

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 24 ноября 2017 года N 268A*

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики:
4-й квартал, 2017 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-
кредитной политики 3-го квартала 2017 г.*

В свете политики инфляционного таргетирования большое значение имеет обеспечение коммуникативности ЦБ с общественностью, одной из форм которой является опубликование квартальных обзоров инфляции.

Первый раздел «Обзора инфляции» состоит из программы денежно-кредитной политики последующего квартала, в которой представлены новые квартальные прогнозы инфляции и другие макроэкономические показатели и основные направления денежно-кредитной политики в прогнозируемом горизонте. Эти прогнозы основаны на оценке существующей ситуации и предположений ЦБ относительно будущих развитий, на которые влияют также предпринятые ЦБ шаги.

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

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

В соответствии с правилами денежно-кредитной политики, она нацелена на достижение 4% инфляции и сведение к минимуму отклонений будущей инфляции от этого целевого показателя.

Траектория показателя инфляции, сформировавшегося в результате планирования направлений денежно-кредитной политики, публикуется в виде графиков распределения вероятностей прогноза для 12-квартального временного горизонта.

Прогнозы в настоящем отчете составлены на основе всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 14 ноября 2017 года, результатов опросов Центрального банка и выводов, вытекающих из информации о будущих макроэкономических развитиях.

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

Содержание

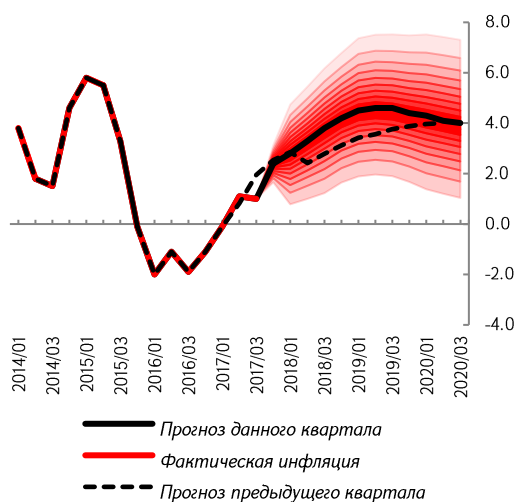
1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	5
2.1. . Внешняя среда	5
<i>Вкладка 1. О динамике международных цен на масло</i>	<i>7</i>
2.2. Прогнозы	8
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	8
2.2.2. Экономическая активность	9
2.2.3. Сравнение с предыдущими прогнозами	12
2.2.4. Логика и риски	15
<i>Вкладка 2. Результаты опроса относительно ожиданий домашних хозяйств и финансовой системы</i>	<i>16</i>
3. Фактические развития третьего квартала 2017 года	20
3.1. Инфляция	20
3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции	20
3.1.2. Цены	21
<i>Вкладка 3. Основные причины инфляции мяса и мясных продуктов</i>	<i>23</i>
3.2. Экономические развития	24
3.2.1. Позиция экономики	24
3.2.2. Расходная сторона экономики	24
3.2.3. Доходная сторона экономики	26
3.2.4. Рынки труда	26
3.3. Развития финансового рынка	27
3.3.1. Финансовые рынки	27
<i>Вкладка 4. Результаты опроса относительно условий предоставления кредитов банками и кредитными организациями РА</i>	<i>29</i>
Приложение	30
Основные макроэкономические показатели	30

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

В соответствии с программой денежно-кредитной политики четвертого квартала ЦБ, инфляция продолжит расширяться, достигнув в ближайшие месяцы допустимого диапазона колебаний и, под влиянием мер денежно-кредитной политики, предусмотренных программой, в среднесрочном периоде укрепитя вблизи 4% целевого уровня.

График 1

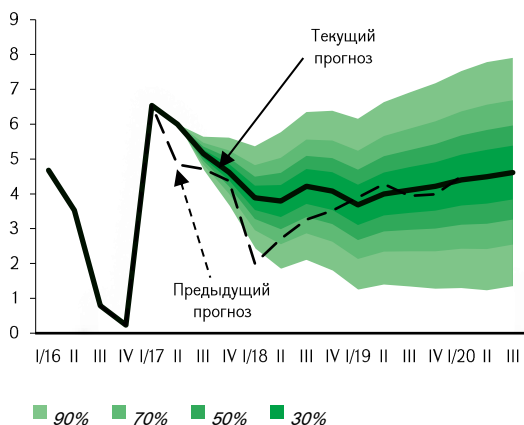
График распределения вероятностей инфляции (12-месячной) в 3-годичном прогнозируемом горизонте



Исходя из по-прежнему сохраняющейся в третьем квартале 2017 года высокой экономической активности, ЦБ вновь пересмотрел прогноз экономического роста на 2017 год слегка вверх.

График 2

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



В соответствии с программой денежно-кредитной политики четвертого квартала ЦБ, инфляция продолжит расширяться, достигнув в ближайшие месяцы допустимого диапазона колебаний и, под влиянием мер денежно-кредитной политики, предусмотренных программой, в среднесрочном периоде укрепитя вблизи 4% целевого уровня.

Восстановлению 12-месячной инфляции в основном окажут содействие ожидаемые в краткосрочном отрезке положительные развития макроэкономической среды, обусловленные сохраняющимся влиянием стимулирующей денежно-кредитной политики ЦБ и ожиданием сравнительно высоких темпов восстановления спроса как во внешней, так и внутренней экономике. В течение года денежно-кредитные условия остались стимулирующими, обеспечив восстановление внутреннего спроса и инфляции, что особенно выразилось в динамике базовой инфляции. Тем не менее, в ближайшее время необходимо **постепенно нейтрализовать стимулирующие условия денежно-кредитной политики** для достижения в среднесрочном отрезке целевого уровня инфляции.

Исходя из сохраняющейся в третьем квартале 2017 года высокой экономической активности, ЦБ вновь пересмотрел прогноз экономического роста на 2017 год слегка вверх. В том же направлении пересмотрен и прогноз совокупного спроса, учитывая быстрые темпы восстановления за прошедшие девять месяцев года, что выразилось в высоком росте как базовой инфляции, так и объемов импорта и предоставленных услуг. В прогнозируемом горизонте темпы экономического роста ускорятся, постепенно приближаясь к долгосрочному равновесному уровню.

В краткосрочном отрезке слегка преобладают инфляционные риски в сторону снижения, что обусловлено возможным недостаточным восстановлением цен на сезонные сельскохозяйственные продукты. **С 2018 года до конца прогнозного горизонта** инфляционные риски проявят тренд на повышение, в основном из-за расширения инфляционной среды на международных товарных рынках и скорости восстановления внутреннего спроса.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

После замедления в прошлом году, в 2017 году наблюдается ускорение темпа мировой экономики, которое, по всей видимости, сохранится и в последующие годы. В частности, среди основных стран – торговых партнеров РФ – в США, странах еврозоны и РФ ожидается некоторое улучшение темпов экономического роста.

На международных рынках сырьевых и продовольственных товаров дефляционные тенденции нейтрализовались, и в 2017 году, как и в дальнейшем, вместе с восстановлением мирового спроса ожидаются инфляционные развития.

Экономические развития во внешнем секторе. Согласно предварительной оценке Бюро анализа Министерства торговли **США**, в третьем квартале 2017 года в Соединенных Штатах Америки экономический рост в годовом исчислении составил 2,3%, в результате средний экономический рост в 2017 году составит 2,2%. В последние кварталы экономический рост в большей мере был обусловлен ростом бизнес-инвестиций: в среднесрочном отрезке ожидается укрепление экономического роста вблизи показателя за 2017 год. Зарегистрированный 4,1% уровень безработицы близок к докризисному, поэтому дальнейший рост экономической активности, не создавая дополнительных инфляционных давлений, будет больше всего зависеть от роста производительности.

Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в **евроzone** в третьем квартале 2017 года составил 2,5% в годовом исчислении. Прогнозируемый экономический рост в 2017 году составляет 1,95%, в силу улучшения роста экономик почти всех членов союза. Экономическому росту по-прежнему будут содействовать улучшение деловой среды и укрепление доверия потребителей, а также стимулирующая денежно-кредитная политика. В свою очередь, восстановление спроса повлияет также на дальнейшее улучшение условий рынка труда.

Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы **России**, темп восстановления экономики в третьем квартале 2017 года составил 1,8% в годовом исчислении (рост в предыдущем квартале – 2,5%) и, по нашим оценкам, составит в 2017 году в среднем 1,7%. Рост экономической активности обусловил продолжение улучшений условий рынка труда, благодаря чему снижение уровня безработицы в России стремится к самому низкому историческому значению. Экономическому росту продолжит оказывать содействие восстановление спроса под воздействием расширяющей денежно-кредитной политики Банка России.

После замедления в прошлом году, в 2017 году наблюдается ускорение темпа мировой экономики, которое, по всей видимости, сохранится и в последующие годы.

На международных рынках сырьевых и продовольственных товаров дефляционные тенденции нейтрализовались, и в дальнейшем периоде, вместе с восстановлением мирового спроса, ожидаются инфляционные развития.

График 3

Экономический рост в странах - торговых партнерах (%)

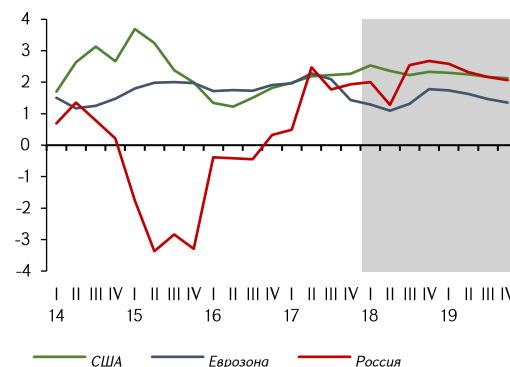
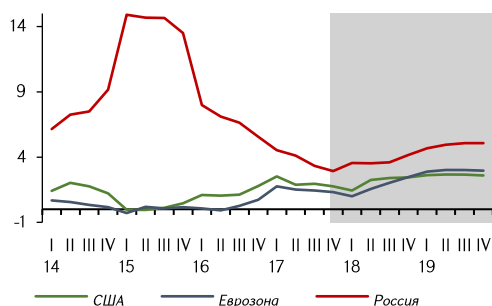


График 4

Инфляция в странах-торговых партнерах (%)

**Динамика цен и финансовые развития во внешнем секторе.**

В третьем квартале 2017 года средняя квартальная инфляция в США снизилась по отношению к предыдущему кварталу и составила 1,95%, что близко к долгосрочному показателю. Согласно прогнозам, в краткосрочном отрезке инфляция в США замедлится, и достигнет своего целевого уровня во втором квартале 2018 года. В подобных условиях развития экономики и цен, ФРС США сохранила в третьем квартале ставку политики в интервале 1,0 – 1,25%, а также объявила о сокращении балансовых объемов с октября, что также свидетельствует о том, что ФРС продолжит проведение умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

В третьем квартале 2017 года средняя квартальная инфляция в еврозоне составила 1,44%, оставаясь ниже целевого уровня. Ожидается, что инфляция приблизится к целевому уровню лишь в среднесрочном отрезке. Восстановлению инфляции в краткосрочном отрезке будут мешать низкие цены импорта, вызванные укреплением обменного курса. В этих условиях ЕБЦ продолжит проведение политики низких процентных ставок и программу количественного расширения по покупке активов до конца 2017 года в прежнем объеме – 60 млрд евро в месяц, которую сократит в первом полугодии 2018 года до 30 млрд евро в месяц.

Средняя квартальная инфляция в России продолжала снижаться: в третьем квартале 2017 года она была ниже своего 4% целевого уровня, составив 3,3%, а в октябре снизилась до 2,7%. Снижению инфляции содействовал в основном спад тарифов на услуги. В подобных условиях Банк России снизил в третьем квартале 2017 года ставку политики на 0,5 процентного пункта, установив ее на уровне 9%. Ожидается, что Банк России, в условиях уровня инфляции ниже целевого, продолжит в ближайшее время проведение расширяющей политики, несмотря на то, что в настоящее время инфляционные ожидания сохраняются на высоком уровне.

Сравнительные прогнозы по показателям экономического роста процентных ставок между странами влияют на динамику обменных курсов. В третьем квартале 2017 года евро укрепился по отношению к доллару США: обменный курс превысил максимальное значение за последние несколько лет и составил на 1,17 долларов США за евро. Тенденция обменного курса отражает высокий экономический рост в еврозоне, а также последствия геополитических напряженностей и ураганов на экономику США. Обменный курс российского рубля, несмотря на рост цен на нефть, в третьем квартале 2017 года ослаб по сравнению с предыдущим кварталом на 3,2% и составил в среднем 59 рублей за доллар США. Ослабление российского рубля в основном обусловлено снижением заинтересованности инвесторов в валютах развивающихся стран. Согласно прогнозам, обменные курсы евро/доллар США и доллар США/рубль РФ будут колебаться вблизи существующих значений.

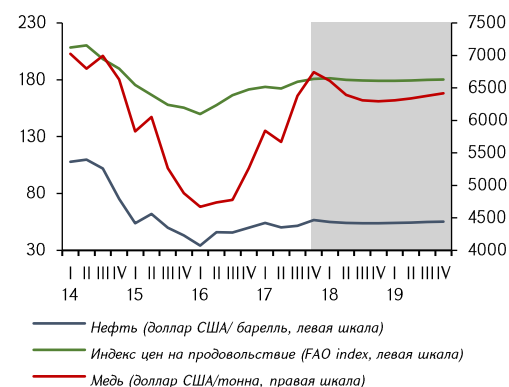
Начатое в третьем квартале 2017 года восстановление цен на сырьевые товары – медь и нефть, продолжится также и в краткосрочном отрезке, и в среднесрочном отрезке цены сформируются

на существующих относительно высоких уровнях. В частности, тенденция роста цен на медь третьего квартала 2017 года продолжится и в четвертом квартале, в силу роста промышленности в Китае и ослабления доллара США по отношению к другим валютам. Однако в среднесрочном отрезке цены скорректируются вниз в силу ожидания сокращения объемов производства. Прогнозируется, что в третьем квартале 2017 года рост международных цен на нефть продолжится и в краткосрочном отрезке, что будет обусловлено несколькими обстоятельствами: ожиданием продления срока действия Соглашения ОПЕК+ по сокращению добычи нефти, и развитиями на Ближнем Востоке, связанными с ожиданием сокращения предложения Ирака.

На рынке продовольствия к концу 2017 года продолжится тенденция роста цен. В частности, на рост цен на продовольственные товары, обусловленный влиянием прекращения снижения международных цен на сахарный песок в течение предыдущих кварталов, повлияло также повышение международных цен на молочные продукты. Однако существующий в настоящее время рост прекратится в среднесрочном отрезке, что связано со снижением высоких цен на молочные продукты в силу восстановления объемов предложения на рынке.

График 5

Международные цены на сырьевые и продовольственные товары



О международных ценах на масло

Вкладка 1

Сокращение объемов производства молока в основных странах-производителях (Европа, США, Новая Зеландия) и рост спроса в течение нынешнего года стали основной причиной скачка международных цен на масло вдвое.

Из графика 1 видно, что рост цен на масло прошел несколько этапов, а последнее удорожание началось в мае 2014 года, когда появился ряд материалов, отрицающих утверждение о том, что масло относится к ряду вредных для здоровья продуктов*. О вреде масла заговорили много лет назад с того момента, когда в 1961 году в прессе (журнал Таймс**) появились публикации исследований профессора Университета Миннесоты Анселя Кейса (Ancel Keys), в которых научно обосновывался вред от потребления животных жиров. Это вызвало сокращение потребления насыщенных жиров, что привело к спаду международных цен на сливочное масло. Низкий спрос на масло и животные жиры продолжился до тех пор, пока не появились исследования, отрицающие «теорию Кейса» о вреде потребления насыщенных жиров***,****. И это способствовало тому, что в 2014 году спрос на масло вырос, а следовательно, стали расти и международные цены на масло. К неуклонному росту спроса прибавились также проблемы, связанные с предложением, которые стали основными причинами скачка международных цен на масло в 2017 году (график 6).

Из-за избытка молочных продуктов во всем мире в 2014-2015гг., в 2016 году сократились объемы мирового производства молока (график 7), вызвавшее рост цен на масло: с 4400 долларов США за тонну в начале года до 6000 долларов США в сентябре. Спад цен заставил часть фермерских хозяйств сократить поголовье скота, а других — просто покинуть рынок. Как следствие, сократилось предложение молока во всем мире.

График 6

Международные цены на масло

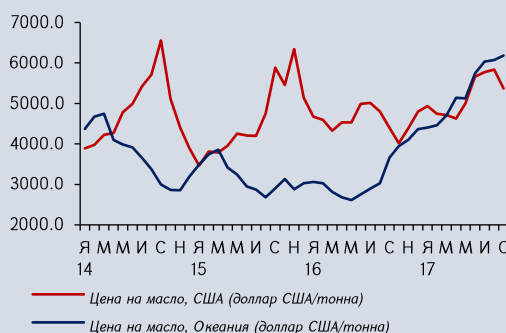
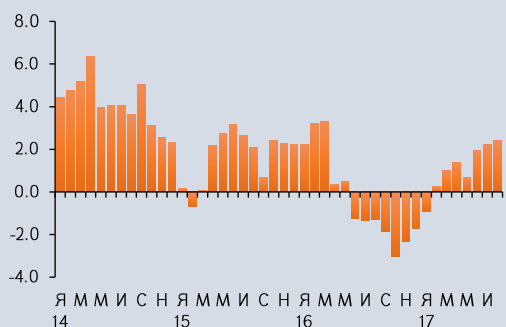


График 7

Мировое производство молока (изменение в годовом исчислении, %)



Объемы производства молока в крупных странах-экспортерах молока стали сокращаться с начала 2016 года (график 7), и только со второго квартала нынешнего года стало наблюдаться восстановление объемов производства. Это, несмотря на большой объем потребления масла, окажет содействие укреплению цен на масло на рынке.

* "The Big Fat Surprise: Why Butter, Meat, and Cheese Belong in a Healthy Diet", Nina Teicholz, 2014.

** Ancel Keys, Time Magazine, January 13, 1961.

*** "The case for eating steak and cream", The Economist, May 31, 2014.

**** "Ending the war on fat", Bryan Walsh, Time Magazine. June 12, 2014.

2.2. Прогнозы

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

Инфляция в среднесрочном отрезке продолжит восстанавливаться, в результате уже с 2018 года будет находиться в целевом диапазоне, приближаясь к целевому уровню.

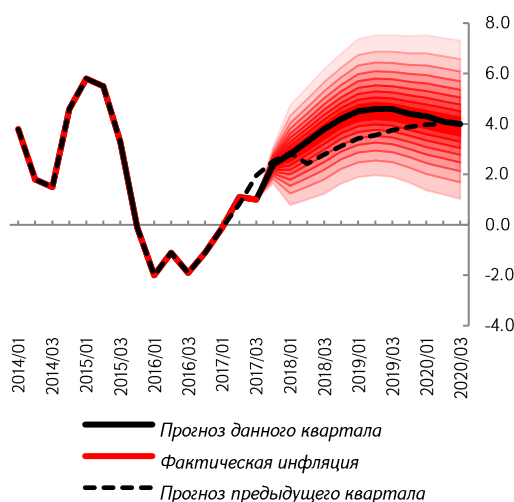
Инфляция в среднесрочном отрезке продолжит восстанавливаться, в результате уже с 2018 года будет находиться в целевом диапазоне, приближаясь к целевому уровню. В конце 2018 года и в течение 2019 года она слегка превысит 4% целевой уровень, и в конце прогнозного горизонта укрепитесь у целевого уровня.

Несмотря на более слабое, чем ожидалось, инфляционное влияние товарной категории «фрукты и овощи», опережающее ускорение базовой инфляции остается основным фактором, обуславливающим восстановление инфляции. Восстановление базовой инфляции обусловлено в основном неуклонным оживлением внутреннего спроса, а также инфляционными воздействиями из мировых товарных рынков. По оценкам, в краткосрочном отрезке изменения ставок таможенных пошлин и акцизного налога на отдельные виды товаров окажут ограниченное влияние¹, которое будет временным и уже в начале 2019 года сойдет на нет. С другой стороны, дефляционное воздействие, возникшее в результате снижения тарифов на регулируемые услуги – электроэнергию и газ в начале 2017 года будет вытеснено с начала 2018 года, что также положительно скажется на восстановлении общей инфляции.

В условиях расширяющей денежно-кредитной среды, а также роста денежных переводов из-за границы, с начала года наблюдалась тенденция устойчивого роста внутреннего спроса, что отразилось также и на росте импорта и базовой инфляции. Сопоставив указанные развития с менее сдерживающими влияниями в 2017 году, чем ожидалось по бюджету, и ожиданиями стимулирующего влияния

График 8

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



¹ Общее первичное влияние изменений ставок налогов и таможенных пошлин составит по оценкам 1 процентный пункт в 2018 году, из которых примерно 0,4 процентного пункта – за 1-ый квартал 2018 года.

в 2018 году, оценивается, что разлом ВВП войдет в область положительных значений уже в 2018 году, что продолжит оказывать содействие ускорению инфляции. В 2019 году в условиях нейтрализации стимулирующих денежно-кредитных условий разлом ВВП постепенно достигнет нулевого значения.

Параллельно восстановлению базовой инфляции и спроса наблюдается также рост инфляционных ожиданий населения в краткосрочном периоде. Дополнительное содействие этому оказывают реакция СМИ на высокую инфляцию на рынке по части некоторых товаров первой необходимости и различные комментарии по этому поводу. Несмотря на то, что при разработке политики ЦБ учитываются инфляционные ожидания населения независимо от причин или логики их возникновения, оценивается, что излишний рост краткосрочных инфляционных ожиданий, вызванный вышеописанными факторами, будет временным, после чего ожидания будут соответствовать фактическим показателям инфляции и объективным развитиям восстановления спроса. По мнению ЦБ, для достижения целевого уровня инфляции денежно-кредитные условия пока целесообразно оставить без изменения. Тем не менее, в интересах будущего, денежно-кредитную политику, способствующую росту спроса, следует нейтрализовывать только постепенно, в результате инфляция слегка превысит целевой уровень, после чего под воздействием мер, предпринимаемых ЦБ, укрепится вблизи целевого уровня.

Таблица 1

Период	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
IV кв. 2017	0.1	58.6	41.3	0.0	0.0
I кв. 2018	7.3	33.5	58.2	1.0	0.0
II кв.	5.2	24.0	66.3	4.2	0.2
III кв.	3.8	17.2	67.5	10.2	1.3
IV кв.	2.0	11.6	65.9	16.9	3.7
I кв. 2019	1.3	8.6	60.4	21.8	7.9
II кв.	1.2	7.9	58.9	22.9	9.2
III кв.	1.3	8.3	58.8	22.4	9.2
IV кв.	1.9	9.9	58.5	20.9	8.8
I кв. 2020	3.0	11.9	56.9	19.4	8.8
II кв.	3.7	13.2	57.0	18.1	8.0
III кв.	4.6	14.6	56.8	16.9	7.2

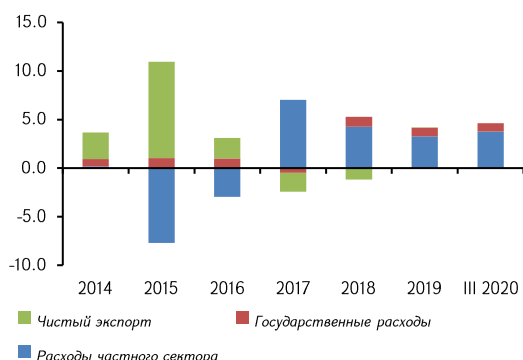
2.2.2. Экономическая активность²

Совокупный спрос. Неуклонное денежно-кредитное расширение, осуществляемое ЦБ РА, рост денежных переводов из РФ и политика Правительства, нацеленная на стимулирование инвестиций являются теми факторами, в результате которых в 2017 году существенно увеличился внутренний спрос, стимулировав экономический

² Подробное описание прогнозов экономического роста см. в графике «Распределение вероятностей прогноза ВВП».

График 9

Содействие компонентов спроса росту (процентных пунктов)



рост. Более того, ожидаемому показателю экономического роста за год содействовало также постепенное восстановление внешнего спроса. Описанные развития совокупного спроса частично сохранятся и в 2018 году.

В 2019-2020 годах постепенно ослабнут циклические эффекты стимулирующей денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик. Ожидаемый в этих условиях экономический рост в большей мере будет определяться постепенным ростом уровня потенциала экономики, который будет обусловлен структурными реформами, осуществляемыми Правительством, и формируемой во внешнем секторе динамикой основных экономических показателей.

В частности, в условиях вышеописанных развитий в 2017 году экономический рост составит 4,4-4,9%, которому в основном окажет содействие рост спроса частного сектора на 7,4% и вложений на 6,0%.

Следует также отметить, что росту экономики в 2017 году в результате увеличения доходов в странах - торговых партнерах РА, а также политики по стимулированию экспорта внутреннего сектора, положительное влияние окажет также экспорт товаров и услуг. Тем не менее, чистый экспорт отрицательно отразится на росте экономики, так как рост потребления и инвестиций в экономике сопровождался значительным ростом импорта.

Ожидаемая в 2018 году стимулирующая налогово-бюджетная политика, лаговое влияние осуществленной в 2017 году расширяющей денежно-кредитной политики, а также ускорение экономического роста в странах - партнерах РА приведут к неуклонному расширению внутреннего и внешнего спросов, в результате экономический рост составит 3,5-4,6%.

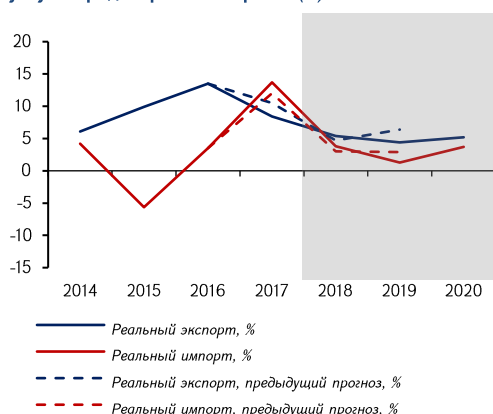
Ожидается, что экономический рост в 2019-2020 годах составит соответственно 3,5-4,9% и 3,8-5,%. Указанные выше среднесрочные показатели экономического роста обусловлены ходом осуществляемых Правительством структурных реформ, политикой по стимулированию экспорта, а также уровнями ожидаемого потенциала роста экономик стран - торговых партнеров РА.

Внешний спрос. Как уже отмечалось, в 2017 году влияние чистого внешнего спроса на реальный ВВП было отрицательное, из-за

высокого роста реального импорта в результате превысившего ожидания восстановления. В то же время, рост внутреннего спроса выразился в увеличении импорта всех товарных категорий. На внутренний спрос, кроме прочих факторов, положительное влияние оказал также высокий рост денежных переводов физических лиц, обусловленный опередившим ожидания быстрым восстановлением экономики России (оценка роста денежных переводов физических лиц на 2017 года составляет 14,0-16,0%). Рост импорта превысил обусловленный положительными мировыми развитиями рост экспорта и трансфертов. В результате вышеперечисленных развитий показатель «дефицит текущего счета/ВВП» в 2017 году будет составлять 2,0-3,0%.

График 10

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



Прошлогоднее отрицательное содействие чистого экспорта реальному ВВП определенным образом нейтрализуется в 2018 году. Основан такой прогноз на предположении, что значительная часть импорта компенсирует сдержанный спрос за предыдущие годы, и вряд ли такие высокие темпы роста сохранятся, скорее всего рост составит 2,0-4,0%. Неуклонное осуществление правительственных программ и освоение новых рынков создают условия для укрепления темпов роста реального импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке в интервале 4,0-6,0%. Рост денежных переводов будет соответствовать прогнозу постепенного укрепления рубля и восстановления экономики России, и в этом случае чистый рост составит 6,0-8,0%. В результате, после углубления значения текущего счета в 2017 году произойдет его стабилизация на уровне 3% в среднесрочном отрезке.

Налогово-бюджетная политика. В зависимости от результатов фактического сбора налогов в 2017 году и хода налоговых реформ, прогноз по налогам был снижен на 50,0 млрд драмов. В результате налоговые доходы слегка превысят показатель, предусмотренный в бюджете 2017 года. Это означает, что показатель «налоги/ВВП» останется почти на уровне прошлого года – 21,2%³, в условиях которого сигнал общих доходов будет сдерживающим на 0,2 процентного пункта.

По части государственных расходов, как и в предыдущих программах, по результатам года прогнозируется экономия, благодаря, в основном, капитальным затратам, финансируемым из внешних источников. Оценка расходов составит 96,8% скорректированного годового пропорционального показателя (экономия примерно на 45,0 млн драмов). В результате показатель «расходы/ВВП» составит 25,6%, что меньше по сравнению с показателем предыдущего года на 2,3 процентного пункта, в условиях которого сигнал общих расходов будет сдерживающим на 2,7 процентного пункта.

Показатель «дефицит/ВВП» составит 3,3%, снизившись по сравнению с аналогичным показателем 2016 года на 2,3 процентного пункта. Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос, обусловленное вышеперечисленными изменениями, будет в 2017 году сдерживающим на 2,9 процентного пункта.

Для формирования условий устойчивости государственного долга **в среднесрочном отрезке⁴** налогово-бюджетная политика будет направлена на постепенное сокращение дефицита (в среднем 2,4% ВВП). В 2018 году⁵, по сравнению с оценками ЦБ за 2017 год, ожидается снижение показателя «дефицит/ВВП» на 0,7 процентного пункта. Несмотря на сокращение дефицита, в 2018 году влияние

График 11

Годовой прирост номинальной заработной платы (%)

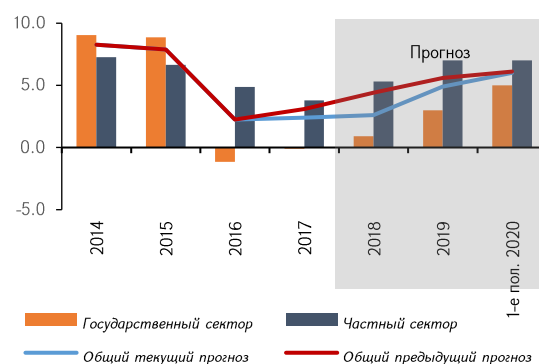
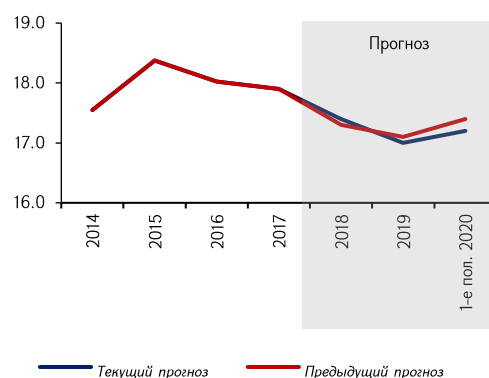


График 12

Уровень безработицы (%)



³ Показатель ВВП за 2017 г. является прогнозом ЦБ РА.

⁴ В прогнозируемом горизонте прогнозы по налогово-бюджетной политике основаны на основных макроэкономических показателях «Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2018-2020 г.г.».

⁵ На основании показателей проекта закона АР «О государственном бюджете РА на 2018 год».

налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет по сравнению с 2017 годом расширяющим на 0,8 процентного пункта. Обусловлено это расширяющим влиянием расходов и чистого кредитования⁶. В 2019-2020 годах, исходя из оценки налогово-бюджетного сигнала, влияние налогово-бюджетной политики будет нейтральным.

Рынок труда. Стабилизации внутреннего спроса окажут содействие также развития номинальной заработной платы в **частном** секторе⁷, которые проявляют тенденцию к ускорению с начала 2017 года, а в среднесрочном отрезке будут соответствовать фундаментальным развитиям экономического роста и инфляции.

В условиях подобных развитий экономического роста, а также политики Правительства по стимулированию вложений и проведению структурных реформ, в 2017 году прогнозируется 17,9% уровень безработицы, который постепенно снизится на 0,3-0,5% и в конце прогнозного горизонта будет близок к потенциальному уровню.

Показатели экономического роста стран – торговых партнеров РА были пересмотрены вверх по сравнению с предыдущим прогнозом.

График 13

Прогнозы экономического роста США (%)

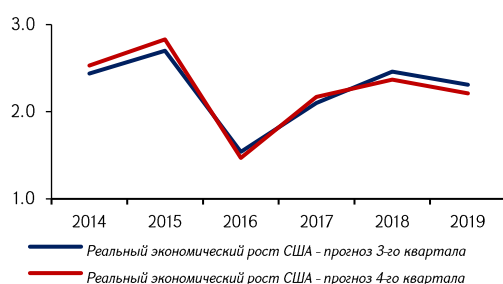
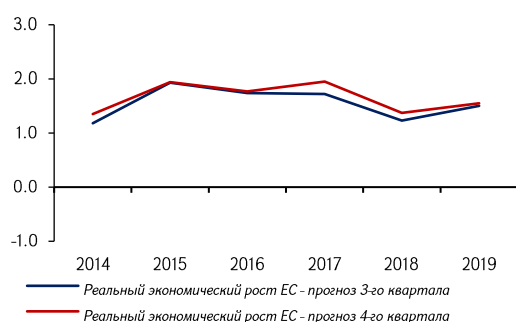


График 14

Прогнозы экономического роста ЕС (%)



На товарно-сырьевых рынках, по сравнению с прежними прогнозами, ожидается преобладание инфляционных развитий.

2.2.3. Сравнение с предыдущими прогнозами

Показатели экономического роста стран – торговых партнеров РА были в целом пересмотрены вверх по отношению к предыдущим прогнозам. В частности, в странах еврозоны и России ожидается некоторое улучшение темпов роста экономики, а экономический рост в США в среднесрочном отрезке слегка скорректирован вниз по отношению к предыдущим прогнозам.

Пересмотры экономического роста США в 2017 году вниз обусловлены превысившим прогноз высоким показателем экономического роста за предыдущий квартал, а пересмотр на 1,0 процентный пункт вниз для 2018 и 2019 годов обусловлен, в основном, несостоявшейся, как ожидалось по предыдущим прогнозам, программой сокращения налогов в США. Пересмотру вверх прогнозов экономического роста в еврозоне для 2017 и 2018 годов содействовал опередивший ожидания роста как потребления, так и вложений.

Темпы роста экономики России также пересмотрены вверх по сравнению с предыдущими прогнозами, в основном в силу роста запасов.

На товарно-сырьевых рынках, по сравнению с прежними прогнозами, ожидается преобладание инфляционных развитий.

⁶ Чистое предоставление кредитования имеет расширяющее влияние, а возврат – сдерживающее. В 2018, 2019 годах предусматривается чистое предоставление кредитов, а в 2019 году – возврат средств от предоставленного финансирования.

⁷ Показатели рынка труда за 2017-2020 гг. являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях за второй квартал 2017 года и январь-август 2017 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к соответствующему периоду предыдущего года, если иное не указывается. Чистое предоставление кредитов имеет расширяющее влияние, а возврат – сдерживающее.

В частности, на мировом рынке продовольствия, по сравнению с предыдущей программой, ожидается определенное ускорение роста цен, несмотря на небольшую дефляцию в октябре. Пересмотр обусловлен в основном временным ростом цен на молочные продукты.

Цены на нефть, по сравнению с предыдущими прогнозами, установятся на слегка более высоком уровне, что обусловлено ожиданием продления срока действия Соглашения ОПЕК+ по сокращению добычи нефти и сокращения предложения со стороны Ирака.

Цены на медь, по сравнению с предыдущими прогнозами, сформируются на более высоком уровне, что обусловлено фактическим высоким показателем за третий квартал, из-за ожиданий более высокого спроса Китая и некоторых ограничений объемов предложения на рынке.

Темп экономического роста РА по сравнению с предыдущими прогнозами пересмотрен вверх.

Вследствие фактических развитий, ожидания относительно роста отраслей сельского хозяйства и строительства в 2017 году снизились по сравнению с предыдущими прогнозами. Однако, в отличие от предыдущих оценок, ожидается некоторое ускорение общей экономической активности, в большей мере за счет сферы услуг, где темп роста превысит ожидания.

Зарегистрированный и ожидаемый более быстрый темп роста в сфере услуг исключительно обусловлен пересмотрами вверх показателя роста затрат в частном секторе, а также зарегистрированным более высоким, чем ожидалось, ростом туризма в 2017 году. Причем ожидается, что положительные развития показателей по туризму сохранятся и в 2018 году. Учитывая также планируемую в 2018 году расширяющую налогово-бюджетную политику, экономическая активность в течение года будет выше, чем предусматривалось в предыдущих прогнозах. Следует отметить также, что прогнозы темпов экономического роста в 2019-2020 годах существенно не изменились, и показатель постепенно приближается к своему потенциальному уровню.

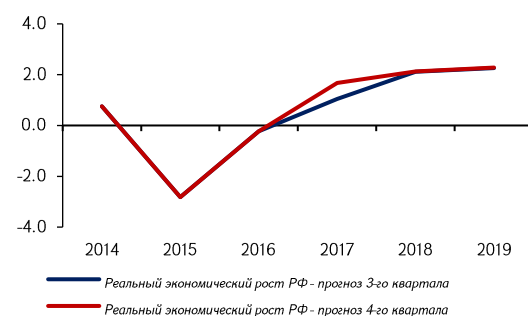
Таблица 2

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2017 январь-декабрь / 2016 январь-декабрь	4.4 - 4.9	3.6 - 5.6
2018 январь-декабрь / 2017 январь-декабрь	3.5 - 4.6	1.8 - 6.4
2019 январь-декабрь / 2018 январь-декабрь	3.5 - 4.9	1.3 - 7.2
2020 январь-сентябрь / 2019 январь-сентябрь	3.8 - 5.4	1.3 - 7.9

В условиях неуклонного роста внутреннего спроса в третьем квартале 2017 года наблюдался рост импорта, превысивший ожидания, однако прогноз реального роста импорта на 2017 год не был

График 15

Прогнозы экономического роста РФ (%)



Темп экономического роста РА по сравнению с предыдущими прогнозами пересмотрен вверх.

График 16

Международные цены на продовольствие

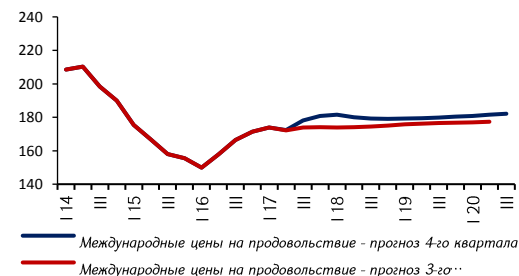


График 17

Международные цены на нефть

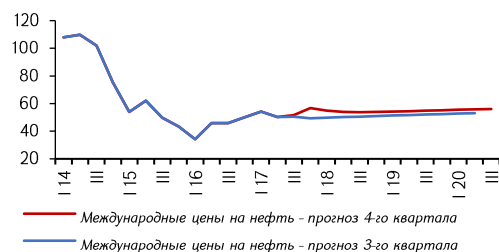


График 18

Международные цены на медь



График 2

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

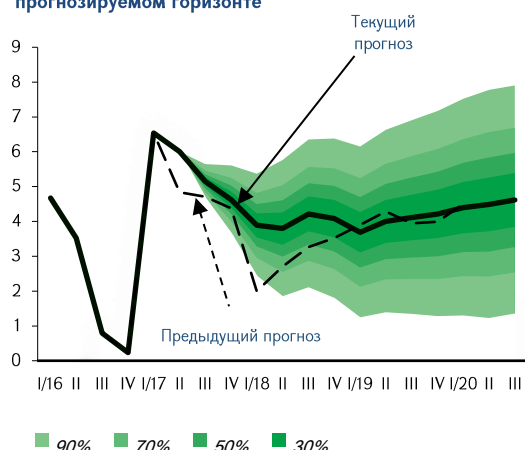
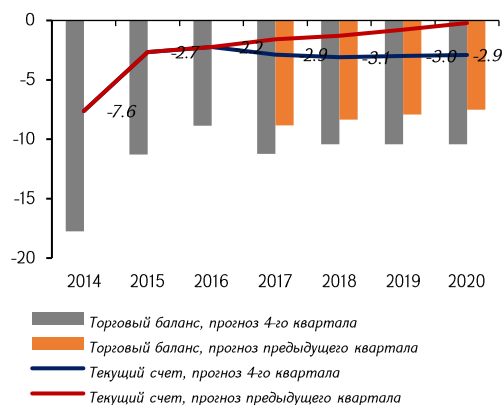


График 20

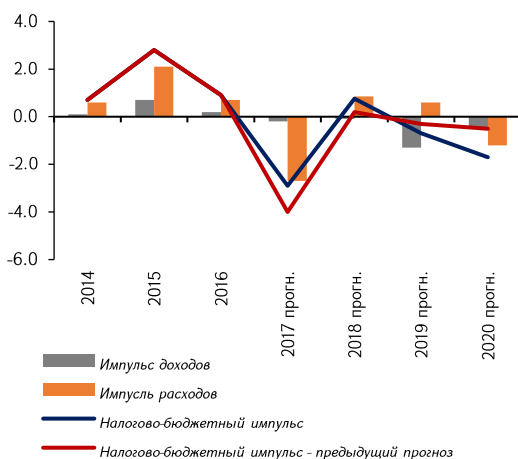
Текущий счет / Среднесрочные прогнозы ВВП (%)



Согласно текущим прогнозам, восстановление инфляции будет протекать более быстрыми темпами по сравнению с предыдущей программой.

График 21

Прогнозы налогово-бюджетного импульса (процентных пунктов)



пересмотрен⁸. В течение 2017 года рост денежных переводов был пересмотрен вверх из-за ускорения восстановления экономики России.

Что касается экспорта, то здесь развития соответствуют прогнозному сценарию.

В 2018 году, по сравнению с предыдущими прогнозами, ожидается некоторое ухудшение показателя «дефицит текущего счета/ВВП» в основном по причине быстрого восстановления и укрепления внутреннего спроса уже в 2017 году. Таким образом и в среднесрочном отрезке ожидается больший, чем предусматривался прежде, дефицит текущего счета.

По сравнению с предыдущими прогнозами налогово-бюджетный сектор в 2017 году будет иметь менее сдерживающее влияние, что обусловлено корректировкой вниз оценки по налогам. В 2018 году налогово-бюджетная политика окажет небольшое расширяющее влияние на 0,8 процентного пункта, вместо почти нейтрального влияния, предусмотренного предыдущей программой⁹. В 2019–2020 годах налогово-бюджетный сигнал и влияние налогово-бюджетной политики будет нейтральным.

Согласно текущим прогнозам, восстановление инфляции будет протекать более быстрыми темпами по сравнению с предыдущей программой.

Пересмотр прогноза в основном обусловлен наиболее высокими, чем ранее прогнозировалось, ожиданиями относительно базовой инфляции, что, в свою очередь, вызвано активизацией внутреннего спроса, а также продолжающимися инфляционными давлениями на мировых товарных рынках. Прогнозы тарифов на регулируемые услуги не претерпели существенных изменений. Хотя фактические развития инфляции были ниже, чем прогнозировалось, ожидается, что в 2017 году низкие показатели сельскохозяйственного урожая пока будут проявляться в виде роста цен на указанные товары. Следовательно, отклонение фактического уровня инфляции от предыдущего прогноза, вызванного исключительно более низкими, чем ожидалось, ценами на сельхозпродукцию носит временный характер и постепенно нейтрализуется в течение ближайших месяцев. Исходя из этого на протяжении почти всего прогнозного горизонта инфляции будет находиться на более высоком, чем прогнозировалось, уровне (см. график распределения вероятностей прогноза инфляции).

⁸ Прогноз 2017г. не был пересмотрен, поскольку вместе с высоким ростом, зафиксированным в третьем квартале, НСС РА, основываясь на оперативных данных 20-го октября, снизила показатель долларовой стоимости импорта за первое полугодие 2017 года на 66 млн долларов США (в основном, по категориям товаров «Машины, оборудование, механизмы», «Недрагоценные металлы и изделия из них»).

⁹ Предыдущая программа была составлена по показателям за 2018 год «Программы государственных среднесрочных расходов РА на 2018–2020 г.г.» а текущие оценки основаны на показателях проекта закона «О государственном бюджете на 2018 год».

Краткосрочные инфляционные ожидания пересмотрены по сравнению с прежними прогнозами вверх, что обусловлено как прогнозами опережающих темпов восстановления базовой инфляции, так и распространением в СМИ информации об ожидаемой инфляции отдельных товаров (мясо, масло) и изменении ставок акцизных налогов и таможенных пошлин.

2.2.4. Логика и риски

В данном разделе представляется логика денежно-кредитной программы ЦБ на четвертый квартал 2017 года и риски реализации программы, обусловленные внешним сектором, осуществляемой налогово-бюджетной политикой, сформированными тенденциями и краткосрочными прогнозами. Для четвертого квартала наиболее актуальными являются представляемые ниже логика и риски, на которых основана разработка краткосрочных инфляционных прогнозов и инфляционных ожиданий.

В краткосрочных прогнозах инфляции было учтено влияние изменения с 2018 года ставок акцизного налога и изменения ставок некоторых таможенных пошлин (см. вкладку 1). Изменение ожидается по ставкам акцизных налогов в основном на категории «алкогольные напитки», «табачные изделия», «бензин», «смазочные масла», «сжиженный природный газ», причем, кроме дизельного топлива, по всей товарной категории ожидается повышение тарифа акцизного налога. Вместе с этим, учитывая инфляционные давления, сформировавшиеся на рынках мяса и мясопродуктов и масла, предполагается, что инфляционные тенденции продолжатся и здесь, ввиду медленного восстановления предложения.

График 22

Оценка краткосрочных инфляционных ожиданий по модели квартальных прогнозов (%)

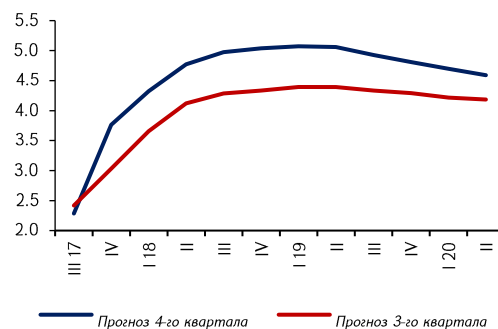


Таблица 3

Оценка влияния изменения тарифов акцизного налога в 2018 году					
Товарные категории	Доля в корзине	Текущий акцизный налог	Новый акцизный налог	Изменение цен (%)	Содействие инфляции
Водка отечественного производства	0.5	630	725	6.2	0.03
Водка импортного производства	0.5	630	725	3.5	0.02
Сигареты с фильтром отечественного производства	1.0	6325	7275	7.0	0.07
Сигареты с фильтром импортного производства	0.7	6325	7275	4.4	0.03
Дизельное топливо	0.0	35000	13000	-6.4	0.00
Бензин	0.4	120000	135000 ¹⁰	3.3	0.01
Газ для заправки транспортных средств	3.2	8330	25000	10.9	0.35
Смазочные масла	0.0	400	400	0.0	0.00
Всего	6.3				0.51

¹⁰ В случае, если итоговая сумма взимаемого акцизного налога и НДС за 1 тонну бензина меньше 120000 драмов РА, акцизный налог исчисляется в таком размере, чтобы итоговая сумма взимаемого акцизного налога и НДС за 1 тонну бензина была равна 135000 драмам РА.

Прямое влияние изменения ставки акцизного налога составит по оценкам 0,5 процентного пункта.

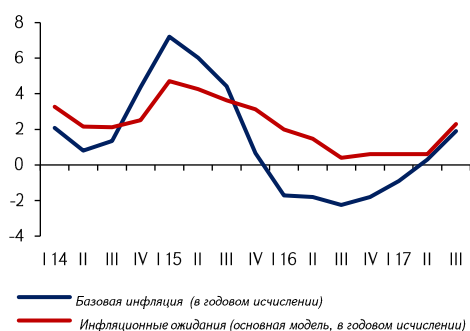
В связи с изменением ставок таможенных пошлин, вызванных членством в ЕАЭС, ожидается рост ставок таможенных пошлин, применяемых к примерно 30 наименованиям товаров¹¹, общее влияние которого на инфляцию составит по оценкам 0,4 процентного пункта. Таким образом, прямое влияние вышеуказанных изменений составит по оценкам 0,92 процентного пункта. Общее влияние составит до 1 процентного пункта. По оценкам, в первом квартале 2018 года влияние составит 0,4 процентного пункта.

В ходе прогнозирования было сделано предположение о том, краткосрочные инфляционные ожидания проявили кроме тенденции к росту, обусловленному восстановлением базовой инфляции, также тенденцию к избыточному росту, что обусловлено активными обсуждениями и комментариями в печати вокруг повышения цен на определенные товары первой необходимости. Рост инфляционных ожиданий стал уже проявляться также и в результатах опросов относительно инфляционных ожиданий.

Ожидания. Согласно оценкам ЦБ, инфляционные ожидания населения несколько увеличились в третьем квартале, обусловленные влиянием роста международных цен на определенные категории товаров на внутренние цены. Учитывая развития базовой инфляции и беспокойство широких слоев населения по поводу инфляции, ЦБ считает, что инфляционные ожидания выросли, составив 2,3%. В течение предстоящего года они будут повышаться, укрепившись в прогнозном горизонте вблизи целевого уровня инфляции.

График 23

В 3-м квартале 2017 года инфляционные ожидания повысились



Вкладка 2

График 24

Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы (%)



Результаты опросов среди домашних хозяйств и финансовых учреждений относительно их ожиданий

Инфляционные ожидания домашних хозяйств повысились и в среднем составили 0,9% 12-месячной инфляции¹², вместо аналогичного показателя предыдущего квартала, составившего 0,6%.

Согласно результатам опросов, проведенных в третьем квартале 2017 года среди домашних хозяйств и организаций финансового сектора относительно некоторых макроэкономических показателей, инфляционные ожидания были в основном устойчивые. **Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы** в однодневном горизонте составил по результатам последнего и предыдущего опросов 2,8%.

¹¹ В соответствии с действующей таможенной классификацией товаров в рамках ЕАЭС в 2018 году повышаются ставки таможенных пошлин, применяемых к примерно 200 наименованиям товаров, что повлияет на 30 наименований товаров, входящих в потребительскую корзину РА.

¹² Метод выбора числового интервала при оценке инфляционных ожиданий является чисто статистическим, и результаты могут существенно различаться в случае применения различных методов.

Согласно результатам опросов, проведенных в третьем квартале 2017 года, в одногодичном исчислении ожидания финансовой системы относительно усредненной краткосрочной и долгосрочной процентной ставки сохраняют тенденцию к снижению, причем ожидаемые квартальные уровни скорректированы вниз.

График 25

Ожидания относительно процентных ставок по депозитам, привлеченным финансовой системой в одногодичном горизонте (%)

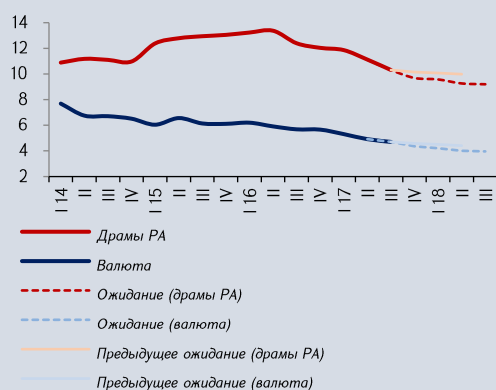
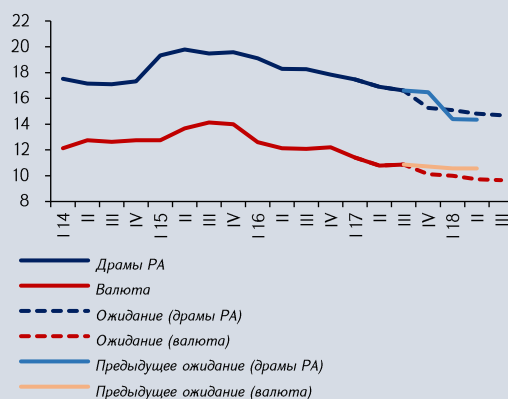


График 26

Ожидания относительно процентных ставок по кредитам, предоставленным финансовой системой в одногодичном горизонте (%)



Логика составления и риски реализации прогноза

Заключения и предположения, на которых основаны прогнозы, представлены в таблице 4.

Таблица 4

Основная логика прогноза	
Основная логика прогноза	Основная логика прогноза Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
Сохранение темпов роста восстановления экономической активности во внешнем секторе	- В странах – партнерах продолжится восстановление спроса и активизация экономики. - В условиях восстанавливающегося спроса сохранится ускорение инфляции продовольственных и сырьевых товаров. - Вместе с активизацией экономики, в развитых странах ожидается постепенное ужесточение денежно-кредитной политики. В частности, повышение ставок денежно-кредитной политики в США в декабре 2017 года, а также сокращение с января политики количественного расширения ЕЦБ по покупке активов, согласно объявлению ЕЦБ.
Укрепление экономической активности в России и значительное снижение инфляционных ожиданий	- Наиболее ощутимое снижение процентной ставки денежно-кредитной политики. - Определенные давления укрепления на обменный курс рубля, при прочих неизменных условиях. - Рост денежных переводов из РФ.
Изменение ставок налогов и таможенных пошлин	Прямое и косвенное влияние на инфляцию до 1 процентного пункта, где 0,4 процентного пункта приходится на первый квартал 2018 года.

Основная логика прогноза	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
Повышение инфляционных ожиданий	Под влиянием восстановления базовой инфляции и активных обсуждений и комментариев СМИ вокруг инфляции отдельных товаров краткосрочные инфляционные ожидания сохраняют тенденцию текущего роста.
Условия налогово-бюджетной политики	Окажут на совокупный спрос в 2017 году -2,9 сдерживающее влияние, в 2018 году 0,8 расширяющее, в 2019-2020 годах нейтральное влияние.
Меры, направленные на рост потенциального уровня ВВП ¹³	- Продолжится осуществление Правительством структурных реформ, в условиях которых вложения частного сектора постепенно расширятся, обеспечив рост до 4,5-5% годовых. - Рост вложений частного сектора и потенциального уровня ВВП в основном проявятся в экспортном секторе в виде значительного роста экспорта как товаров, так и услуг.

В прогнозе четвертого квартала 2017 года слегка преобладают риски инфляции, направленные вниз, вследствие вероятного недостаточного восстановления цен на сезонную сельхозпродукцию. С другой стороны, начиная с 2018 года, в среднесрочном отрезке риски инфляции направлены вверх (см. график распределения вероятностей прогноза инфляции).

В среднесрочном отрезке преобладают риски повышения инфляции, обусловленные рядом ключевых факторов и развитиями в соответствующих секторах экономики.

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

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

В случае реализации указанных рисков увеличатся инфляционные давления на инфляцию из внешнего сектора, в результате появится необходимость сравнительно быстрого ужесточения денежно-кредитных условий.

Риски инфляции, обусловленные развитиями внутренней экономики, связаны со следующими факторами:

- Наиболее длительный характер роста спроса, особенно роста потребления.

Текущие высокие показатели восстановления потребления и спроса, согласно предположению, послужившему основанием для прогнозов ЦБ, частично обусловлены возмещением в последние

¹³ Без учета результатов инвестиционной программы по Амулсарскому руднику, вследствие отсутствия информации о сроках эксплуатации и объемах выработки.

годы сокращения потребления, поэтому они будут иметь краткосрочный характер. Тем не менее, есть определенная вероятность, что высокий уровень текущих показателей отражает наиболее устойчивый рост спроса, в результате в будущем могут быть дополнительные инфляционные давления.

- Ускорение инфляционных ожиданий.

Если дополнительное повышение краткосрочных инфляционных ожиданий, обусловленное инфляцией отдельных товаров, будет слишком продолжительным, ЦБ предпримет соответствующие меры по регулированию сложившейся ситуации путем ужесточения, при прочих равных денежно-кредитных условиях.

В прогножном горизонте риски экономического роста равнонаправленные и сбалансированные.

Риски для роста экономики следующие:

- Неопределенности, касающиеся темпа восстановления мировой экономики;
- Возможные резкие изменения потоков капитала между развивающимися и развитыми странами;
- Исполнение ряда правительственных программ по осуществлению структурных реформ и стимулированию вложений и их воздействие на темп экономического роста;
- Экономические последствия эксплуатации Амулсарского рудника;
- Неопределенности, касающиеся освоения новых рынков со стороны хозяйствующих субъектов и создания новых товарных категорий.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ТРЕТЬЕГО КВАРТАЛА 2017 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

В течение предыдущего краткосрочного горизонта, охватывающего период с четвертого квартала 2016 года по четвертый квартал 2017 года, в программе денежно-кредитной политики четвертого квартала 2016 года предусматривалось, что инфляционная среда к концу года значительно ослабеет, однако еще сохранится в первом квартале 2017 года, в основном, из-за предусматриваемого снижения тарифов на газ. Затем инфляционная среда должна была постепенно нейтрализоваться и в оставшемся отрезке прогнозного горизонта 12-месячная инфляция должна была вернуться к целевому уровню. **В этих условиях считалось, что в среднесрочном отрезке дефляционные риски, в основном, сохраняются, к ним прибавится фактор сдерживающей налогово-бюджетной политики, что подтверждало целесообразность некоторого смягчения денежно-кредитных условий в четвертом квартале.**

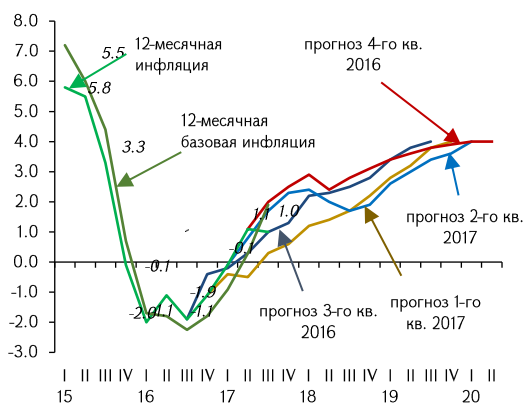
Несмотря на проявление определенных дефляционных рисков, в четвертом квартале 2016 и первом квартале 2017 годов, как и ожидалось, 12-месячная инфляция существенно повысилась, **составив в конце марта -0,1%** (в конце 2016 г. **-1,1%**). В этом периоде инфляционные развития в большей мере были подвержены влиянию проводимой ЦБ расширяющей денежно-кредитной политики.

Учитывая сохраняющийся в течение периода с октября 2016 года по март 2017 года все еще низкий внутренний спрос, обусловленный воздействием внешних дефляционных давлений на продовольственные, а позднее и непродовольственные товары, а также ожидаемое влияние предусмотренной Правительством сдерживающей налогово-бюджетной политики, в течение указанного периода ЦБ продолжил смягчение денежно-кредитных условий, снизив в целом ставку рефинансирования на 0,75 процентного пункта до **6,0%** в конце февраля.

Во втором квартале 2017 года инфляция значительно повысилась, что было в основном обусловлено формированием высоких цен на сельхозпродукты, в результате **с апреля показатель 12-месячной инфляции оказался в области положительных значений**, колеблясь в среднем за квартал вблизи **1,3%**. В этом периоде повысилась также и 12-месячная инфляция, достигнув под влиянием стимулирующей денежно-кредитной политики с минус 0,9% в предыдущем квартале до 0,3%. В третьем квартале стало наблюдаться замедление темпов роста 12-месячного роста цен на фрукты и овощи, что сдержало восстановление инфляции, находящейся в среднем вблизи уровня 1,0%, причем 12-месячная базовая инфляция

График 27

По прогнозам ЦБ инфляция в прогнозном горизонте постепенно приблизится к 4% целевому уровню



продолжала расти быстрыми темпами, составив к концу квартала 1,9%. Следует отметить, что в октябре повысились как общая, так и базовая инфляции, составив соответственно 1,2% и 2,4%, что говорит о большой вероятности роста цен на сезонную сельхозпродукцию и накопления определенных инфляционных ожиданий до конца года. Причем, инфляционные ожидания населения растут быстрее, что обусловлено ростом цен на некоторые товары на международных рынках.

В создавшейся ситуации ЦБ заключил, что осуществленная прежде денежно-кредитная политика была достаточно стимулирующей для восстановления инфляции и сохранит свое влияние до конца года. Руководствуясь вышесказанным, во втором и третьем кварталах ЦБ оставил денежно-кредитные условия без изменений, сохранив ставку рефинансирования **на уровне 6%**. В четвертом квартале, в условиях определенного расширения инфляционной среды и ожиданий, ЦБ вновь оставил ставку рефинансирования без изменения, вместе с этим ЦБ послал финансовому рынку сигнал о том, что при реализации прогнозируемых развитий в ближайшее время появится необходимость **нейтрализации стимулирующих денежно-кредитных условий**. В результате инфляция продолжит постепенно повышаться, в 2017 году окажется в пределах допустимого диапазона колебаний, а в прогнозном горизонте, под влияние денежно-кредитной политики, укрепится вблизи целевого уровня.

3.1.2. Цены

Потребительские цены. В третьем квартале 2017 года **инфляция** составила **-2,8%** (по прогнозу -1,8%), что исключительным образом было обусловлено меньшей, чем ожидалось, инфляцией сезонных продовольственных товаров, в частности, цен на товарные категории «фрукты», «овощи и картофель» соответственно на -32,4% и -37,6% (отрицательное содействие квартальной инфляции – примерно 3,0 процентного пункта). Учитывая ожидаемый в сельском хозяйстве спад (в третьем квартале - примерно -11% в годовом исчислении), прогноз предусматривал более высокое повышение низких, как правило, цен в третьем квартале, сезонных цен на продовольственные товары, что, однако, не произошло. Следует отметить, что в то же время, рост показателя базовой инфляции в третьем квартале 2017 года составил 1,9%, превысив прогноз. Подобный высокий рост был обусловлен, в основном, ростом цен на товарные категории «мясные продукты» (2,7% кв/кв), «молочные продукты» (1,2% кв/кв), «масло и жиры» (3,1% кв/кв), «медикаменты» (3,1% кв/кв) (см. вкладку 3). Рост цен на товарную категорию «масла и жиры» полностью обусловлен неуклонным ростом цен на импорт масла (9,2% кв/кв).

График 28

Индекс цен на масло - рост по месяцам



График 29

В 3-м квартале 2017 г. инфляционная среда осталась без изменений



В указанных условиях инфляционная среда в третьем квартале 2017 года осталась без изменений, в результате 12-месячная инфляция составила в сентябре 1,0%, вместо прогноза в 2,0%.

Таблица 5

Рост потребительских цен по группам товаров, оказавшим основное содействие ¹⁴						
Категория товаров	2017 июнь (в годовом исчислении)		2017 сентябрь (в годовом исчислении)		2017 третий квартал	
	Рост	Содействие	Рост	Содействие	Рост	Содействие
ИПЦ	1.1		1		0.8	
Продовольственные товары	4.9	2.3	2.9	1.2	-6.5	-2.7
Хлеб	-1.4	-0.1	-1.2	-0.1	0.0	0.0
Мясные продукты	3.4	0.3	6.6	0.6	2.7	0.2
Молочные продукты	-2.4	-0.1	1.7	0.1	1.2	0.1
Масла и жиры	4.0	0.1	7.9	0.2	3.1	0.1
Фрукты	13.5	0.5	-0.6	0.0	-32.4	-1.0
Овощи и картофель	19.2	1.0	7.8	0.4	-37.6	-2.0
Рыба	24.2	0.2	27.5	0.2	1.4	0.0
Яйца	23.0	0.3	-8.0	-0.1	-2.9	0.0
Сахарный песок	16.7	0.1	3.4	0.0	-4.8	0.0
Непродовольственные товары	-2.9	-0.6	-0.8	-0.2	0.7	0.1
Услуги	-1.4	-0.5	-0.5	-0.2	0.3	0.1

По официальным данным НСС РА, инфляция в октябре составила 0,8%, обусловленная, в основном, ростом цен на товарные категории «овощи и картофель», «масла и жиры», а также «одежда», «обувь» на 11,8%, 5,6%, 1,3%, 7,7% и 9,6% соответственно (общее содействие инфляции 1,3 процентного пункта). С другой стороны, дефляция была зарегистрирована среди категории «фрукты» и услуг воздушного транспорта (общее содействие инфляции -0,5 процентного пункта). В результате 12-месячная инфляция увеличилась и составила 1,2%.

¹⁴ Показатели по товарной категории продовольственных товаров рассчитаны в годовом исчислении со стороны ЦБ с использованием данных НСС РА.

Основные причины инфляции мясных продуктов

Высокий рост цен на мясные продукты был обусловлен объемами экспорта крупного и мелкого рогатого скота в 2017 году, а также резким скачком цен на свинину на международных рынках.

График 30

Рост внутренних цен на свинину обусловлен ростом цен на свинину на международных рынках в 2017 г.



График 31

Рост цен на говядину обусловлен резким ростом объема экспорта крупнорогатого скота в 3-м кв. 2017 г.



График 32

Рост цен на ассортимент мясoproductов обусловлен ростом объема экспорта мелкого скота в 2017 г.

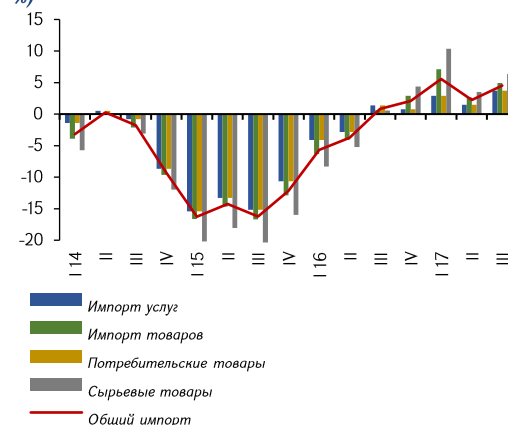


Цены на импорт. Вместе с ускорением мирового спроса в третьем квартале 2017 года ускорились темпы роста долларовых цен на импортируемые в РА товары и услуги, составив в среднем 2,5% кв/кв. По сравнению с соответствующим периодом прошлого года рост составил 4,5%. Среди цен на отдельные товары на фоне ускорения спроса на мировом рынке довольно высокий рост проявили цены на масло и свинину (см. вкладки 1 и 3). В то же время, в условиях развития мировой экономики ускорились темпы инфляции также на международных рынках нефти, зерна и железной руды.

Ускорение темпов мировых долларовых цен, особенно в условиях укрепления обменных курсов в России и Евросоюзе, вызвало в РА рост цен на товары конечного потребления, влияние которого на общий рост долларовых цен на импорт составило 6,6 процентного пункта.

График 33

В 3-м квартале 2017г. долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились (в годовом исчислении, %)



3.2. Экономические развития

3.2.1. Позиция экономики

Вследствие сокращения денежных переводов из РФ в 2015-2016 годах в экономике РА резкий спад был зарегистрирован по части частного потребления и вложений. В результате в экономике сформировался отрицательный разлом ВВП, вызвав на потребительском рынке существенные дефляционные давления. Исходя из создавшейся ситуации в 2016 году была осуществлена стимулирующая налогово-бюджетная политика. В то же время, ЦБ постепенно смягчил денежно-кредитные условия, причем расширяющая денежно-кредитная политика продолжилась и в 2017 году. Вместе с этим, с третьего квартала 2016 года постепенно восстановились объемы денежных переводов из РФ.

Указанные факторы обусловили зарегистрированный с начала 2017 года рост частных затрат, фактический уровень ВВП постепенно приблизился к потенциальному уровню, то есть отрицательный разлом ВВП сократился, чему в значительной степени содействовал также рост экспорта товаров и услуг¹⁵. Несмотря на значительное сокращение разлома ВВП, в третьем квартале 2017 года циклическая позиция экономики осталась слегка отрицательная, в результате в экономике были зарегистрированы слабые дефляционные давления.

График 34

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

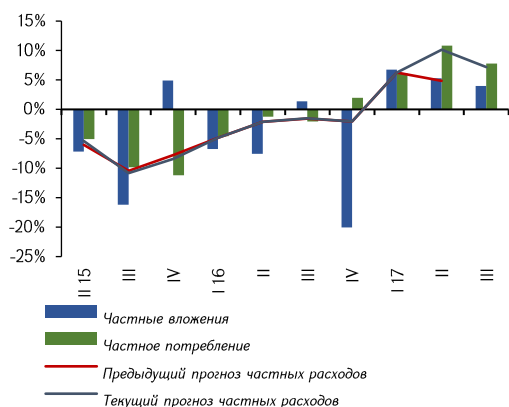
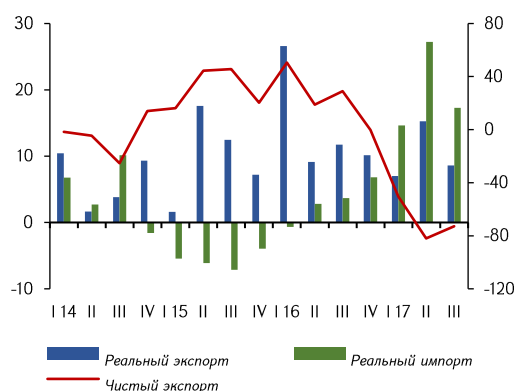


График 35

Ухудшение чистого экспорта в реальном выражении замедлилось в 3-м кв. 2017 г.
(чистый реальный экспорт, в годовом исчислении, %
положительный знак - улучшение)



3.2.2. Расходная сторона экономики

В третьем квартале 2017 года продолжилось восстановление спроса в частном секторе, превысившее ожидания ЦБ. В частности, был зарегистрирован 7,2% рост частных затрат, обусловленный 7,8% ростом частного потребления и 4% ростом частных вложений.

Зарегистрированному в третьем квартале росту частного потребления и частных вложений существенное содействие оказал рост денежных переводов из РФ, осуществленная ЦБ расширяющая денежно-кредитная политика, а также политика Правительства по стимулированию вложений. Следует отметить, что направленная на сдерживание государственного долга налогово-бюджетная политика сдержала рост затрат частного сектора в третьем квартале.

В результате зарегистрированного с начала 2017 года неуклонного роста частных затрат, этот показатель приблизился к потенциальному уровню, что существенным образом уменьшило отрицательный разлом спроса частного сектора.

¹⁵ Несмотря на положительное содействие экспорта, в условиях значительного роста импорта в 2017 году чистый внешний спрос замедлил сокращение отрицательного разлома ВВП.

Тем не менее, затраты частного сектора в третьем квартале продолжали оказывать дефляционное содействие. Однако, под влиянием более быстрого, чем предусматривалось в предыдущей программе, восстановления частного спроса, размер содействия значительно сократился.

В третьем квартале 2017 года, в соответствии с оценками ЦБ РА, в результате опережающего роста реальных объемов импорта влияние чистого реального экспорта на рост ВВП было отрицательным. В течение квартала темпы роста реального экспорта товаров и услуг¹⁶ составили 8,6% в годовом исчислении, а реальный рост импорта товаров и услуг составил 17,3 в годовом исчислении.

Темпы роста долларовой стоимости чистых денежных переводов физических лиц (включая вознаграждение сезонных трудовых мигрантов и личные трансферты) ускорились в третьем квартале 2017 года и составили 15,7% в годовом исчислении под влиянием ускорения восстановления экономики России.

Налогово-бюджетная политика¹⁷. В третьем квартале 2017 года расходы бюджета были исполнены в соответствии с прогнозами ЦБ, а доходы были меньше чем, чем прогнозировалось¹⁸. Импульс налогово-бюджетной политики на совокупный спрос был по оценкам сдерживающим на 1,9 процентного пункта, вместо сдерживающего на 3,0 процентных пункта.

В третьем квартале 2017 году было зарегистрировано недополучение доходов совокупного бюджета: показатель был ниже прогноза на 5,4%. Импульс доходов был сдерживающим на 0,2 процентного пункта.

Расходы государственного бюджета были исполнены в третьем квартале в соответствии с прогнозами ЦБ. **Государственное потребление** превысило прогноз на 9%, а **расходы по статье «Операции с нефинансовыми активами»** были меньше прогноза на 7%. В результате импульс расходов был сдерживающим на 2,1 процентного пункта, что соответствует прогнозу.

В результате вышеописанных развитий доходов и расходов в третьем квартале сформировался дефицит бюджета примерно на 50,5 млрд драмов, что на 65% превысило показатель, прогнозированный ЦБ.

График 36

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

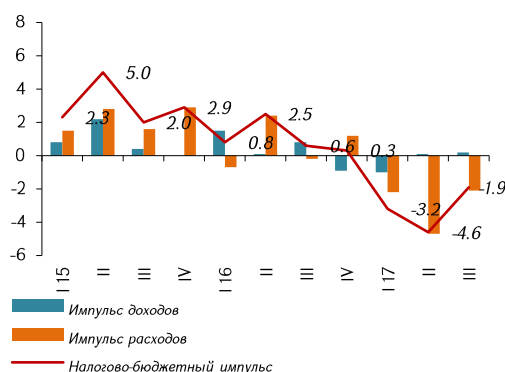


График 37

Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов РА)

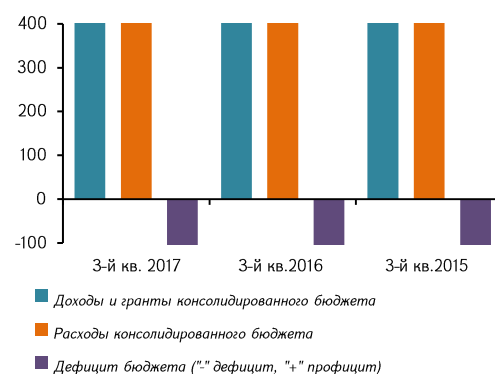
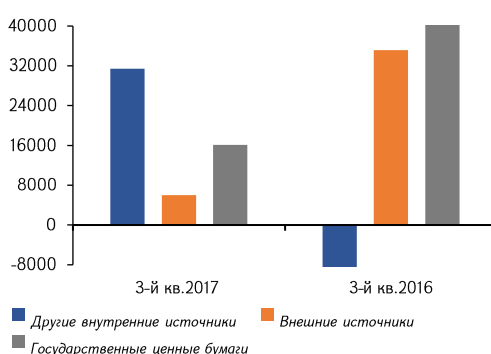


График 38

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



¹⁶ Показатели реального роста экспорта и импорта являются оценками ЦБ РА.

¹⁷ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен с использованием предварительных фактических показателей консолидированного бюджета (оценка бюджета общин) – без учета внебюджетных средств, рассчитанных на базе предварительных фактических показателей за третий квартал (включая показатели групп по реализации проектов). Причем, воздействие доходов рассчитано по отношению к прогнозируемому номинальному показателю ВВП, а воздействие расходов – к оцененному экономическому потенциалу.

¹⁸ Прогноз по доходам совпал с пересмотренными квартальными пропорциями бюджета.

3.2.3. Доходная сторона экономики

В период с января по сентябрь 2017 года экономическая активность увеличилась на 5,1 процентного пункта, и рост ВВП в третьем квартале составил по оценкам 4,0%, слегка превысив прогноз ЦБ.

Экономический рост в третьем квартале был зарегистрирован в промышленности и сфере услуг, показатели которых повысились в отчетном периоде на 6,7% и 12,6% соответственно. Причем, рост в сфере услуг превысил ожидания ЦБ и был обусловлен быстрым восстановлением как внутреннего, так и внешнего спроса. Стабильный рост в промышленности был обусловлен неуклонным повышением потенциала экспорта.

Развития других отраслей экономики в третьем квартале оказали отрицательное влияние на показатель роста экономики. В частности, в отчетном периоде в отраслях сельского хозяйства и строительства сохранился зарегистрированный с начала года спад (соответственно на 11% и 6,9%).

Показатель производительности (ед. времени / реальная продукция) имел высокий темп роста с начала года, что частично обуславливает высокий уровень роста активности в экономике. Во втором квартале 2017 года темп роста производительности составил 5,2%, который, по оценкам, слегка снизился в третьем квартале и составил 4,1%.

3.2.4. Рынок труда

Начиная с 2017 года, параллельно росту экономики, наблюдалось также ускорение темпов роста средней номинальной заработной платы **частного сектора**, однако в третьем квартале рост был несколько ниже предыдущих прогнозов и составил 4%, что обусловлено более низкими по отношению к ожиданиям темпами инфляции. Тем не менее, рост реальных заработных плат частного сектора близок к историческим средним значениям последних лет. В третьем квартале 2017 года номинальная заработная плата в **государственном секторе** снизилась -0,6%, что ниже прогноза ЦБ. В результате в третьем квартале 2017 года **темп роста средней номинальной заработной платы** был слегка пересмотрен вниз и составил по оценкам 2,4%.

Уровень безработицы в третьем квартале 2017 года составил по оценкам 17,4%, что существенно не отличается от прежних прогнозов.

В отчетном периоде увеличились расходы предприятий на единицу рабочей силы, отразив ускорение частных заработных плат по отношению к темпам выпуска в расчете на единицу рабочей силы.

График 39

Динамика ВВП и отраслей экономики

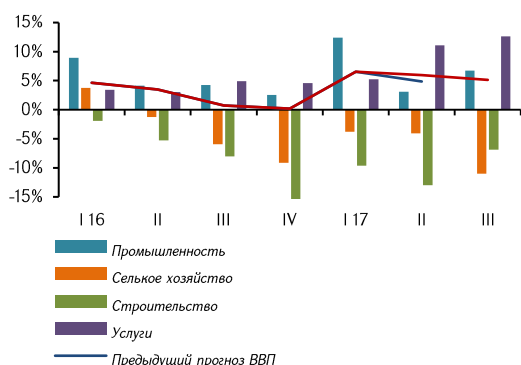


График 40

Динамика средних заработных плат по секторам в годовом исчислении (%)

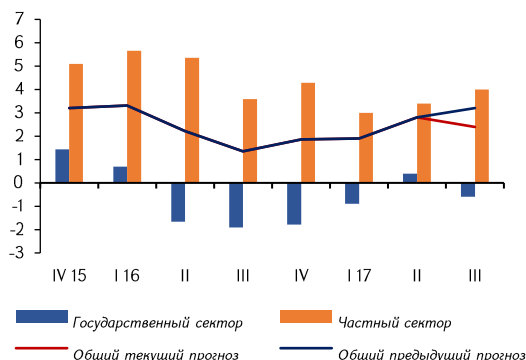
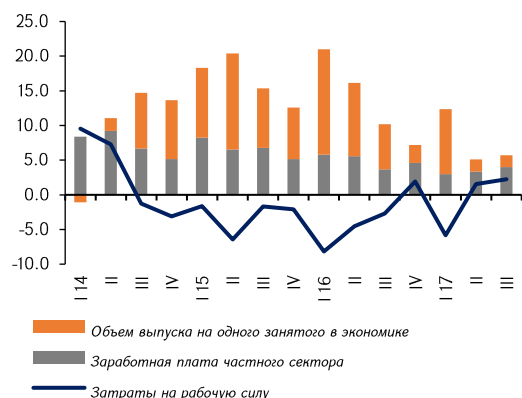


График 41

Годовой прирост затрат на оплату труда (%)



3.3. Развитие финансового рынка

3.3.1. Финансовые рынки

В течение третьего квартала 2017 года Совет ЦБ вновь не изменил процентную ставку рефинансирования.

Решение Совета ЦБ РА о сохранении 6% уровня ставки политики было основано на фактических и ожидаемых макроэкономических развитиях и прогнозах инфляции. Было оценено, что действующий уровень процентной ставки политики достаточно стимулирующий, он сохранит свое содействие инфляции также и в последствии для обеспечения целевого уровня инфляции в прогнозном горизонте.

Таблица 6

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатели	III кв. 16	IV кв. 16	I кв. 17	II кв. 17	III кв. 17
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	6.75	6.25	6.00	6.00	6.00
Ставка РЕПО ЦБ	7.35	6.54	6.13	6.05	6.06
Ставка межбанковского РЕПО	7.27	6.19	6.06	5.86	5.33
Доходность краткосрочных государственных облигаций	7.87	6.65	7.21	6.56	6.19
Доходность среднесрочных государственных облигаций	11.36	10.13	9.97	8.76	8.45
Доходность долгосрочных государственных облигаций	14.16	13.65	13.18	13.03	10.03

В третьем квартале 2017 года на финансовом рынке сохранились тенденции, характерные для предыдущего периода.

В условиях высокого уровня ликвидности в банковской системе спрос на предлагаемый ЦБ инструмент репо был весьма небольшим, и сохранилась тенденция к снижению рыночных краткосрочных ставок. Квартальное значение межбанковского репо снизилось по отношению с предыдущим кварталом на 0,53 процентного пункта и составило 5,86%, а в сентябре средняя месячная ставка составила 5,33%, что меньше июньского показателя на 0,45 процентного пункта. Ставки по межбанковским репо сроком до 14 дней в июне были ниже ставки рефинансирования ЦБ на 0,82 процентного пункта¹⁹.

Валютный рынок. В третьем квартале 2017 года ЦБ продолжил проведение стимулирующей денежно-кредитной политики, в результате наблюдалось значительное снижение ставок на межбанковском денежном рынке, тогда как процентные ставки ФРС США росли. Разница между внешними и внутренними процентными ставками продолжала сокращаться, что частично также отражает сокращение надбавки за риск РА. В то же время, в течение квартала ЦБ купил на

График 42

В течение квартала краткосрочные ставки снизились (%)

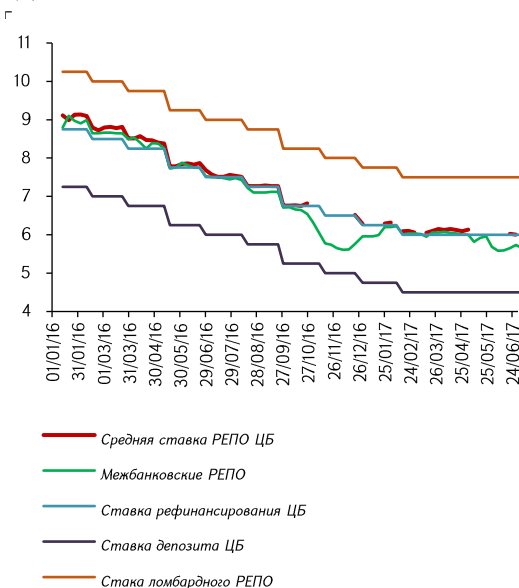
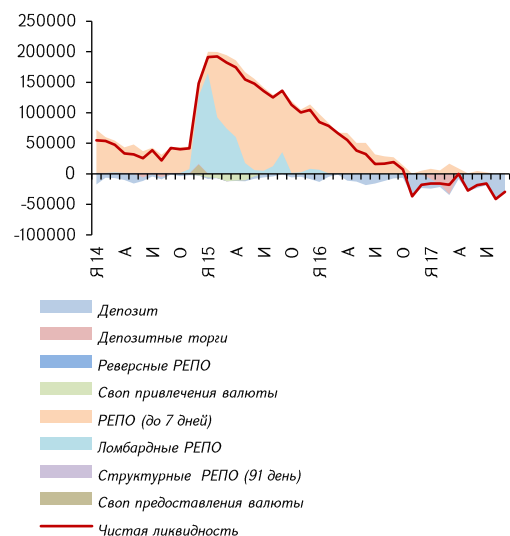


График 43

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



¹⁹ В третьем квартале 2017 года 97% операций РЕПО составили операции со сроками от 1-го до 14 дней.

График 44

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

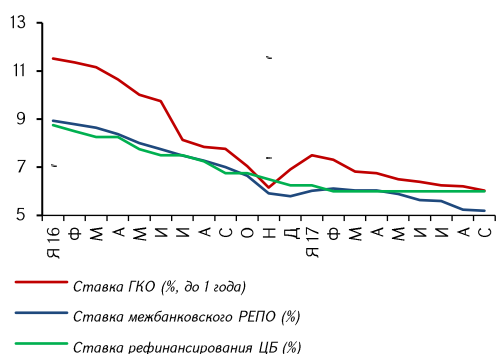


График 45

В 3-м квартале 2017 г. доходность на рынке государственных облигаций уменьшилась по всей кривой

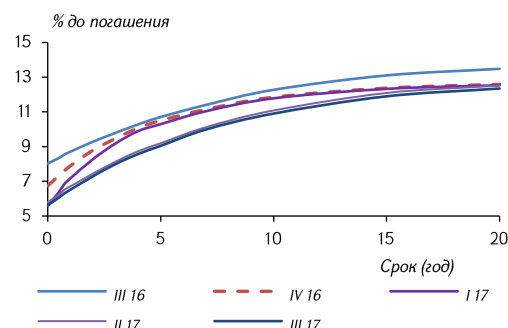


График 46

Ставки депозитов и кредитов юридическим лицам

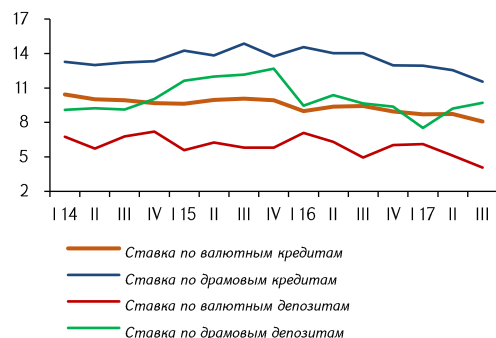
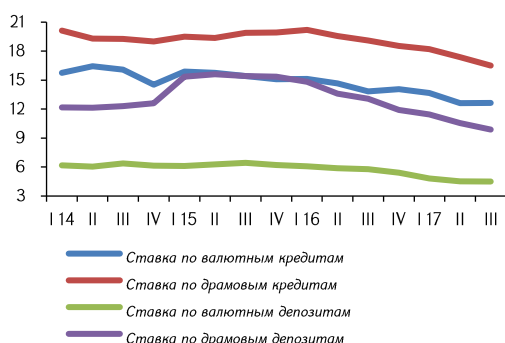


График 47

Ставки депозитов и кредитов физическим лицам



валютном рынке примерно 99,1 млн долларов США с целью нейтрализации краткосрочной волатильности на валютном рынке, обусловленной сезонностью платежного баланса. Номинальный обменный курс драма к доллару США проявил в основном, устойчивость, укрепившись на 1%. Следует добавить, что в условиях более высокого укрепления валют стран - партнеров по отношению к доллару США (в частности - евро), номинальный эффективный курс драма ослаб в третьем квартале на 1,1%.

В течение квартала ожидания участников финансовой системы были относительно устойчивыми. В то же время, высокий уровень избытка ликвидности, а также влияние стимулирующей политики ЦБ продолжили содействовать формированию большого спроса на облигации на рынке государственных облигаций и снижению доходности. Доходность облигаций равномерно снизилась по всей длине кривой доходности государственных облигаций: в конце сентября кривая переместилась по отношению с концом июня параллельно вниз на 0,17 процентного пункта.

Несмотря на то, что с марта ЦБ сохранял неизменной ставку политики, Осуществленная до этого расширяющая денежно-кредитная политика продолжала оказывать влияние на финансовый рынок и, наряду с конкуренцией между финансовыми организациями и существующей ликвидностью, содействовала снижению ставок и увеличению объемов средств, привлеченных и предоставленных коммерческими банками.

В течение квартала продолжился рост привлечения вкладов. Снижение ставок сопровождалось ростом как драмовых, так и валютных вкладов, причем 8,0% рост драмовых вкладов был обусловлен, в основном, ростом средств, привлеченных от физических лиц. Инвалютные вклады увеличились на 3,2%. Снижение уровня долларизации составило в течение квартала 0,6 процентного пункта.

Как и ожидалось, в условиях снижения процентных ставок, упрощения процедур кредитования продолжился рост объемов кредитования. Рост кредитов, выданных экономике, составил за квартал 3,9%, за счет, в основном, драмовых кредитов, выданных предприятиям. 12-месячный рост общего объема кредитования экономики составил в сентябре 2017 года 12,8%, что выше ожидаемого ЦБ показателя.

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

Согласно результатам проведенного в третьем квартале 2017 года опроса об условиях кредитования со стороны банков и кредитных организаций РА, продолжилось упрощение условий по всем направлениям кредитования. Решающими факторами, повлиявшими на упрощение, явились конкуренция между банками и другими финансовыми организациями, рост уровня ликвидности банков, что привело к снижению процентных ставок кредитования, продлению сроков предоставления, сокращению взиманий непроцентных платежей. Эти платежи слегка повысились по части предоставления ипотечных кредитов. Вырос фактический спрос на все виды кредитования.

Что касается ожиданий банков и кредитных организаций по четвертому кварталу 2017, то здесь сформировались ожидания как существенного упрощения процедур, так и существенного роста спроса.

Результаты опросов совпадают с оценками ЦБ по восстановлению спроса экономики.

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	оценка	программа	программа
Цены										
Инфляция (в годовом исчислении, конец периода, %)	9.4	4.7	3.2	5.6	4.6	-0.1	-1.1	2.5	4.2	4.4
Индекс потребительских цен (в годовом исчислении, среднее, %)	8.2	7.7	2.6	5.8	3.0	3.7	-1.4	1.2	3.3	4.3
Базовая инфляция (в годовом исчислении, среднее, %)	7.5	8.6	5.3	5.8	1.9	5.1	-2.0	0.7	4.5	5.4
Совокупный продукт										
ВВП (млрд драмов РА)	3690.0	4028.9	4266.5	4555.6	4828.6	5043.6	5079.7	5394.6	5784.3	6268.5
ВВП (% ,реальный рост)	2.2	4.7	7.2	3.3	3.6	3.2	0.2	4.6	4.1	4.2
Предложение										
Промышленность (% ,реальный рост)	9.2	13.6	6.4	6.3	-0.9	6.2	5.1	7.5	4.9	6.6
Сельское хозяйство (% ,реальный рост)	-16.0	14.0	9.5	7.6	6.1	13.2	-5.8	-7.2	6.9	7.4
Строительство (% ,реальный рост)	3.3	-12.2	4.5	-7.4	-4.5	-3.1	-11.3	-7.2	4.3	3.4
Услуги (% ,реальный рост)	4.1	4.7	6.3	3.1	6.7	1.6	4.1	8.9	3.2	2.4
Налоги, нетто (% ,реальный рост)	13.4	3.8	9.9	3.6	1.8	-5.1	-4.3	6.7	3.4	4.3
Спрос										
Потребление (% ,реальный рост)	3.9	2.6	7.7	1.9	1.3	-6.4	-0.9	6.6	3.5	2.8
Государственное потребление (% ,реальный рост)	3.9	1.9	-1.4	8.7	3.4	4.5	0.9	2.2	1.0	2.2
Частное потребление (% ,реальный рост)	3.9	2.7	9.1	0.9	0.6	-7.9	-1.2	7.4	3.6	2.9
Валовые вложения (% ,реальный рост)	0.5	-5.2	0.5	-10.5	-2.6	-1.2	-8.7	2.2	9.9	7.1
Государственные вложения (% ,реальный рост)	-12.7	-6.1	-22.4	-13.8	9.3	13.6	5.6	-22.4	31.5	18.0
Частные вложения (% ,реальный рост)	2.6	-5.1	3.6	-10.0	-4.4	-4.2	-10.5	5.9	7.5	4.9
Экспорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	20.4	14.5	11.5	8.5	6.1	9.9	13.5	8.4	5.4	4.1
Импорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	7.1	-0.1	4.7	5.5	4.2	-5.6	3.5	13.7	3.8	3.7
Внешний сектор										
Торговый баланс (млн долларов США)	-2065.7	-2109.8	-2111.9	-2196.2	-2055.4	-1186.4	-944.4	-1189.0	-1245.7	-1307.8
Баланс услуг (млн долларов США)	-260.8	-65.8	-101.6	-124.3	-113.0	-94.5	-71.4	-73.6	-55.0	-37.8
Денежные переводы (млн долларов США)	1421.9	1440.4	1539.8	1755.1	1616.1	1082.4	989.6	1134.2	1215.7	1304.8
Текущий счет (млн долларов США)	-1261.4	-1058.9	-1057.9	-812.9	-883.1	-279.1	-238.1	-254.4	-375.4	-381.0
Торговый баланс (доля в ВВП, %)	-22.1	-20.8	-19.9	-19.7	-17.8	-11.3	-8.9	-10.7	-10.4	-10.4
Баланс услуг (доля в ВВП, %)	-2.8	-0.7	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.7	-0.7	-0.5	-0.3
Денежные переводы (доля в ВВП, %)	15.2	14.2	14.6	15.8	14.0	10.3	9.3	10.2	10.2	10.4
Текущий счет (доля в ВВП, %)	-13.5	-10.5	-10.0	-7.3	-7.6	-2.7	-2.2	-2.3	-3.1	-3.0
Государственный сектор										
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	780.4	880.9	946.2	1071.4	1144.8	1167.7	1171.1	1201.4	1307.3	-
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	699.4	777.4	878.4	1000.9	1064.1	1067.9	1079.7	1146.7	1247.9	-
Расходы (млрд драмов РА)	954.3	986.5	1006.1	1142.9	1235.1	1409.0	1449.1	1381.9	1464.2	-
Дефицит (млрд драмов РА)	-173.9	-105.6	-59.9	-71.5	-90.3	-241.3	-278.0	-180.5	-156.9	-
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	22.6	23.3	22.2	23.5	23.7	23.2	23.1	22.3	22.6	-
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	20.2	20.6	20.6	22.0	22.0	21.2	21.3	21.3	21.6	-
Расходы (доля в ВВП, %)	27.6	26.1	23.6	25.1	25.6	28.0	28.6	25.6	25.3	-
Дефицит (доля в ВВП, %)	-5.0	-2.8	-1.4	-1.6	-1.9	-4.8	-5.5	-3.3	-2.7	-
Денежно-кредитный сектор										
Денежная масса (в годовом исчислении, конец периода, %)	11.8	23.7	19.5	14.8	8.3	10.8	17.5	10.9	6.3	-
Драмовая масса (в годовом исчислении, конец периода, %)	15.7	26.4	11.9	14.9	-3.5	5.2	24.8	20.0	10.7	-
Кредиты экономике (в годовом исчислении, конец периода, %)	26.7	35.3	27.6	12.9	20.8	-3.3	6.0	-	-	-
ллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	373.7	372.4	401.8	409.6	415.9	477.9	480.5	-	-	-