям 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 РА, а возврат к устойчивому долгосрочному уровню произойдет сравнительно медленными темпами.
Наличие инфляционных шоков со стороны предложения	Ожидается изменение ставок таможенных и акцизных налогов на некоторые категории товаров с 1-го января 2020 года, в связи с проведением единой политики в ЕАЭС. Влияние этого на инфляцию появится в течение будущего года и составит, по оценкам, 0,5 процентного пункта.
Большая экономия государственных расходов и большой возврат налогов: предполагается 5,1% экономия от скорректированной государственной программы государственных расходов (примерно 84,0 млрд драмов) и возврат имеющегося в настоящее время дебетового остатка по НДС в размере 56,0 млрд драмов хозяйствующим субъектам ¹³ .	Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет по итогам года сдерживающим на 0,5 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, что в условиях роста производительности в долгосрочном периоде составит 5,0% (см. врезку 2). - В сценарии денежно-кредитной политики нет расчетов, основанных на деятельности амурского рудника и медеплавильного завода в Алаверди. Их вероятное влияние рассматривается в рисках реализации прогноза. По оценкам ЦБ, прямое влияние амурского рудника на ВВП составит 1,0%-1,6%, а учитывая также косвенное влияние, содействие будет еще выше.

¹³ Соответствующее решение Правительства принято, правовое регулирование находится в стадии подготовки.

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 максимальное дефляционное влияние, вызвав необходимость дополнительной стимулирующей денежно-кредитной политики).

Базовый сценарий предусматривает возврат в четвертом квартале хозяйствующим субъектам налогов в размере 56,0 млрд драмов. Если этого не произойдет, то налоги по итогам года будут иметь более сдерживающее влияние. Расходы могут иметь более сдерживающее влияние в случае более низкого исполнения кредитных и грантовых средств, ожидаемых из внешних источников.

В случае материализации указанных рисков по итогам года влияние бюджета будет сдерживающим в размере более одного процентного пункта. Размер налогово-бюджетного влияния в 2020 году может измениться в случае максимально сдерживающего бюджета в 2019 году в направлении весьма расширяющего влияния вместо предусмотренного базовым сценарием нейтрального.

В целом, в среднесрочном отрезке преобладают риски отклонения инфляции вниз от прогнозной траектории (см. график 1 «Распределение вероятностей прогноза инфляции»).

По части предложения инфляция подвержена следующим рискам:

- В краткосрочном отрезке возможно меньшее, чем ожидается, восстановление цен на сезонную сельхозпродукцию, если имеющиеся неопределенности относительно крупных экспортных организаций сохраняются.
- Из внешней среды ожидаются преимущественно дефляционные риски, обусловленные возможностями проявления более слабого, чем прогнозировалось, роста мирового спроса.
- С другой стороны, имеются равнонаправленные риски относительно степени влияния на инфляцию вследствие изменения таможенных тарифов и акцизных налогов на некоторые товарные категории в 2020 году (составит по оценкам 0,5 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 обусловлены следующими внутренними факторами:

- Неопределенности относительно дальнейшей эксплуатации амулсарского рудника и медеплавильного завода в Алаверди.
- Долгосрочный экономический рост будет зависеть от будущего хода структурных реформ в экономике и степени их влияния на деловую среду и вложения.

Врезка 3

Долгосрочный устойчивый уровень ВВП

Рост долгосрочного устойчивого уровня (потенциала) ВВП слегка пересмотрен вверх, и по оценкам ЦБ составляет в настоящее время 5,0% годовых вместо прежних значений 4,5-5,0%.

Долгосрочный уровень (потенциальный) ВВП¹⁴ определяется факторами предложения и зависит от имеющихся в экономике ресурсов – рабочей силы и капитала, а также уровня производительности этих ресурсов. В основе вышеуказанного пересмотра потенциала ВВП лежит переоценка предложения рабочей силы слегка вверх.

Предложение рабочей силы зависит главным образом от показателей миграционных потоков. В последние годы, из-за миграции населения из РА снизилась численность экономически активного населения, оказав негативное влияние на рост потенциального уровня ВВП, однако, начиная с 2018 года, динамика чистой миграции изменилась, о чем свидетельствуют показатели оттока граждан из РА¹⁵. Из графика видно, что в течение 2018 года (впервые с 2007 года) миграционное сальдо было положительным и составило 15,3 тыс. человек. Положительный тренд продолжился и в 2019 году. За январь-июнь этого года отрицательное миграционное сальдо составило 2,3 тысячи, вместо 6,1 тысячи за тот же период предыдущего года.

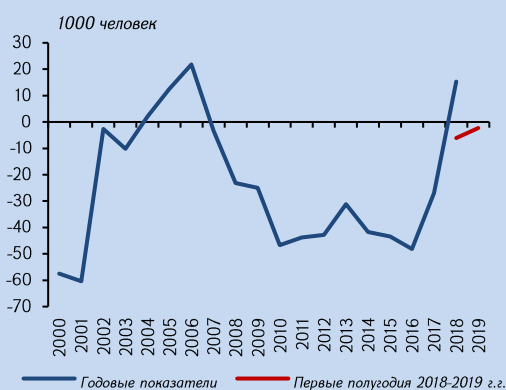
Положительный тренд миграции совпадает также и с показателями рабочей силы, рассчитываемыми Статистической службой, в частности, с несколько более положительными тенденциями в показателях трудовых ресурсов и предложения рабочей силы.

Пересмотренные оценки потенциала ВВП основаны на том суждении, что в условиях сохраняющегося роста капитала и производительности предложение рабочей силы в долгосрочном отрезке окажет умеренное положительное содействие экономическому росту.

Следует также отметить, что среднесрочный и долгосрочный рост могут отличаться из-за влияния временных факторов, например, временный рост производительности, замедление инвестиций, колебания потенциала сельского хозяйства, вызванные природными условиями, и т.д. В долгосрочном отрезке (минимум 5 лет) предполагается, что все переменные будут находиться на своих устойчивых уровнях.

График 29

Динамика разницы между прибытием в Армению и отбытием из Армении



Источник: Миграционная служба министерства территориального управления и развития РА

График 30

Предложение рабочей силы по новой методике СК (общая сумма занятого населения и безработных)



Источник: СК РА

¹⁴ Более подробно о потенциальном уровне ВВП см. «Обзор инфляции, 4-ый квартал 2018 года.» https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/gnach_IV_18.rar

¹⁵ Источник: сайт Миграционной службы министерства территориального управления и развития РА. http://www.smsmta.am/?menu_id=18

денежно-кредитные условия считались достаточно стимулирующими, во втором полугодии 2018 года ЦБ оставил неизменной процентную ставку рефинансирования. В условиях неуклонного замедления темпов роста глобальной экономики и ожидаемого ослабления инфляционной среды на мировом рынке основных товаров, в январе 2019 года Центральный банк увеличил стимулирующий размер денежно-кредитных условий и снизил процентную ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 5,75%. В период с февраля по июнь ставка оставалась неизменной, так как на фоне ожидаемой расширяющей налогово-бюджетной политики, размер стимулирования был достаточным. В то же время, ЦБ направил финансовому рынку импульсы о том, что в случае реализации прогнозных макроэкономических развитий, стимулирующие условия будут сохранены так долго, как это будет необходимо для достижения целевого показателя в среднесрочном отрезке.

3.1.2. Цены

Потребительские цены. Во втором квартале 2019 года 12-месячная инфляция продолжала оставаться на низком уровне, составив к концу июня 2,5%, главным образом под влиянием 16,9% роста цен на сезонные продовольственные товары в годовом выражении. В том же периоде 12-месячный показатель базовой инфляции составил 1,5%, а тарифы регулируемых услуг остались неизменными в течение последнего года.

Рост цен на сезонные продовольственные товары в годовом выражении был обусловлен ростом цен в товарных категориях «Фрукты», «Овощи и картофель» и «Яйца» соответственно на 8,6%, 19,1% и 37,6% (содействие 12-месячной инфляции – примерно 1,8 процентного пункта).

Рост базовой инфляции в годовом выражении был обусловлен главным образом ростом цен в товарных категориях «Хлебобулочные изделия и крупы», «Мясо» и «Табачная продукция», а из непродовольственных товаров – «Одежда», «Обувь» и «Топливо» соответственно на 4,5%, 3,1%, 6,3%, 4,3%, 6,8% и 4,1% (содействие 12-месячной базовой инфляции – примерно 1,6 процентного пункта, а общей 12-месячной инфляции -1,2 процентного пункта). Вместе с этим, вследствие снижения цен на международных рынках на молочные продукты, жиры и масла, а также на сахарный песок, на внутреннем рынке по части этих товарных категорий также была зафиксирована дефляция соответственно на 2,1%, 3,1% и 8,4% в годовом выражении.

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 повысились цены на говядину (из-за уменьшения поголовья скота), а уже с четвертого квартала произошел рост цен на муку и хлеб (из-за международных развятий), общее содействие которых на инфляцию оценивается в 0,4 процентного пункта. Следует отметить, что в первом квартале 2019 года инфляционное влияние в результате изменения таможенных тарифов определенных товарных категорий составило 0,3 процентного пункта, вызванное в основном ростом цен на куриное мясо.

График 32

За последний год сохранилась низкая инфляционная среда, и 12-месячная инфляция колебалась в нижней части допустимого диапазона



Источник: СК РА

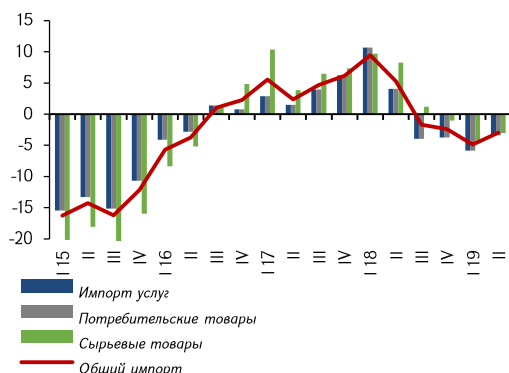
Таблица 4

Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие ¹⁶			
Товарная категория	вс	июнь 2019 г. (в годовом выражении)	
		рост	содействие
ИПЦ		2.70	
<i>в том числе</i>			
Базовая инфляция	72.70	1.50	1.10
Хлебобулочная продукция и крупы	8.99	4.48	0.40
Мясо	9.87	3.11	0.31
Молочные продукты	4.36	-2.12	-0.09
Масла и жиры	2.77	-3.08	-0.09
Сахарный песок	0.60	-8.43	-0.05
Алкогольные напитки	1.73	2.55	0.04
Табачные изделия	1.77	6.33	0.11
Одежда	2.58	4.28	0.11
Обувь	1.52	6.85	0.10
Топливо	5.20	4.08	0.21
Сезонные продукты	10.50	16.90	1.80
Яйца	1.44	37.51	0.54
Фрукты	3.35	8.65	0.29
Овощи	5.74	19.05	1.09
Регулируемые услуги	16.70	-0.10	0.00

¹⁶ 12-месячное содействие товарных категорий рассчитано ЦБ, путем произведения опубликованных Статистическим комитетом РА весов товарной категории на темп роста 12-месячной инфляции.

График 33

Во 2-ом квартале 2019 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг остаются ниже уровня, зафиксированного в том же квартале предыдущего года (в годовом выражении, %)



Источник: расчеты ЦБ РА

Разрыв ВВП в отчетном квартале был отрицательный, хотя и немного сократился по сравнению с предыдущим кварталом.

По оценкам ЦБ, в результате положительных ожиданий среди домашних хозяйств существенно усилилось стремление к потреблению, что вызвало значительное увеличение спроса на потребительские кредиты.

Цены на импорт. Во втором квартале 2019 года долларовый рост цен на импорт товаров и услуг был почти нулевым по сравнению с предыдущим кварталом. Что касается изменения долларовых цен по сравнению со вторым кварталом предыдущего года, то они снизились на 3,0% в годовом выражении. Обусловлено это, в основном, ослаблением номинального курса национальных валют стран-партнеров в годовом выражении. Снижению цен на промежуточные товары в годовом выражении содействовало снижение цен на нефть, алюминий и пшеницу.

3.2. Экономические развития

3.2.1. Позиция экономики

Разрыв ВВП в отчетном квартале был отрицательный, хотя и немного сократился по сравнению с предыдущим кварталом. Несмотря на то, что рост экономики во втором квартале 2019 года (см. разделы 3.2.2 и 3.2.3) сопровождался ростом факторов как предложения, так и спроса, за счет которого отрицательный разрыв ВВП оценивается по сравнению с предыдущим кварталом слегка меньше, тем не менее, он остается отрицательным, что соответствует низкой инфляционной среде в отчетном квартале (см. раздел 2.2.1). В частности, формированию отрицательного разрыва ВВП способствовали продолжающееся во втором квартале 2019 года сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики, ослабление национальных валют в странах-партнерах, а также низкие уровни экономического роста в основных странах-торговых партнерах и денежных переводов в реальном выражении.

3.2.2. Расходная сторона экономики

Во втором квартале 2019 года содействие экономическому росту оказал, главным образом, рост внутреннего спроса, обусловленный в первую очередь высоким ростом частных расходов. По оценкам ЦБ, в результате положительных ожиданий среди домашних хозяйств существенно усилилось стремление к потреблению, что вызвало значительное увеличение спроса на потребительские кредиты. В результате рост частного потребления весьма превысил предыдущие прогнозные значения, составив 14,4%, что главным образом финансировалось за счет кредитных ресурсов. Отметим, что

денежные переводы из-за рубежа уменьшились и в отчетном квартале. В отличие от частного потребления, по части совокупного накопления частных основных средств был зафиксирован умеренный рост на 0,9%. Он оказался ниже предыдущих прогнозов ЦБ и был обусловлен уменьшением спроса на кредитование бизнеса, а также замедлением импорта инвестиционных товаров в отчетном квартале. Таким образом, во втором квартале, в условиях 6,5% экономического роста, рост частных расходов составил 12,5%, что, в целом, выше предыдущих оценок и обусловлено существенно высоким уровнем частного потребления.

Во втором квартале 2019 год был зафиксирован довольно высокий рост частного потребления, который, как считает ЦБ, имеет слабое влияние на инфляцию из-за особенностей структуры потребления.

Во втором квартале 2019 года реальные объемы экспорта и импорта увеличились в годовом выражении (в предыдущем квартале – снизились). Причем, рост реальных объемов экспорта превысил рост реальных объемов импорта. В результате содействие роста чистого реального экспорта ВВП было положительное. Таким образом, во втором квартале 2019 года рост реального экспорта товаров и услуг составил 8,8% в годовом выражении, а рост реального импорта товаров и услуг составил 4,9%. Следует отметить, что во втором квартале было зафиксировано восстановление горнодобывающей промышленности в результате перезапуска производства техутского рудника. Росту экспорта больше содействие оказал также высокий рост экспорта золота.

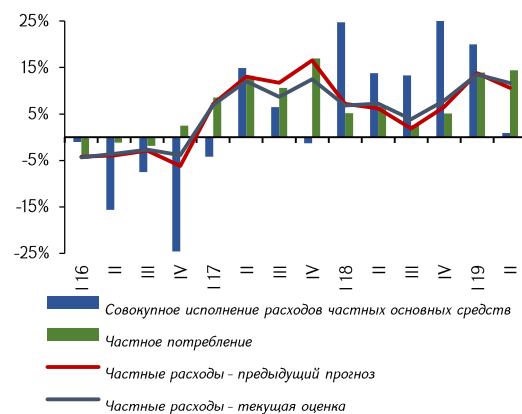
Во втором квартале 2019 года долларовые объемы чистых денежных переводов физических лиц (включая вознаграждение трудовых мигрантов и личные трансферты) судя по оценкам, уменьшились вследствие ослабления обменного курса рубля к доллару США, а также замедления роста отраслей строительства и торговли в России. Уменьшение, по оценкам, составило 3,1% в годовом выражении.

Во втором квартале 2019 года показатель соотношения дефицит текущего счета/ВВП сократился примерно на 1,0 процентного пункта, что вызвано опережающим ростом ВВП.

Налогово-бюджетная политика¹⁷. Во втором квартале 2019 года показатели выполнения фактических расходов бюджета и сбора доходов отклонились от прогнозных значений ЦБ¹⁸. По итогам

График 34

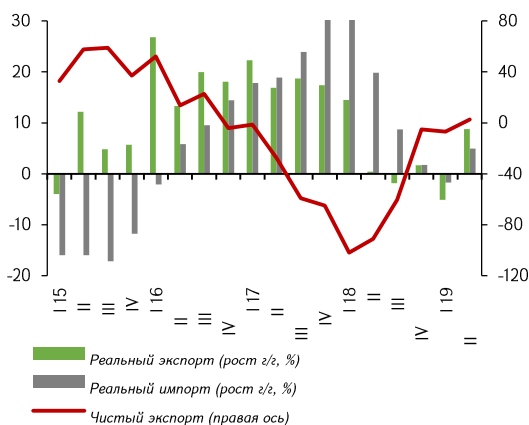
Структура частных расходов (в годовом выражении, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 35

Позиция чистого экспорта улучшилась во 2-м квартале 2019 года, что вызвано опережающим ростом экспорта по отношению к росту импорта (чистый реальный экспорт, в годовом выражении %, положительный знак - улучшение)



Источник: СК РА

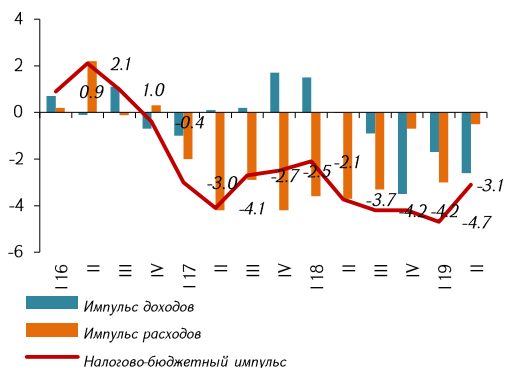
¹⁷ Анализ налогово-бюджетного сектора составлен с использованием фактических показателей совокупного бюджета за второй квартал (без учета внебюджетных средств).

¹⁸ Для программы доходов основанием послужила скорректированная квартальная программа госбюджета на 2019 год и информация о перевыполнении по итогам года предусмотренного законом показателя по сбору налогов на 62,0 млрд драмов (выступление премьер-министра РА), а прогноз по части расходов является оценкой ЦБ.

Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос по кварталу было по оценкам сдерживающим на 3,1 процентного пункта вместо предусмотренного сдерживающего влияния на 1,0 процентного пункта.

График 36

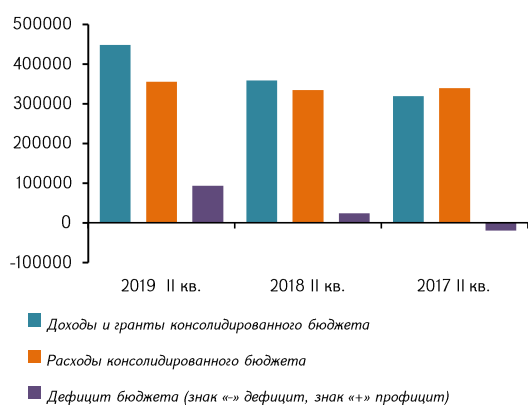
В 1-м кв. 2019 г. сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено сдерживающим влиянием доходов



Источник: оценка ЦБ РА

График 37

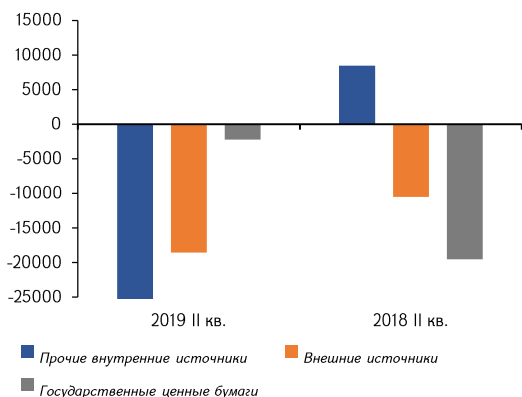
Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов РА)



Источник: СК РА

График 38

Профицит бюджета во втором квартале 2019 г. сформировался за счет увеличения средств в прочих внутренних источниках в результате низкого исполнения расходов по сравнению со сбором доходов (млн драмов РА)



Источник: СК РА

квартала был зафиксирован больший, чем было предусмотрено по программе, сбор доходов и меньшее исполнение расходов. В результате влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос по кварталу было по оценкам сдерживающее на 3,1 процентного пункта вместо предусмотренного сдерживающего влияния на 1,0 процентного пункта.

Фактические доходы бюджета во втором квартале 2018 года превысили предусмотренный показатель на 7,0%, а налоговые доходы – на 6,2%. В результате импульс доходов был сдерживающим на 2,6 процентного пункта вместо сдерживающего на 1,9 процентного пункта по прогнозу.

Расходы государственного бюджета составили 93,5% показателя, предусмотренного ЦБ, в результате импульс расходов оказал сдерживающее влияние по отношению к предусматриваемому расширяющему. В структуре расходов государственного бюджета **государственное потребление** составило примерно 86,5% прогнозного показателя, а **расходы по статье «Операции с нефинансовыми активами»** составили 73,1% 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 0,5 процентного пункта вместо предусмотренного расширяющего влияния на 0,9 процентного пункта.

В результате вышеуказанных развитий по части доходов и расходов во втором квартале сформировался профицит бюджета на 87,0 млрд драмов вместо предусматриваемого ЦБ профицита на 35,45 млрд драмов.

3.2.3. Производственная сторона экономики

Во втором квартале 2019 года рост ВВП составил 6,5%, что совпадает с прогнозами ЦБ. В прогнозах, тем не менее, были зафиксированы определенные отклонения на отраслевых уровнях ВВП. В частности, спад сельского хозяйства составил 10,1%, что весьма ниже предыдущих прогнозных значений, и обусловлено сокращением выпуска как растениеводства, так и животноводства. Обратные развития произошли в отрасли промышленности, где рост составил 10,0%, значительно превысив прежние оценки. Отклонение обусловлено ускорением горнодобывающей отрасли, которое в качестве альтернативного сценария¹⁹ рассматривалось в предыдущих прогнозах ЦБ. В сфере услуг и отрасли строительства существенных отклонений зафиксировано не было, а рост в указанных отраслях во втором квартале составил соответственно 9,4% и 0,9%.

¹⁹ Обусловлено, в основном, перезапуском производства техутского рудника.

Ожидается, что в третьем квартале 2019 года основным источником роста экономики продолжит оставаться отрасль услуг и прочие отрасли промышленности, о чем свидетельствуют зафиксированные в июле высокие показатели экономической активности. В частности, рост в торговле составил 9,1%, в сфере услуг – 14,9%, а отрасли промышленности – 16,1%.

Производительность, измеряемая объемом валовой добавленной стоимости за единицу времени на одного работника, увеличилась во втором квартале 2018 года, по оценкам ЦБ, на 6,2%, что главным образом и обусловило высокие показатели экономического роста.

3.2.4. Рынок труда²⁰

Темп роста номинальных зарплат частного сектора составил во втором квартале 2019 года 3,6%, что слегка ниже предыдущих прогнозов ЦБ. Темп роста реальных зарплат частного сектора составил во втором квартале примерно 1,2%. Рост реальных зарплат был ниже темпа роста производительности²¹, что вызвано жесткостью рынка труда. Опережающий рост производительности по отношению к росту реальных зарплат, а также рост предложения рабочей силы (см. врезку 3) вызвал определенный рост безработицы. В результате, в отчетном периоде расходы предприятий на единицу рабочей силы снизились на 4,7%, отразив ускорение темпа роста выпуска по отношению к темпу роста заработных плат в частном секторе в расчете на единицу рабочей силы.

Уровень безработицы во втором квартале 2019 года составил, по оценкам, 21,8%²². Обусловлено это тем, что экономический рост произошел, в основном, за счет роста производительности, а рост предложения рабочей силы опередил рост занятости населения.

3.3. Развитие финансового рынка

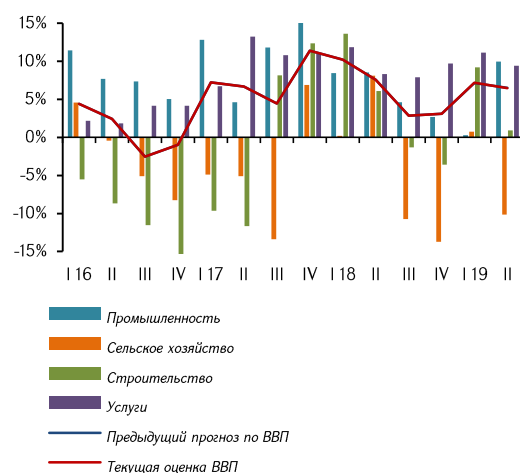
В течение второго квартала 2019 года Совет ЦБ оставил процентную ставку рефинансирования без изменения – на уровне 5,75%.

²⁰ Данные по рынку труда за третий квартал 2019 года являются оценками ЦБ, основанными на фактических показателях второго квартала 2019 года. Оценки роста представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

²¹ В качестве показателя производительности рассматривается совокупная реальная добавленная стоимость в расчете на единицу используемых трудовых ресурсов.

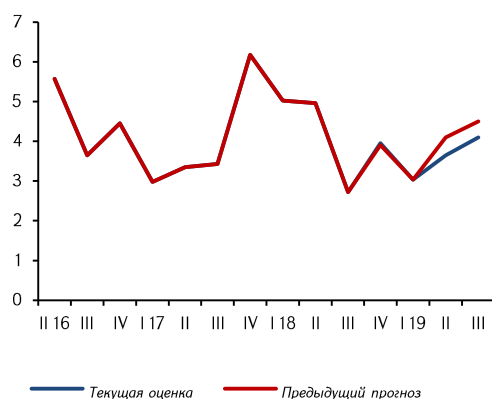
²² Со второго квартала 2019 года безработица рассчитывается по новой методике, согласно которой безработным считается также тот производитель, который производит товары, предусмотренные для собственного потребления.

График 39
Отраслевая структура ВВП (годовой прирост, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 40
Номинальная зарплата частного сектора (годовой прирост, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 41
Расходы на единицу рабочей силы (годовой прирост, %)

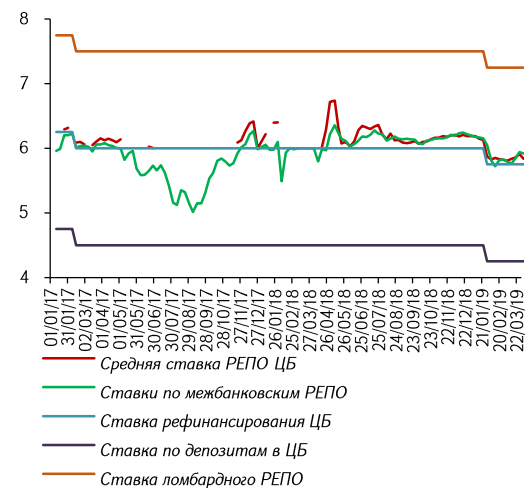


Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

В течение второго квартала 2019 года Совет оставил процентную ставку рефинансирования без изменения – на уровне 5,75%.

График 42

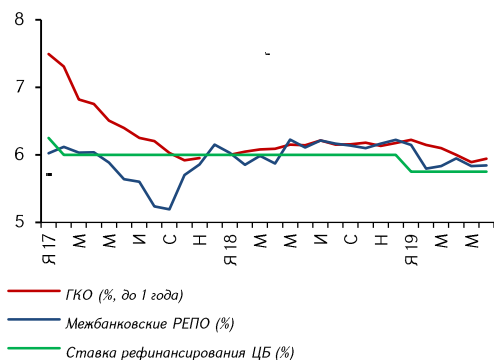
В течение квартала краткосрочные ставки продолжали оставаться вблизи процентной ставки политики ЦБ



Источник: ЦБ РА

График 43

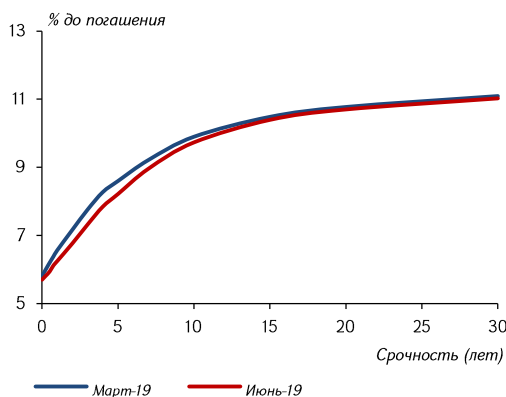
Динамика краткосрочных ставок во 2-м квартале 2019 г.



Источники: ЦБ РА, Фондовая биржа Армении

График 44

Во 2-м квартале 2019 г. на рынке ГО доходность снизилась по всей длине кривой



Источник: ЦБ РА

Решение принималось с учетом, с одной стороны, отсутствия инфляционных влияний из внешней и внутренней экономик, с другой стороны, исходя из приоритетности медленного восстановления низкой инфляции, что, по мнению ЦБ, содействует укреплению долгосрочных инфляционных ожиданий и сохранению покупательной способности доходов. Вместе с этим, ЦБ направил импульсы финансовому рынку о том, что в условиях прогнозируемых макроэкономических развитий, стимулирующие условия будут сохранены также и в среднесрочном отрезке.

Таблица 5

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатели	II кв. 18	III кв. 18	IV кв. 18	I кв. 19	II кв. 19
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	6.00	6.00	6.00	5.75	5.75
Ставка РЕПО ЦБ	6.32	6.17	6.17	5.94	5.86
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	6.09	6.17	6.15	5.94	5.86
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (по состоянию на конец квартала)					
Краткосрочные облигации (1 год)	6.55	6.70	6.63	6.57	6.36
Среднесрочные облигации (5 лет)	8.37	8.60	8.48	8.65	8.39
Долгосрочные облигации (30 лет)	11.52	10.54	10.68	11.05	11.13

В течение второго квартала 2019 года рыночные краткосрочные процентные ставки слегка снизились, Квартальный показатель ставки по 7-дневным межбанковским РЕПО составил 5,86%. Кроме основного инструмента, ЦБ использовал также операции РЕПО сроком до 91 день, средняя квартальная процентная ставка которых также составила 5,86%.

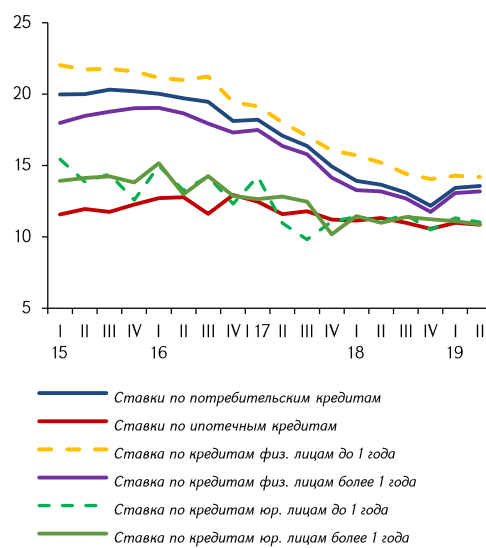
На рынке государственных облигаций в течение квартала рентабельность краткосрочных государственных облигаций также снизилась, проявив динамику, характерную для денежного рынка. Из кривой доходности ГО видно, что доходности облигаций снизились по всей длине кривой.

Во втором квартале 2019 года росту объема средств, предоставляемых финансовыми организациями, вновь неуклонное содействие оказали проводимая ЦБ стимулирующая денежно-кредитная политика и имеющийся в финансовой системе уровень капитализации. В условиях тренда ожидания роста активности экономики снизились процентные ставки по кредитам, выданным юридическим лицам, тогда как в результате сформировавшегося высокого спроса на потребительские кредиты процентные ставки по драмовым кредитам, выданным физическим лицам, слегка повысились. В целом, рост кредитования еще сохраняется на высоком уровне: в июле 2019

года 12-месячный рост общего объема кредитования составил 13,1%, главным образом за счет роста объемов предоставленных потребительских и ипотечных кредитов.

График 45

Динамика процентных ставок по драмовым кредитам



Источник: ЦБ РА

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 выражении, конец периода, %)	9.4	4.7	3.2	5.6	4.6	-0.1	-1.1	2.6	1.8	1.5	2.7	3.7
Индекс потребительских цен (в годовом выражении, среднее, %)	8.2	7.7	2.6	5.8	3.0	3.7	-1.4	1.0	2.5	1.5	2.0	3.5
Базовая инфляция (в годовом выражении, среднее, %)	7.5	8.6	5.3	5.8	1.9	5.1	-2.0	0.8	4.0	1.3	2.5	3.5
Совокупный продукт												
ВВП (млрд драмов РА)	3690.0	4028.9	4266.5	4555.6	4828.6	5043.6	5067.3	5568.9	6002.7	6580.9	7048.3	7644.8
ВВП (% реальный рост)	2.2	4.7	7.2	3.3	3.6	3.2	0.2	7.5	5.2	6.9	4.9	5.1
Предложение												
Промышленность (% реальный рост)	9.2	13.6	6.4	6.3	-0.9	6.2	7.7	11.7	5.8	9.2	5.9	5.6
Сельское хозяйство (% реальный рост)	-16.0	14.0	9.5	7.6	6.1	13.2	-5.0	-5.1	-8.5	-3.8	1.2	2.2
Строительство (% реальный рост)	3.3	-12.2	4.5	-7.4	-4.5	-3.1	-14.1	2.8	0.8	2.8	2.9	3.8
Услуги (% реальный рост)	4.1	4.7	6.3	3.1	6.7	1.6	3.2	10.6	9.3	9.6	5.9	5.7
Налоги, нетто (% реальный рост)	13.4	3.8	9.9	3.6	1.8	-5.1	-4.7	9.7	8.0	6.5	5.0	5.4
Спрос												
Потребление (% реальный рост)	3.9	2.6	7.7	1.9	0.7	-6.2	-0.5	10.5	5.1	11.9	4.4	4.2
Государственное потребление (% реальный рост)	3.9	1.9	-1.4	8.7	3.4	4.7	5.8	-3.9	7.6	2.2	-4.1	2.4
Частное потребление (% реальный рост)	3.9	2.7	9.1	0.9	1.0	-7.7	-1.2	12.7	4.7	13.5	5.7	4.7
Совокупное накопление основных средств* (% реальный рост)	-2.9	-11.7	-1.9	-8.3	-2.2	2.5	-11.4	9.7	4.5	8.1	10.1	6.5
Государственные вложения** (% реальный рост)	-12.7	-6.1	-22.4	-13.8	10.0	13.6	5.0	31.7	-38.0	21.5	41.0	13.7
Совокупное накопление частных основных средств (% реальный рост)	-1.5	-12.4	0.9	-7.8	-3.4	1.2	-13.9	6.2	12.8	5.6	4.3	4.7
Экспорт товаров и услуг (% реальный рост)	20.4	14.5	12.0	8.9	6.4	4.9	19.1	18.7	4.6	6.0	7.6	8.2
Импорт товаров и услуг (% реальный рост)	7.2	-0.1	4.7	5.5	-1.0	-15.1	7.6	24.6	12.7	2.0	3.2	4.3
Внешний сектор												
Торговый баланс (млн долларов США)	-2065.7	-2109.8	-2111.9	-2196.2	-2055.4	-1186.4	-944.4	-1376.1	-1789.1	-1696.4	-1734.4	-1731.5
Баланс услуг (млн долларов США)	-260.8	-65.8	-101.6	-124.3	-113.0	-94.5	-71.4	-35.6	-157.8	-99.7	-59.8	-39.1
Денежные переводы (млн долларов США)	1421.9	1440.4	1539.8	1755.1	1616.1	1082.4	989.6	1179.3	1136.2	1155.1	1240.5	1314.9
Текущий счет (млн долларов США)	-1261.4	-1058.9	-1057.9	-812.9	-883.1	-279.1	-238.1	-344.4	-1165.3	-1002.5	-926.3	-828.2
Торговый баланс (доля в ВВП, %)	-22.1	-20.8	-19.9	-19.7	-17.8	-11.3	-8.9	-12.2	-15.7	-13.1	-12.2	-11.1
Баланс услуг (доля в ВВП, %)	-2.8	-0.7	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.7	-0.3	-1.3	-0.7	-0.4	-0.2
Денежные переводы (доля в ВВП, %)	15.2	14.2	14.6	15.8	14.0	10.3	9.3	10.2	9.1	8.4	8.4	8.3
Текущий счет (доля в ВВП, %)	-13.5	-10.5	-10.0	-7.3	-7.6	-2.7	-2.2	-3.0	-9.4	-7.3	-6.3	-5.2
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	1458.1	-	-
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	699.4	777.4	878.4	1000.9	1064.1	1067.9	1079.7	1158.1	1258.1	1405.8	-	-
Расходы (млрд драмов РА)	954.3	986.5	1006.1	1142.9	1235.1	1409.0	1449.1	1503.9	1447.1	1558.3	-	-
Дефицит (млрд драмов РА)	-173.9	-105.6	-59.9	-71.5	-90.3	-241.3	-278.0	-266.7	-105.4	-100.2	-	-
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	22.6	23.3	22.2	23.5	23.7	23.2	23.1	22.2	22.4	22.2	-	-
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	20.2	20.6	20.6	22.0	22.0	21.2	21.3	20.8	21.0	21.4	-	-
Расходы (доля в ВВП, %)	27.6	26.1	23.6	25.1	25.6	28.0	28.6	27.0	24.1	23.7	-	-
Дефицит (доля в ВВП, %)	-5.0	-2.8	-1.4	-1.6	-1.9	-4.8	-5.5	-4.8	-1.8	-1.5	-	-
Денежно-кредитный сектор												
Денежная масса (в годовом выражении, конец периода, %)	11.8	23.7	19.5	14.8	8.3	10.8	17.5	18.5	7.4	-	-	-
Драмовая масса (в годовом выражении, конец периода, %)	15.7	26.4	11.9	14.9	-3.5	5.2	24.8	28.9	13.2	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом выражении, 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	-	-	-
* Отныне вместо вместо совокупного накопления ЦБ будет представлять только показатели по совокупному накоплению основных средств, поскольку показатель изменения запасов материальных оборотных средств рассчитывается со стороны СК в качестве балансовой статьи и не отражает реальные объемы совокупного накопления. См https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf												
** Фактические показатели по государственным вложениям, являются капитальными расходами совокупного бюджета, а в прогнозах используются данные программы среднесрочных расходов на 2019-2021 гг.												
*** Показатели по государственному бюджету за 2019 год являются оценками ЦБ.												

ГРАФИКИ

График 1	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годовом прогнозном горизонте	4
График 2	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годовом прогнозном горизонте	4
График 3	Ставки ФРС в соответствии с решениями Совета ФРС	6
График 4	Индекс мировых неопределенностей	7
График 5	Индекс неопределенностей мировой торговли	7
График 6	Индекс PMI обрабатывающей промышленности	7
График 7	Индекс делового оптимизма	7
График 8	Экономический рост в странах-партнерах	8
График 9	Инфляция в странах-партнерах	8
График 10	Международные цены на сырьевые и продовольственные товары	9
График 11	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годовом прогнозном горизонте	10
График 12	Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)	11
График 13	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке	12
График 14	Годовой прирост частных номинальных заработных плат	12
График 15	Уровень безработицы	12
График 16	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом выражении	13
График 17	Прогнозы экономического роста США	13
График 18	Прогнозы экономического роста ЕС	13
График 19	Прогнозы экономического роста РФ	14
График 20	Прогноз международных цен на продовольствие	14
График 21	Прогноз международных цен на нефть	14
График 22	Прогноз международных цен на медь	15
График 23	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годовом прогнозном горизонте	16
График 24	Текущий счет / Среднесрочные прогнозы показателя ВВП	16
График 25	Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)	16
График 26	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий	17
График 27	Доля домашних хозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте	17
График 28	Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы	17
График 29	Динамика разницы между прибытием в Армению и отбытием из Армении	20
График 30	Предложение рабочей силы по новой методике как общая сумма занятого населения и безработных)	20
График 31	По прогнозам ЦБ, в ближайшее время 12-месячная инфляция останется ниже целевого показателя, затем станет повышаться и к концу прогнозного горизонта укрепитесь вблизи целевого ориентира	21
График 32	За последний год сохранилась низкая инфляционная среда, и 12-месячная инфляция колебалась в нижней части допустимого диапазона	23
График 33	Во 2-ом квартале 2019 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг остаются ниже уровня, зафиксированного в том же квартале предыдущего года	24
График 34	Структура частных расходов	25
График 35	Позиция чистого экспорта улучшилась во 2-м квартале 2019 года, что вызвано опережающим ростом экспорта по отношению к росту импорта	25
График 36	В 1-м кв. 2019 г. сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено сдерживающим влиянием доходов	26

График 37	Основные показатели консолидированного бюджета	26
График 38	Профицит бюджета во втором квартале 2019 г. сформировался за счет увеличения средств в прочих внутренних источниках в результате низкого исполнения расходов по сравнению со сбором доходов	26
График 39	Отраслевая структура ВВП	27
График 40	Номинальная зарплата частного сектора	27
График 41	Расходы на единицу рабочей силы	27
График 42	В течение квартала краткосрочные ставки продолжали оставаться вблизи процентной ставки политики ЦБ	28
График 43	Динамика краткосрочных ставок во 2-м квартале 2019 г.	28
График 44	Во 2-м квартале 2019 г. на рынке ГО доходность снизилась по всей длине кривой	28
График 45	Динамика процентных ставок по драмовым кредитам	29

ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	10
Таблица 2	Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП	16
Таблица 3	Логика составления прогноза	18
Таблица 4	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие	23
Таблица 5	Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА	28