

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 23.12.2019 года номер 215-И*

Обзор инфляции

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

*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 3-го квартала 2019 г.*

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

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

Второй раздел состоит из отчета о выполнении программы денежно-кредитной политики предыдущего квартала, направленной на достижение целевого ориентира инфляции в этом периоде. Здесь представляются результаты проведенной денежно-кредитной политики и фактических экономических развитий.

Опубликование прогноза инфляции по целевому показателю и вытекающих из этого предположений позволяет повысить прозрачность проводимой денежно-кредитной политики, доступность и предсказуемость действий со стороны Центрального банка в целях укрепления доверия к Центральному банку РА. Центральный банк убежден, что понятная для общественности и заслуживающая доверия денежно-кредитная политика эффективно содействует удержанию инфляционных ожиданий и сокращению расходов по обеспечению стабильности инфляции.

Денежно-кредитная политика предусматривает достижение 4% инфляции и сведение к минимуму отклонений будущей инфляции от этого целевого ориентира. Траектория показателя инфляции, сформировавшегося в результате планирования направлений денежно-кредитной политики, публикуется в виде графиков распределения вероятностей прогноза для 12-квартального временного горизонта.

Прогнозы в настоящем отчете составлены с использованием всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 10 декабря 2019 года, с учетом результатов опросов Центрального банка и суждений о будущих макроэкономических развитиях, сформированных на базе имеющейся информации.

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

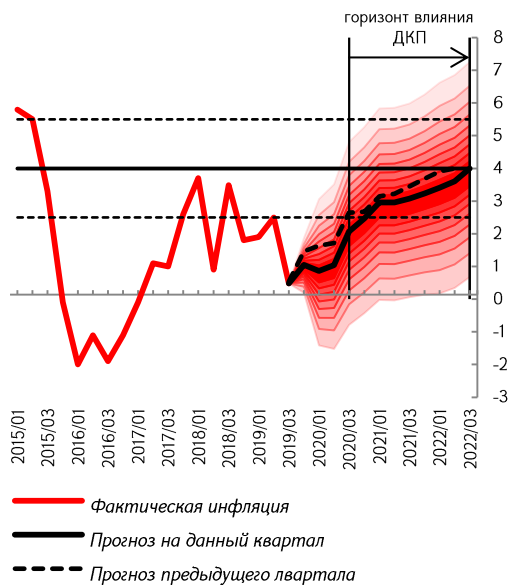
1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	6
2.1. Внешняя среда	6
2.2. Прогнозы	8
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	8
2.2.2. Экономическая активность	9
2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом	13
2.2.4. Основные суждения и риски	15
Врезка 1. Итоги опроса относительно ожиданий домашних хозяйств и финансовой системы	16
Врезка 2. Влияние повышения минимальной заработной платы на инфляцию	19
Врезка 3. Влияние изменений Налогового кодекса на инфляцию ...	20
Врезка 4. Нейтральная процентная ставка	20
3. Фактические развития за третий квартал 2019 года	24
3.1. Инфляция	24
3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции	24
3.1.2. Цены	25
3.2. Экономические развития	27
3.2.1. Позиция экономики	27
3.2.2. Расходная сторона экономики	27
3.2.3. Производственная сторона экономики	29
3.2.4. Рынок труда	30
3.3. Развития финансового рынка	30
4. Заключение	32
Основные макроэкономические показатели	33
Графики	34
Таблицы	35

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

В четвертом квартале 2019 года сохранилась низкая инфляционная среда, на фоне которой Центральный банк ЦБ продолжил проведение стимулирующей денежно-кредитной политики. 12-месячная инфляция пока останется на низком уровне, составив к концу 2019 года 0,8-1,2%.

График 1

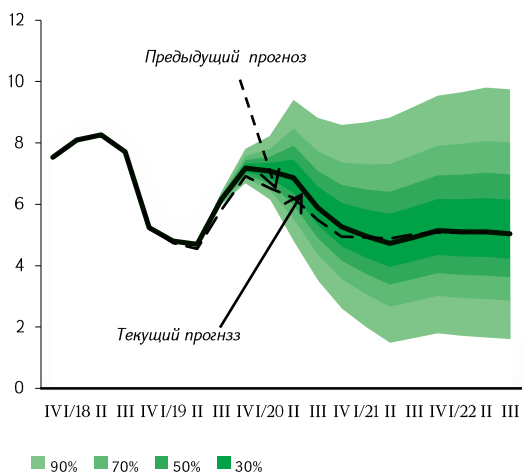
Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годовом прогнозном горизонте



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

График 2

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



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

В четвертом квартале 2019 года сохранилась низкая инфляционная среда, на фоне которой Центральный банк ЦБ продолжил проведение стимулирующей денежно-кредитной политики.

12-месячная инфляция, обуславливаемая осуществляемой денежно-кредитной политикой и ожидаемыми экономическими развитиями, пока останется на низком уровне: **к концу 2019 года она сформируется в интервале 0,8-1,2%**. В то же время, учитывая существующую макросреду, Центральный банк отдает предпочтение постепенному восстановлению инфляции, считая, что существующая в настоящее время низкая инфляция способствует закреплению долгосрочных инфляционных ожиданий и сохранению покупательной способности доходов. В результате в среднесрочном периоде инфляция постепенно восстановится, закрепившись в конце прогнозного горизонта вблизи целевого ориентира.

С точки зрения обеспечения прогнозной траектории инфляции, Центральный банк считает установленный в настоящее время уровень ставки политики достаточно стимулирующим, поэтому **Совет ЦБ принял решение о сохранении процентной ставки рефинансирования неизменной**. Прогнозируется, что в условиях динамики макроэкономических развитий по базовому сценарию, следует пока придерживаться стимулирующей позиции, обеспечив в среднесрочном периоде постепенное возвращение инфляции к целевому уровню.

В то же время, на формирование низкой инфляции, кроме сохраняющейся внешней слабой инфляционной среды, существенное влияние оказывают такие факторы предложения, как неуклонный рост конкуренции на товарных рынках (обусловленный участием в общем рынке ЕАЭС и структурными реформами), а также определенный сдвиг спроса с краткосрочных потребительских товаров на товары длительного пользования, под влиянием чего в секторе неэкспортируемых товаров зафиксировано повышение эффективности использования ресурсов.

Согласно краткосрочным прогнозам ЦБ, экономический рост в 2019 году составит 7,0-7,3%, а в среднесрочном периоде приблизится к долгосрочному равнонаправленному уровню.

В 2019 году основное содействие экономическому росту оказало частное потребление. Среднесрочный экономический рост будет

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

обусловлен, главным образом, расширением производственных мощностей, ходом структурных реформ, осуществляемых Правительством, и уровнем ожидаемого потенциала экономического роста стран-партнеров.

В прогнозном горизонте риски отклонения инфляции от прогноза, в целом, равнонаправленные, и слегка вверх - от прогнозов экономического роста (подробнее см. в подразделе «2.2.4. Основные суждения и риски»). В соответствии с макроэкономическими развитиями и проявлениями существующих рисков ЦБ корректирует денежно-кредитные условия для выполнения цели по обеспечению ценовой стабильности.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

В течение 2019 года рост мировой экономики замедлился, а в 2020 ожидаются слабые темпы роста мировой экономики.

В течение 2019 года рост мировой экономики замедлился, а в 2020 ожидаются слабые темпы роста мировой экономики. В частности, несмотря на ослабление неопределенностей и пессимистичных ожиданий, в передовых странах мира и основных странах - торговых партнерах РФ – в США и России в 2020 году ожидается сохранение слабых темпов роста экономики, а в еврозоне – замедление темпов роста.

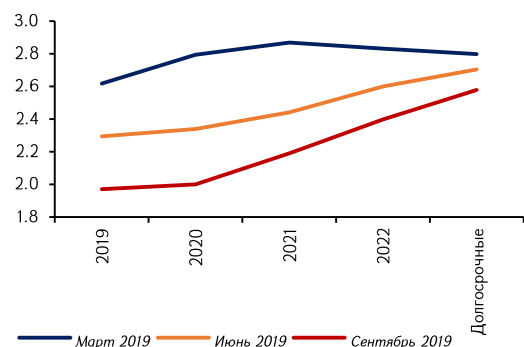
Экономические развития в США. Согласно второй оценке Бюро анализа Министерства торговли США, в третьем квартале 2019 года экономический рост в Соединенных Штатах Америки составил 2,0% в годовом выражении, обусловленный, главным образом, положительным содействием частного потребления, в отличие от отрицательного содействия по части вложений. Оценка экономического роста на 2019 год составляет 2,3%. Уровень безработицы в третьем квартале 2019 года слегка снизился, сформировавшись на уровне 3,6%. В 2020 году ожидается замедление темпов экономического роста из-за низкого показателя вложений.

В США в третьем квартале 2019 года инфляция личных потребительских расходов² сформировалась на уровне 1,4%, что ниже среднесрочного целевого уровня ФРС. В условиях текущих развитий экономического роста и сохранения неопределенностей из-за торговых конфликтов, а также низкой инфляции ФРС США снизила в октябре 2019 года ставку политики еще на 0,25 процентного пункта, установив ее в интервале 1,5-1,75%. Учитывая плохие прогнозы рынков относительно экономического роста, а также то, что инфляция остается ниже целевого ориентира (в октябре инфляция личных потребительских расходов составила 1,3%), ожидается, что ФРС США оставит пока процентные ставки на существующих уровнях.

Экономические развития в еврозоне. Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в еврозоне в третьем квартале 2019 года составил 1,2% в годовом выражении, в результате оценка экономического роста в 2019 году составила 1,1%. Содействие замедлению роста экономики еврозоны оказали замедление в отрасли обрабатывающей промышленности и неопределенности из-за торговых конфликтов. Следует также отметить, что в третьем квартале 2019 в Германии, являющейся крупным членом еврозоны, был

График 3

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



Источник: Федеральная резервная система США

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

зафиксирован небольшой положительный рост экономики, в отличие от отрицательного роста в предыдущем квартале. Уровень безработицы в еврозоне сохранился на зафиксированном в предыдущем квартале уровне 7,5%.

Средняя квартальная инфляция в третьем квартале 2019 года замедлилась в еврозоне до 0,9%, что ниже целевого ориентира ЕЦБ. Низкая инфляция была обусловлена, в основном, снижением цен на энергоносители, а базовая инфляция составила в третьем квартале в среднем 1,0%. В условиях низкой инфляции и слабого экономического роста ЕЦБ объявил, что пока будет осуществлять политику отрицательных ставок, однако отметил, что при необходимости возобновит расширенную программу покупки активов.

Экономические развития в России. Согласно предварительным оценкам Государственной статистической службы России, в третьем квартале 2019 года был зафиксирован превышающий ожидания экономический рост, составив 1,7% в годовом выражении. В отраслях торговли и сельского хозяйства зафиксированы высокие темпы роста. С учетом фактических данных за первые три квартала экономический рост в 2019 году составит, по оценкам, 1,3%. Безработица в России в третьем квартале составила 4,45%.

В третьем квартале 2019 года средняя квартальная инфляция в России замедлилась, составив 4,2% против средней инфляции в 4,9% за предыдущий квартал, приблизившись к 4% целевому уровню. Следует отметить, темпы инфляции продолжают замедляться: в октябре она сформировалась ниже целевого ориентира, составив 3,8%. Обусловлено это слабым ростом цен на продовольственные и непродовольственные товары. В условиях замедления темпов повышения инфляции в третьем квартале 2019 года Банк России снизил уровень ставки политики на 0,25 процентного пункта, а в октябре – еще на 0,5 процентного пункта, установив ее на уровне 6,5%. Учитывая ослабление инфляционных ожиданий, а также тенденцию замедления фактической инфляции, ожидается, что Банк России продолжит ослабление условий денежно-кредитной политики.

Развития на рынках сырьевых и продовольственных товаров. В третьем квартале 2019 года сформировалась низкая инфляционная среда на крупных рынках сырья и продовольствия, что было вызвано слабым мировым спросом и торговыми конфликтами.

В результате ослабления мирового спроса, обусловленного неопределенностями из-за «торговых войн», цены на медь на международном рынке в третьем квартале 2019 года снизились по сравнению с предыдущим кварталом на 5,0%. Ожидается, что низкий уровень цен сохранится в краткосрочном периоде. Международные цены на нефть, несмотря на определенное замедление роста объемов спроса по сравнению с предыдущим кварталом, снизились на 9,0% к предыдущему кварталу. Спаду цен способствовало, главным образом, ослабление мирового спроса на фоне торгового конфликта

График 4
Экономический рост в странах-партнерах (%)

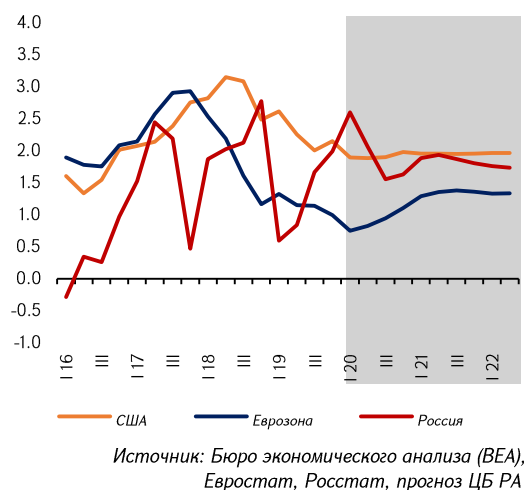


График 5
Инфляция в странах-партнерах (%)

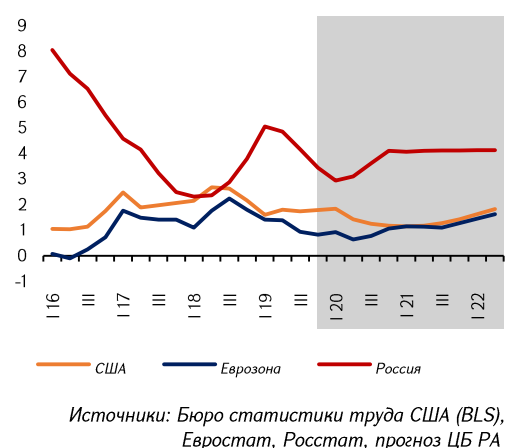
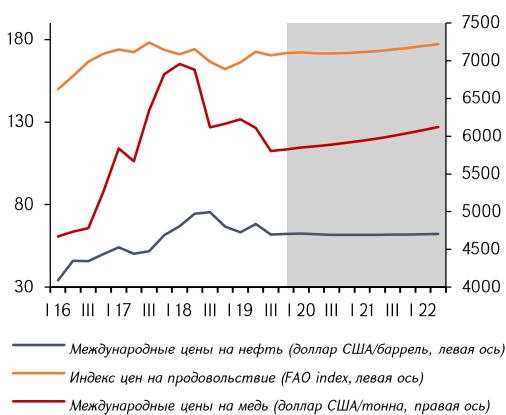


График 6

Международные цены на сырьевые и продовольственные товары



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

США-Китай. В краткосрочном периоде международные цены на нефть сохранятся на низких уровнях.

В третьем квартале 2019 года, по сравнению с предыдущим кварталом, на рынке продовольствия было зафиксировано определенное снижение цен на сахарный песок, зерновые и молочные товары, вызванное пересмотром вверх ожиданий предыдущего квартала относительно объемов производства. Однако, согласно октябрьским данным, наблюдался определенный рост цен на вышеуказанные товары, обусловленный ожиданиями более скудного урожая в следующем маркетинговом году по сравнению с предыдущим. В краткосрочном периоде, в условиях сохранения напряженности из-за торговых конфликтов, в основных группах продовольственных товаров сохранится слабая инфляционная среда.

2.2. Прогнозы

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

В текущем квартале инфляция продолжала оставаться на относительно низком уровне. По оценкам Совета ЦБ РА, в условиях отсутствия инфляционных давлений из внешнего сектора экономики и ожидаемых бюджетных развитий необходимо сохранить стимулирующий размер денежно-кредитных условий, оставив неизменным уровень ставки политики. В результате инфляция, оставаясь в ближайшие месяцы ниже целевого ориентира, в среднесрочном периоде постепенно укрепится вблизи целевого уровня.

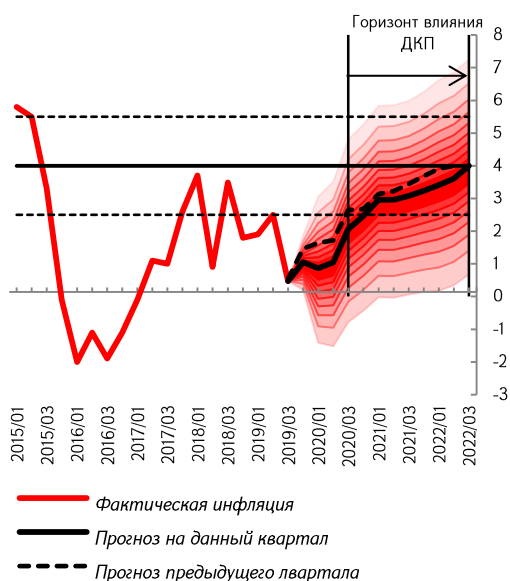
В результате Совет ЦБ решил оставить ставку политики неизменной, сохранив стимулирующую позицию денежно-кредитных условий.

Судя по текущим показателям, в третьем квартале года экономическая активность превысила ожидания, а высокие темпы роста сохраняются и в четвертом квартале. Вызвано это текущими оценками относительно высокого роста предложения в сфере услуг и продолжающимся ростом потребительского спроса, которому главным образом содействует стимулирующая денежно-кредитная позиция. В то же время, влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос уже в четвертом квартале 2019 года, равно как и в 2020 году, будет стимулирующим. В результате разрыв ВВП в четвертом квартале 2019 года будет, по оценкам, закрытым, а в течение следующего года, в условиях вышеуказанных развитий, будет положительным, содействуя постепенному восстановлению инфляции. Ожидается, что в среднесрочном периоде влияние налогово-бюджетной политики станет нейтральным, а разрыв ВВП постепенно

обнулится. С другой стороны, постепенно нейтрализуется стимулирующая позиция денежно-кредитной политики, продолжая оказывать в этом процессе содействие росту спроса. На фоне вышеизложенных перспектив налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик, инфляция в течение ближайших кварталов с низкого уровня станет восстанавливаться. Оценивается, что на фоне текущих развитий инфляции, особенно базовой, краткосрочные инфляционные ожидания населения существенно не изменились, и они будут следовать развитиям инфляции. Тем не менее, параллельно восстановлению инфляции, они также укрепятся вблизи целевого ориентира. Центральный банк, как и ранее, отдает предпочтение сценарию постепенного восстановления инфляции вместо существенного стимулирования инфляции, так как такой подход содействует, с одной стороны, укреплению долгосрочных инфляционных ожиданий, с другой стороны, сохранению платежеспособности доходов. **В результате Совет ЦБ решил оставить ставку политики неизменной, сохранив стимулирующую позицию денежно-кредитных условий. Вместе с этим, на фоне ожидаемых макроэкономических развитий, для достижения целевого ориентира инфляции, необходимо пока сохранить стимулирующие денежно-кредитные условия.**

График 7

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



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

Таблица 1

Сроки	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
IV кв. 2019	47.2%	52.7%	0.2%	0.0%	0.0%
I кв. 2020	54.9%	34.3%	10.8%	0.0%	0.0%
II кв.	49.8%	33.9%	16.1%	0.1%	0.0%
III кв.	27.5%	33.6%	37.0%	1.8%	0.2%
IV кв.	20.7%	31.1%	44.7%	3.3%	0.4%
I кв. 2021	14.3%	26.5%	52.1%	6.1%	1.0%
II кв.	14.3%	26.4%	52.0%	6.2%	1.1%
III кв.	13.1%	25.3%	53.3%	7.1%	1.3%
IV кв.	11.9%	23.3%	54.0%	8.7%	2.0%
I кв. 2022	11.1%	21.2%	53.5%	10.9%	3.3%
II кв.	9.5%	19.5%	54.2%	12.6%	4.3%
III кв.	6.9%	16.3%	54.7%	15.7%	6.5%

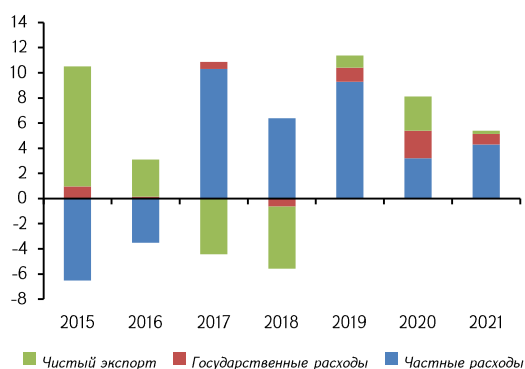
2.2.2. Экономическая активность³

Совокупный спрос. Оценка экономического роста за 2019 года составляет 7,0%-7,3%, который обусловлен, главным образом, внутренним спросом, особенно высоким уровнем частных расходов.

³ Подробный прогноз экономического роста в цифрах см. в графике 19, таблица 2.

График 8

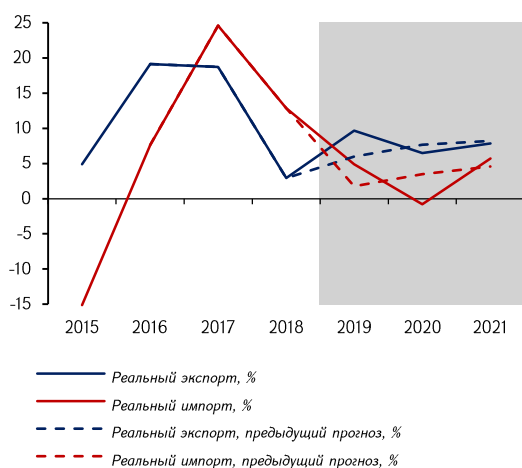
Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 9

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



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

По оценкам ЦБ, смена предпочтений домохозяйств на товары длительного пользования вызвала рост спроса на потребительские кредиты. В результате рост частных затрат произошел за счет довольно высокого роста частного потребления, который, главным образом, финансировался из кредитных ресурсов. В 2019 году совокупный кумулятивный рост частных основных средств останется на низком уровне, однако постепенно ускорится в соответствии с развитиями в отрасли строительства в ближайшем будущем. По оценкам ЦБ, параллельно ускорению экономического роста в мире и ослаблению глобальных неопределенностей частные вложения будут расти и в среднесрочном периоде, содействуя экономическому росту. Таким образом, в 2019 году рост частного потребления составит 11,4%, совокупный кумулятивный рост частных основных средств – 1,2%, а частных расходов – 9,9%.

Прогнозируется, что в течение 2020 года структура спроса слегка изменится, и реальный рост частного потребления и импорта постепенно замедлится, в основном, вследствие уменьшения импорта автомобилей, и усилится содействие чистого экспорта экономическому росту. С другой стороны, в условиях ожидаемого стимулирующего влияния бюджета, увеличится содействие государственных расходов экономическому росту, и в течение недлительного периода совокупный спрос будет выше совокупного предложения. В результате в краткосрочном периоде из реального сектора ожидаются слабые инфляционные давления, которые, под воздействием осуществляемой денежно-кредитной политики, нейтрализуются к концу прогнозного горизонта.

Внешний спрос. По результатам 2019 года содействие нетто-экспорта реальному ВВП по оценкам положительное. В четвертом квартале 2019 года замедлятся темпы реального роста экспорта товаров и услуг, учитывая замедление темпов роста горнодобывающей и обрабатывающей промышленности⁵. В результате, темпы реального роста экспорта товаров и услуг в 2019 году составят по оценкам 9,0-11,0%. В четвертом квартале 2019 года темп реального роста импорта товаров и услуг был скорректирован в направлении роста, учитывая превысивший ожидания рост в третьем квартале и его сохранение. Темпы реального роста импорта товаров и услуг в 2019 году составляют по оценкам 4,0-6,0%.

Темпы роста чистого притока денежных переводов в 2019 году составят по оценкам 0,0-2,0%.

В результате вышеперечисленных развитий показатель «дефицит текущего счета/ВВП» останется в 2019 году в интервале предыдущего прогноза, составив 7,0-8,0%.

⁴ В показателях спроса не включено изменение запасов нематериальных оборотных средств, поэтому показатели экономического роста со стороны предложения и со стороны спроса могут отличаться друг от друга.

⁵ В октябре здесь было зафиксировано замедление темпов роста.

Показатель «дефицит текущего счета/ВВП» на 2020 год будет значительно скорректирован, в результате существенного сокращения импорта автомашин, а также сохранения высоких темпов реального роста экспорта. Вместе с этим восстановятся денежные переводы физических лиц, составив 7,0-9,0%, что будет обусловлено положительными развитиями экономического роста России. Темпы реального роста экспорта товаров и услуг составят 6,0-8,0%, а по части реального роста импорта товаров и услуг ожидается уменьшение, и показатель составит 0,0-3,0%.

В условиях указанных развитий показатель «дефицит текущего счета/ВВП» укрепится в интервале 4,0-6,0%.

В среднесрочном отрезке, в результате опережающего роста экспорта, показатель «дефицит текущего счета/ВВП» укрепится в оцениваемом равнонаправленном интервале 3,0-5,0%.

Налогово-бюджетная политика. Оценка влияния **налогово-бюджетной политики** на совокупный спрос в 2019 году была проведена ЦБ РА на базе сопоставления скорректированных показателей бюджетной программы РА⁶ и оценок ЦБ РА по фактическим развитиям.

По налогам в государственный бюджет ожидается небольшое невыполнение скорректированной Правительством программы – 98,3%. Здесь учтено решение Правительства о возврате хозяйствующим субъектам сформировавшегося до 1 июля 2017 года дебетового остатка по части НДС. В результате показатель «налоги/ВВП» составит 22,2%, превысив показатель за 2018 год на 1,3 процентного пункта (без возврата дебетового остатка по НДС – на 1,6 процентного пункта).

По части государственных расходов, учитывая фактические развития, расходы за девять месяцев составили 82,5% скорректированной программы, невыполнение скорректированной годовой программы составило 5,3% (примерно 90,0 млрд драмов), что несколько превысило оценку, предусматриваемую предыдущей программой. Показатель «расходы/ВВП» по итогам года составит 24,5%, что выше прошлогоднего показателя на 1,1 процентного пункта.

По предварительной оценке ЦБ РА показатель «дефицит бюджета/ВВП» на 2019 год составит 1,7%.

Учитывая указанные оценки налогов и расходов, а также исключив из государственных расходов и доходов не влияющие на внутренний спрос потоки, импульс налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в 2019 году будет по сравнению с 2018 годом, по оценкам, сдерживающим на 0,5 процентного пункта. В целом, за

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

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

первые девять месяцев года бюджет имел сдерживающее влияние, которое уменьшится в результате ожидаемого в четвертом квартале расширяющего влияния на 3,2 процентного пункта.

Оценка влияния фискальной политики на совокупный спрос в 2020 году составлена на базе показателей проекта закона РА «О государственном бюджете на 2020 год». Следует отметить, что у ЦБ нет других суждений о выполнении государственного бюджета РА на 2020 год: нами предполагается полное выполнение по статьям доходов и расходов.

Показатель «налоги/ВВП»⁷ в 2020 году составит 22,5%, что на 0,3 процентного пункта выше ожидаемого значения в 2019 году. Показатель «расходы/ВВП» составит 25,7%, что на 1,1 процентного пункта выше ожидаемого значения в 2019 году.

Показатель «дефицит/ВВП» составит в 2020 году 2,3%.

Основываясь на установленных показателях по налогам и расходам и исключив из них потоки, не влияющие на совокупный спрос, в 2020 году, по сравнению с 2019 годом, влияние фискальной политики будет, по оценкам, расширяющим на 2,9 процентного пункта. Обусловлено это слегка сдерживающим импульсом доходов и расширяющим импульсом расходов. Указанное расширяющее влияние будет обеспечено в случае полного выполнения государственных расходов, а значение расширяющего влияния бюджета может быть скорректировано исходя из хода выполнения бюджета.

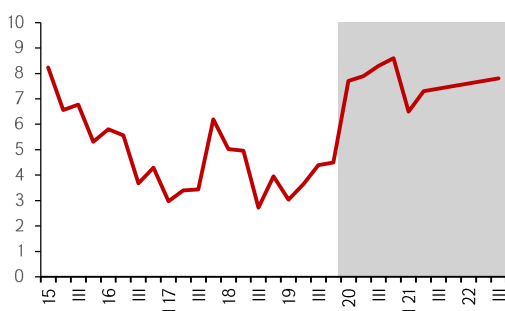
Что касается среднесрочного влияния фискальной политики, то предполагается, что оно будет нейтральным.

Рынок труда⁸. В 2019 году темп роста номинальной заработной платы в частном секторе останется на текущем уровне – вблизи 3,9%. Учитывая повышения минимальной заработной платы, в 2020 году рост номинальной заработной платы в частном секторе был пересмотрен вверх, составив, по оценкам, 8,1%. В дальнейшем, из-за базового эффекта, рост номинальных заработных плат в частном секторе слегка замедлится, а к концу прогнозного горизонта темп роста будет соответствовать развитию его основополагающих показателей – экономического роста и инфляции, и укрепитесь вблизи 7,7%.

Параллельно росту ВВП и высокому росту спроса, улучшился показатель спроса на рабочую силу. В результате, с начала 2019 года наблюдалась тенденция уменьшения безработицы: к концу года уровень составит 18,9%. В среднесрочном отрезке уровень безработицы снизится в годовом разрезе на 0,2-0,5 процентного пункта, приблизившись к концу прогнозного горизонта к уровню 17,3%.

График 10

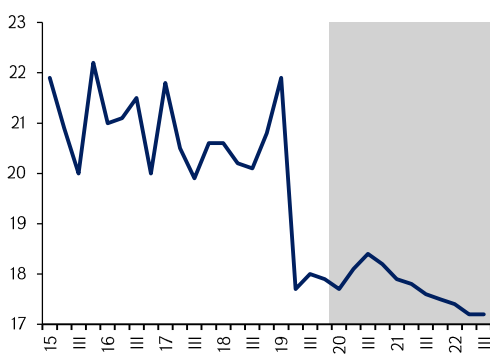
Годовой прирост частных номинальных заработных плат



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 11

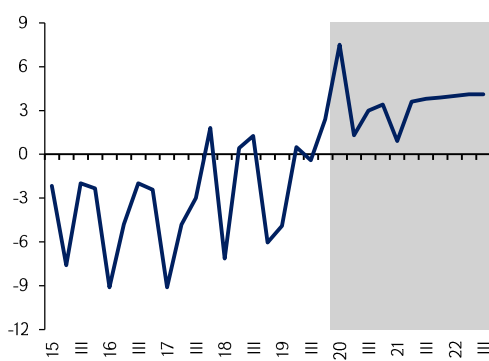
Уровень безработицы (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 12

Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом выражении



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

⁷ Прогноз ВВП является оценкой ЦБ РА.

⁸ Показатели рынка труда за период с 2019 по третий квартал 2022 года являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях второго квартала 2019 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

Параллельно ускорению заработной платы в частном секторе в 2019 году, ускорится и рост номинальных расходов предприятий на единицу рабочей силы, а к концу прогнозного горизонта, вместе с восстановлением инфляции, укрепится вблизи 4% целевого ориентира инфляции.

2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом

Вследствие ослабления внешнего спроса, в среднесрочном отрезке показатели темпов экономического роста стран-торговых партнеров РФ - США и стран еврозоны – пересмотрены в настоящее время слегка вниз от предыдущих прогнозов, тогда как краткосрочные показатели экономического роста России пересмотрены вверх.

Прогнозы темпов экономического роста США пересмотрены в направлении определенного замедления, вызванного низким уровнем вложений.

Показатели темпов экономического роста еврозоны по прогнозируемому горизонту пересмотрены в направлении уменьшения, вызванного ростом неопределенностей вокруг торговых конфликтов и Брексита.

Текущие прогнозы экономического роста России для краткосрочного периода превышают прогнозы предыдущего квартала, что обусловлено фактическим показателем, превышающим ожидания третьего квартала, а также сохранением положительной динамики в отрасли промышленности.

На основных сырьевых и товарных рынках, в условиях слабого мирового спроса, а также ожидания сокращения в 2020 году объемов предложения некоторых продовольственных товаров, ожидается слабая, по сравнению с прежним прогнозом, инфляционная среда.

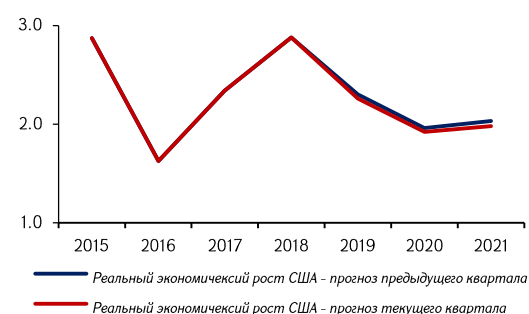
В частности ожидается, что инфляция в 2019 году и в среднесрочном периоде на международном рынке продовольствия будет слегка выше, чем предусматривалось ранее, из-за ожиданий плохого урожая на рынках сахарного песка и зерновых.

Прогноз по международным ценам на нефть на протяжении всего горизонта близок к низким уровням прежних прогнозов, что связано с сохранением слабого мирового спроса.

Международные цены на медь сформируются, по сравнению с предыдущим прогнозом, на слегка низком уровне, в результате

График 13

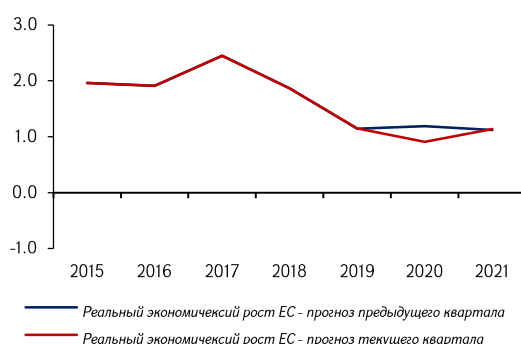
Прогнозы экономического роста США (%)



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

График 14

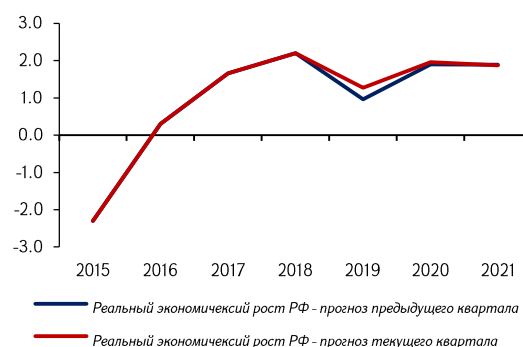
Прогнозы экономического роста ЕС (%)



Источники: Евростат, прогноз ЦБ РФ

График 15

Прогнозы экономического роста РФ (%)



Источники: Росстат, прогноз ЦБ РФ

График 16

Прогноз международных цен на продовольствие

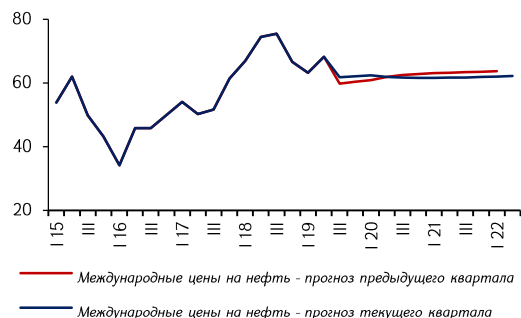


Источники: FAO, прогноз ЦБ РФ

сокращения спроса на международном рынке, вызванного торговыми конфликтами.

График 17

Прогноз международных цен на нефть



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 18

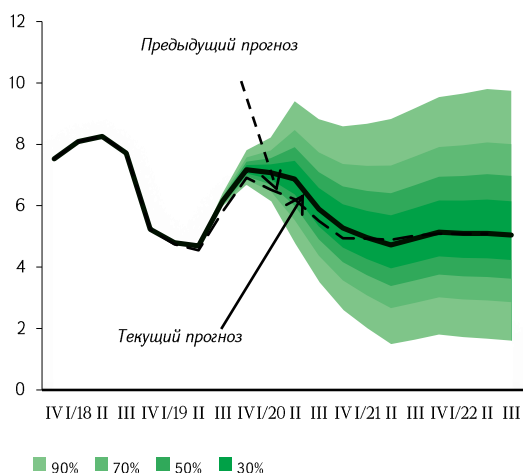
Прогноз международных цен на медь



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 19

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



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

Прогнозы экономического роста РА на 2019 и 2020 годы пересмотрены слегка вверх и существенно не изменятся к концу прогнозного горизонта.

Оценки экономического роста за 2019 год пересмотрены слегка вверх по сравнению с прежним прогнозом, составив 7,0%-7,3%. Пересмотр главным образом вызван превысившими прогнозы фактическими показателями, а также корректировкой показателей ВВП за первый и второй кварталы. По оценкам ЦБ, сфера услуг останется движущей силой экономического роста, чему существенно способствует неуклонный рост международного туризма. Высокий уровень услуг останется в течение ближайшего времени благодаря росту заработной платы в государственном секторе, что непосредственно выражается в добавленной стоимости в отраслях государственного управления и гособороны. Экономическому росту окажут положительное содействие также отрасли строительства и промышленности, содействие которых постепенно увеличится параллельно инвестиционной активности. О положительных развитиях в вышеуказанных отраслях говорит также высокий рост текущего кредитования в обрабатывающей промышленности и строительстве. Содействие сельского хозяйства экономическому росту в 2019 году было, по оценкам, отрицательное, а в прогнозном горизонте будет умеренно положительное.

В условиях осуществляемой расширяющей денежно-кредитной политики и ожидаемого в ближайшее время стимулирующего влияния госбюджета, разрыв ВВП в течение 2020 года будет находиться в области положительных значений, затем постепенно закроется, и экономический рост в прогнозном горизонте приблизится к среднесрочному равнонаправленному уровню.

Таблица 2

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2019 январь-декабрь / 2018 январь-декабрь	7.0-7.3	6.6-7.8
2020 январь-декабрь / 2019 январь-декабрь	4.6-6.0	2.3-8.6
2021 январь-декабрь / 2020 январь-декабрь	4.3-6.2	1.8-9.5
2022 январь-декабрь / 2021 январь-декабрь	4.2-6.1	1.6-9.7

⁹ Темп роста за каждый месяц рассчитан как среднее значение кумулятивного темпа роста за последние 4 квартала.

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

Влияние фискальной политики, которое оценивалось в прежней программе как нейтральное на 0,5 процентного пункта, не изменилось и обусловлено сдерживающим влиянием налогов на 1,1 и расширяющими влиянием расходов на 0,6 процентного пункта. Оценка налогово-бюджетного влияния на 2020 расширяющая на 2,9 процентного пункта.

Согласно текущей оценке, инфляция в краткосрочном периоде будет ниже предыдущего прогноза вследствие более слабого, чем ожидалось, сезонного изменения цен на сельхозпродукцию, особенно на овощи. Ожидается, что вышесказанное будет носить временный характер, и в следующем квартале цены на сезонные продукты восстановятся.

В то же время базовая инфляция будет находиться на слегка более низком уровне, чем ожидалось, главным образом из-за дефляционных развитий на внешних рынках и увеличения конкуренции на товарных рынках на фоне структурных реформ в экономике. Исходя из этого, для достижения целевого ориентира инфляции необходимо сохранить стимулирующую позицию денежно-кредитной политики, которая продолжит содействовать процессу восстановления совокупного спроса, в результате инфляция в конце прогнозного периода укрепитесь вблизи целевого показателя (см. «График 1. Распределение вероятностей прогнозов инфляции»).

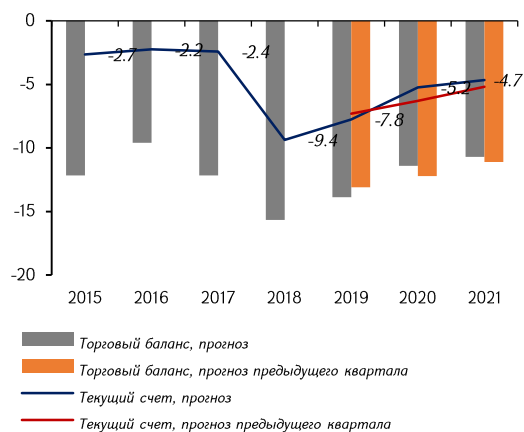
Краткосрочные инфляционные ожидания будут находиться на уровнях, сопоставимых с прежними прогнозами, оставаясь в прогнозном горизонте чуть ниже прежних прогнозов, что обусловлено относительной устойчивостью текущих показателей базовой инфляции, а также перспективой ее сравнительно медленного восстановления.

2.2.4. Основные суждения и риски

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

График 20

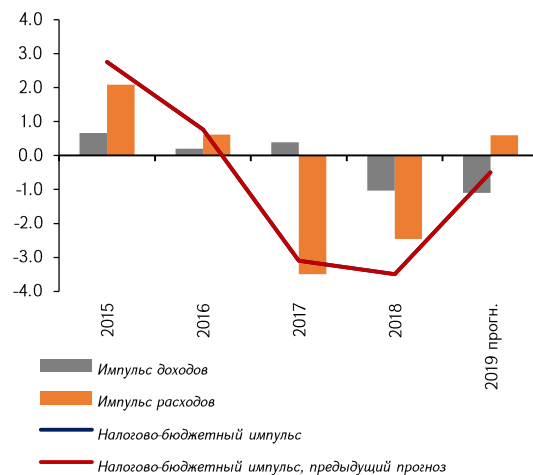
Текущий счет / Среднесрочные прогнозы показателя ВВП (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 21

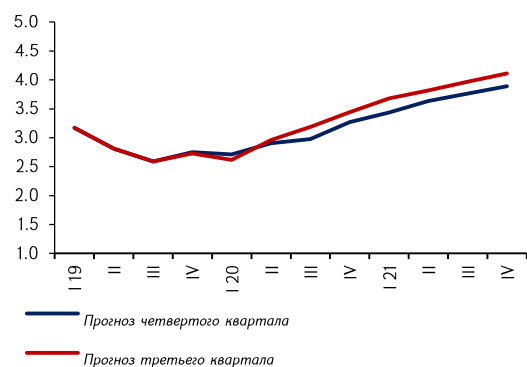
Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)



Источник: прогноз ЦБ РА

График 22

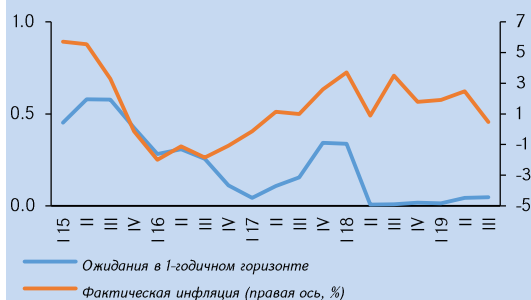
Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: оценка ЦБ РА

График 23

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



Источники: СК РА, опрос ЦБ РА

Врезка 1

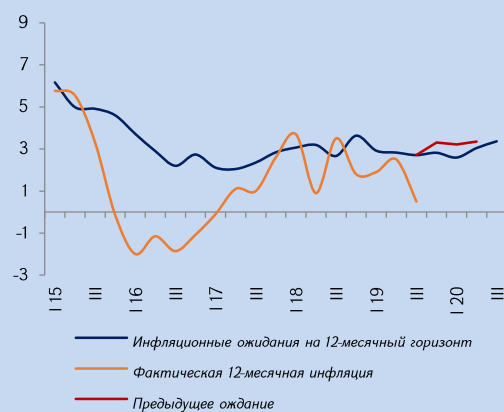
Результаты опросов домашних хозяйств и финансовых учреждений относительно их ожиданий

Согласно результатам опросов ЦБ, проведенных в третьем квартале 2018 года среди домашних хозяйств и организаций финансового сектора относительно некоторых макроэкономических показателей, инфляционные ожидания в третьем квартале сохранили устойчивость и по сравнению с показателями предыдущего квартала существенно не изменились. В частности, доля опрошенных домохозяйств, которые ожидают высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте, осталась очень небольшой, что говорит о постепенном закреплении устойчивости цен.

Инфляционные ожидания финансовой системы, по сравнению с результатами предыдущего опроса, слегка смягчились. В результате уровень инфляционных ожиданий в одногодичном горизонте составил **примерно 3,0% (по предыдущему опросу – 3,15%)**. Такая же динамика наблюдается по ежеквартальным инфляционным ожиданиям, которая слегка сместилась вниз.

График 24

Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы (%)



Источники: опросы ЦБ РА

Логика составления прогноза

Таблица 3

Основные суждения и предположения	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
Сохранение медленных темпов экономического роста основных стран-партнеров РА под влиянием слабого мирового спроса.	- Низкая инфляционная среда, а также медленные темпы экономического роста на фоне слабого мирового спроса приведут к сохранению политики низких ставок в основных странах-партнерах. - Слабый мировой спрос продолжит оказывать содействие сохранению международных цен на сырьевые товары на низких уровнях.
Продолжается снижение надбавки за риск РА.	По текущим оценкам, уровень надбавки за риск РА низкий (примерно на 0,3 процентного пункта) и составляет 2,2%. Однако ЦБ считает, что это снижение носит кратковременный характер.
Наличие инфляционных шоков со стороны предложения.	Ожидается изменение ставок таможенных и акцизных налогов на некоторые категории товаров с 1-го января 2020 года, связанное с участием в ЕАЭС. Влияние изменений на инфляцию проявится, главным образом, в течение будущего года и составит, по оценкам, 0,5 процентного пункта.

Влияние налоговых реформ.	Влияние вступающих в силу с начала 2020 года изменений в налоговом законодательстве по налогу на доход и налогу на прибыль будет ощущаться в краткосрочном периоде, в основном, по части спроса и инфляции, что учтено в показателях бюджета, а в долгосрочном периоде влияние указанных изменений выразится, главным образом, в показателях предложения, что вызовет повышение показателя уровня потенциала ВВП на 0,3%. Причем этот рост потенциального уровня будет происходить только постепенно и не окажет существенного влияния на развития разрыва ВВП и его ценовые проявления.
Влияние повышения минимальной заработной платы.	В результате повышения минимальной заработной платы первичные инфляционные влияния будут, по оценкам, ограниченными, до 0,05 процентного пункта.
Структурные реформы и рост конкуренции ослабляют инфляционную среду.	В результате участия в общем рынке ЕАЭС, структурных реформ, неуклонного усиления конкуренции на товарных рынках меняется ценовая политика организаций и снижаются их наценки, что ослабляет инфляционные давления.
Рост эффективности использования ресурсов.	По оценкам, имеется рост эффективности использования ресурсов в неэкспортном секторе экономики на фоне роста спроса на товары длительного пользования и на кредитование. Эти развития также ослабляют инфляционные давления благодаря увеличению предложения и сдвигу спроса (с краткосрочных потребительских товаров на товары длительного пользования).
Полное исполнение государственного бюджета на 2020 год.	В 2020 году влияние налогово-бюджетной политики будет, по оценкам расширяющее на 2,9 процентного пункта, а среднесрочном периоде – нейтральное.
Меры, содействующие росту уровня потенциала ВВП.	В сценарии денежно-кредитной политики нет расчетов, основанных на деятельности амулсарского рудника и медеплавильного завода в Алаверди. Их вероятное влияние рассматривается в рисках реализации прогноза. Согласно официальным заявлениям, строительные работы в Амурсаре продолжатся, по всей видимости, с начала 2020 года, а эксплуатация рудника начнется в 2021 году. По оценкам ЦБ, непосредственное влияние амулсарского рудника на ВВП составит 1,0%-1,6%, а с учетом опосредованных влияний – содействие будет еще выше.

Риски реализации прогноза

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

По части целостного спроса основные риски связаны со следующими факторами:

- В краткосрочном отрезке существуют главным образом дефляционные риски, которые могут быть обусловлены в прогнозном горизонте наиболее медленными темпами восстановления спроса, а следовательно, базовой инфляции.

- В случае сохранения невыполнения государственных расходов, в частности капитальных расходов, осуществляемых за счет внешнего финансирования, в 2020 году налогово-бюджетная политика будет иметь меньшее стимулирующее влияние.

В целом, риски отклонения инфляции от траектории, предусмотренной в среднесрочном отрезке, равнонаправленные (см. «График 1. Распределение вероятностей прогноза инфляции»).

По части предложения инфляция подвержена следующим рискам:

- Равнонаправленные риски относительно степени влияния на инфляцию вследствие изменения таможенных тарифов и акцизных налогов на некоторые товарные категории в 2020 году (составит по оценкам 0,5 процентного пункта).
- Снижение наценок на различных товарных рынках в результате структурных реформ и усиления конкуренции, а также наблюдаемый рост производительности в неэкспортном секторе экономики могут продолжаться долгое время, в результате низкая инфляционная среда сохранится, обусловленная факторами предложения.

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

- Неопределенности относительно дальнейшей эксплуатации рудника в Амулсаре и медеплавильного завода в Алаверди.
- Долгосрочный экономический рост будет зависеть от будущего хода структурных реформ в экономике и степени их влияния на деловую среду и вложения.
- Учитывая высокие темпы роста ипотечного кредитования¹⁰, а также большое количество выданных в последнее время разрешений на строительство,¹¹ риски экономической активности в отрасли строительства, а также риски совокупного накопления основных средств в частном секторе оцениваются в направлении повышения.

¹⁰ По состоянию на октябрь 2019 года объем ипотечных кредитов увеличился по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 39,7%.

¹¹ См. <https://www.yerevan.am/am/quarterly-statistics/>

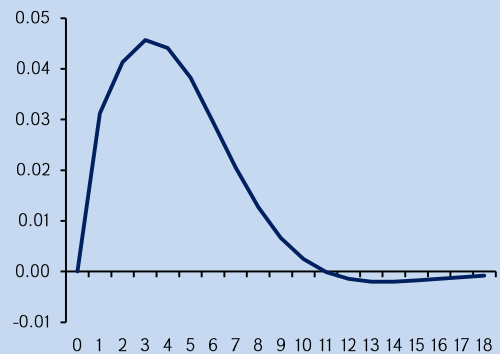
Влияние повышения минимальной заработной платы на инфляцию

Повышение минимальной заработной платы влияет на уровень средней зарплаты и, следовательно, на расходы предприятий, что с течением времени влияет и на инфляцию. По оценкам МВФ, повышение минимальной заработной платы на 1% в различных развивающихся странах приводит к росту средней заработной платы на 0,01–0,15%¹². Согласно МВФ, повышение минимальной заработной платы в РА на 23,6% приведет примерно к 2% росту средней зарплаты или 3% росту средней зарплаты работников, официально зарегистрированных в частном секторе. Это повышение, влияя на предельные расходы на производство товаров и предоставление услуг, может вызвать в течение времени инфляцию. При расчете влияния на инфляцию следует учитывать также долю лиц, неофициально занятых на рынке труда РА, которая, по данным СК, составила в 2018 году 41,3%¹³. В настоящее время, судя по данным о количестве работников, предоставляемым ГКН (на сентябрь 2019 года – 614459 официально зарегистрированных работников)¹⁴, а также учитывая количество занятого населения, публикуемое СК, предполагается, что уровень неофициально занятого населения значительно снизился и составляет 34% – 38%. Причем неофициально занятые работники – это в основном лица, занятые в отрасли сельского хозяйства. С другой стороны, расходы на рабочую силу составляют примерно 42% расходов, осуществляемых в процессе производства¹⁵. Кроме этого, преобладающая часть рынков в РА имеет признаки монопольно-конкурентного рынка, что предполагает, что изменения предельных расходов в условиях жесткости цен будут влиять на инфляцию постепенно. Учитывая все сказанное, первичное влияние повышения минимальной заработной платы будет, по оценкам, довольно ограниченное – примерно на 0,03 процентного пункта, а общее влияние в течение будущего года – примерно на 0,1 процентного пункта.

Следует отметить, что расчеты основаны на предположении, что изменение минимальной заработной платы не приведет к единовременному значительному изменению производительности. Это весьма строгое предположение, и в мировой литературе нет единого мнения по данному вопросу. Тем не менее, логика здесь следующая: повышение заработных плат, как правило, является следствием, а не причиной повышения уровня производительности, следовательно существенного роста производительности, обусловленного изменением заработных плат в экономике, по всей видимости, не будет.

График 25

Оценка влияния минимальной заработной платы на инфляцию (к предыдущему кварталу, аннуализированная)



Источник: расчеты ЦБ РА

¹² Cross-Country Report on Minimum Wages, IMF, 2016

¹³ См. <https://www.armstat.am/file/doc/99516743.pdf>

¹⁴ См. https://www.armstat.am/file/article/sv_10_19a_142.pdf

¹⁵ Для приближенного расчета расходов на рабочую силу используется значение отношения фонда заработной платы (произведение занятого в экономике населения на среднюю заработную плату) к номинальному ВВП.

Влияние изменения Налогового кодекса на инфляцию

Как известно, с начала 2020 года вступают в силу налоговые изменения, принятые 25 июня 2019 года, которые относятся к налогу на доход и налогу на прибыль. В основу этих изменений положены намерения Правительства облегчить налоговое бремя по части прямых налогов, выплачиваемых хозяйствующими субъектами, и перенести бремя на выплату определенных косвенных налогов. Предполагается, что осуществленные изменения помогут как упростить общую систему налогообложения, так и изменить положения по части некоторых видов налогов. Согласно этим изменениям, для системы налогообложения устанавливается единый размер ставки, а ставка налога на прибыль снижена на два процентных пункта. Эти изменения окажут на экономику и краткосрочное и долгосрочное влияние. В краткосрочном отрезке влияния проявятся, главным образом, через спрос, что, в целом, учтено в показателях бюджета на будущий год и, следовательно, учтено в программе денежно-кредитной политики¹⁶. В долгосрочном отрезке влияния налоговых изменений будут ощущаться, в основном, по части предложения из-за изменений предложения на рынках капитала и труда. Указанные изменения были рассчитаны в количественном отношении с использованием структурной модели. В частности, в результате уменьшения ставок налога на доход и налога на прибыль чистое влияние в цифрах на потенциальный уровень ВВП в долгосрочном периоде (10 лет и более) составит, по оценкам, плюс 0,3 процентного пункта.

Причем, предусматриваемые долгосрочные влияния проявятся только постепенно.

В трехгодичном прогнозе денежно-кредитной политики влияние положительных изменений потенциального уровня ВВП на оценки разрыва ВВП, а следовательно, и на инфляцию, не будет существенным.

Нейтральная процентная ставка

В денежно-кредитной политике особое место занимает концепция нейтральной процентной ставки. Это такое значение ставки, при котором обеспечивается нулевой разрыв ВВП и достижение целевого ориентира инфляции в условиях отсутствия экономических шоков¹⁷. Нейтральная процентная ставка рассматривается как ориентир для

¹⁶ Однако следует отметить, что для максимально точной количественной оценки перераспределения ресурсов и территориальных влияний, образовавшихся в результате указанных изменений, необходимо также учесть ряд микроданных, которые, однако, не рассчитываются или недоступны.

¹⁷ Идея нейтральной процентной ставки базируется на неокейнсианской теории, в которой естественный уровень процентной ставки определяется как ставка, которая сохраняет гибкость по отношению к ценам и заработной плате. Gali, Jordi. 2008 "Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle: An Introduction to the New-Keynesian Framework", Princeton University Press, Princeton and Oxford.

оценки позиции политики. В частности, денежно-кредитная политика является сдерживающей (стимулирующей), когда уровень ставки политики выше (ниже) нейтральной ставки. Однако, если ставка основного инструмента, а именно краткосрочная ставка, устанавливается на уровне нейтральной, это еще не означает, что будет обеспечен целевой ориентир инфляции. Если разрыв ВВП положительный (отрицательный), а инфляция находится выше (ниже) своего целевого ориентира, то центральный банк в течение определенного периода устанавливает уровень ставки политики выше (ниже) нейтральной ставки, с тем, чтобы способствовать возвращению ВВП к потенциальному уровню и достижению инфляции целевого ориентира.

Нейтральная процентная ставка является неподдающейся наблюдению переменной, что означает, что лица, ответственные за осуществление денежно-кредитной политики, не могут непосредственно наблюдать ее и устанавливать уровень ставки политики равный нейтральной¹⁸. С другой стороны, нейтральная ставка не является неизменным числом и меняется с течением времени под влиянием различных факторов¹⁹. Можно оценить влияние этих факторов, что поможет объяснить исторические вариации нейтральной ставки и составить прогнозы относительно ее будущей количественной оценки.

Номинальная нейтральная ставка равна сумме реальной нейтральной процентной ставки и ожидаемой инфляции:

$$NNIR = RNIR + IE$$

где

NNIR – номинальная нейтральная процентная ставка,

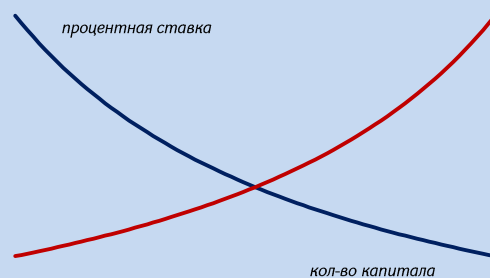
RNIR – реальная нейтральная процентная ставка,

IE – ожидаемая инфляция.

Равновесие на рынке капитала можно представить в виде графика (график 26). Красная линия показывает прямую связь между реальной процентной ставкой и капиталом. При высоких ставках граждане готовы ссужать фирмам больше капитала. Синяя линия отражает спрос фирм на капитал, зависящий от значения процентной ставки. При высоких процентных ставках фирмы могут привлечь в производство меньше капитала. Кривая спроса на капитал также показывает обратную связь между масштабом капиталовложений и предельной отдачей от них. В точке пересечения кривых образуется равновесие на рынке капитала и определяется значение нейтральной процентной ставки²⁰.

Реальную нейтральную процентную ставку можно разделить на долгосрочную и краткосрочную, в зависимости от временного горизонта воздействия факторов.

График 26
Равновесие рынка капитала и нейтральная процентная ставка



Источник: расчеты ЦБ РА

¹⁸ Ненаблюдаемая величина означает, что ставку нельзя непосредственно измерить статистическими методами, необходимо применить экономические модели, причем значения могут отличаться, в зависимости от выбранной модели. В этом смысле уровень нейтральной ставки непостоянен и меняется по мере изменения структуры экономики, в частности уровня потенциала ВВП, реального обменного курса, ожидаемой инфляции и т.д.

¹⁹ Laubach, Thomas, and John C. Williams. 2003. "Measuring the Natural Rate of Interest," *Review of Economics and Statistics*, 85(4), November, 1063–1070.

²⁰ Inflation Report, August 2018, Bank of England, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/inflation-report/2018/august/inflation-report-august-2018.pdf>, cmp. 39–43

$RNIR$ = долгосрочная составляющая + краткосрочная составляющая

Долгосрочная (трендовая) составляющая определяется по структурным факторам с наименьшей подверженностью колебаниям, которые обеспечивают равновесие между спросом на капитал и теми ресурсами, которые имеются для финансирования этого спроса. В малых открытых рынках, как Армения, эти факторы обуславливаются развитиями как внутренней экономики, так и внешнего мира.

Таблица 4. Влияние некоторых факторов на реальную нейтральную процентную ставку при прочих равных условиях^{21,22}

Фактор	Влияние роста фактора на рынок капитала при прочих равных условиях	Влияние роста фактора на нейтральную ставку при прочих равных условиях	Временной горизонт влияния	Механизм влияния на реальную нейтральную ставку
Изменения равновесной процентной ставки в развитых странах-партнерах	Сокращение предложения капитала и рост спроса на капитал	Рост нейтральной ставки	Как долгосрочный, так и краткосрочный	Если в стране-партнере данной страны меняется равновесная ставка, это также влияет на рынок капитала данной страны при условии, если есть возможность перемещения капитала.
Производительность и предельная отдача капитала	Рост спроса на капитал	Рост нейтральной ставки	Преимущественно долгосрочный	Рост производительности приводит к росту предельной отдачи капитала, что в условиях данной ставки создает максимальный спрос на инвестиции.
Склонность к среднесрочной замене спроса	Сокращение предложения капитала	Рост нейтральной ставки	Преимущественно долгосрочный	Если люди начинают отдавать наибольшее предпочтение потреблению сегодня вместо потребления завтра, то наибольшая часть доходов тратится на сиюминутное потребление, что приводит к сокращению объема текущих сбережений.
Изменение демографической структуры	Рост предложения капитала	Снижение нейтральной ставки	Преимущественно долгосрочный	В результате изменений возрастного ценза трудоспособного населения, уровня среднего возраста, ожидаемого увеличения продолжительности жизни меняется спрос на рынке капитала, так как под влиянием этих факторов увеличивается норма сбережений населения или общих сбережений в экономике.
Надбавка на риск ²³	Рост предложения капитала	Рост нейтральной ставки	Преимущественно долгосрочный	Рост риска страны повышает на рынке капитала равновесную ставку, поскольку те, кто предлагают капитал требуют высокий процент из-за риска.

²¹ Holston, Kathryn, Thomas Laubach, John C. Williams. 2016. "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants." Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2016-11. <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/workingpapers/wp2016-11.pdf>

²² Inflation Report, August 2018, Bank of England, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/inflation-report/2018/august/inflation-report-august-2018.pdf>, cmp.39-43

²³ Archibald, Joanne and Leni Hunter, "What is the Neutral Real Interest Rate, and How Can We Use It?", Reserve Bank of New Zealand Bulletin, Volume 64, No. 3, September 2011, <https://www.rbnz.govt.nz/-/media/ReserveBank/Files/Publications/Bulletins/2001/2001sep64-3archibaldhunter.pdf>

Согласно оценкам Федерального резервного банка Нью-Йорка²⁴, за последние десятилетия в развитых странах снижаются реальные нейтральные процентные ставки. На графике представлены количественные оценки реальных нейтральных процентных ставок США, Канады, еврозоны и Великобритании. Всеобщее снижение ставок продолжилось даже в посткризисный период и в последние годы находится на исторически низком уровне.

Снижение мировых ставок обусловлено факторами как предложения, так и спроса. С точки зрения предложения основным фактором в развитых странах является продолжительная тенденция «старения» населения, в результате которой при данных процентных ставках граждане готовы ссужать фирмам больше капитала. Изменение демографической структуры в развитых странах на нашей графической модели показано сдвигом кривой предложения вправо.

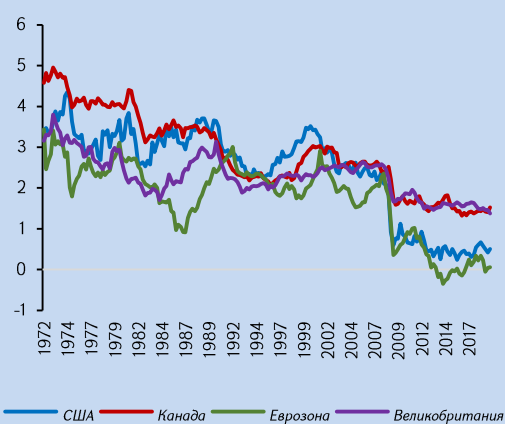
Другой структурный фактор снижения мировых процентных ставок – это тенденция снижения всеобщей производительности (см. график 28). С точки зрения рынка капитала – это фактор предложения, который отражается в виде снижения уровня потенциала мировой экономики. В результате спада производительности предприятий уменьшается их спрос на капитал, который показан на нашем графике сдвигом кривой спроса влево. В результате на рынке капитала формируется новое равновесие через более низкую реальную нейтральную процентную ставку.

В развивающихся странах реальная нейтральная процентная ставка выше по сравнению со ставкой в развитых странах, что обусловлено, в основном, низким уровнем капитализации в основных развивающихся странах, вследствие которого в этих странах предельная отдача капитала остается пока выше по сравнению с развитыми странами. С течением времени, параллельно опережающему экономическому росту развивающихся стран происходит накопление капитала, в результате в развивающихся странах предельная отдача капитала и нейтральная ставка постепенно снижаются. Это, в свою очередь, будет оказывать понижающие давления на нейтральную процентную ставку, постепенно снижая ее.

Использованная литература

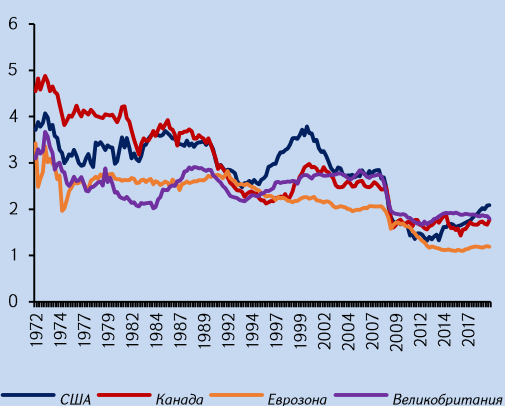
1. Archibald, Joanne and Leni Hunter, “What is the Neutral Real Interest Rate, and How Can We Use It?”, Reserve Bank of New Zealand Bulletin, Volume 64, No. 3, September 2011
2. Gali, Jordi. 2008 “Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle: An Introduction to the New-Keynesian Framework”, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
3. Holston, Kathryn, Thomas Laubach, John C. Williams. 2016. “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants.” Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2016-11
4. Laubach, Thomas, and John C. Williams. 2003. “Measuring the Natural Rate of Interest,” Review of Economics and Statistics, 85(4), November, 1063–1070
5. Federal Reserve Bank of New York, *Measuring the Natural Rate of Interest*
6. Inflation Report, August 2018, Bank of England

График 27
Реальная нейтральная ставка в развитых рынках



Источник: расчеты ЦБ РА

График 28
Оценки потенциала экономического роста



Источник: расчеты ЦБ РА

²⁴ Federal Reserve Bank of New York, Measuring the Natural Rate of Interest, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar/overview>

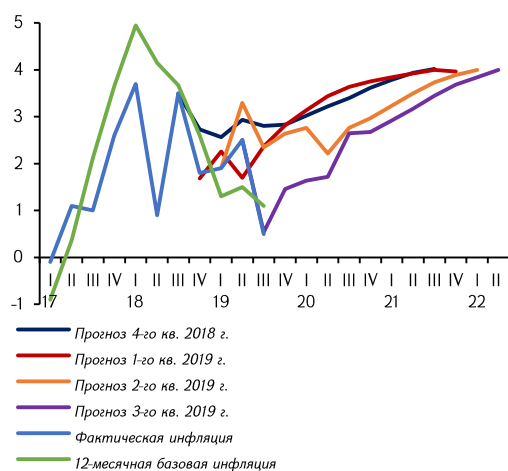
3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ТРЕТЬЕГО КВАРТАЛА 2019 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции

График 29

По прогнозам ЦБ, инфляция в краткосрочном периоде останется ниже целевого ориентира, а в среднесрочном периоде постепенно повысится, закрепившись в конце прогнозного горизонта вблизи целевого ориентира



Источник: СК РА, ЦБ РА

Прогноз на одногодичный период, предшествующий четвертому кварталу 2019 года, представленный в программе денежно-кредитной политики на четвертый квартал 2018 года, предусматривал, что инфляция, сформировавшаяся в условиях ожидаемых макроэкономических развитий и сохранения стимулирующего направления денежно-кредитной политики, в краткосрочном периоде проявит устойчивость и останется вблизи нижней границы диапазона допустимых колебаний. В рамках указанной программы в краткосрочном периоде ЦБ намеревался продолжить стимулирующую денежно-кредитную политику, а предусматриваемая в среднесрочном периоде нейтрализация денежно-кредитных условий должна была проходить наиболее медленными темпами, в целях обеспечения восстановления инфляции и ее укреплению вблизи целевого ориентира.

Тем не менее, в отчетном периоде инфляция отклонилась от запланированного сценария, так как в каждом следующем квартале фискальная политика была более сдерживающей, чем ожидалось, а во внешней среде также сформировались слабый, чем ожидалось, спрос и низкие цены. Под влиянием указанных развитий совокупное предложение в экономике РА значительно ослабело. Это отразилось на динамике 12-месячной базовой инфляции, которая в течение прошедшего одного года снизилась на 2,6 процентного пункта, составив в конце сентября 1,1%. В другой стороны, вследствие изменения цен на сельхозпродукцию из-за смещения периода сбора урожая, 12-месячная общая инфляция проявила за этот период волатильность, составив в конце сентября 0,5%.

В течение последнего года, в условиях сохраняющейся низкой инфляции, ЦБ продолжил проведение стимулирующей денежно-кредитной политики, однако **предпочтение отдавалось постепенному восстановлению инфляции**, поскольку, по оценкам ЦБ, сформировавшаяся в условиях макроэкономической ситуации этого периода низкая инфляция содействовала закреплению долгосрочных инфляционных ожиданий и сохранению покупательной способности. В подобных условиях, учитывая отсутствие существенных инфляционных влияний из внешней и внутренней экономик, связанных с сохранением слабого глобального и внутреннего спросов, а также то, что действующие денежно-кредитные условия считались

достаточно стимулирующими, в четвертом квартале 2018 года ЦБ оставил неизменной процентную ставку рефинансирования. Учитывая непрекращающееся замедление темпов роста мировой экономики и ожидаемое ослабление инфляционной среды на мировом рынке основных товаров, в январе 2019 года Центральный банк слегка увеличил стимулирующий размер денежно-кредитных условий и снизил процентную ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 5,75%. В период с февраля по август ставка оставалась неизменной, так как на фоне ожидаемой расширяющей налогово-бюджетной политики размер стимулирования был достаточным. Однако, поскольку в этот период Правительство продолжало вести сдерживающую налогово-бюджетную политику, и дефляционные влияния извне продолжались, в сентябре ЦБ снова ослабил денежно-кредитные условия, снизив ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта. В то же время, как и прежде ЦБ направил финансовому рынку импульсы о том, что в случае реализации прогнозных макроэкономических развитий, стимулирующие условия будут сохранены так долго, как это будет необходимо для достижения целевого ориентира в среднесрочном отрезке.

3.1.2. Цены

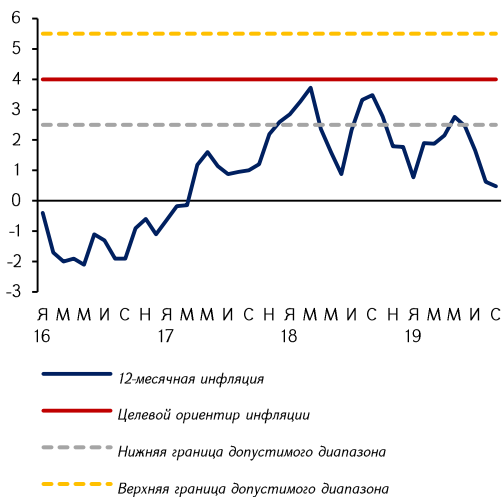
Потребительские цены. В третьем квартале 2019 года 12-месячная инфляция осталась на низком уровне, составив 0,5% в годовом выражении, главным образом под влиянием 2,7% снижения цен на сезонные продовольственные товары. В том же периоде показатель 12-месячная базовой инфляции составил 1,1%, а рост тарифов на регулируемые услуги в годовом выражении составил 0,7%.

Спад цен на сезонные продовольственные товары в годовом выражении был обусловлен снижением цен в категориях «Фрукты» и «Овощи» соответственно на 1,9% и 4,0% (содействие 12-месячной инфляции -0,3 процентного пункта).

Рост базовой инфляции в годовом выражении был обусловлен главным образом ростом цен в категориях «Хлебобулочные изделия и крупы», «Табачная продукция», а из непродовольственных товаров – «Одежда», «Обувь» и «Топливо» соответственно на 3,3%, 7,3%, 7,1%, 12,3% и 3,2% (содействие 12-месячной инфляции – примерно 1,0 процентного пункта). Вместе с этим, вследствие снижения цен на международных рынках на продовольствие, на внутреннем рынке по части этой товарной категории также было зафиксировано значительное снижение инфляции. В результате, показатель инфляции несезонных продовольственных товаров за последний год постепенно

График 30

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



Источник: СК РА

снизился с 4,6% роста в годовом выражении, достигнув в сентябре 0,2% в годовом выражении.

Динамика инфляции за последний год в основном совпадает с развитиями спроса, хотя было и определенное влияние предложения по части отдельных товарных категорий. В начале отчетного периода, под влиянием внешних факторов, был зафиксирован рост цен на муку и хлеб²⁵, общее содействие которого на инфляцию оценивается в 0,3 процентного пункта.

Следует отметить, что инфляционное влияние в результате изменения таможенных тарифов на определенные товарные категории в начале 2019 года составило, по оценкам, 0,3 процентного пункта, вызванное в основном ростом цен на куриное мясо.

Что касается изменения цен на табачные изделия и алкогольные напитки, вызванного изменением ставок акцизного налога, то фактическое влияние этих развитий на инфляцию составило, по оценкам, до 0,2 процентного пункта.

Таблица 5

Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие ²⁶			
Товарная категория	вес	12-месячная инфляция	содействие
Базовая инфляция	72.7	1.1	0.8
Хлебобулочная продукция и крупы	8.99	3.3	0.30
Мясо	9.87	-1.2	-0.12
Масла и жиры	2.77	-5.8	-0.16
Сахарный песок	0.60	-1.7	-0.01
Алкогольные напитки	2.77	3.0	0.08
Табачные изделия	1.77	7.3	0.13
Одежда	2.58	7.1	0.18
Обувь	1.52	12.3	0.19
Медикаменты	4.83	-0.4	-0.02
Топливо	5.20	3.2	0.17
Сезонные продукты	10.5	-2.7	-0.28
Яйца	1.44	-0.3	0.0
Фрукты	3.35	-1.9	-0.06
Овощи	5.74	-4.0	-0.23
Регулируемые услуги	16.7	0.7	0.1

²⁵ <http://www.competition.am/index.php?page=&menu=174&newsID=1547&lng=1>

²⁶ Данные в годовом выражении по группам, входящим в состав категории продовольственных товаров, рассчитаны ЦБ РА на базе информации Статистического Комитета РА.

Цены на импорт. В третьем квартале 2019 года долларовый рост цен на импорт товаров и услуг, после снижения в течение целого года, повысился на 0,2% к предыдущему кварталу. Что касается изменения долларовых цен по сравнению с третьим кварталом предыдущего года, то рост составил 1,3% в годовом выражении. Обусловлено это, главным образом, укреплением в годовом выражении номинального курса национальных валют стран-партнеров. Содействие цен на промежуточные товары общим ценам на импорт в годовом выражении было нулевое: повышение цен на нефть, алюминий и пшеницу компенсировалось ростом цен на прочие промежуточные товары в годовом выражении.

3.2. Экономические развития

3.2.1. Позиция экономики

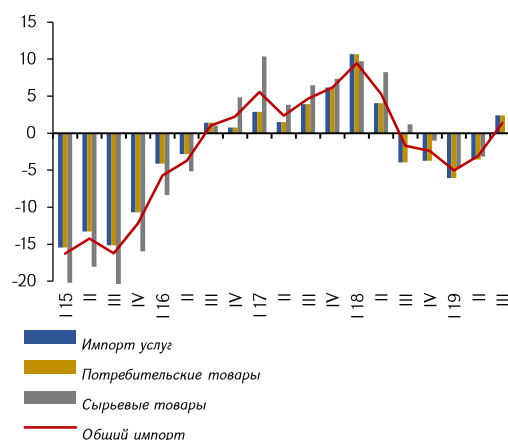
В отчетном квартале отрицательный разрыв ВВП слегка закрылся, хотя ВВП, по оценкам, пока ниже потенциального уровня. Неизменная стимулирующая денежно-кредитная политика, рост объемов кредитования, высокий уровень экономической активности и расходов частного сектора (см. разделы 3.2.2 и 3.2.3), увеличение занятости (см. раздел 3.2.4), а также стимулирующее влияние бюджета в отчетном квартале способствовали тому, чтобы экономика постепенно приблизилась к потенциальному уровню и производственные ресурсы использовались на уровне, близком к оптимальным возможностям. Тем не менее, в третьем квартале разрыв ВВП, по оценкам, остается пока отрицательным, что соответствует низкой инфляционной среде в отчетном квартале (см. раздел 2.2.1). Отрицательному разрыву ВВП способствовали ослабление национальных валют в странах-партнерах в третьем квартале 2019 года, а также низкие уровни экономического роста в основных странах-торговых партнерах и объемов денежных переводов в реальном выражении.

3.2.2. Расходная сторона экономики

В третьем квартале 2019 года основное содействие экономическому росту оказал рост внутреннего спроса, обусловленный в первую очередь высоким ростом частного потребления. В отличие от предыдущих кварталов, в отчетном периоде зафиксировано положительное содействие по части государственных расходов. Рост частного потребления, хотя и слегка замедлился по сравнению с предыдущим кварталом, однако пока остается на высоком уровне и

График 31

В 3-м квартале 2019 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились по сравнению с тем же кварталом предыдущего года

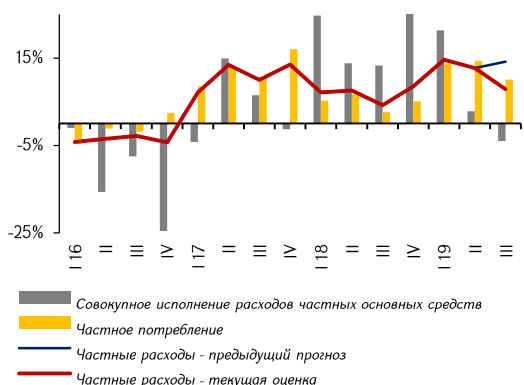


Источник: расчеты ЦБ РА

В третьем квартале 2019 года основное содействие экономическому росту оказал рост внутреннего спроса, обусловленный в первую очередь высоким ростом частного потребления.

График 32

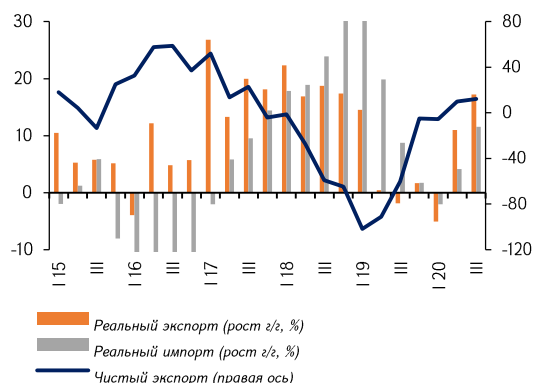
Структура частных расходов (в годовом выражении, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 33

Позиция чистого экспорта улучшилась во 3-м квартале 2019 года, что вызвано опережающим ростом экспорта по отношению к росту импорта (чистый реальный экспорт, в годовом выражении %, положительный знак - улучшение)

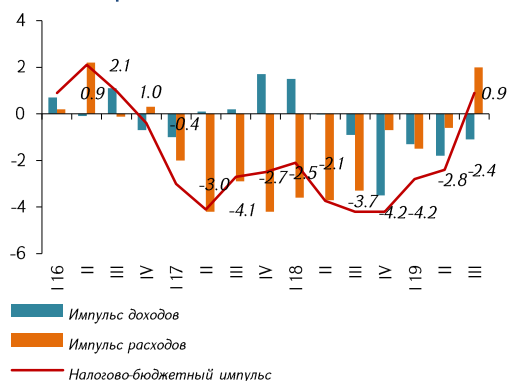


Источник: СК РА

Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в течение квартала было, по оценкам, расширяющее на 0,9 процентного пункта вместо предусмотренного расширяющего на 0,5 процентного пункта.

График 34

В 3-м кв. 2019 г. расширяющее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено расширяющим влиянием расходов



Источник: оценка ЦБ РА

составил 10,1%. Отметим, что продолжается рост объема кредитования домашних хозяйств, за счет которого финансируется, в основном, частное потребление. Совокупное накопление частных основных средств уменьшилось в отчетном квартале на 3,6%, что ниже прежних прогнозов ЦБ. Все еще низкая, по оценкам ЦБ, инвестиционная среда обусловлена изменением структуры вложений, в частности, сокращением крупных вложений. Таким образом, в третьем квартале рост частных расходов составил 7,9%, чем, главным образом, обусловлен и экономический рост за тот же период.

ЦБ считает, что высокий уровень частного потребления пока оказывает слабое влияние на инфляцию из-за особенностей структуры потребления.

В третьем квартале 2019 года был зафиксирован довольно высокий рост реальных объемов экспорта и импорта. Причем рост реальных объемов экспорта превысил рост реальных объемов импорта. В результате содействие роста чистого реального экспорта ВВП было положительное. Таким образом, в третьем квартале 2019 года рост реального экспорта товаров и услуг составил 17,2% в годовом выражении, а рост реального импорта товаров и услуг составил 11,6%. Высокий рост экспорта вызван высоким ростом горнодобывающей промышленности и обрабатывающей промышленности. Содействие росту импорта оказал, главным образом, высокий рост импорта автомобилей и поступивших в качестве гуманитарной помощи лекарств.

В третьем квартале 2019 года долларовые объемы чистых денежных переводов физических лиц (включая вознаграждение трудовых мигрантов и личные трансферты) уменьшились, составив 0,5% в годовом выражении вследствие замедления роста в неэкспортном секторе экономики России.

В третьем квартале 2019 года показатель соотношения дефицит текущего счета/ВВП сократился, по оценкам, примерно на 1,2 процентного пункта.

Налогово-бюджетная политика²⁷. В третьем квартале 2019 года показатели выполнения фактических доходов и расходов слегка отклонились от прогнозов ЦБ²⁸, превысив предусматриваемые значения. В результате влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос было расширяющее на 0,9 процентного пункта вместо предусмотренного расширяющего на 0,5 процентного пункта.

Фактические доходы бюджета в третьем квартале 2019 года превысили прогнозный показатель на 4,1%, вследствие перевыполнения налоговых доходов бюджета. В результате импульс доходов был сдерживающим на 1,1 процентного пункта вместо сдерживающего на 0,5 процентного пункта по прогнозу.

²⁷ Анализ налогово-бюджетного сектора составлен с использованием фактических показателей совокупного бюджета за третий квартал.

²⁸ Базой программы доходов послужила скорректированная программа Правительства РА на 2019 год и решение о возвращении хозяйствующим субъектам дебетового остатка НДС.

Расходы государственного бюджета составили 104,1% показателя, предусмотренного ЦБ, в результате импульс расходов оказал более сдерживающее влияние по отношению к предусматриваемому, составив 2,0 вместо 1,0. Номинальный рост государственного спроса²⁹ составил по отношению к прогнозу 107,6%. Причем, **государственное потребление** составило 105,8% прогнозного показателя, а **расходы по статье «Операции с нефинансовыми активами»** составили 113,5% прогноза. Обусловлено это ростом капитальных расходов, осуществляемых за счет внутреннего финансирования, а по части кредитных и грантовых программ, осуществляемых за счет внешнего финансирования, зафиксировано небольшое исполнение, кстати, равное значению показателя за первое полугодие.

В результате вышеуказанных развитий по части доходов и расходов в третьем квартале сформировался дефицит бюджета на 26,8 млрд драмов вместо предусматриваемого ЦБ дефицита на 25,7 млрд драмов.

3.2.3. Производственная сторона экономики

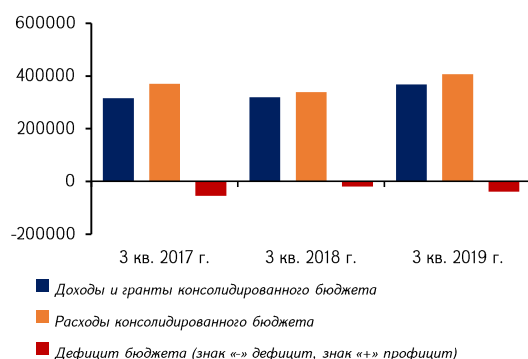
В третьем квартале 2019 года рост ВВП составил 7,9%, что на 0,7% больше прогнозов ЦБ. Причем отклонения вверх были зафиксированы почти на всех отраслевых уровнях ВВП. В частности, спад сельского хозяйства был слабее и составил 2,0%. Рост в отрасли промышленности составил 12,9%, что немного выше прежнего прогноза и главным образом обусловлено высоким ростом горнодобывающей промышленности и обрабатывающей промышленности. Уровень строительства также превысил прогноз, составив 5,0%. Отметим, что как в обрабатывающей промышленности, так и в строительстве объемы кредитования весьма расширились в последнее время, что говорит о будущих положительных развитиях в отраслях. Рост услуг совпадает в прежним прогнозом и составляет 10,0%.

Ожидается, что в четвертом квартале 2019 года содействие промышленности экономическому росту слегка замедлится, что обусловлено замедлением октябрьского показателя экономической активности, а сфера услуг продолжит оставаться основной движущей силой экономического роста.

По оценкам ЦБ производительность в третьем квартале 2019 года осталась без изменений. Обусловлено это тем, что высокий рост ВВП и спроса сопровождался еще более высоким ростом занятости и отработанных часов, что уравнивалось за счет повышения эффективности использования трудовых ресурсов.

График 35

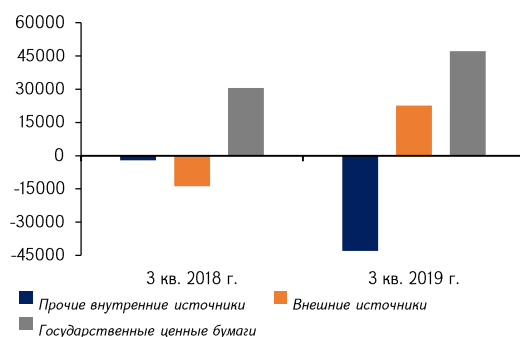
Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов РА)



Источник: СК РА

График 36

В 3-м кв. 2019 года сформировался дефицит госбюджета, в отличие от профицита за первое полугодие (млн драмов РА)

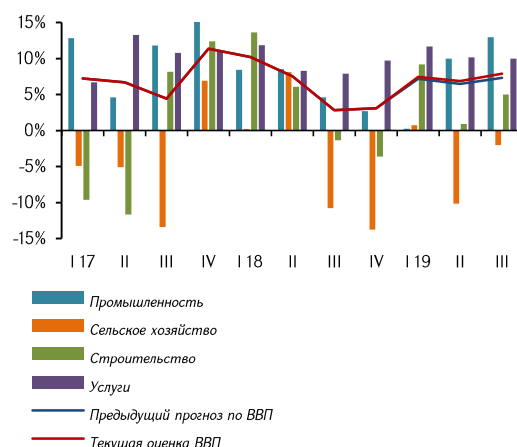


Источник: Минфин РА

В третьем квартале 2019 года рост ВВП составил 7,9%, что на 0,7% больше прогнозов ЦБ.

График 37

Отраслевая структура ВВП (годовой прирост, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

²⁹ В государственный спрос в статьях расхода включаются государственное потребление и вложения.

3.2.4. Рынок труда³⁰

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

График 38

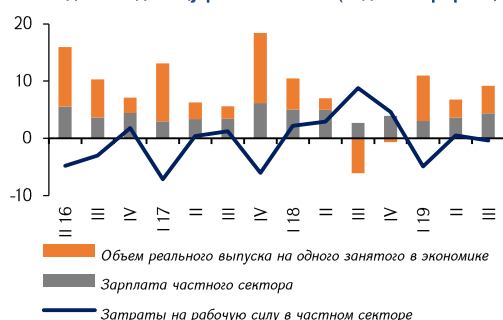
Номинальная зарплата частного сектора (годовой прирост, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 39

Расходы на единицу рабочей силы (годовой прирост, %)

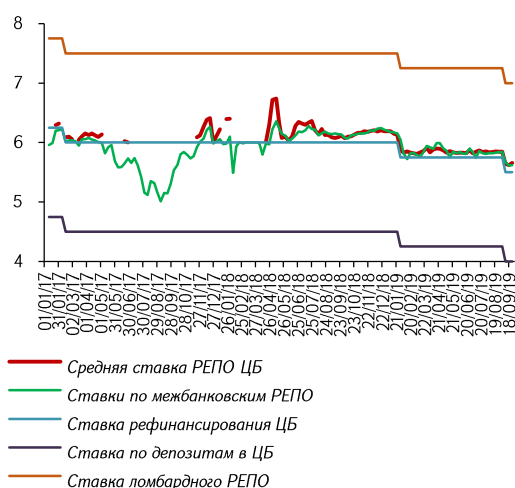


Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

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

График 40

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



Источники: ЦБ РА

Темп роста номинальных зарплат частного сектора в третьем квартале 2019 года составил 4,4%, что слегка выше предыдущих прогнозов ЦБ. Темп роста реальных зарплат частного сектора составил во втором квартале примерно 3,5%. Рост реальных зарплат был ниже темпа роста производительности³¹, что вызвано ростом спроса на рабочую силу.

Уровень безработицы в третьем квартале 2019 года составил, по оценкам, 18%, что ниже предыдущих прогнозов. Обусловлено это тем, что в условиях экономического роста увеличивается спрос на рабочую силу.

В отчетном периоде расходы предприятий на единицу рабочей силы остались без изменений, отразив гармоничное развитие темпа роста заработной платы с темпом роста выпуска в расчете на единицу рабочей силы. В результате инфляционных давлений рынка труда на наблюдается.

3.3. Развитие финансового рынка

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

Основанием для принятия решения явились дефляционные давления из внешнего сектора и ход налогово-бюджетной политики. С другой стороны, было принято во внимание постепенное восстановление инфляции и инфляционных ожиданий, как залог укрепления долгосрочных инфляционных ожиданий и сохранения покупательной способности доходов. Совет ЦБ вновь направил импульсы финансовому рынку о том, что в условиях прогнозируемых макроэкономических развитий стимулирующие условия будут сохранены долгое время с тем, чтобы способствовать обеспечению целевого ориентира инфляции в среднесрочном отрезке.

³⁰ Оценки роста за отчетный период представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается

³¹ В качестве показателя производительности рассматривается совокупная реальная добавленная стоимость, произведенная за 1 час, снижение которой составило в отчетном периоде 0,5%.

Таблица 6

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатели	III кв. 18	IV кв. 18	I кв. 19	II кв. 19	III кв. 19
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	6.00	6.00	5.75	5.75	5.50
Ставка РЕПО ЦБ	6.17	6.17	5.94	5.86	5.80
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	6.17	6.15	5.94	5.86	5.78
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (по состоянию на конец квартала)					
Краткосрочные облигации (1 год)	6.70	6.63	6.57	6.36	6.26
Среднесрочные облигации (5 лет)	8.60	8.48	8.65	8.39	7.99
Долгосрочные облигации (30 лет)	10.54	10.68	11.05	11.13	10.99

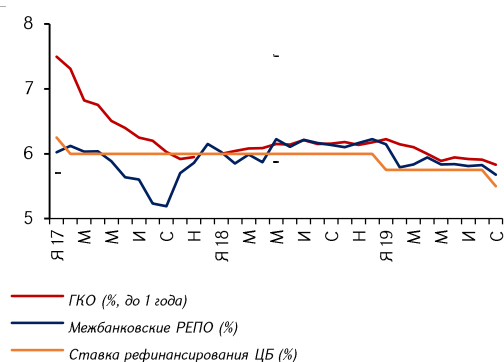
В течение третьего квартала 2019 года на фоне снижения ставки политики ЦБ рыночные краткосрочные процентные ставки также снизились. Квартальный показатель ставки по 7-дневным межбанковским РЕПО составил 5,78%. В сентябре ставка РЕПО составляла 5,68%, снизившись по сравнению с июнем на 0,16 процентного пункта.

Почти во всех секторах финансового рынка наблюдалось снижение процентных ставок, а на рынке государственных облигаций продолжилась динамика снижения доходности государственных облигаций. Ожидания участников финансового рынка относительно снижения процентной ставки отразились на кривой доходности: доходность облигаций снизилась по всей длине кривой, а существенное снижение зафиксировано в среднесрочном отрезке кривой.

В условиях осуществляемой и в третьем квартале 2019 года стимулирующей денежно-кредитной политики ЦБ, а также высокого уровня капитализации в финансовой системе, мягкие условия кредитования способствовали росту объемов кредитов, выданных финансовыми организациями. Рост кредитования оставался на высоком уровне: 12-месячный рост общего объема кредитования составил в сентябре 2019 года 15,2%, причем, как в течение предыдущего, так и отчетного квартала в общем объеме кредитования преобладали потребительские и ипотечные кредиты. Что касается процентных ставок, то их значения по сравнению с предыдущим кварталом остались почти без изменения.

График 41

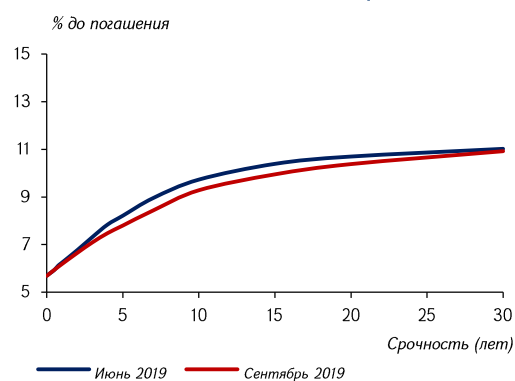
Динамика краткосрочных ставок в 3-м квартале 2019 г.



Источники: ЦБ РА, Фондовая биржа Армении

График 42

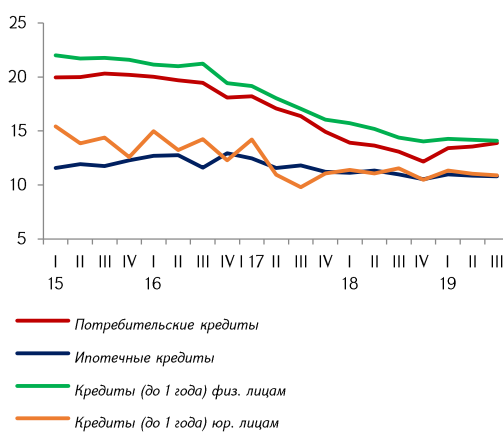
В течение 3-го квартала 2019 г. на рынке ГО доходность снизилась по всей длине кривой



Источник: ЦБ РА

График 43

Динамика процентных ставок по драмовым кредитам



Источник: ЦБ РА

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В течение 2019 года сохранилась низкая инфляционная среда, в условиях которой ЦБ продолжил осуществлять стимулирующую денежно-кредитную политику. Однако во главу угла было поставлено постепенное восстановление инфляции, так как, по оценкам ЦБ, низкая инфляция, сформировавшаяся в условиях макроэкономической ситуации этого периода, способствовала укреплению долгосрочных инфляционных ожиданий и сохранению покупательной способности доходов. В то же время, в течение года проявились некоторые дефляционные риски, а именно более сдерживающая, чем ожидалось, налогово-бюджетная политика и постепенно усиливающаяся во внешнем секторе дефляционная среда, в следствии которых как общая, так и базовая инфляции были ниже значений, предусматриваемых в программе денежно-кредитной политики. По оценкам, инфляция составит к концу года 0,8-1,2%.

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Показатели	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	програм.	програм.	програм.
Цены												
Инфляция (в годовом выражении, конец периода, %)	9,4	4,7	3,2	5,6	4,6	-0,1	-1,1	2,6	1,8	1,0	2,5	3,2
Индекс потребительских цен (в годовом выражении, среднее, %)	8,2	7,7	2,6	5,8	3,0	3,7	-1,4	1,0	2,5	1,5	1,4	3,1
Базовая инфляция (в годовом выражении, среднее, %)	7,5	8,6	5,3	5,8	1,9	5,1	-2,0	0,8	4,0	1,2	2,0	3,4
Совокупный продукт												
ВВП (млрд драмов РА)	3690,0	4028,9	4266,5	4555,6	4828,6	5043,6	5067,3	5568,9	6005,1	6532,5	7051,9	7596,8
ВВП (%), реальный рост	2,2	4,7	7,2	3,3	3,6	3,2	0,2	7,5	5,2	7,2	5,3	5,1
Предложение												
Промышленность (%), реальный рост	9,2	13,6	6,4	6,3	-0,9	6,2	7,7	11,7	5,8	8,1	4,7	5,5
Сельское хозяйство (%), реальный рост	-16,0	14,0	9,5	7,6	6,1	13,2	-5,0	-5,1	-8,5	-3,3	0,3	1,2
Строительство (%), реальный рост	3,3	-12,2	4,5	-7,4	-4,5	-3,1	-14,1	2,8	0,8	4,6	4,4	4,1
Услуги (%), реальный рост	4,1	4,7	6,3	3,1	6,7	1,6	3,2	10,6	9,3	10,0	6,7	5,8
Налоги, нетто (%), реальный рост	13,4	3,8	9,9	3,6	1,8	-5,1	-4,7	9,7	8,0	7,1	5,7	5,5
Спрос												
Потребление (%), реальный рост	3,9	2,6	7,7	1,9	0,7	-6,2	-0,5	10,5	5,1	10,1	2,8	4,2
Государственное потребление (%), реальный рост	3,9	1,9	-1,4	8,7	3,4	4,7	5,8	-3,9	7,6	4,0	3,1	2,4
Частное потребление (%), реальный рост	3,9	2,7	9,1	0,9	1,0	-7,7	-1,2	12,7	4,7	11,4	3,2	4,5
Совокупное накопление основных средств* (%), реальный рост	-2,9	-11,7	-1,9	-8,3	-2,2	2,5	-11,4	9,7	4,5	4,9	15,4	6,8
Государственные вложения** (%), реальный рост	-12,7	-6,1	-22,4	-13,8	10,0	13,6	5,0	31,7	-38,0	24,9	66,2	13,7
Совокупное накопление частных основных средств (%), реальный рост	-1,5	-12,4	0,9	-7,8	-3,4	1,2	-13,9	6,2	12,8	1,2	3,8	4,4
Экспорт товаров и услуг (%), реальный рост	20,4	14,5	12,0	8,9	6,4	4,9	19,1	18,7	2,9	9,7	6,5	7,9
Импорт товаров и услуг (%), реальный рост	7,2	-0,1	4,7	5,5	-1,0	-15,1	7,6	24,6	12,8	4,9	-0,8	5,7
Внешний сектор												
Торговый баланс (млн долларов США)	-2065,7	-2109,8	-2111,9	-2196,2	-2055,4	-1186,4	-944,4	-1376,1	-1789,1	-1771,4	-1614,3	-1664,3
Баланс услуг (млн долларов США)	-260,8	-65,8	-101,6	-124,3	-113,0	-94,5	-71,4	-35,6	-157,8	-131,5	-60,0	-39,0
Денежные переводы (млн долларов США)	1421,9	1440,4	1539,8	1755,1	1616,1	1082,4	989,6	1179,3	1136,2	1156,2	1257,6	1333,0
Текущий счет (млн долларов США)	-1261,4	-1058,9	-1057,9	-812,9	-883,1	-279,1	-238,1	-344,4	-1165,3	-1063,9	-770,2	-743,8
Торговый баланс (млн долларов США)	-22,1	-20,8	-19,9	-19,7	-17,8	-11,3	-8,9	-12,2	-15,7	-13,9	-11,4	-10,7
Баланс услуг (млн долларов США)	-2,8	-0,7	-1,0	-1,1	-1,0	-0,9	-0,7	-0,3	-1,3	-1,0	-0,4	-0,2
Денежные переводы (млн долларов США)	15,2	14,2	14,6	15,8	14,0	10,3	9,3	10,2	9,1	8,4	8,6	8,4
Текущий счет (млн долларов США)	-13,5	-10,5	-10,0	-7,3	-7,6	-2,7	-2,2	-3,0	-9,4	-7,8	-5,2	-4,7
Государственный сектор ***												
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	780,4	880,9	946,2	1071,4	1144,8	1167,7	1171,1	1237,2	1341,7	1492,4	1662,0	-
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	699,4	777,4	878,4	1000,9	1064,1	1067,9	1079,7	1158,1	1258,1	1447,5	1599,9	-
Расходы (млрд драмов РА)	954,3	986,5	1006,1	1142,9	1235,1	1409,0	1449,1	1503,9	1447,1	1603,2	1822,6	-
Дефицит (млрд драмов РА)	-173,9	-105,6	-59,9	-71,5	-90,3	-241,3	-278,0	-266,7	-105,4	-110,8	-160,6	-
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	22,6	23,3	22,2	23,5	23,7	23,2	23,1	22,2	22,3	22,8	23,6	-
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	20,2	20,6	20,6	22,0	22,0	21,2	21,3	20,8	21,0	22,2	22,7	-
Расходы (доля в ВВП, %)	27,6	26,1	23,6	25,1	25,6	28,0	28,6	27,0	24,1	24,5	25,8	-
Дефицит (доля в ВВП, %)	-5,0	-2,8	-1,4	-1,6	-1,9	-4,8	-5,5	-4,8	-1,8	-1,7	-2,3	-
Денежно-кредитный сектор												
Денежная масса (в годовом выражении, конец периода, %)	11,8	23,7	19,5	14,8	8,3	10,8	17,5	18,5	7,4	-	-	-
Драмовая масса (в годовом выражении, конец периода, %)	15,7	26,4	11,9	14,9	-3,5	5,2	24,8	28,9	13,2	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом выражении, конец периода, %)	26,7	35,3	27,6	12,9	20,8	-3,3	6,0	16,5	17,2	-	-	-
Доллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	373,7	372,4	401,8	409,6	415,9	477,9	480,5	482,7	483,0	-	-	-
** Отныне вместо вместо совокупного накопления ЦБ будет представлять только показатели по совокупному накоплению основных средств, поскольку показатель изменения запасов материальных оборотных средств рассчитывается со стороны СК в качестве балансовой статьи и не отражает реальные объемы совокупного накопления. См https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf ** Фактические показатели по государственным вложениям, являются капитальными расходами совокупного бюджета, а в прогнозах используются данные программы среднесрочных расходов на 2019-2021 гг. *** Показатели по государственному бюджету за 2019 год являются оценками ЦБ.												

ГРАФИКИ

График 1	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	4
График 2	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	4
График 3	Ставки ФРС в соответствии с решениями Совета ФРС	6
График 4	Экономический рост в странах-партнерах	7
График 5	Инфляция в странах-партнерах	7
График 6	Международные цены на сырьевые и продовольственные товары	8
График 7	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	9
График 8	Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)	10
График 9	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке	10
График 10	Годовой прирост частных номинальных заработных плат	12
График 11	Уровень безработицы	12
График 12	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом выражении	12
График 13	Прогнозы экономического роста США	13
График 14	Прогнозы экономического роста ЕС	13
График 15	Прогнозы экономического роста РФ	13
График 16	Прогноз международных цен на продовольствие	13
График 17	Прогноз международных цен на нефть	14
График 18	Прогноз международных цен на медь	14
График 19	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	14
График 20	Текущий счет / Среднесрочные прогнозы показателя ВВП	15
График 21	Прогнозы налогово-бюджетного импульса	15
График 22	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий	15
График 23	Доля домашних хозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте	16
График 24	Средний уровень инфляционных ожиданий финансовой системы	16
График 25	Оценка влияния минимальной заработной платы на инфляцию (к предыдущему кварталу, аннуализированная)	19
График 26	Равновесие рынка капитала и нейтральная процентная ставка	21
График 27	Реальная нейтральная ставка в развитых рынках	23
График 28	Оценки потенциала экономического роста	23
График 29	По прогнозам ЦБ, инфляция в краткосрочном периоде останется ниже целевого ориентира, а в среднесрочном периоде постепенно повысится, закрепившись в конце прогнозного горизонта вблизи целевого ориентира	24
График 30	За последний год сохранилась низкая инфляционная среда, и 12-месячная инфляция колебалась в нижней части допустимого диапазона	26
График 31	В 3-м квартале 2019 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились по сравнению с тем же кварталом предыдущего года	27
График 32	Структура частных расходов	28
График 33	Позиция чистого экспорта улучшилась во 3-м квартале 2019 года, что вызвано опережающим ростом экспорта по отношению к росту импорта	28
График 34	В 3-м кв. 2019 г. расширяющее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено расширяющим влиянием расходов	28
График 35	Основные показатели консолидированного бюджета	29

График 36	В 3-м кв. 2019 года сформировался дефицит госбюджета, в отличие от профицита за первое полугодие	29
График 37	Отраслевая структура ВВП	29
График 38	Номинальная зарплата частного сектора	30
График 39	Расходы на единицу рабочей силы	30
График 40	В течение квартала краткосрочные ставки продолжали оставаться вблизи процентной ставки политики ЦБ	30
График 41	Динамика краткосрочных ставок в 3-м квартале 2019 г.	31
График 42	В течение 3-го квартала 2019 г. на рынке ГО доходность снизилась по всей длине кривой	31
График 43	Динамика процентных ставок по драмовым кредитам	31

ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	9
Таблица 2	Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП	14
Таблица 3	Логика составления прогноза	16
Таблица 4	Влияние определенных факторов на уровень нейтральной процентной ставки при прочих равных условиях	22
Таблица 5	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие инфляции	26
Таблица 6	Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА	31