

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 27 октября 2018 года номер 203-А*

Обзор инфляции

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



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 3-го квартала 2018 г.*

Политика инфляционного таргетирования тесно переплетается с задачей обеспечения связей ЦБ с общественностью, одной из форм осуществления которой является опубликование квартальных обзоров инфляции.

Первый раздел «Обзора инфляции» состоит из программы денежно-кредитной политики, предусматриваемой для последующего квартала, в которой представлены 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, на которые влияют также предпринимаемые ЦБ действия.

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

Опубликование прогноза инфляции по целевому показателю и вытекающих из этого предположений позволяет повысить прозрачность, доступность и предсказуемость проводимой денежно-кредитной политики 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.

В качестве своей цели 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 на основе всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 14 августа 2018 года, с учетом результатов опросов Центрального банка и выводов, вытекающих из информации о будущих макроэкономических развитиях.

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

Содержание

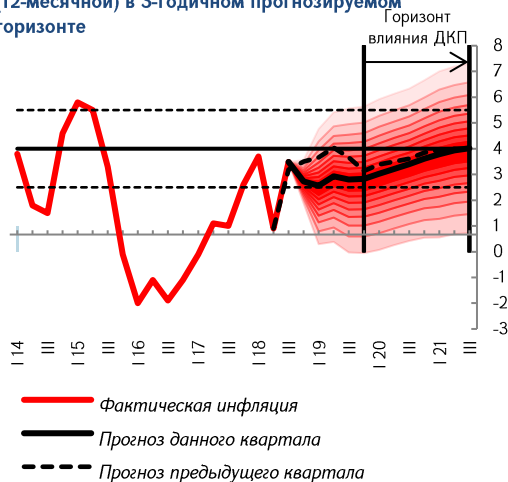
1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	5
2.1. Внешняя среда	5
2.2. Прогнозы	7
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	7
2.2.2. Экономическая активность	9
2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом	12
2.2.4. Основные суждения и риски	14
Вкладка 1. Результаты опроса относительно ожиданий домашних хозяйств и финансовой системы	15
3. Фактические развития, третий квартал 2018 года	18
3.1. Инфляция	18
3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции	18
3.1.2. Цены	19
3.2. Экономические развития	21
3.2.1. Позиция экономики	21
Вкладка 2. Потенциал ВВП и разрыв ВВП	21
3.2.2. Расходная сторона экономики	23
3.2.3. Производственная сторона экономики	25
3.2.4. Рынок труда	26
3.3. Развития финансового рынка	26
Приложение	
Основные макроэкономические показатели	29
Графики	30
Таблицы	31

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

В условиях осуществляемой Центральным банком стимулирующей денежно-кредитной политики и ожидаемых экономических развитий 12-месячная инфляция проявит устойчивую динамику, оставаясь в допустимом интервале колебаний и в прогнозном горизонте укрепитя вблизи 4% целевого уровня.

График 1

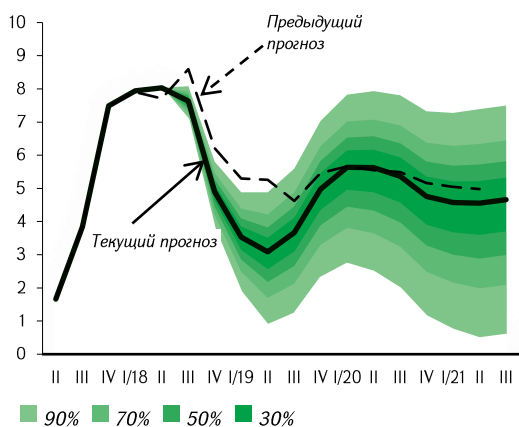
Распределение вероятностей прогноза инфляции (12-месячной) в 3-годичном прогнозируемом горизонте



Источник: Статистический комитет РА, прогноз ЦБ РА

По сравнению с высокой экономической активностью, зафиксированной в первом полугодии 2018 года, в третьем квартале темпы ее роста несколько замедлились, что обусловлено факторами как предложения, так и слабого внутреннего спроса.

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



Источник: Статистический комитет РА, прогноз ЦБ РА

В четвертом квартале 2018 года общая инфляция и базовая инфляция замедлились. В условиях осуществляемой стимулирующей денежно-кредитной политики Центрального банка и ожидаемых экономических развитий 12-месячная инфляция проявит устойчивую динамику, оставаясь в допустимом интервале колебаний и в прогнозном горизонте укрепитя вблизи 4% целевого уровня.

В третьем квартале сохранилась низкая инфляционная среда, и 12-месячная инфляция колебалась в нижней части допустимого диапазона. Несмотря на наличие инфляционных влияний, вызванных шоками предложения на рынках некоторых товарных категорий, наблюдалось снижение базовой инфляции и краткосрочных инфляционных ожиданий, которые были обусловлены преимущественно более слабыми, чем ожидалось, развитиями спроса. **В создавшейся макроэкономической ситуации и в условиях низкой инфляционной среды существующий уровень ставки политики считается достаточно стимулирующим, поэтому ЦБ оставил ее без изменения, сохранив стимулирующие условия. В то же время, на фоне ожидаемых развитий, нейтрализация стимулирующих денежно-кредитных условий будет происходить очень медленными темпами с тем, чтобы придать наиболее устойчивые импульсы для темпов восстановления экономики.**

По сравнению с высокой экономической активностью, зафиксированной в первом полугодии 2018 года, в третьем квартале темпы ее роста несколько замедлились, что обусловлено факторами как предложения, так и слабого внутреннего спроса.

В соответствии с базовым сценарием, в среднесрочном периоде развития экономического роста будут обусловлены преимущественно динамикой основополагающих показателей экономики, инвестиционной активностью и расширением производственных мощностей, а также ходом осуществления Правительством структурных реформ и уровнем ожидаемого потенциала экономического роста стран-партнеров.

Риски отклонения инфляции и экономического роста от прогнозов, **как в краткосрочном, так и в среднесрочном периоде** равнонаправленные, однако баланс отрицательный, то есть преобладают риски, направленные вниз (подробнее в подразделе «2.2.4. Основные суждения и риски»).

Центральный банк внимательно следит за макроэкономическими развитиями и в случае проявления рисков отклонения от прогнозного сценария предпримет адекватные действия для обеспечения стабильности цен.

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

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

К концу 2018 года мировая экономика продолжит плавный рост, однако в последующие годы, в условиях ослабления мирового спроса, ожидается постепенное замедление экономического роста. В частности из основных стран – торговых партнеров РА – в США прогнозируется сохранение высоких темпов роста экономики, в еврозоне продолжится некоторое замедление темпов высокого роста, а в России в краткосрочном отрезке продолжится медленное восстановление экономического роста.

Экономические развития во внешнем секторе. Согласно предварительной оценке Бюро анализа Министерства торговли США, в третьем квартале 2018 года в Соединенных Штатах Америки экономический рост в годовом выражении составил 3,0%, в результате, средний экономический рост в 2018 году составит, по прогнозу, 2,8%² за счет высоких показателей внутреннего спроса, а также продолжающегося положительного влияния налоговых реформ. Снижение уровня безработицы продолжилось и в третьем квартале 2018 года. По сравнению с аналогичным периодом предыдущего года уровень составил 3,9%.

Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в **еврозоне** в третьем квартале 2018 года составил 1,7% в годовом исчислении, а на 2018 год прогнозируется 2,0%. Основной причиной замедления экономического роста в еврозоне стал низкий темп экономического роста крупных стран-участников, положительное влияние оказали высокие уровни частного потребления в отдельных странах еврозоны. В третьем квартале 2018 года уровень безработицы в еврозоне снизился, составив 8,1%.

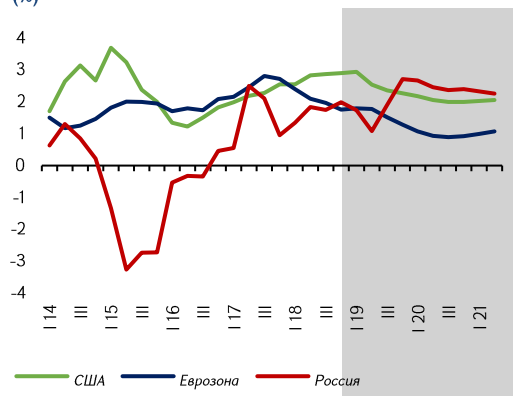
Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы **России**, экономический рост в третьем квартале 2018 года составил 1,3% в годовом выражении, вместо 1,8% в предыдущем квартале, а в 2018 году составит 1,6%. Низкий показатель третьего квартала обусловлен главным образом сокращением вложений из-за примененных к России санкций, а также низким показателем отрасли сельского хозяйства. В условиях такой экономической активности продолжилось снижение уровня безработицы, составив 4,5% в третьем квартале 2018 года.

Инфляция и финансовые развития во внешнем секторе. Развита цен на рынках сырья и продовольственных товаров в третьем квартале 2018 года проходили в направлении снижения, за исключением международных цен на нефть, сохранивших проявившуюся

К концу 2018 года мировая экономика будет продолжать свой плавный рост, однако что касается последующих лет, то в условиях ослабления мирового спроса, предполагается постепенное замедление экономического роста.

График 3

Экономический рост в странах - торговых партнерах (%)



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

² Указанные оценки по краткосрочным и долгосрочным отрезкам стран-партнеров РА являются прогнозами ЦБ.

с начала года тенденцию роста, которая, однако в начале четвертого квартала сменилась снижением.

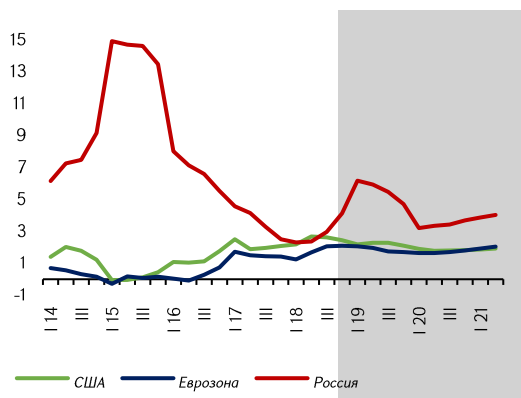
В третьем квартале 2018 года средняя квартальная инфляция в США сохранилась вблизи высокого уровня, зафиксированного в предыдущем квартале, составив 2,6%, что выше среднесрочного целевого показателя ФРС. В подобных условиях развития экономики и цен, в третьем квартале, как и ожидалось, ФРС США повысила ставку политики вновь на 0,25 процентного пункта и установила ее в интервале 2,0-2,25%. Ожидается, что в 2018 году инфляция в США сохранится на уровне, превышающем целевой, и учитывая также тенденцию развития роста экономики, ФРС США продолжит осуществление постепенного ужесточения денежно-кредитной политики. А на финансовом рынке, в условиях повышения долгосрочных ставок по казначейским облигациям США, сохранится отток капитала из развивающихся стран и обусловленный этим риск волатильности финансовых рынков, которая в настоящее время ослабла по сравнению с высокой волатильностью, зафиксированной в третьем квартале.

В еврозоне в третьем квартале 2018 года средняя квартальная инфляция ускорилась и установилась на уровне 2,1%, оказавшись выше предусмотренного ЕЦБ целевого уровня, чему главным образом содействовали растущие с начала года международные цены на нефть. Тем не менее базовая инфляция продолжает оставаться на низком уровне. На фоне таких развитий экономики, в целях сохранения инфляции в среднесрочном отрезке вблизи целевого уровня, ЕБЦ продолжит политику низких процентных ставок, осуществляя программу количественного расширения по покупке активов по декабрь включительно в объеме 15 млрд евро, которую завершит в конце года. ЕЦБ также объявил, что оставит процентные ставки политики без изменения как минимум до середины 2019 года.

В третьем квартале 2018 года средняя квартальная инфляция в России ускорилась и составила 3,0% (в предыдущем квартале – 2,4%), оставаясь ниже 4% целевого уровня, установленного Банком России. Повышение уровня инфляции стало главным образом следствием восстановления цен на некоторые категории продовольственных товаров. Свое влияние оказал также ослабленный российский рубль. Следует также отметить, что в июне 2018 года было объявлено о решении повысить с начала 2019 года НДС в России. На фоне подобных инфляционных развитий, а также вследствие высоких цен на топливо, ослабленного с начала года курса рубля и повышения со следующего года налога на добавленную стоимость, в третьем квартале 2018 года Банк России изменил направление денежно-кредитной политики, повысив ставку до уровня 7,5%. Таким образом ожидается, что Банк России, учитывая риски, обусловленные внешним сектором, развития инфляции, инфляционных ожиданий и экономического роста, будет корректировать денежно-кредитную политику в нужном направлении.

В третьем квартале 2018 года евро ослаб по отношению к доллару США на 2,4% кв/кв и составил 1,16 долларов США за евро, что, в

График 4
Инфляция в странах-партнерах (%)



Источник: Бюро трудовой статистики (BEA),
Евростат, Росстат, прогноз ЦБ РФ

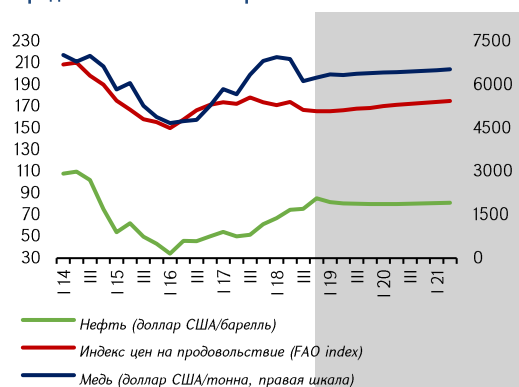
основном, вызвано различием в денежно-кредитных политиках, осуществляемых двумя странами. Российский рубль в том же периоде ослаб на 10,0% кв/кв, составив в среднем 65,6 рублей за доллар США, в основном, из-за применения США санкций против России. В краткосрочном периоде ожидается небольшое укрепление российского рубля, связанное главным образом с изменением направления денежно-кредитной политики Банка России.

Что касается сырьевых товаров, то на международном рынке меди в третьем квартале 2018 года был зафиксирован резкий спад цен, а международные цены на нефть в течение этого периода повысились. Снижение международных цен связано с замедлением роста экономики Китая, являющегося крупным экспортером и импортером меди, а также ожиданием сокращения спроса по причине обострившейся торговой войны между США и Китаем. Однако следует отметить, что в прогнозном горизонте ожидается восстановление международных цен на медь, поскольку есть надежда на сглаживание торговой напряженности. Несмотря на решение об увеличении объемов добычи нефти в рамках ОПЕК+, в третьем квартале 2018 года был зафиксирован рост международных цен на нефть, обусловленный применением США санкций против Ирана, влияние которого на цены продолжится также в краткосрочном отрезке. Тем не менее, торговая война, а также действующие санкции чреваты большими рисками, что может отразиться на ценах на сырьевые товары.

В третьем квартале 2018 года на рынке продовольствия было зафиксировано снижение цен почти на все товарные категории по сравнению с предыдущим кварталом. В частности, снизились цены на молочные продукты, растительное масло и сахарный песок, несмотря на то, что из-за плохих ожиданий урожая сахарной свеклы и ослабления бразильского реала к доллару США уже в октябре снижение сменилось ростом.

График 5

Международные цены на сырьевые и продовольственные товары



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

2.2. Прогнозы

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

В четвертом квартале 2018 года, как общая инфляция, так и базовая инфляция замедлились. В условиях осуществляемой Центральным банком стимулирующей денежно-кредитной политики и ожидаемых экономических развитий инфляция останется на устойчивом уровне и будет колебаться вблизи нижней границы допустимого диапазона, укрепившись в прогнозном горизонте вблизи целевого показателя.

В четвертом квартале 2018 года, как общая инфляция, так и базовая инфляция замедлились.

В условиях осуществляемой Центральным банком стимулирующей денежно-кредитной политики и ожидаемых экономических развитий инфляция останется на устойчивом уровне и будет колебаться вблизи нижней границы допустимого диапазона, укрепившись в прогнозном вблизи целевого показателя.

В третьем квартале базовая инфляция продолжила снижение, несмотря на наличие инфляционных влияний, вызванных шоками предложения на рынках некоторых товарных категорий³, что сочетается также с более слабыми, чем ожидалось, развитиями спроса. Спад цен в третьем квартале на сезонные товары, особенно на овощи, был мягче обычного, что вызвано как определенным перемещением сельскохозяйственного цикла, так и небогатым урожаем отдельных культур. Исходя из этого, в четвертом квартале ожидается, что восстановление цен на сезонные товары будет наиболее слабым.

По оценкам ЦБ, показатели экономической активности в третьем квартале заметно снизились по сравнению с предыдущим кварталом, что вызвано сокращением главным образом объемов выпуска продукции отрасли сельского хозяйства и объема добычи горнодобывающей промышленности. С точки зрения спроса, основная часть оцениваемого сокращения обусловлена снижением темпов роста частного потребления. В то же время, совокупный спрос продолжает оставаться под значительным сдерживающим влиянием государственного спроса, что обусловлено существенной экономией расходов бюджета. В результате разрыв ВВП в третьем квартале 2018 года будет, по оценкам, отрицательным. Ожидается также, что до конца года он останется в области отрицательных значений, и только в 2019 году постепенно приблизится к нулю, за счет стимулирующей денежно-кредитной среды, а также ожидаемых положительных налогово-бюджетных импульсов. Параллельно указанным развитиям, целостный спрос в краткосрочном отрезке окажется под сдерживающим влиянием ослабления национальных валют стран-партнеров, что, однако, постепенно ослабеет вследствие восстановления внешнего равновесия. В результате вышесказанного, в конце прогнозного горизонта инфляция также укрепитесь вблизи своего целевого показателя. По оценкам, в течение третьего квартала краткосрочные инфляционные ожидания населения слегка снизились на фоне текущих развитий инфляции, в частности, на фоне ослабления базовой инфляции. Тем не менее, ожидания вместе с восстановлением инфляции также закрепятся вблизи целевого показателя. **В результате вышесказанного существующий уровень ставки политики признан довольно стимулирующим, и Совет ЦБ оставил ставку без изменения, сохранив стимулирующие условия. В то же время, на фоне ожидаемых развитий нейтрализация стимулирующих денежно-кредитных условий будет осуществляться очень медленными темпами с тем, чтобы придать наиболее устойчивые импульсы для темпов восстановления экономики.**

График 1

Распределение вероятностей прогноза инфляции (12-месячной) в 3-годичном прогнозируемом горизонте



Источник: Статистический комитет РА, прогноз ЦБ РА

³ Имеется ввиду рост цен в основном на мясо отечественного производства.

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. 2018	0.0%	33.2%	66.8%	0.0%	0.0%
I кв. 2019	13.1%	35.8%	49.7%	1.4%	0.0%
II кв.	10.9%	28.8%	56.0%	4.0%	0.3%
III кв.	15.0%	28.6%	51.1%	4.7%	0.6%
IV кв.	15.0%	28.1%	51.1%	5.1%	0.7%
I кв. 2020	13.1%	25.8%	53.2%	6.7%	1.2%
II кв.	11.0%	23.8%	55.3%	8.2%	1.7%
III кв.	9.4%	21.9%	56.9%	9.7%	2.2%
IV кв.	8.1%	19.5%	57.0%	12.0%	3.4%
I кв. 2021	7.8%	17.8%	55.3%	14.0%	5.0%
II кв.	6.9%	16.5%	55.1%	15.4%	6.1%
III кв.	6.6%	15.8%	54.7%	16.1%	6.8%

2.2.2. Экономическая активность⁴

Совокупный спрос. С третьего квартала 2018 года зафиксированный в первом полугодии высокий темп экономической активности начал снижаться. Однако пока остается высоким рост расходов частного сектора, что обусловлено беспрецедентно высоким ростом запасов оборотных средств. Прогнозируемый на 2018 год экономический рост будет преимущественно обусловлен зафиксированной высокой инвестиционной активностью⁵, ростом кредитования экономики, а также увеличением числа туристов, посетивших Армению.

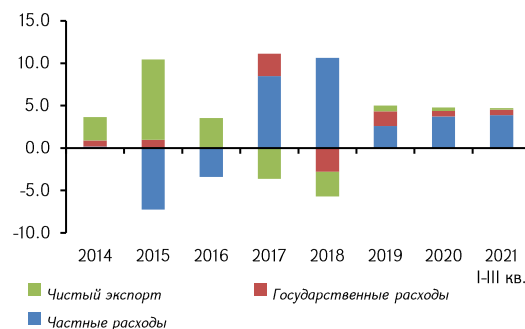
В условиях вышеописанных развитий в 2018 году ожидается 4,6-5,1% экономический рост. Расходы частного сектора окажут содействие росту экономики на 10,6 процентного пункта, тогда как содействия государственных расходов и чистого экспорта будут отрицательными соответственно на 2,8 и 2,9 процентного пункта.

Развития экономического роста в среднесрочном отрезке будут определяться преимущественно динамикой основополагающих показателей экономики, инвестиционной активностью и ходом реформ. Таким образом, в 2019 году экономический рост составит, по оценкам, **4,4-5,5%**, в 2020 году – **3,9-5,4%**, а к концу прогнозного периода приблизится к долгосрочному равновесному темпу роста.

С третьего квартала 2018 года высокий темп экономической активности, зафиксированный в первом полугодии, снижается. Однако пока высоким остается рост затрат частного сектора, обусловленный беспрецедентно высоким ростом запасов оборотных средств.

График 7

Содействие компонентов спроса росту (процентных пунктов)



Источник: Статистический комитет РА, прогноз ЦБ РА

⁴ Описание прогнозов экономического роста в цифрах см. в графике 18, таблица 2 «Распределение вероятностей прогноза ВВП».

⁵ Согласно данным Статистического комитета РА (https://www.armstat.am/file/article/sv_07_18a_113.pdf), совокупные сбережения за январь-июнь 2018 года увеличились по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 76% (рост сбережений за полугодие был рассчитан на базе квартальных данных, опубликованных СК РА). Причем удельный вес изменения запасов материальных оборотных средств в совокупных сбережениях составил 39,8%. Следует также отметить, что вес изменения запасов материальных оборотных средств за январь-июнь 2018 года составил 8,5% ВВП за тот же период, тогда как в том же полугодии предыдущего года показатель составил 0,8% (https://www.armstat.am/file/article/sv_03_18a_112.pdf, стр. 32-33).

Следует отметить, что показатели среднесрочного экономического роста в основном обусловлены расширением производственных мощностей, ходом структурных реформ, осуществляемых Правительством, и уровнями ожидаемых потенциалов экономического роста стран-партнеров.

Внешний спрос. В третьем квартале 2018 года, несмотря на продолжение укрепления роста мировой экономики, темпы реального роста экспорта были медленные, что вызвано проблемами в горнодобывающей промышленности. Вместе с этим, положительные развития были зафиксированы по части туризма в Армению. Хотя рост импорта инвестиционных товаров замедлился, пока он остается высоким. В результате дефицит чистого экспорта, по оценкам, превышает прогнозный показатель.

Прогноз реального экспорта товаров и услуг на четвертый квартал 2018 года был пересмотрен, учитывая влияние нерешенных проблем в горнодобывающей промышленности. В результате темпы роста реального экспорта товаров и услуг в 2018 году составят 3,0-5,0%. Прогнозы реального роста импорта товаров и услуг на 2018 год выше прогнозов предыдущего квартала: рост составит 9,0-11,0%. В результате содействие чистого экспорта реальному ВВП останется в области отрицательных значений.

Денежные переводы физических лиц в третьем квартале 2018 года были ниже прогнозного уровня, что было главным образом обусловлено новыми развитиями ослабления рубля. В условиях сохранения тенденции ослабления рубля в четвертом квартале, оценка роста денежных переводов физических лиц за 2018 год составит 1,0-3,0%.

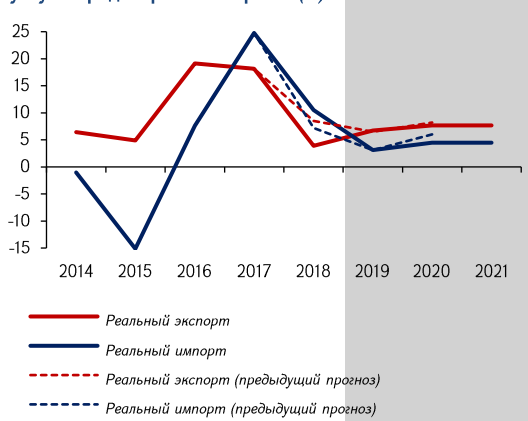
В результате вышеуказанных развитий показатель отношения дефицита текущего счета к ВВП повысится и составит в 2018 году 5,0-7,0%. В среднесрочном отрезке, благодаря опережающему росту экспорта показатель отношения дефицита текущего счета к ВВП укрепится вблизи оцениваемого равновесного уровня 3,0%.

Налогово-бюджетная политика. Оценка влияния **налогово-бюджетной политики** на целостный спрос в 2018 году была проведена на основе показателей доходов и расходов, установленных законом РА «О государственном бюджете на 2018 год» и скорректированных отдельными решениями Правительства⁶, а также на базе оценок ЦБ РА.

По сравнению с предыдущей программой денежно-кредитной политики, прогнозы налоговых доходов государственного бюджета почти не изменились и соответствуют показателю, установленному законом. По части государственных расходов, вследствие неисполнения бюджета по расходам, зафиксированного в течение девяти месяцев (за этот период было исполнено примерно 84% предусмотренных

График 8

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



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

⁶ «Показатели, установленные законами РА «О государственном бюджете», в течение года корректируются в рамках полномочий Правительства отдельными решениями Правительства, которые размещаются на сайте <https://www.e-gov.am>

расходов), прогноз на год предусматривает экономию и примерно 94,4% выполнения скорректированной годовой программы (экономию примерно на 97,0 млрд драмов). Отклонение расходов от программы обусловлено главным образом низким выполнением программ, осуществляемых за счет внешнего содействия, в основном, в сферах транспорта, обороны, водоснабжения, мелиорации и энергетики. Вследствие неисполнения бюджета по расходам уменьшится также дефицит бюджета, который, по нашим оценкам, составит 1,3% ВВП, вместо предусмотренного законом 2,7% дефицита. В результате, в 2018 году налогово-бюджетная политика окажет сдерживающее влияние на 3,0 процентного пункта за счет, в основном, сдерживания расходов. Тем не менее, с точки зрения оценки сдерживающего влияния налогово-бюджетной политики за год еще сохраняется некоторая неопределенность, связанная преимущественно с результатами выполнения программ, осуществляемых за счет внешнего содействия, по состоянию на конец года.

Среднесрочное влияние налогово-бюджетной политики, согласно программе среднесрочных расходов на 2019-2021 годы, с учетом необходимости формирования устойчивой налогово-бюджетной и долговой среды, будет по оценкам слабой сдерживающей в 2020 и 2021 годах. У ЦБ нет других предположений по среднесрочности. Что касается 2019 года, в случае обеспечения показателей, установленных в проекте государственного бюджета РА, налогово-бюджетная политика будет иметь по сравнению с 2018 годом расширяющее влияние на 0,8 процентного пункта.

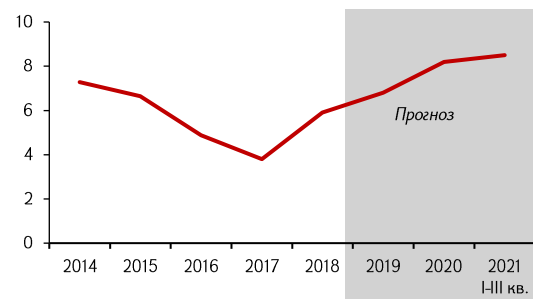
Рынок труда⁷. В 2018 году предусматривается 6,0% рост номинальной заработной платы в *частном* секторе⁸, который несколько ниже предыдущих оценок, что обусловлено пересмотрами показателя экономического роста. В среднесрочном периоде темп роста номинальной заработной платы в частном секторе будет соответствовать динамике его основополагающих показателей: росту экономики и развития инфляции. Таким образом, в 2019 году прогнозируется 6,8% рост номинальной заработной платы в частном секторе, который к концу прогнозного горизонта укрепитесь вблизи 8,5%.

⁷ Данные за 2018-2021 годы по рынку труда являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях за первые два квартала 2018 года и июль-август 2018 года. Оценка роста в подразделе представлена по отношению к соответствующему периоду предыдущего года, если иное не указывается.

⁸ С января 2018 года Статистический комитет РА публикует показатели номинальной заработной платы по данным предприятий с численностью персонала 1 и более человек. До этого опубликовывались данные предприятий, численность персонала которых составляла более 50 человек. Учитывая то, что на сегодняшний день нет данных за 2017 год по средней заработной плате предприятий с численностью персонала 1 и более человек, ЦБ РА будет использовать в своих прогнозах среднюю заработную плату, рассчитанную по старой методике, для сохранения принципа сопоставимости. С 2019 года ЦБ РА будет прогнозировать среднюю заработную плату предприятий частного сектора с численностью персонала 1 и более человек.

График 9

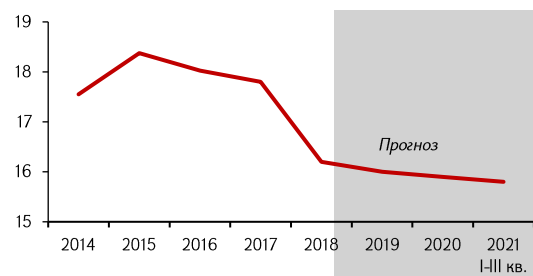
Годовой прирост частных номинальных заработных плат (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 10

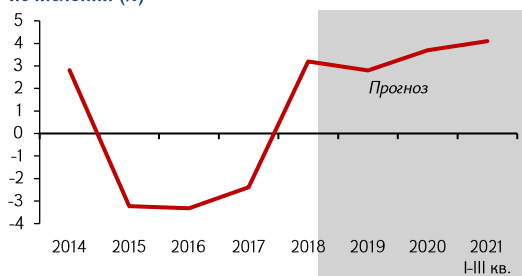
Уровень безработицы (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 11

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



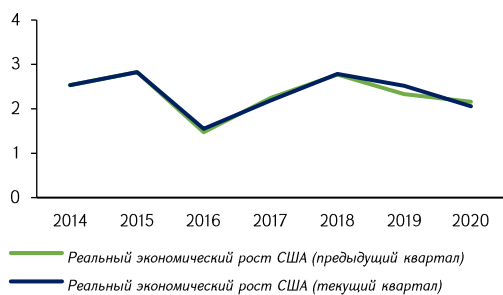
Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

Параллельно замедлению темпа роста производительности вышеописанный экономический рост будет сопровождаться ростом занятости, в результате в 2018 году ожидается более низкий уровень безработицы – 16,3%. В среднесрочном периоде уровень безработицы будет снижаться на 0,1-0,2 процентного пункта в годовом выражении, приблизившись к концу прогнозного горизонта к уровню 15,8%.

2018 году рост расходов предприятий на единицу рабочей силы ускорится, а к концу прогнозного горизонта укрепится вблизи своей основополагающей величины – 4% целевого уровня инфляции.

График 12

Прогнозы экономического роста США (%)



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

2.2.3. Сравнение с предыдущим прогнозом

Краткосрочные показатели экономического роста стран-торговых партнеров РА будут находиться в пределах предыдущего прогноза, тогда как среднесрочные темпы роста США и еврозоны пересмотрены в направлении замедления.

Прогнозы экономического роста США на 2018–2019 годы слегка пересмотрены вверх, что обусловлено высокими показателями роста, зафиксированными в 2018 году, а также продолжающимся положительным содействием налоговых реформ. Прогнозы экономического роста еврозоны на 2018 год пересмотрены вниз, что связано в основном с некоторым сокращением объемов чистого экспорта и внутреннего потребления.

Текущие прогнозы экономического роста России близки к прогнозам на предыдущий квартал, согласно которым экономический рост пересмотрен вниз, что обусловлено ожиданием сокращения внешнего спроса из-за антироссийских санкций, и внутреннего спроса, вследствие сдерживающей налогово-бюджетной политики.

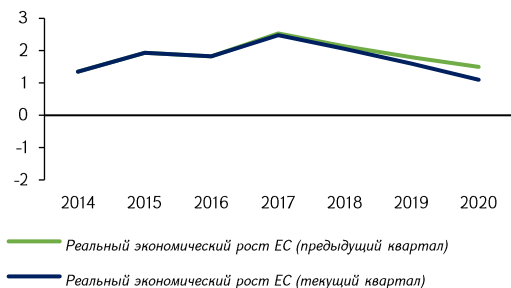
На основных товарно-сырьевых рынках ожидается более слабая, по сравнению с предыдущим прогнозом, инфляционная среда.

В частности, на международном рынке продовольствия ожидается, что рост цен будет ниже прежних прогнозов, особенно на отдельные товары, а именно, на международных рынках растительных масел и молочных продуктов цены сформируются на слегка низких уровнях за счет ожиданий большого объема предложения, а международные цены на сахарный песок и зерновые сформируются в направлении большего роста из-за укрепления валют стран-экспортеров к доллару США и ожиданий небогатого урожая, обусловленного неблагоприятной погодой.

Международные цены на нефть, по сравнению с предыдущими прогнозами, установятся на более низком уровне, что обусловлено последними развитиями международного рынка нефти, а также неопределенностями вокруг ее добычи.

График 13

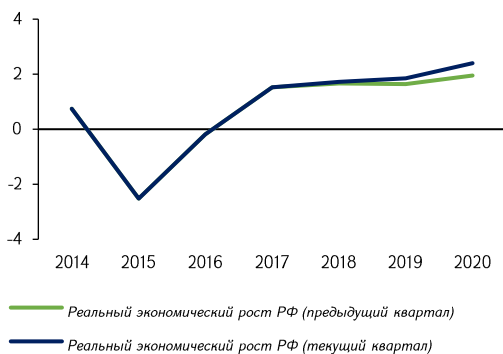
Прогнозы экономического роста ЕС (%)



Источник: Евростат, прогноз ЦБ РА

График 14

Прогнозы экономического роста РФ (%)



Источник: Росстат, прогноз ЦБ РА

Международные цены на медь сформируются ниже ожидаемых ранее уровнях, из-за ожиданий сокращения спроса в Китае, вызванного торговым напряжением на международном рынке меди.

Темп экономического роста РА в 2018 году составит 4,9% вместо предусмотренного ранее показателя 6,2%.

Экономическому росту последнего периода присуща высокая активность частных затрат (см. раздел III. 2. 2), и сферы услуг (см. раздел III. 2. 3). Причем, в условиях замедления темпов роста накопления основного капитала и высокого темпа роста изменения запасов материальных оборотных средств ожидается, что экономический рост по всей длине прогнозного горизонта будет слегка ниже предыдущих прогнозов. Основное содействие экономическому росту окажет сфера услуг, а отрасли промышленности и строительства окажут меньшее содействие.

Отрицательный разрыв ВВП, образовавшийся в результате сдерживающей налогово-бюджетной политики и сокращения чистого экспорта, в условиях существующей стимулирующей денежно-кредитной политики постепенно нейтрализуется, и экономический рост в прогнозном горизонте достигнет своего потенциального уровня.

Таблица 2

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2018 январь-декабрь / 2017 январь-декабрь	4.6 - 5.1	3.8 - 5.8
2019 январь-декабрь / 2018 январь-декабрь	4.4 - 5.5	2.3 - 7.0
2020 январь-декабрь / 2019 январь-декабрь	3.9 - 5.4	1.2 - 7.3
2021 январь-сентябрь / 2020 январь-сентябрь	3.7 - 5.3	0.6 - 7.5

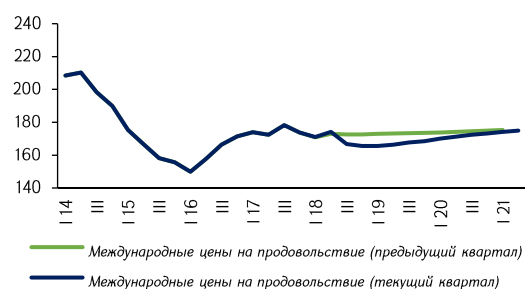
В 2018 году показатель отношения дефицита текущего счета к ВВП будет выше прежнего прогноза, что вызвано проблемами, возникшими в горнодобывающей промышленности в условиях высокого роста импорта.

По сравнению с предыдущим прогнозом, влияние налогово-бюджетного сектора на совокупный спрос будет, по оценкам, более сдерживающее, чем оцененное прежним прогнозом сдерживающее влияние на 1,6 процентного пункта, и составит 3,0 процентного пункта. Это будет обусловлено сдерживающими влияниями доходов на 0,2 процентного пункта и расходов на 2,8 процентного пункта.

⁹ Темп роста за каждый квартал рассчитан как кумулятивный темп роста за каждые 4 последних квартала.

График 15

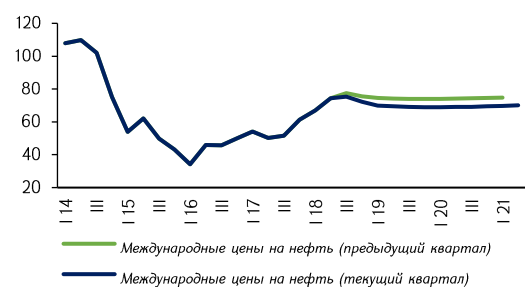
Прогноз международных цен на продовольствие



Источник: FAO, прогноз ЦБ РА

График 16

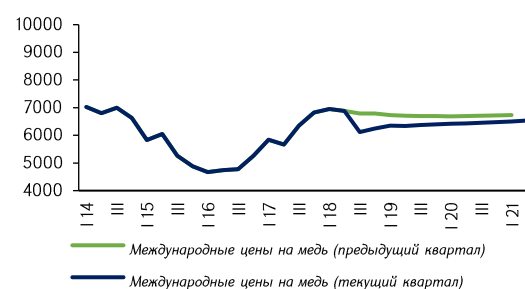
Прогноз международных цен на нефть



Источник: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 17

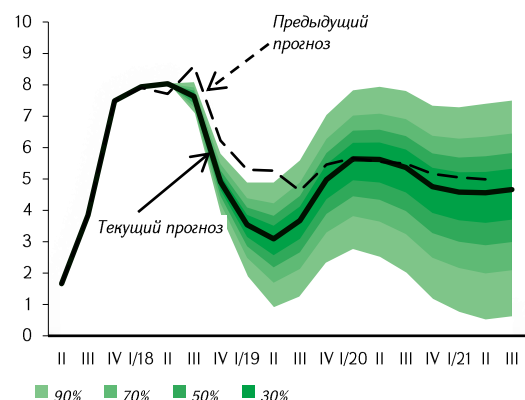
Прогноз международных цен на медь



Источник: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 18

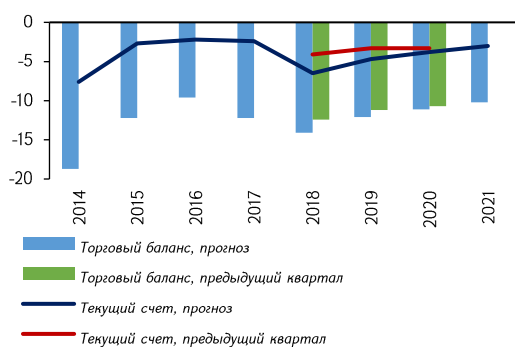
Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)⁹ роста ВВП в 3-годичном горизонте



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 19

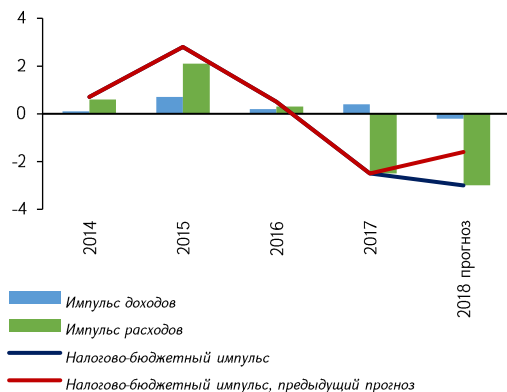
Текущий счет / Среднесрочные прогнозы ВВП (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 20

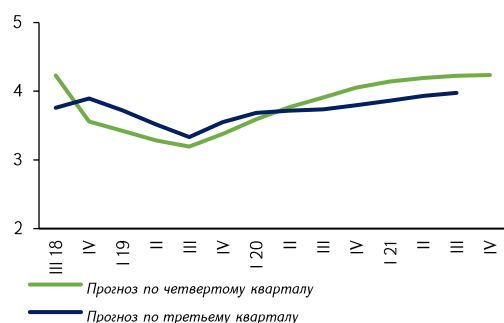
Прогнозы налогово-бюджетного импульса (процентных пунктов)



Источник: оценка ЦБ РА

График 21

Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий базовой инфляции (%)



Источник: оценка ЦБ РА

Рост сдерживающего импульса обусловлен главным образом пересмотром показателей бюджета¹⁰, а также пересмотром оценок номинального и потенциального ВВП.

Следует отметить, что пока остается неопределенной величина сдерживающего влияния бюджета, что преимущественно зависит от хода выполнения программ, осуществляемых за счет внешнего содействия.

Согласно текущему прогнозу, в краткосрочном отрезке уровень инфляции будет ниже прежнего прогноза за счет более слабого спроса, а также низкого, чем ожидалось, фактического уровня цен на сезонные сельхозпродукты. В четвертом квартале сохраняющийся рост цен на мясные продукты и опережающее восстановление цен на сельхозпродукцию нейтрализуются дефляцией непродовольственных товаров. В результате 12-месячная инфляция снизится, оставаясь в нижней части допустимого диапазона колебаний.

В то же время, уровень базовой инфляции на протяжении всего горизонта будет сравнительно ниже уровня, предусмотренного по предыдущему сценарию, из-за сравнительно слабой среды целостного спроса. Поэтому для достижения целевого уровня инфляции потребуются сохранение умеренно стимулирующей позиции денежно-кредитной политики в течение некоторого времени с постепенной нейтрализацией в среднесрочном периоде, в результате инфляция укрепится вблизи целевого уровня (см. график 1. Распределение вероятностей прогноза инфляции).

Краткосрочные инфляционные ожидания будут ниже уровня, прогнозированного ранее, что обусловлено, по сути, развитиями базовой инфляции.

2.2.4. Основные суждения и риски

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

В частности, следует отметить, что влияние государственного бюджета РА, которое ранее было сдерживающим, стало по оценкам еще более сдерживающим, что обусловлено значительным неисполнением бюджета по расходам. В рамках программы бюджетный импульс оценен минус 3,0 процентного пункта. Однако, в зависимости

¹⁰ В расчете импульса со стороны ЦБ потоки государственного бюджета отделены от сумм фактических товарных кредитов.

от результатов исполнения расходов по состоянию на конец года и, в частности, расходов, осуществляемых за счет внешнего содействия, есть вероятность, что риски сдерживающего влияния будут еще больше.

Оценка ЦБ 2018 года относительно показателя отношения дефицита к ВВП в 2019 году¹¹ увеличится на 0,9 процентного пункта. В условиях обеспечения показателей, предусмотренных государственным бюджетом на 2019 год, предусматривается, что налогово-бюджетная политика окажет на совокупный спрос по сравнению с 2018 годом расширяющее влияние на 0,8 процентного пункта. Будет это полностью обусловлено расширяющим влиянием расходов и нетто-кредитования¹².

По оценкам ЦБ для 2019 года также существуют определенные риски неполного исполнения бюджета по государственным расходам, что связано, в частности, с программами, осуществляемыми за счет внешнего финансирования, и целостного получения объемов нетто-кредитования, предоставляемого экономике. По оценкам, в случае неисполнения расходов в 2019 году на 3%, налогово-бюджетная политика будет иметь нейтральное влияние, а в случае еще большего неисполнения – сдерживающее влияние.

Результаты опросов домашних хозяйств и финансовых учреждений относительно их ожиданий

Согласно результатам опросов ЦБ, проведенных в третьем квартале 2018 года среди домашних хозяйств и организаций финансового сектора относительно некоторых макроэкономических показателей, инфляционные ожидания несколько увеличились в данном месяце. Несмотря на то, что доля домашних хозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном периоде, среди опрошенных осталась на прежнем почти нулевом уровне предыдущего опроса, тем не менее, существенно увеличилась доля респондентов, ожидающих неизменный уровень цен и рост медленными темпами, за счет тех, кто ожидал дефляцию. Пока следует считать, что указанные показатели могут отражать влияния политических событий этого года, поэтому их фактическое воздействие на нулевые процессы, а также динамику потребления остается пока ограниченным.

Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы в одногодичном горизонте также составил 3,4%, против 3,0%, полученных по итогам предыдущего опроса.

Вкладка 1

График 22

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



График 23

Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы (%)



¹¹ Основано на показателях проекта закона РА «О государственном бюджете РА на 2019 год», а дефицит 2018 года является оценкой ЦБ.

¹² Предоставление чистого кредитования имеет расширяющее влияние, а возврат – сдерживающее. В 2018-2019 гг. прогнозируется предоставление чистого кредитования, а в 2019 г. – возвращение предоставленных средств.

Таблица 3

Основная логика и предположения	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
Сохранение темпов роста восстановления экономической активности в странах – основных партнерах и ускорение темпов роста цен	- В случае сохранения медленного восстановления мировой экономики в странах-партнерах продолжится рост внешнего спроса. В этом случае в развивающихся странах ожидаются постепенные ужесточения условий денежно-кредитной политики. - В результате повышения НДС в России, а также высокого уровня внутренних цен на бензин, рост инфляционных ожиданий станет причиной ужесточения Банком России денежно-кредитных условий в краткосрочном периоде. - Международные цены на медь несколько восстановятся, поскольку ожидается сглаживание торговой войны между США и Китаем.
Сохранение существующего уровня надбавки за риск РА в настоящее время	Спред процентных ставок по выпущенным Правительством РА в третьем квартале 2018 года 10-летним евробондам по отношению к активам США с сопоставимыми сроками останется на уровне предыдущего квартала, составив примерно 3%. Адекватной будет также и надбавка за риск РА.
Наличие шока спроса	В составлении прогноза целостного спроса были учтены ожидаемые положительные влияния масштабных мероприятий, запланированных на конец года («Саммит Франкофонии 2018 г.», «2800-летие основания Еревана» и др.). По оценкам, вероятное общее содействие вышеуказанных мероприятий ВВП в четвертом квартале составит до 0,4 процентного пункта.
Рост частных вложений	В прогнозах по частным вложениям в 2018 году было учтено сохранение и во втором полугодии высокого роста изменения запасов материальных оборотных средств, зафиксированного в течение первого полугодия.
Наличие инфляционных шоков со стороны предложения	В третьем квартале на базовую инфляцию повлияли шоки предложения по части некоторых товарных категорий, общая величина этого влияния составила по оценкам примерно 0,5 процентного пункта.
Условия налогово-бюджетной политики	- В 2018 году влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет, по оценкам, сдерживающим на 3,0 процентного пункта. - В случае полного исполнения государственного бюджета на 2019 год, налогово-бюджетная политика окажет на совокупный спрос расширяющее влияние на 0,8 процентного пункта. В случае 3% неисполнения бюджета по расходам влияние будет нейтральным.
Меры, способствующие росту уровня потенциала ВВП	Рост уровня потенциала ВВП в основном проявится в экспортном секторе в результате непрерывного роста частных вложений в виде увеличения возможностей выпуска как товаров, так и услуг, обеспечив ежегодный прирост на 4,5-5,0%.

Риски прогноза

Риски инфляции, связанные с основным сценарием, обусловлены развитиями, происходящими в соответствующих секторах экономики как по части предложения, так и спроса.

С точки зрения целостного спроса основные риски связаны со следующими факторами:

- Еще более сдерживающее влияние бюджета до конца года, а также в течение 2019 года, в результате целостный спрос окажет на инфляцию наибольшее дефляционное влияние, вызвав необходимость дополнительной стимулирующей денежно-кредитной политики.
- Замедление фактических высоких темпов вложений, обусловленное возвращением роста изменения запасов материальных оборотных средств к своему нормальному уровню.

С точки зрения предложения основные риски связаны со следующими факторами:

- Преимущественно дефляционные риски в краткосрочном отрезке, которые могут быть обусловлены недостаточным темпом восстановления базовой инфляции. С другой стороны, в результате изменения таможенных правил относительно ряда товаров в 2019 году существуют двусторонние риски по степени их влияния на инфляцию (оценка составила 0,2 процентного пункта), которые, однако, по оценкам, малочисленны.
- Ужесточение налогового администрирования, влияние которого на инфляцию в среднесрочном периоде будет зависеть от перестановки сил участников рынка, а также изменений конкуренции на рынках, и, соответственно, структурных изменений уровня торговых надбавок.
- В случае наиболее быстрого ужесточения денежно-кредитных условий в развитых странах произойдет отток капитала из развивающихся стран, что вызовет повышение надбавки за риск страны, и при прочих равных условиях, может вызвать инфляционные давления через обменный курс.
- Вероятное применение США к странам-партнерам по региону новых санкций и товарных ограничений, что может вызвать дополнительную волатильность на валютных рынках стран региона, в частности, России.

В целом, в среднесрочном отрезке баланс рисков инфляции будет, по оценкам, отрицательный (см. График 1. «Распределение вероятностей прогноза инфляции»).

В дополнение к перечисленным выше инфляционным рискам, для экономического роста существуют также дополнительные среднесрочные риски, связанные с потенциалом, которые являются двусторонними с преобладанием рисков вниз. Риски, в частности, связаны со следующими внутренними факторами:

- Неопределенности вокруг Амулсарского месторождения и дальнейшей судьбы Алавердинского медеплавильного комбината¹³.
- Для оценки долгосрочного экономического роста важен дальнейший ход экономических структурных реформ и размер их влияния на деловую среду и вложения.

¹³ Сценарий денежно-кредитной политики рассчитан без учета деятельности Амулсарского месторождения.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ТРЕТЬЕГО КВАРТАЛА 2018 ГОДА 2018

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

С точки зрения достижения целевого уровня инфляции в краткосрочном горизонте в течение предыдущего одного года (4-й кв. 2017 г. – 4-й кв. 2018 г.), следует прежде всего отметить, что согласно программе денежно-кредитной политики четвертого квартала 2017 года, в течение предстоящего одного года предусматривалось неуклонное расширение инфляционной среды, чему должны были оказать содействие сохраняющееся оживление внутреннего спроса, инфляционные влияния, поступающие из мировых товарных рынков, и стимулирующая денежно-кредитная политика ЦБ. По оценкам, изменение таможенных пошлин и тарифов по акцизному налогу на определенные категории товаров в краткосрочном отрезке будут иметь ограниченное инфляционное влияние и носить временный характер, который начнет угасать в начале 2019 года. В этих условиях Центральный банк считал, что с точки зрения достижения целевого уровня инфляции, пока целесообразно оставить денежно-кредитные условия без изменений, а в будущем возникнет необходимость **постепенной нейтрализации стимулирующих денежно-кредитных условий**. В результате, инфляция в первые месяцы 2018 года слегка превысила бы целевой уровень, а затем, под воздействием действий ЦБ, укрепилась бы вокруг 4% целевого ориентира.

Фактические развития инфляции показали, что, как и ожидалось, в четвертом квартале 2017 года и в первом квартале 2018 года инфляционная среда значительно расширилась: 12-месячная инфляция достигла с уровня 1,0%, зафиксированного в сентябре 2017 года, до 3,7% в марте 2018 года. Причем в этом интервале накопились значительные инфляционные ожидания, связанные с возможным влиянием ожидаемых изменений таможенных пошлин и тарифов по акцизному налогу, и дополнительные инфляционные ожидания домашних хозяйств, возникшие вследствие роста цен на некоторые продукты на международном продовольственном рынке. Вышесказанное вместе с осуществленной стимулирующей денежно-кредитной политикой обусловили опережающий рост базовой инфляции по отношению к общей инфляции, в результате 12-месячная базовая инфляция повысилась в течение четвертого квартала 2017 года и первого квартала 2018 года на 3,6 процентного пункта, составив в конце марта 5,5%.

Во втором и третьем кварталах 2018 года наблюдалось отклонение динамики инфляции от предусмотренного в предыдущем квартале базового сценария, что было обусловлено колебанием цен на сельхозпродукцию из-за раннего наступления сезона. В результате

График 24

По прогнозам ЦБ инфляция в течение ближайшего года продолжит повышаться, затем закрепится вблизи целевого показателя



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

12-месячная инфляция снизилась до 0,9%, затем вновь повысилась, составив в конце сентября 3,5%. Однако, с точки зрения влияния денежно-кредитной политики, наиболее характерной является квартальная динамика базовой инфляции, которая в указанном периоде была также снижающейся, свидетельствуя об определенном смягчении инфляционных ожиданий.

В условиях сформировавшейся фактической макроэкономической ситуации и вышеуказанных инфляционных развитий, ЦБ оставил денежно-кредитные условия неизменными в течение предыдущего одного года, сохранив **ставку рефинансирования на уровне 6%**. Причем в конце 2017 года и в первом квартале 2018 года, в условиях определенного расширения инфляционной среды и инфляционных ожиданий, сохранение стимулирующих денежно-кредитных условий обосновывалось необходимостью обеспечения устойчивости и долгосрочности восстановления спроса и сдерживающим влиянием налогово-бюджетной политики. В то же время, в этом периоде риски достижения целевого уровня инфляции были направлены исключительно вверх, исходя из чего ЦБ послал финансовому рынку импульс о **необходимости постепенной нейтрализации стимулирующих денежно-кредитных условий в ближайшее время**. Со второго квартала 2018 года базовая инфляция стала замедляться, что было обусловлено более слабым, чем ожидалось, спросом и, частично, факторами предложения. Это **изменило позицию денежно-кредитной политики и подчеркнуло важность сохранения ее стимулирующего направления на более длительный период**. В результате реализации такого сценария денежно-кредитной политики, ожидалось, что 12-месячная инфляция удержится уровне, немногом ниже целевого, укрепившись в прогнозном горизонте вокруг 4% целевого ориентира.

3.1.2. Цены

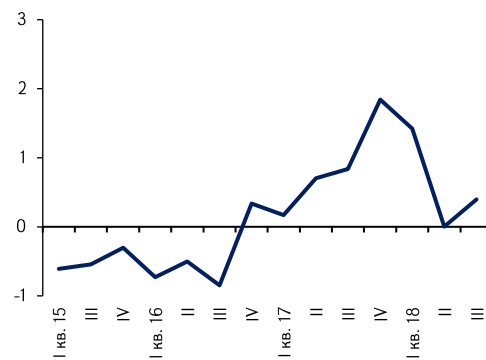
Потребительские цены. В третьем квартале 2018 года была зафиксирована 0,3% **дефляция**, значительное содействие которой оказала примерно 9% дефляция сезонных продовольственных товаров. В то же время, цены на непродовольственные товары и тарифы на услуги снизились соответственно на 0,6% и 0,4% (содействие общей квартальной инфляции – примерно 1,0 процентного пункта). В частности, содействие оказали сезонная дефляция товарных категорий «Одежда и «Обувь» соответственно на 3,0% и 4,5%, а среди услуг – снижение тарифов воздушного транспорта на 7,6%.

Следует отметить, что дефляция сельхозпродуктов в третьем квартале была мягче по сравнению с сезонностью в историческом масштабе, а по категории товаров «Яйца» был зафиксирован высокий рост цен 28,8% (содействие общей квартальной инфляции – примерно 0,39 процентного пункта).

В то же время базовая инфляция составила 0,4%, главным образом за счет роста цен на товарную категорию «Мясо и мясные

График 25

Квартальная динамика базовой инфляции, %

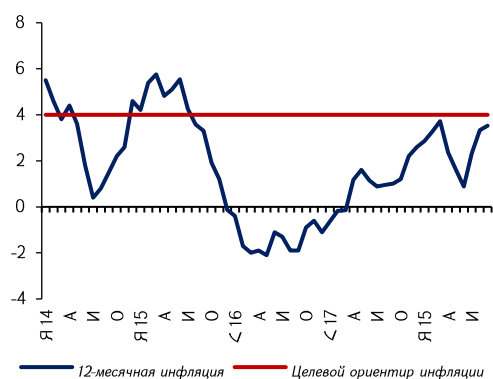


Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

В третьем квартале 2018 года была зафиксирована 0,3% дефляция, значительное содействие которой оказала примерно 9% дефляция сезонных продовольственных товаров.

График 26

В 3-м квартале 2018 г. инфляция ускорилась



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

продукты» на 4,5% (содействие общей квартальной инфляции – примерно 0,6 процентного пункта).

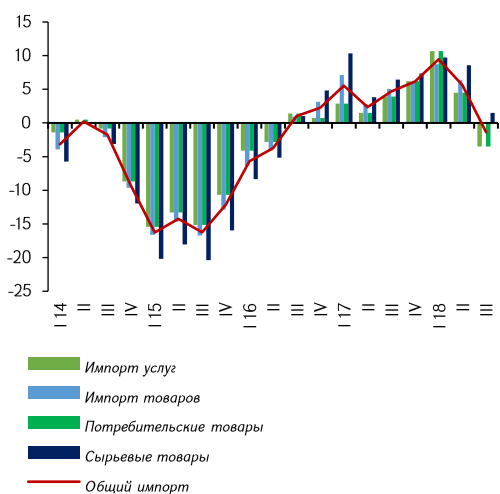
В результате вышеуказанного 12-месячная инфляция составила в сентябре 2018 года 3,5% вместо прогноза в 3,2%.

Таблица 4

Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие ¹⁴						
Товарная категория	2018г. июнь (в годовом исчислении)		2018г. сентябрь (в годовом исчислении)		Третий квартал 2018г.	
	рост	содействие	рост	содействие	рост	содействие
ИПЦ	0.9		3.5		-0.3	
Продовольственные товары	-1.6	-0.7	5.3	2.4	-0.01	0.0
Хлеб	-1.05	-0.09	-0.23	-0.02	1	0.09
Мясные продукты	9.52	0.92	10.89	1.06	4.5	0.43
Молочные продукты	6.2	0.28	4.04	0.18	-0.4	-0.02
Масла и жиры	16.77	0.5	10.63	0.32	0.2	0.01
Фрукты	-16.11	-0.45	0.28	0.01	-19.1	-0.53
Овощи и картофель	-22.6	-1.26	19.25	1.07	-4	-0.22
Рыба	5.9	0.05	6.31	0.05	1.8	0.01
Яйца	-21.4	-0.29	4.44	0.06	28.8	0.4
Сахарный песок	-12.6	-0.1	-15.43	-0.12	-7.9	-0.06
Непродовольственные товары	5.3	1.1	3.87	0.82	-0.6	-0.13
Услуги	1.4	0.5	0.74	0.25	-0.4	-0.12

График 27

В 3-м квартале 2018 долларовые цены на импорт товаров и услуг снизились (в годовом исчислении, %)



Источник: расчеты ЦБ РА

По официальным данным Статистического комитета РА, в октябре 2018 года была зафиксирована 0,1% инфляция, обусловленная, в основном, ростом цен на товарные категории «Мясные продукты», «Молочные продукты», «Яйца», «Одежда» и «Обувь» соответственно на 1,3%, 0,8%, 4,5%, 8,6% и 13,6% (общее содействие инфляции – 0,6 процентного пункта). С другой стороны, спад цен на товарные категории «Фрукты» и «Овощи» соответственно на 3,3% и 7,6% сдержал инфляцию на 0,6 процентного пункта.

Цены на импорт. В третьем квартале 2018 года долларовые цены на импортируемые в РА товары и услуги в среднем снизились на 4,2%, а снижение по сравнению с тем же кварталом предыдущего года составило 1,3%. Снижение долларовых цен на импорт было обусловлено, в основном, сильным ослаблением курсов национальных валют стран-партнеров, что снизило цены на товары и услуги, импортируемые из этих стран. В то же время, влияние международных цен на товары и сырье остается пока инфляционным, хотя и значительно сократилось.

¹⁴ Показатели по товарной категории продовольственных товаров рассчитаны в годовом исчислении со стороны ЦБ на базе данных СК РА.

3.2. Экономические развития

3.2.1. Позиция экономики

Оценка разрыва ВВП в третьем квартале отрицательная.

Неуклонная стимулирующая денежно-кредитная политика, проводимая с 2016 года, рост внешнего спроса, денежных переводов и кредитования явились теми основными факторами, которые оказали содействие существенному сокращению отрицательного разрыва ВВП, а формированию положительного разрыва ВВП уже с конца 2017 года большое содействие оказало оживление внутреннего спроса, особенно вложений. По оценкам ЦБ, разрыв ВВП в третьем квартале отрицательный, что гармонирует с существующими на потребительском рынке дефляционными давлениями, и отражается на замедлении базовой инфляции (см. раздел II. 2. 1). Об отрицательном разрыве ВВП говорит также замедление внутреннего спроса в отчетном квартале (см. раздел III. 2. 2), что главным образом обусловлено сдерживающим влиянием налогово-бюджетной политики. Формированию отрицательного разрыва в третьем квартале способствовали также определенное укрепление реального обменного курса и снижение денежных переводов в реальном выражении.

Вкладка 2

Потенциал ВВП и разрыв ВВП

Денежно-кредитная политика, которая направлена на обеспечение низкой и устойчивой инфляции, оказывает противодействие происходящим в экономике инфляционным или дефляционным давлениям путем применения своего основного инструмента - ставки рефинансирования. Поскольку для того, чтобы изменение ставки воздействовало на инфляцию требуется определенное время, для ЦБ очень важно сориентироваться относительно тех инфляционных (дефляционных) давлений, которые, по всей вероятности, сохранятся в ближайшем будущем, что даст возможность принять наиболее правильное решение относительно уровня текущих процентных ставок. Одним из важных переменных, свидетельствующих о подобных давлениях, является разрыв ВВП, или разница между фактическим и потенциальным уровнями ВВП.

Что такое потенциальный ВВП?

Потенциальный ВВП показывает тот уровень выпуска продукции, который можно производить при полной загруженности, не порождая инфляционных или дефляционных давлений, то есть когда имеющиеся в экономике производственные ресурсы – рабочая сила и капитал – используются по абсолютному уровню возможностей. Под абсолютным уровнем подразумевается абсолютный уровень не физических возможностей ресурсов, а тот уровень, на который способна экономика, при этом уровень скорректирован с учетом того, что существует естественный уровень безработицы, так как работнику нужно время, чтобы найти работу, а работодателю –

чтобы найти работника. Фактический выпуск может быть выше или ниже потенциального уровня. Например, когда спрос на товары или услуги выше предложения, то предприятия должны более интенсивно использовать имеющиеся ресурсы (увеличить рабочий день, более интенсивно использовать капитал, и он изнашивается раньше времени), или привлечь новые ресурсы, чтобы удовлетворить данный спрос. В результате увеличиваются затраты предприятия по части используемых ресурсов, вследствие как повышения цен на ресурсы, так и сокращения их максимальной производительности (например, в случае фиксированных запасов капитала производительность каждого нового привлеченного работника снижается).

Увеличение затрат может вызвать существенные инфляционные давления внутри предприятия, что в начальном периоде, может быть, и не отразится на повышении цен, однако, в результате оказания давления в течение некоторого времени на прибыль предприятия, в итоге отразится на ценах на товары.

Показатель потенциального ВВП для различных временных горизонтов может отличаться. В долгосрочном отрезке он вычисляется с учетом институциональных и структурных признаков экономики, например, с учетом влияющих на трудовые ресурсы социально-демографических факторов, вложений, уровня производительности и т.д. В краткосрочном и среднесрочном отрезках, под влиянием непостоянных факторов, потенциальный ВВП может отклониться от своего долговременного устойчивого уровня и вернуться на тот же уровень, после того, как влияние этих факторов будет преодолено. Например, это может быть непостоянство потока прямых иностранных вложений, неустойчивость потенциала сельского хозяйства, зависящего от погодных условий, сокращение теневой экономики в результате налогового администрирования и др.

Разница между фактическим ВВП и потенциальным ВВП, то есть разрыв ВВП, показывает наличие излишка (дефицита) спроса и служит импульсом для возникновения инфляционных (дефляционных) давлений, для противодействия которым необходимо проводить сдерживающую (стимулирующую) денежно-кредитную политику.

ВВП в более общем виде можно представить в виде следующего уравнения:

$$\text{Реальный ВВП} = \text{Потенциальный ВВП} + \text{Разрыв ВВП} + \text{Ошибка Уравнения},$$

где ошибка уравнения – случайная переменная, которая показывает статистические отклонения в расчете ВВП, пересмотры ВВП, а также любые другие процессы, которые не отражаются в потенциальном ВВП или разрыве ВВП.

Потенциальный ВВП – это переменная и ее расчет является довольно сложной задачей для любой экономики, особенно в странах с развивающимся рынком, для экономики которых характерны частые структурные изменения. Следовательно, для полной уверенности в результатах обычно рассматривается оценки потенциального ВВП, рассчитанные несколькими методами.

В Графике 28 представлены оценки потенциального ВВП, рассчитанные тремя широко используемыми методами расчета¹⁵ (Фильтр Ходрика-Прескотта, фильтр Калмана, производственный метод расчета), которые в основном дают качественно одинаковую картину, и говорят о том, что темпы роста потенциального ВВП после мирового кризиса 2008-2009 годов замедлились. Средний темп роста

График 28

Расчет потенциального ВВП различными методами (годовой прирост, %)

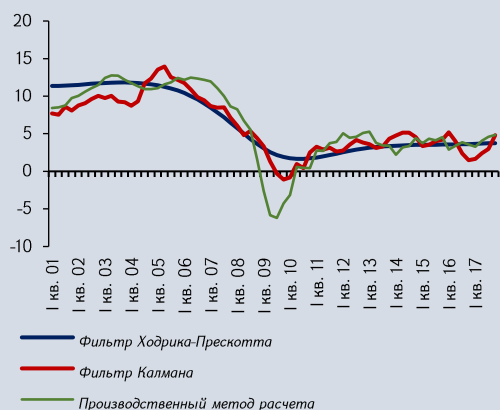
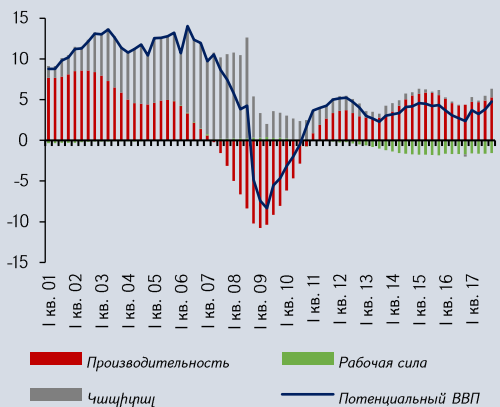


График 29

Структура потенциального ВВП, рассчитанная производственным методом (годовой прирост, %)



¹⁵ «Методы расчета потенциального ВВП в ЦБ РА», Айк Карапетян, 2018 г.

потенциального ВВП, рассчитанный тремя методами, составил на 2001-2008 годы примерно 9,9%, а на 2010-2017 годы – 3,2%, то есть, без инфляционных давлений возможности роста экономики до мирового финансово-экономического кризиса были в три раза больше, чем после.

Причем, из оценок потенциального ВВП, рассчитанного производственным методом (график 29) становится ясно, что в последние годы росту потенциального ВВП в основном содействовал рост общей производительности ресурсов, в отличие от прежних значительных темпов накопления капитала, а содействие рабочей силы росту потенциального ВВП главным образом отрицательное.

3.2.2. Доходная сторона экономики

В третьем квартале 2018 года темп роста частного спроса был еще высоким. В отчетном квартале, с учетом прогнозного 3,5% роста экономики рост частных затрат составит, по оценкам, 9,6%. Следует отметить, что в третьем квартале темп роста частных затрат снизился по сравнению с первым полугодием.

Показатель составляющей потребления частных затрат за третий квартал 2018 года повысился на 2,7%. Оценка частного потребления была пересмотрена вниз, что обусловлено более низким, чем прогнозировалось ранее, уровнем денежных переводов в РА. В отчетном периоде пересмотр оценки частных вложений был обусловлен сохранением и в отчетном квартале высокого темпа роста запасов материальных оборотных средств. В результате, примерно 43,0% высокий рост частных вложений¹⁶ был обусловлен главным образом ростом запасов материальных оборотных средств. Росту частных вложений в третьем квартале 2018 года содействовал также рост импорта инвестиционных товаров.

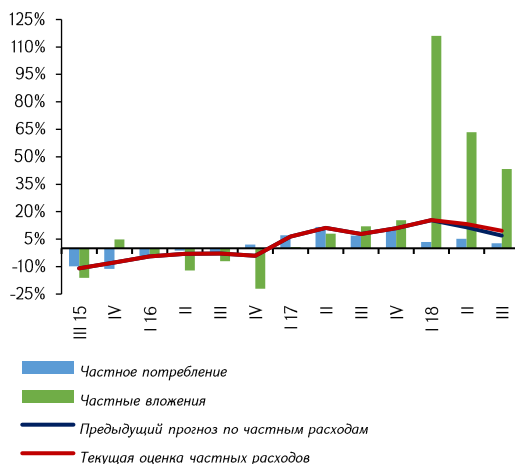
В первом полугодии 2018 года частные затраты были выше потенциального уровня. В результате замедления темпов роста частных затрат в отчетном квартале возник отрицательный разрыв частных затрат, который создал в третьем квартале 2018 года слабые дефляционные давления.

В третьем квартале 2018 года, по оценкам ЦБ, рост реальных объемов импорта ощутимо превысил рост реальных объемов экспорта, в результате чистый реальный экспорт оказал отрицательное

¹⁶ Согласно данным Статистического комитета РА (https://www.armstat.am/file/article/sv_07_18a_113.pdf), совокупное накопление в январе-июне 2018 года увеличилось по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 76% (кумулятивный рост за квартал рассчитан на базе квартальных данных СК РА). Причем, доля изменения запасов материальных оборотных средств в совокупном накоплении составила 39,8%. Следует отметить, что в январе-июне 2018 года доля изменения запасов материальных оборотных средств составила 8,5% ВВП на тот же период, тогда как в том же полугодии годом ранее этот показатель составил 0,8% (https://www.armstat.am/file/article/sv_03_18a_112.pdf, cmp. 32-33).

График 30

Структура затрат частного сектора
(рост в годовом исчислении)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

График 31

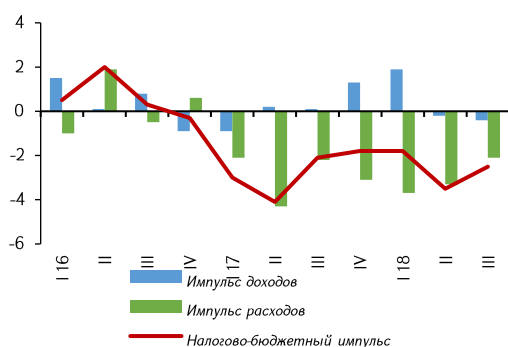
Позиция чистого экспорта ухудшилась в 3-м квартале 2018 г. за счет опережающего роста импорта
(чистый реальный экспорт, в годовом исчислении, %
положительный знак – улучшение)



Источник: СК РА

График 32

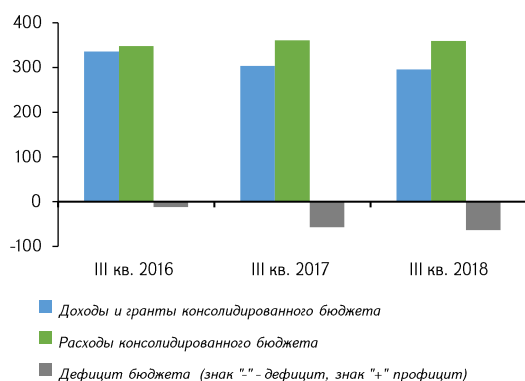
В 3-м квартале сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено главным образом сдерживающим влиянием расходов



Источник: оценка ЦБ РА

График 33

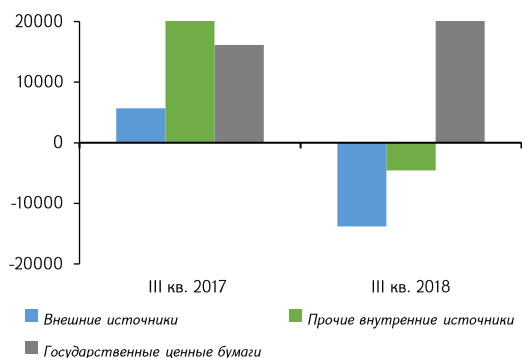
Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов РА)



Источник: Минфин РА, оценка ЦБ РА

График 34

В 3-м квартале 2018 г. дефицит бюджета финансировался за счет чистого дохода от государственных ценных бумаг (млн драмов РА)



Источник: Минфин РА

содействие ВВП. Обусловлено это было опережающим ростом реального импорта товаров и услуг по сравнению с реальным экспортом товаров и услуг в результате высокого, чем ожидалось, роста внутреннего спроса. В частности, в третьем квартале 2018 года рост реального экспорта товаров и услуг был по оценкам¹⁷ нулевым, тогда как реальный рост импорта товаров и услуг превысил ожидания и составил 12,4%. Следует отметить, что темп роста импорта инвестиционных товаров хотя и замедлился, однако остается пока высоким.

В третьем квартале 2018 года долларовые объемы чистых денежных переводов физических лиц (оплата труда мигрантов и личные трансферты) сократились из-за новых развитий ослабления рубля относительно доллара США. По оценкам, снижение составило 6,8% в годовом исчислении.

На фоне вышеуказанных развитий показатель отношения дефицита текущего счета к ВВП в третьем квартале 2018 года увеличился на 2,0 процентного пункта, финансирование которого осуществлялось главным образом за счет средств частного сектора.

Налогово-бюджетная политика¹⁸. В третьем квартале 2018 года исполнение бюджета по фактическим расходам и сбору доходов отклонилось от прогнозных показателей ЦБ¹⁹. Как отмечалось в предыдущей программе денежно-кредитной политики, по части налогово-бюджетной политики имеются риски, обусловленные сбором доходов и исполнением расходов. По квартальным итогам были зафиксированы невыполнение сбора доходов и низкое выполнение расходов по сравнению с плановыми показателями. В результате импульс налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в третьем квартале был по оценкам сдерживающим на 2,5 процентного пункта, вместо предусматриваемого сдерживаемого на 1,0 процентного пункта.

В третьем квартале 2018 года доходы бюджета составили 94% планового показателя, а налоговые доходы составили 93,8%. Несмотря на неисполнение бюджета по доходам, импульс доходов был сдерживающим на 0,4 процентного пункта, как и прогнозировалось, вследствие уменьшением оценки номинального ВВП по кварталу.

Расходы государственного бюджета составили 94,4% прогноза ЦБ. В структуре расходов государственного бюджета **государственное потребление** было меньше прогнозного показателя на 5%. **Расходы по статье «Операции с нефинансовыми активами»**

¹⁷ Показатели реального роста экспорта и импорта третьего квартала 2018 года являются оценками ЦБ РА.

¹⁸ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен с использованием предварительных фактических показателей консолидированного бюджета за третий квартал (оценка бюджета общин) – без учета внебюджетных средств.

¹⁹ В качестве программы доходов была использована пропорция третьего квартала государственного бюджета 2018 года, а по части расходов использована оценка ЦБ РА.

составили 42% прогнозного показателя. Обусловлено это неполным исполнением расходов в рамках реализации программ, осуществляемых за счет внешнего финансирования. Импульс расходов по кварталу был сдерживающим на 2,1 процентного пункта, вместо прогнозного сдерживающего на 0,6 процентного пункта. Отклонение обусловлено как низким исполнением расходов, так и чистым кредитованием: в течение квартала были предоставлены 20% предусмотренного кредитования.

В результате вышеописанных развитий доходов и расходов в третьем квартале 2018 года сформировался дефицит бюджета на 15,0 млрд драмов, вместо предусмотренного программой дефицита на 45,7 млрд драмов²⁰.

В целом, по итогам девяти месяцев, в результате невыполнения программ, осуществляемых за счет внешнего финансирования, существенно улучшились показатели внешнего государственного долга.

3.2.3. Производственная сторона экономики

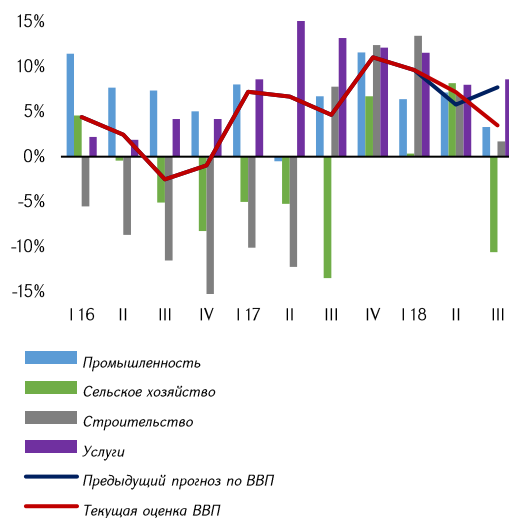
Экономическая активность, после небольшого замедления в апреле-мае 2018 года, вновь ускорилась, достигнув примерно 10,0%, однако в августе и сентябре, из-за спада в отрасли сельского хозяйства, показатель экономической активности приблизился к 0%. Учитывая замедление экономической активности в отчетном квартале, рост ВВП по данному кварталу составил по оценкам 3,5%, вместо предыдущего прогноза 7,7%.

В отчетном квартале в сельском хозяйстве оценен спад на 10,6%, обусловленный неблагоприятными развитиями в отрасли растениеводства, а в отрасли строительства ожидается умеренный рост на 1,7%, обусловленный замедлением строительства, осуществляемого на средства иностранных организаций. Рост отрасли промышленности составил по оценкам 3,3%, основное содействие которому оказали положительные развития в обрабатывающей отрасли, в условиях сокращения добычи в горнодобывающей промышленности. Экономическому росту в третьем квартале основное содействие оказала сфера услуг, где рост составил 8,6%, в главном образом за счет роста туризма в страну.

Производительность, измеряемая объемом продукции, выпущенной работником за единицу времени, проявила с начала 2017 года высокие темпы роста, которые стали замедляться с первого квартала 2018 года. Уже во втором квартале 2018 года темп роста производительности, по оценкам ЦБ, составил 1,5%, снизившись на 1,0%, что и обусловило часть замедления темпа экономического роста за отчетный квартал.

График 35

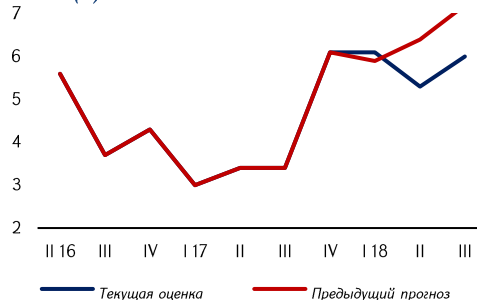
Отраслевая структура ВВП (годовой прирост, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

График 36

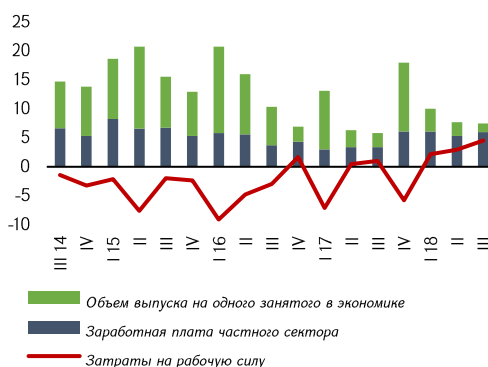
Годовой прирост частной номинальной заработной платы (%)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

График 37

Затраты на единицу рабочей силы (годовой прирост, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

²⁰ Сравнение проведено относительно скорректированной на данный момент программы.

3.2.4. Рынок труда ²¹

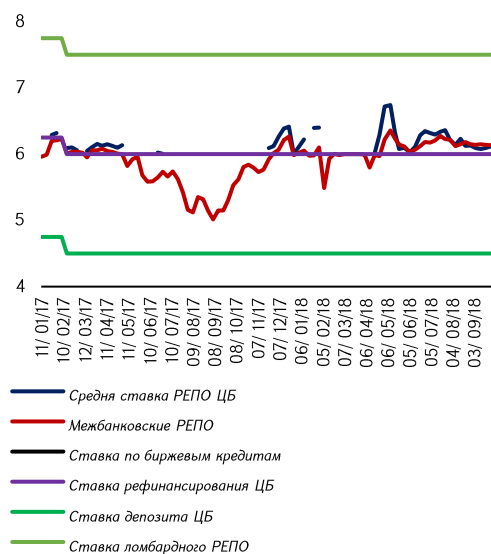
В третьем квартале 2018 года темп роста средней номинальной заработной платы частного сектора был примерно на 1,0 процентного пункта ниже предыдущего прогноза ЦБ, составив 6,0%. Пересмотр обусловлен более слабыми, чем ожидалось, развитиями экономического роста. Экономический рост в третьем квартале сопровождался ростом спроса на рабочую силу, который положительно влияет на рост заработных плат. В результате в отчетном периоде предыдущий прогноз по заработным платам частного сектора был слегка пересмотрен. Темп роста реальной номинальной заработной платы частного сектора составил в третьем квартале примерно 3,0%, что соответствует развитиям экономического роста. В отчетном периоде производительность выросла на 1,5%, что ниже темпа роста реальной заработной платы. В результате в третьем квартале 2018 года рынок рабочей силы создал слабые инфляционные давления.

Оценка уровня безработицы во втором квартале 2018 года составляет 15,5%, что на 0,3 процентного пункта ниже предыдущих прогнозов. Несмотря на пересмотр экономического роста в 2018 году в сторону снижения, спрос предприятий на рабочую силу повысился, что обусловлено снижением темпа роста производительности занятого населения. В результате, в отчетном периоде ожидается, что уровень безработицы будет немного ниже предыдущего прогноза.

В отчетном периоде расходы предприятий на единицу рабочей силы увеличились на 4,5%, отразив ускорение темпов роста заработных плат частного сектора в расчете на единицу рабочей силы по отношению к темпу роста выпуска.

График 38

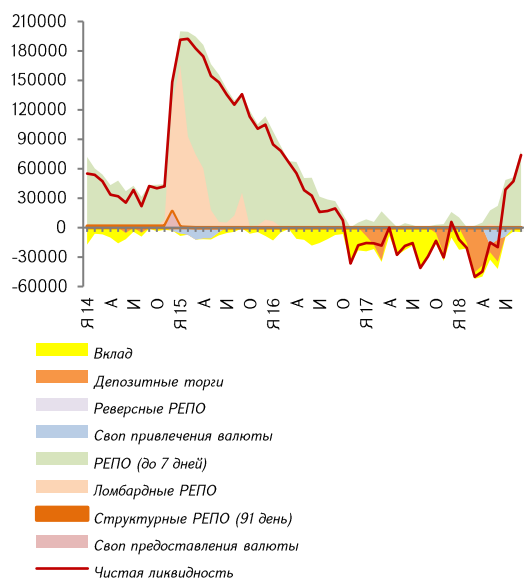
В течение квартала краткосрочные ставки остались вблизи ставки политики ЦБ



Источник: ЦБ РА

График 39

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



Источник: ЦБ РА

3.3. Развитие финансового рынка

В течение третьего квартала 2018 года Совет ЦБ вновь принял решение о сохранении процентной ставки рефинансирования на том же уровне 6%.

Учитывая слабые инфляционные влияния из внешнего сектора и преобладающие в экономике РА неинфляционные влияния, ЦБ оставил ставку рефинансирования без изменения, сохранив стимулирующее направление денежно-кредитной политики при условии ее постепенной нейтрализации в среднесрочном отрезке. Вместе с этим предусматривалось, что в случае проявления рисков отклонения инфляции от предусматриваемой траектории, ЦБ адекватно отреагирует на это, сохранив устойчивость цен.

²¹ Данные по рынку труда за третий квартал 2018 года являются оценками ЦБ, основанными на фактических показателях за второй квартал 2017 года и январь-август 2018 года. Оценки роста представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

Таблица 5

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатели	III кв. 17	IV кв. 17	I кв. 18	II кв. 18	III кв. 18
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
Ставка РЕПО ЦБ	6.06	6.20	6.20	6.32	6.17
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	5.31	5.89	5.94	6.09	6.17
Доходность краткосрочных государственных облигаций	6.19	5.93	6.04	6.13	6.17
Доходность среднесрочных государственных облигаций	8.45	8.03	7.64	8.36	8.24
Доходность долгосрочных государственных облигаций	10.03	9.90	12.29	9.30	11.37

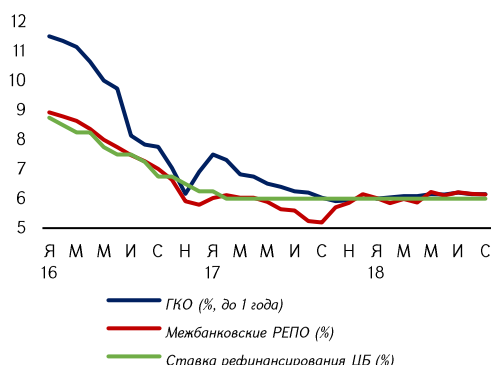
В третьем квартале 2018 года финансовый рынок был относительно стабильным: краткосрочные ставки сформировались вблизи ставки политики ЦБ. В отличие от предыдущего квартала, когда вследствие внутривалютных событий в стране сложилась определенная напряженность и рост процентных ставок объяснялся главным образом этим обстоятельством, неопределенности сформировавшиеся в течение отчетного квартала среди участников рынка, уменьшились, и небольшой рост краткосрочных процентных ставок был обусловлен спросом на ликвидность, который был практически полностью удовлетворен Центральным банком в целях сохранения краткосрочных рыночных ставок вблизи процентной ставки политики ЦБ. Квартальный показатель ставки межбанковского РЕПО сроком до 7 дней составил 6,17%, повысившись по сравнению с предыдущим кварталом на 0,08 процентного пункта, а в сентябре средняя месячная ставка составила 6,14%, повысившись по сравнению с июньской на 0,03 процентного пункта.

В течение квартала доходность государственных краткосрочных облигаций также проявила динамику, схожую с развитиями денежного рынка, не отклоняясь от уровня ставки политики ЦБ. Что касается среднесрочных и долгосрочных отрезков рынка облигаций, то здесь, из-за спроса на облигации, картина отличается. Как на первичном, так и вторичном рынках участники рынка проявили большой интерес к долгосрочным облигациям, что и способствовало существенному снижению их доходности в отличие от среднесрочных облигаций. В результате, по сравнению с предыдущим кварталом, изменились и наклон, и выпуклость кривой доходности государственных облигаций: доходность среднесрочных облигаций в сентябре, по сравнению с июнем, повысилась в среднем на 0,3 процентных пункта, а долгосрочные процентные ставки снизились на 0,4 процентного пункта.

В третьем квартале 2018 года был зафиксирован рост объемов средств, предоставляемых финансовыми организациями, что неуклонно способствовало расширяющей политике, осуществляемой ЦБ. В результате упрощения условий и процедур кредитования на фоне

График 40

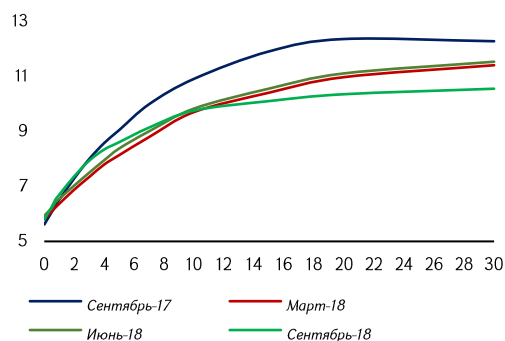
Динамика краткосрочных ставок в 3-м квартале 2018 г.



Источник: ЦБ РА, фондовая биржа НАСДАК О-ЭМ-ЭКС

График 41

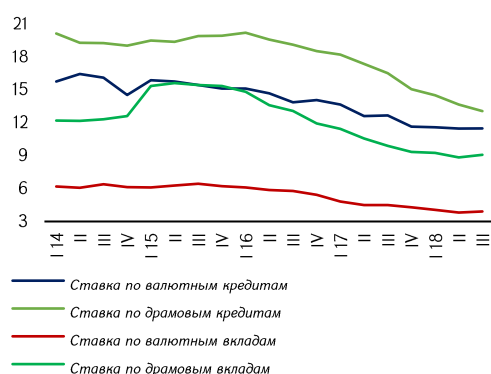
В 3-м квартале 2018 г. доходность на рынке государственных облигаций снизилась в долгосрочном отрезке



Источник: ЦБ РА

График 42

Ставки по депозитам и кредитам физических лиц



Источник: ЦБ РА

конкуренции среди банков, квартальный показатель роста кредитования составил в течение квартала 2,3%, причем, рост был обеспечен главным образом за счет 7,5% роста предоставленных средств в драмах. 12-месячный рост объемов общего кредитования экономики составил в сентябре 2018 года 20,6%. Рост объемов кредитования сопровождался снижением процентных ставок, что наиболее отчетливо проявилось в драмовых кредитах, выданных физическим лицам.

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	факт.	факт.	факт.	факт.	факт.	факт.	факт.	факт.	программа	программа	программа
Цены											
Инфляция (в годовом исчислении, конец периода, %)	9.4	4.7	3.2	5.6	4.6	-0.1	-1.1	2.6	2.7	2.8	3.6
Индекс потребительских цен (в годовом исчислении, среднее, %)	8.2	7.7	2.6	5.8	3.0	3.7	-1.4	1.0	2.6	2.8	3.3
Базовая инфляция (в годовом исчислении, среднее, %)	7.5	8.6	5.3	5.8	1.9	5.1	-2.0	0.8	3.8	2.7	3.8
Совокупный продукт											
ВВП (млрд драмов РА)	3690.0	4028.9	4266.5	4555.6	4828.6	5043.6	5067.3	5568.9	6098.9	6660.0	7258.9
ВВП (% ,реальный рост)	2.2	4.7	7.2	3.3	3.6	3.2	0.2	7.5	4.9	5.0	4.8
Предложение											
Промышленность (% ,реальный рост)	9.2	13.6	6.4	6.3	-0.9	6.2	7.7	6.6	3.8	4.4	4.7
Сельское хозяйство (% ,реальный рост)	-16.0	14.0	9.5	7.6	6.1	13.2	-5.0	-5.3	-6.7	3.8	4.4
Строительство (% ,реальный рост)	3.3	-12.2	4.5	-7.4	-4.5	-3.1	-14.1	2.5	2.0	3.5	4.1
Услуги (% ,реальный рост)	4.1	4.7	6.3	3.1	6.7	1.6	3.2	12.4	8.9	5.7	5.1
Налоги, нетто (% ,реальный рост)	13.4	3.8	9.9	3.6	1.8	-5.1	-4.7	10.1	7.6	5.1	4.8
Спрос											
Потребление (% ,реальный рост)	3.9	2.6	7.7	1.9	0.7	-6.2	-0.5	9.5	2.2	3.2	3.3
Государственное потребление (% ,реальный рост)	3.9	1.9	-1.4	8.7	3.4	4.7	5.8	11.5	-3.1	3.7	1.3
Частное потребление (% ,реальный рост)	3.9	2.7	9.1	0.9	1.0	-7.7	-1.2	8.9	3.2	3.1	3.6
Валовые вложения (% ,реальный рост)	0.5	-5.2	0.5	-10.5	-3.0	-1.2	-8.7	13.9	36.4	6.3	6.3
Государственные вложения (% ,реальный рост)	-12.7	-6.1	-22.4	-13.8	10.0	13.6	5.0	31.7	-56.1	72.0	14.0
Частные вложения (% ,реальный рост)	2.6	-5.1	3.6	-10.0	-3.7	-3.6	-10.5	11.1	53.7	1.1	5.0
Экспорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	20.4	14.5	12.0	8.9	6.4	4.9	19.1	18.2	3.9	6.7	7.7
Импорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	7.2	-0.1	4.7	5.5	-1.0	-15.1	7.6	24.8	10.5	3.1	4.5
Внешний сектор											
Торговый баланс (млн долларов США)	-2065.7	-2109.8	-2111.9	-2196.2	-2055.4	-1186.4	-944.4	-1375.4	-1722.6	-1615.7	-1642.7
Баланс услуг (млн долларов США)	-260.8	-65.8	-101.6	-124.3	-113.0	-94.5	-71.4	-27.9	-58.7	-32.3	-18.3
Денежные переводы (млн долларов США)	1421.9	1440.4	1539.8	1755.1	1616.1	1082.4	989.6	1128.1	1146.8	1223.9	1350.8
Текущий счет (млн долларов США)	-1261.4	-1058.9	-1057.9	-812.9	-883.1	-279.1	-238.1	-279.7	-815.8	-642.3	-563.1
Торговый баланс (доля в ВВП, %)	-22.1	-20.8	-19.9	-19.7	-17.8	-11.3	-8.9	-11.9	-13.6	-11.8	-11.0
Баланс услуг (доля в ВВП, %)	-2.8	-0.7	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.7	-0.2	-0.5	-0.2	-0.1
Денежные переводы (доля в ВВП, %)	15.2	14.2	14.6	15.8	14.0	10.3	9.3	9.8	9.1	9.0	9.0
Текущий счет (доля в ВВП, %)	-13.5	-10.5	-10.0	-7.3	-7.6	-2.7	-2.2	-2.4	-6.5	-4.7	-3.8
Государственный сектор											
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	780.4	880.9	946.2	1071.4	1144.8	1167.7	1171.1	1237.2	1298.7	1490.6	-
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	699.4	777.4	878.4	1000.9	1064.1	1067.9	1079.7	1158.1	1248.6	1399.2	-
Расходы (млрд драмов РА)	954.3	986.5	1006.1	1142.9	1235.1	1409.0	1449.1	1503.9	1380.7	1642.2	-
Дефицит (млрд драмов РА)	-173.9	-105.6	-59.9	-71.5	-90.3	-241.3	-278.0	-266.7	-82.0	-151.6	-
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	22.6	23.3	22.2	23.5	23.7	23.2	23.1	22.2	21.3	22.4	-
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	20.2	20.6	20.6	22.0	22.0	21.2	21.3	20.8	20.5	21.0	-
Расходы (доля в ВВП, %)	27.6	26.1	23.6	25.1	25.6	28.0	28.6	27.0	22.6	24.7	-
Дефицит (доля в ВВП, %)	-5.0	-2.8	-1.4	-1.6	-1.9	-4.8	-5.5	-4.8	-1.3	-2.3	-
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (в годовом исчислении, конец периода, %)	11.8	23.7	19.5	14.8	8.3	10.8	17.5	18.5	-	-	-
Драмовая масса (в годовом исчислении, конец периода, %)	15.7	26.4	11.9	14.9	-3.5	5.2	24.8	28.9	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом исчислении, конец периода, %)	26.7	35.3	27.6	12.9	20.8	-3.3	6.0	16.2	-	-	-
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	-	-	-

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

ГРАФИКИ

График 1	Распределение вероятностей прогноза инфляции (12-месячной) в 3-годичном прогнозируемом горизонте	4
График 2	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном горизонте	4
График 3	Экономический рост в странах – торговых партнерах	5
График 4	Инфляция в странах-партнерах	6
График 5	Международные цены на сырьевые и продовольственные товары	7
График 6	Распределение вероятностей прогноза инфляции (12-месячной) в 3-годичном прогнозируемом горизонте	8
График 7	Содействие компонентов спроса росту (процентных пунктов)	9
График 8	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке	10
График 9	Годовой прирост номинальной заработной платы частного сектора	11
График 10	Уровень безработицы	11
График 11	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении	12
График 12	Прогнозы экономического роста США	12
График 13	Прогнозы экономического роста ЕС	12
График 14	Прогнозы экономического роста РФ	12
График 15	Прогноз международных цен на продовольствие	13
График 16	Прогноз международных цен на нефть	13
График 17	Прогноз международных цен на медь	13
График 18	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном горизонте	13
График 19	Текущий счет / Среднесрочные прогнозы ВВП	14
График 20	Прогнозы налогово-бюджетного импульса (процентных пунктов)	14
График 21	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий базовой инфляции	14
График 22	Доля домашних хозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте	15
График 23	Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы	15
График 24	По прогнозам ЦБ инфляция в течение ближайшего года продолжит повышаться, затем закрепится вблизи целевого показателя	18
График 25	Квартальная динамика базовой инфляции, %	19
График 26	В 3-м квартале 2018 г. инфляция ускорилась	20
График 27	В 3-м квартале 2018 долларовые цены на импорт товаров и услуг снизились	20
График 28	Расчет потенциального ВВП различными методами	22
График 29	Структура потенциального ВВП, рассчитанная производственным методом	22
График 30	Структура расходов частного сектора	23
График 31	Позиция чистого экспорта ухудшилась за счет опережающего роста импорта	23
График 32	В 3-м квартале сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено главным образом сдерживающим влиянием расходов	24
График 33	Основные показатели консолидированного бюджета	24
График 34	В 3-м квартале 2018 г. дефицит бюджета финансировался за счет чистого дохода от государственных ценных бумаг	24
График 35	Отраслевая структура ВВП	25
График 36	Годовой прирост частной номинальной заработной платы (%)	25
График 37	Затраты на единицу рабочей силы	25
График 38	В течение квартала краткосрочные ставки остались вблизи ставки политики ЦБ	26
График 39	Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ	26
График 40	Динамика краткосрочных ставок в 3-м квартале 2018 г.	27
График 41	В 3-м квартале 2018 г. доходность на рынке государственных облигаций снизилась в долгосрочном отрезке	27
График 42	Ставки по депозитам и кредитам физических лиц	27

ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	9
Таблица 2	Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП	13
Таблица 3	Логика составления прогноза	16
Таблица 4	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие	20
Таблица 5	Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА	27