

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 31.03.2020 года номер 46-А*

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики на
1-й квартал 2020 г.*



*Отчет о выполнении программы
денежно-кредитной политики 4-го квартала 2019 г.*

Важной составляющей политики инфляционного таргетирования Центрального банка является обеспечение связей с общественностью, одной из форм 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 действий.

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 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 – 17 марта 2020 года, и 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.

Содержание

1. Краткий обзор	5
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	7
<i>Врезка 1. Влияние коронавируса на глобальную экономику</i>	<i>7</i>
2.1. Внешняя среда	12
2.2. Прогнозы	15
<i>Врезка 2. Влияние коронавируса на экономику Армении</i>	<i>15</i>
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	17
<i>Врезка 3. Моделирование шока общественного здоровья по Новокейнсианской модели</i>	<i>18</i>
2.2.2. Экономическая активность	22
2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом	25
2.2.4. Основные суждения и риски	28
<i>Врезка 4. Итоги опроса относительно ожиданий домашних хозяйств</i>	<i>28</i>
3. Фактические развития за четвертый квартал 2019 года	33
3.1. Инфляция	33
3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции	33
3.1.2. Цены	34
3.2. Экономические развития	36
3.2.1. Позиция экономики	36
3.2.2. Сфера расходов экономики	36
3.2.3. Производственная сфера экономики	39
3.2.4. Рынок труда	39
3.3. Развитие финансового рынка	40
4. Заключение	42
<i>Основные макроэкономические показатели</i>	<i>43</i>
<i>Графики</i>	<i>44</i>
<i>Таблицы</i>	<i>45</i>

СПРАВКА

Основанием для составления прогнозов в настоящем Обзоре послужила фактическая информация по состоянию на дату утверждения процентной ставки рефинансирования - 17-е марта 2020 года. В настоящее время в мире царит неопределенность в отношении перспектив как состояния здравоохранения, так и развития экономики, поэтому любой прогноз и даже количественная оценка текущей ситуации становятся крайне условными. Ситуация стремительно меняется с каждым днем, и Центральный банк осознает, что на момент опубликования данного Обзора имеется новая информация, которая не была учтена в наших прогнозах. Однако мы считаем, что целью опубликования Обзора инфляции является не только точность прогнозов, но и обеспечение прозрачности решений в сфере денежно-кредитной политики, а также представление профессиональных суждений Центрального банка в условиях беспрецедентной экономической неопределенности. Именно по этой причине, приведенный в Обзоре базовый сценарий с точки зрения показателей является крайне условным и носит, в основном, направляющий характер. Причем поскольку ситуация может развиваться по различным направлениям, Центральный банк работает в реальном режиме над составлением альтернативных сценариев и готов отреагировать на любые развития в целях обеспечения ценовой стабильности.

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

Эпидемия COVID-19, вспыхнувшая в Китае и распространившаяся быстрыми темпами во всем мире, и меры, принимаемые по ее сдерживанию, оказали существенное влияние на развития как глобального, так и макроэкономического и финансового рынков РА. Исходя из этого, прогнозы, составленные в первом квартале 2020 года, и направления по реализации программы, в отличие от предыдущих кварталов, были осуществлены в условиях большой качественной и количественной неопределенности.

Следует также отметить, что как экономика РА, так и вся мировая экономика находятся в настоящее время под влиянием шока, однако сегодня почти нет таких статистических данных, которые позволили бы получить хотя бы предварительные оценки, даже на примере других стран. По этой причине после опубликования данных по первому кварталу, в РА, равно как и во мире текущие прогнозы скорее всего будут существенным образом скорректированы. Растущая неопределенность отражается в прогнозах в виде существенного расширения интервалов неопределенности в базовом сценарии развития инфляции и других важных макропоказателях.

Согласно базовому сценарию, в первом квартале 2020 года сохранилась низкая инфляционная среда, на фоне которой Центральный банк продолжил проведение стимулирующей денежно-кредитной политики.

12-месячная инфляция, обуславливаемая осуществляемой денежно-кредитной политикой и ожидаемыми экономическими развитиями, пока останется на низком уровне. В среднесрочном периоде инфляция постепенно восстановится, закрепившись в конце прогнозного горизонта вблизи целевого ориентира.

Из-за проблем, возникших в сфере здравоохранения, в экономике будет зафиксировано сокращение как предложения, так и спроса, влияние которого на инфляцию оценивается весьма неопределенно – скорее всего оно будет нейтральное. В то же время, благодаря осуществляемой в последние годы политики сохранения низкой инфляции инфляционные ожидания экономики оцениваются в настоящее время как достаточно закрепленные, что служит важной предпосылкой сохранения стабильности цен в данный момент. Исходя из сказанного и ориентируясь на нынешнюю низкую инфляцию, ожидаемое дефляционное влияние мировой экономики и сформировавшуюся неопределенность Совет ЦБ РА решил повысить размер

денежно-кредитного стимулирования, снизив ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта. Причем, в течение последнего месяца наблюдался рост риска во всех развивающихся странах, что, при прочих равных условиях, еще больше усиливает стимулирующую позицию денежно-кредитной политики. С точки зрения закрепления инфляционных ожиданий Совет ЦБ РА считает важным осуществление наиболее прозрачной и предсказуемой денежно-кредитной политики.

Экономический рост РА в 2020 году, обусловленный пандемией коронавируса и проводимыми противоэпидемическими мероприятиями, значительно ослабеет, а в прогнозном горизонте, вместе с уменьшением неопределенности, вернется к потенциальному уровню.

Для нейтрализации негативных последствий влияния коронавируса Правительство РА уже разрабатывает налогово-бюджетные стимулы. Предусматривается осуществление новых расходов на сумму 150 млрд драмов на борьбу с коронавирусом. Однако мы не учли эту расходную часть в настоящей Программе, поскольку направления и программы реализации расходов находятся в стадии разработок, поэтому сейчас трудно оценить их исполнение и размер влияния на совокупный спрос.

В прогнозном горизонте риски отклонения инфляции и экономического роста от прогноза, в целом, очень высокие и равнонаправленные, что обусловлено сроком продолжительности ситуации с пандемией и ходом проведения противоэпидемических мероприятий (подробнее см. в подразделе «2.2.4. Основные суждения и риски»).

Для оценки рисков Центральный банк разрабатывает и проводит обсуждения альтернативных сценариев развития ситуации и готов к реагированию на любое проявление рисков для обеспечения стабильности цен в Республике Армения.

График 1

Количество зафиксированных случаев COVID-19

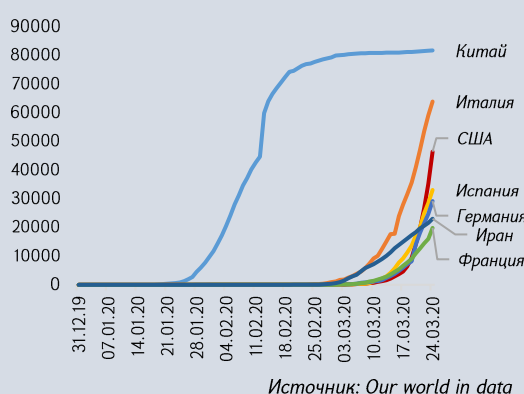


График 2

Зафиксированные случаи смерти от COVID-19

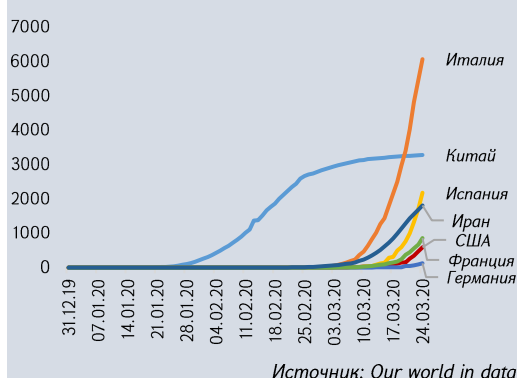


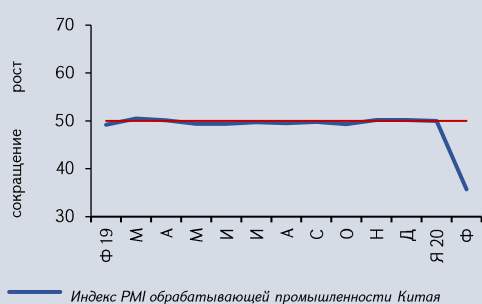
График 3

Рост промышленного производства в Китае в годовом выражении



График 4

Индекс PMI обрабатывающей промышленности Китая



странах мира перемещения населения и самоизоляция граждан, запрет почти на все виды экономической деятельности, и многое другое. Целью этих мероприятий является сдерживание темпа распространения вируса, что в условиях ограниченных ресурсов и возможностей системы здравоохранения поможет избежать перегрузки медучреждений, а значит, и снизит уровень смертности. Благодаря разработанным мерам, здравоохранительные органы стран получают возможность оказывать наиболее эффективную помощь меньшему числу пациентов и снизить уровень смертности.

Экономическое влияние коронавируса

Влияние вспышки нового типа коронавируса в Китае на развития мировой экономики оценивается как крайне негативное. Это влияние уже выражается в нарушении мировых производственных цепей, прекращении оказания туристических и транспортных услуг, спаде цен на горно-рудное сырье, ухудшении показателей финансовых рынков. В отличие от мирового финансового кризиса 2008 года, который привел главным образом к резкому сокращению спроса, пандемия коронавируса сильно повлияла в основном на предложение, вызвав добровольное и принудительное сокращение предложения рабочей силы.

С целью предотвращения распространения COVID-19 власти Китая закрыли города, ограничили передвижение миллиона людей и временно прекратили бизнес-функции. В результате произошло замедление темпов роста экономики одного из крупнейших стран мира, а следовательно, и темпов роста мировой экономики. В январе и феврале 2020 года в Китае наблюдалось двузначное сокращение промышленности, розничной торговли, а также вложений. Сокращение темпов роста экономики Китая уже отразилось на индексе активности закупок/поставок в феврале (PMI Index). Судя по данным за первые два месяца 2020 года, особенно сильно сократился экспорт Китая, поскольку молниеносная вспышка вируса вызвала сбои в бизнес операциях, мировых производственных цепях и экономической активности.

Распространение коронавируса в более чем 150 странах мира еще больше усилили спад мировой экономики и финансовых рынков. Монархические власти стран оказались перед дилеммой, поскольку предотвратить эпидемию можно было только в случае замедления экономической активности.

Примеру проводимых Китаем мер последовали многие страны, в том числе США и крупные члены еврозоны - Италия, Германия, Франция. Замедление мирового экономического роста стало неизбежным. Согласно оценкам МВФ, мировой экономический рост в 2020 году будет отрицательным и восстановится в 2021 году³.

Резкое снижение индекса PMI в феврале-марте 2020 года в США и еврозоне говорит об экономическом спаде, сопровождаемом изоляцией населения из-за проводимых противоэпидемических мероприятий.

³ Источник: <https://www.imf.org/external/mmedia/view.aspx?vid=6144138845001>

Вирс COVID-19 сильнее всего влияет на те отрасли экономики, выпуск продукции которых связан с социальными контактами людей. Это в первую очередь деятельность, связанная с оказанием туристических и ресторанных услуг. Согласно оценке Всемирного совета по путешествиям и туризму (WTTC), в результате COVID-19 глобальный туристический сектор может сократиться в 2020 году на 25%, что приведет к сокращению рабочих мест⁴, а также замедлению ВВП, поскольку доля туризма в мировом ВВП составляет 10,4%⁵.

Рынки сырьевых и продовольственных товаров

В условиях нарастающих рисков и неопределенности в мировой экономике, на рынках сырьевых товаров также зарегистрирован резкий спад. Здесь особо выделяется спад цен на нефть, где к ожиданиям и резкому сокращению спроса прибавился фактор предложения. В условиях начавшегося с начала года снижения цен на нефть, 6-го марта 2020 года состоялась встреча в формате ОПЕК+⁶ по принятию решения о дополнительном сокращении предложения нефти на фоне сокращения мирового спроса в целях недопущения существенного спада цен. На встрече Саудовская Аравия и Россия не пришли к договоренности как по предложению относительно дополнительных сокращений, так и по вопросу продления сроков действующего соглашения. Сразу после этого и Россия, и Саудовская Аравия объявили о наращивании нефтедобычи (в объеме 0,3-0,5 и примерно 2 млн баррелей в сутки соответственно). Саудовская Аравия также значительно снизила официальную розничную цену на нефть. В результате цены упали почти на 30%, впервые опустившись ниже цены на нефть со времен войны в Персидском заливе в 1991 году. Следует также отметить, что после провала «сделки», увеличилась также волатильность цены на нефть.

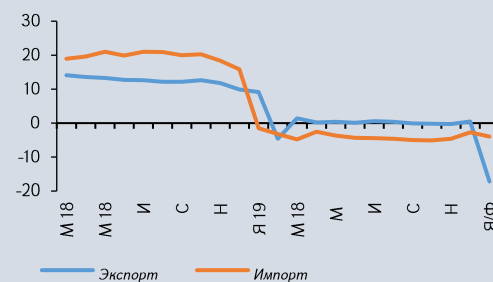
Провал встречи в формате ОПЕК+ положил, по сути, начало ценовой войне, направленной на увеличение доли добытчиков нефти по наиболее низкой себестоимости. Согласно нашим оценкам, мировые цены на нефть восстановятся в течение года, закрепившись на более низком уровне, чем ранее ожидалось, вследствие нового соотношения спроса и предложения, а также уже более конкурентного рынка нефти.

Развития на финансовых рынках

Рост неопределенности в мировой экономике, обусловленный темпом распространения коронавируса в мире, привел к резкому росту спроса на ликвидность на финансовых рынках, в условиях которых поток капитала направился из развивающихся стран в развитые страны, от активов с высокой волатильностью (например, акции) - к

График 5

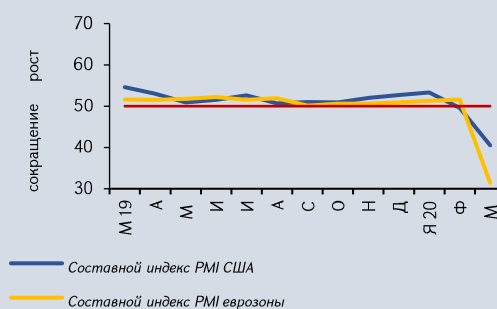
Кумулятивный рост долларовой стоимости экспорта и импорта Китая, %



Источник: <http://data.stats.gov.cn>

График 6

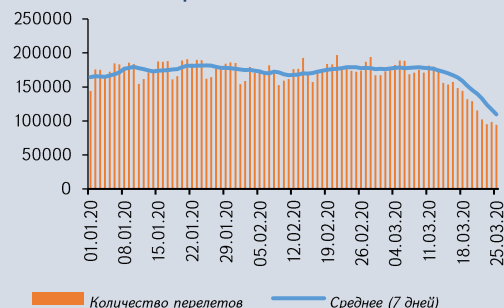
Составной индекс PMI



Источник: IHS Markit

График 7

Количество авиаперелетов в день



Источник: <https://www.flightradar24.com/data/statistics>

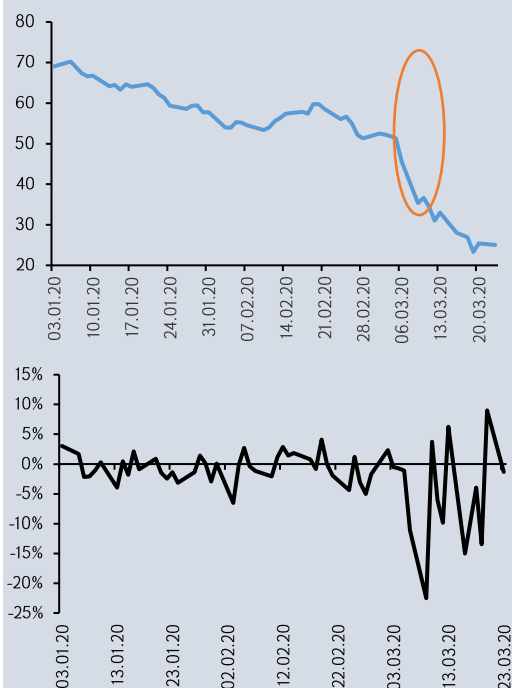
⁴ Источник: <https://www.wttc.org/about/media-centre/press-releases/press-releases/2020/coronavirus-puts-up-to-50-million-travel-and-tourism-jobs-at-risk-says-wttc/>

⁵ Источник: <https://www.wttc.org/-/media/files/reports/economic-impact-research/regions-2019/world2019.pdf>

⁶ В формат ОПЕК+ включены как постоянные члены ОПЕК, так и 10 стран, не являющиеся постоянными членами, в том числе РФ, которые вместе формируют примерно 45% мирового предложения.

График 8

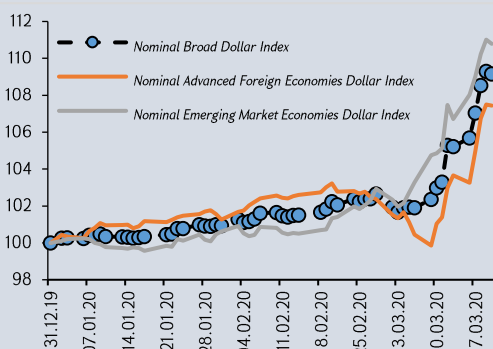
Ежедневная динамика и волатильность цены на нефть марки "Брент" в 2020 году



Источник:
<https://fred.stlouisfed.org/series/DCOILBRETEU>
(цены на закрытие торгового дня)

График 9

Обменный курс доллара США к валютам стран в 2020 году (31.12.2019=100, рост означает укрепление)



Источник: ФРС США
<https://www.federalreserve.gov/data.htm>

устойчивым активам (государственные ценные бумаги). В результате, согласно оценке МВФ, был зарегистрирован самый большой в истории отток капитала из развивающихся стран - в целом в объеме 83,0 млрд долларов США⁷.

Логическим отражением вышеуказанных событий стало в последнее время наблюдаемое ослабление национальной валюты во многих развивающихся странах, в некоторых – даже существенное. Доллар США подорожал по отношению к валютам как развивающихся, так развитых стран (см. график 9), причем, это укрепление было особенно существенное в нефтедобывающих странах (см. графики 10 и 11).

Следует отметить, что в условиях подобных шоков резко возрастает спрос, и не только внутренний, но и глобальный на основные высоколиквидные валюты (резервные валюты). Этот фактор также обуславливает, при прочих равных условиях, более стимулирующую денежно-кредитную политику центральных банков развитых стран. Можно сказать, что в случае с развивающимися странами, размер денежно-кредитного стимулирования центральных банков обусловлен спросом на ликвидность в национальной валюте в своей экономике.

С целью удовлетворения спроса на долларовую ликвидность на международных финансовых рынках ФРС США расширила географию операций своп (Канада, ЕС, Великобритания, Япония, Швейцария), увеличив объемы временных операций на 60,0 млрд долларов США (Мексика, Бразилия, Южная Корея, Швеция, Сингапур и Австралия) и на 30,0 млрд долларов США (Норвегия, Дания, Новая Зеландия).

Многие развитые страны, с целью удовлетворения спроса на ликвидность в мировой экономике, за последние 1-2 недели объявили о переходе на значительно стимулирующую денежно-кредитную и налогово-бюджетную политику. В частности ФРС США, для удовлетворения большого спроса на ликвидность в частном секторе, сначала снизила ключевую процентную ставку политики на 0,5 процентного пункта, затем еще на 1,0 процентного пункта, фактически приблизив ее к нулевому уровню, таким образом направив также часть финансовых потоков в сторону активов, подверженных большему риску, для обеспечения «гладкого» функционирования рынков. Затем, 23-го марта этого года, Федер резерв объявил о новых масштабных мерах поддержки экономики с применением денежно-кредитных и налогов-бюджетных инструментов, что позволит осуществлять покупку активов в неограниченном объеме (будет создан фонд покупки муниципальных и корпоративных облигаций), были представлены четкие инструменты прямой и косвенной поддержки бизнеса (как крупного, так и среднего и малого). Европейский центральный банк также объявил о запуске программы покупки активов в неограниченном объеме и о расширении перечня подлежащих выкупу активов. В настоящее время стимулирующую политику проводят также Канада, Великобритания, Австралия и другие страны. Большая часть

⁷ Выступление директора МВФ К. Геогиевой после экстренной встречи министров G20, посвященной вопросам коронавируса
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/03/23/pr2098-imf-managing-director-statement-following-a-g20-ministerial-call-on-the-coronavirus-emergency>

развитых стран подготовили также масштабные программы налогово-бюджетного стимулирования, которые составят 10-15% (США, Австралия, Австрия, Великобритания, Франция), в некоторых странах – и больше (Испания, Германия).

В отличие от развитых стран, где по большому счету существует четкое направление денежно-кредитной политики, в развивающихся странах центральные банки постоянно находятся перед дилеммой в отношении денежно-кредитной политики. С одной стороны, возникает необходимость стимулирования валового спроса, с другой стороны – ужесточения денежно-кредитной политики, поскольку в этих странах уровень доверия к центральным банкам невелик, следовательно, инфляционные ожидания недостаточно закреплены, существует высокий уровень долларизации. Тем не менее, за последние годы в некоторых развивающихся странах зарегистрированы определенные успехи в деле обеспечения низкой и устойчивой инфляции, закрепления инфляционных ожиданий, повышения уровня доверия к денежно-кредитной политике, что часто сопровождается сокращением уровня долларизации. Этот процесс позволил указанным странам в сложившейся ситуации даже ослабить условия политики и осуществлять наиболее стимулирующую денежно-кредитную политику (см. график 12).

Исторический опыт свидетельствует, что в ситуациях с подобными шоками развивающиеся страны большей частью переходят к более сдерживающей денежно-кредитной политике. В качестве примера приведем текущие развития некоторых наших региональных партнеров:

- Национальный банк Киргизии, в условиях ослабления национальной валюты и роста инфляционных ожиданий, повысил 10 марта сего года ставку рефинансирования на 2,75 процентного пункта, установив ее на уровне 12%, однако интенсивное ослабление тенгэ продолжилось и после ужесточения условий.
- Проблема ослабления обменного курса и высокой инфляции встала также перед Центральным банком Грузии, который, оставив ставку политики неизменной⁸, осуществляет на валютном рынке продажу валюты (в объеме 60,0 млн долларов США до настоящего времени), тем не менее существенное ослабление лари продолжается, составив за март примерно 25%.
- Неизменный уровень ставки сохранил также Банк России⁹, отмечая вместе с этим, что ведутся серьезные обсуждения вариантов как повышения, так и снижения ставки, при этом указывается, что в условиях нынешнего роста рисков, неизменная ставка подразумевает более расширяющие денежно-кредитные условия.

⁸ Центральный банк Грузии принял решение о размере ставки политики 18-го марта: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=340&newsid=3882>

⁹ Следует отметить, что Центральный банк РФ снизил ставку политики 7-го февраля на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 6,0, https://cbr.ru/eng/press/pr/?file=07022020_133000Key_eng.htm, затем оставил ее неизменной на заседании, состоявшемся 20-го марта https://cbr.ru/eng/press/pr/?file=20032020_133000Key_eng.htm

График 10

Обменный курс валют развивающихся стран к доллару США в 2020 году (31.12.2019=100, рост означает укрепление доллара США)

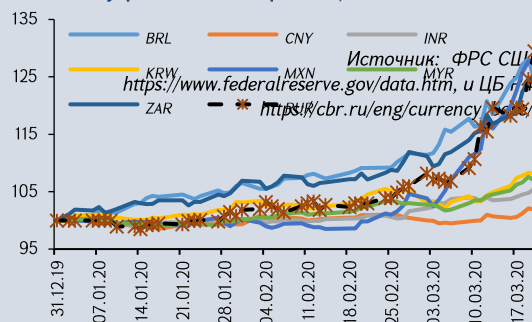
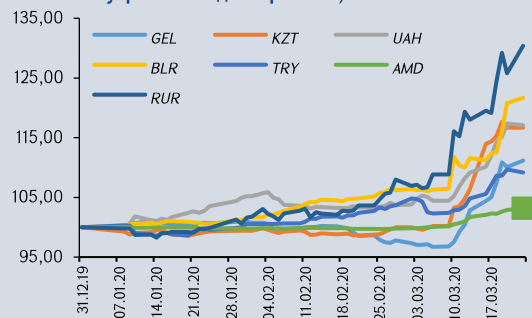


График 11

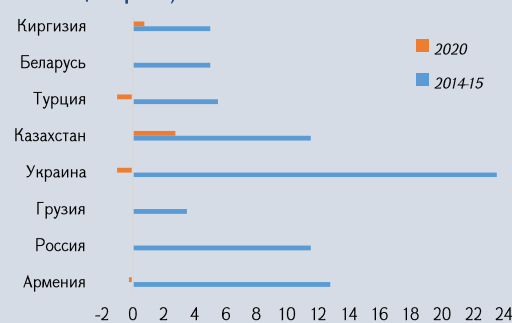
Обменный курс валют развивающихся стран региона к доллару США в 2020 году (31.12.2019=100, рост означает укрепление доллара США)



Источник: Центральные банки стран

График 12

Реакция денежно-кредитной политики стран региона на шок ликвидности в 2014-15 и 2020 годах (по настоящему времени)



Источник: Центральные банки стран, оценки ЦБ РА

2.1. Внешняя среда

В конце 2019 неопределенность в мировой экономике, вызванная «торговыми войнами», почти угасла, однако с начала 2020 года на мировую экономику обрушились тяжелые последствия распространения коронавируса по миру. Тем не менее прогнозируется, что в сложившихся экономических условиях, а также в условиях роста неопределенности, замедление мировой экономики продолжится до конца первого полугодия 2020 года. Ожидается, что после замедления, зафиксированного в начале года, в течение второго полугодия 2020 года мировая экономика слегка ускорит темпы. В частности, согласно базовому сценарию, в передовых странах и основных странах- партнерах РФ – в США, еврозоне и России в первом полугодии 2020 года будет зафиксировано замедление экономического роста, а во второй половине – восстановление роста экономики.

Экономические развития в США. Согласно оценке Бюро анализа Министерства торговли США, в четвертом квартале 2019 года экономический рост в Соединенных Штатах Америки составил 2,3% в годовом выражении, чему продолжило оказывать положительное содействие частное потребление. Экономический рост составил в 2019 году 2,3%, что за последние три года является самым низким показателем. Уровень безработицы в четвертом квартале 2019 года слегка снизился, сформировавшись на уровне 3,5%. В 2020 году ожидается замедление темпов экономического роста из-за замедления мировой экономики: рост составит 0,5%, однако риски прогнозирования направлены вниз, что связано с ожидаемыми серьезными последствиями коронавируса.

В США в четвертом квартале 2019 года инфляция личных потребительских расходов¹⁰ сформировалась на уровне 1,3%, оставаясь ниже среднесрочного целевого уровня. В условиях текущих развитий экономического роста, а также ослабления к концу года неопределенности, вызванной «торговыми войнами», уровень ставки политики с октября 2019 года, когда Федеральная резервная система США снизила ее, до января 2020 года оставался в интервале 1,50–1,75%. В марте были проведены два внеочередных заседания и ФРС США, реагируя на волатильность финансовых рынков и усиление неопределенности, снизила ставку политики – сначала на 0,5 процентного пункта, затем еще на целый процентный пункт, установив

¹⁰ Целевой показатель инфляции личных потребительских расходов составляет 2%, что в среднем равносильно 2,4% общей инфляции.

ее на уровне 0,0-0,25%. Кроме этого, было объявлено о запуске программы количественного расширения в объеме 700 млрд долларов США. Подобное снижение процентной ставки направлено на удовлетворение большого спроса финансовых рынков на ликвидность, возникшего вследствие экономической неопределенности. Несмотря на ускорение в январе инфляции личных потребительских расходов до 1,7%, обусловленное ростом цен на нефтепродукты в течение месяца, тем не менее ожидается замедление темпа инфляции, что связано с падением цен на сырьевые продукты вследствие распространения коронавируса. Таким образом, в условиях подобных развитий экономики и цен ожидается, что ФРС США пока продолжит осуществление политики низких процентных ставок.

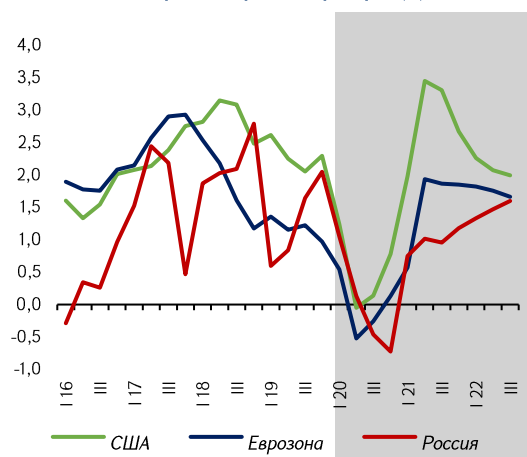
Экономические развития в еврозоне. Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в еврозоне в четвертом квартале 2019 года составил 1,0% в годовом выражении, в результате оценка экономического роста в 2019 году составила 1,2%. В условиях слабого внешнего спроса замедлению экономического роста еврозоны оказало содействие замедление роста экономик двух крупных стран - Франции и Италии. Уровень безработицы в еврозоне слегка снизился, сформировавшись на уровне 7,4%. В течение 2020 года ожидается замедление темпа экономического роста еврозоны: оценка составляет 0,1%. Спад экономики будет особенно очевиден во втором квартале, а к концу года экономика слегка восстановится. Тем не менее, имеются риски серьезного спада экономик среди некоторых членов еврозоны, обусловленные текущими проблемами в здравоохранении.

Средняя квартальная инфляция в четвертом квартале 2019 года замедлилась в еврозоне до 1,0%, что ниже целевого ориентира ЕЦБ. Низкая инфляция была обусловлена, в основном, снижением цен на энергоносители, а базовая инфляция составила в четвертом квартале в среднем 1,3%. В условиях ожидаемой низкой инфляции и слабого экономического роста ЕЦБ объявил, что пока будет продолжать осуществление политики низких ставок, однако отметил, что при необходимости возобновит расширенную программу покупки активов.

Экономические развития в России. Согласно оценкам ЦБ РФ, в четвертом квартале 2019 года экономический рост России составил 2,0% в годовом выражении. Экономический рост в 2019 году составил 1,3%, замедление которого было в основном обусловлено слабым внешним спросом. Безработица в России в четвертом квартале слегка увеличилась, составив 4,6%.

В 2020 году ожидается нулевой рост экономики России, что обусловлено кризисом в здравоохранении и экономике, а также низкими

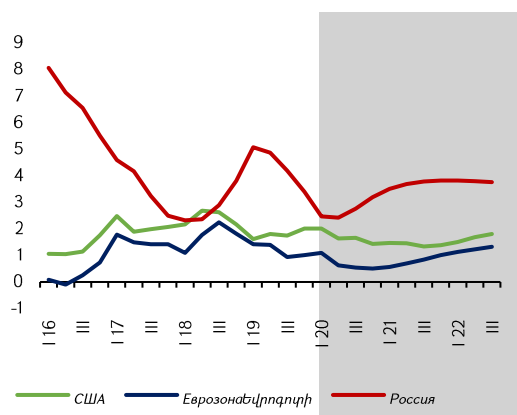
График 13
Экономический рост в странах-партнерах (%)



Источник: Бюро экономического анализа, Евростат, Росстат, прогноз ЦБ РФ

График 14

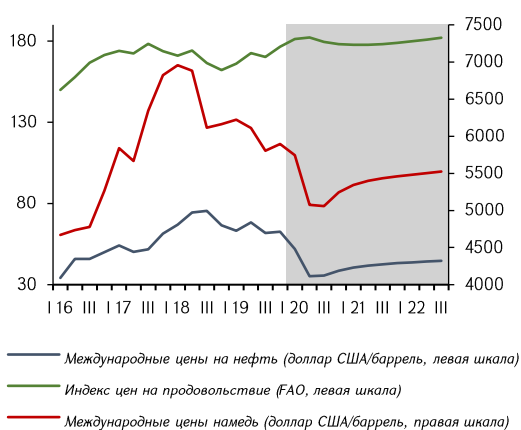
Инфляция в странах-партнерах (%)



Источники: Бюро по трудовым ресурсам (BLS), Евростат, Росстат, прогноз ЦБ РФ

График 15

Международные цены на сырьевые и продовольственные товары



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

ценами на нефть. Риски, связанные с ростом экономики, также направлены вниз.

В третьем квартале 2019 года средняя квартальная инфляция в России замедлилась, составив 3,4% (в предыдущем квартале – 4,2%), снизившись ниже 4% целевого уровня. Следует отметить, что темпы инфляции продолжают замедляться: в январе она сформировалась значительно ниже целевого ориентира, составив 2,4%, что обусловлено замедлением роста цен на услуги и продовольственные товары, а также влиянием высокого базового уровня инфляции из-за повышения НДС в январе 2019 года. В условиях замедления темпов инфляции Банк России снизил в течение четвертого квартала 2019 года уровень ставки политики на 0,75 процентного пункта, а в феврале 2020 года – еще на 0,5 процентного пункта, установив ее на уровне 6,0. Учитывая волатильность инфляционных ожиданий, тенденцию замедления базовой инфляции, а также глобальные экономические риски, ожидается, что Банк России продолжит ослабление условий денежно-кредитной политики¹¹.

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

Ослабление мирового спроса, обусловленное неопределенностью из-за «торговых войн», вызвало в четвертом квартале 2019 года повышение цен на медь на международном рынке на 0,4%. По сравнению с предыдущим кварталом зафиксирован 1,2% рост международных цен на нефть. Небольшому восстановлению цен на сырьевые товары способствовало ослабление торгового конфликта между США и Китаем. В 2020 году международные цены на сырьевые товары, в частности, на медь и нефть, сформируются на низких уровнях, из-за ослабления мировой экономики, вызванного последствиями коронавируса. Следует отметить, что несогласие среди участников состоявшейся в марте на встрече в формате ОПЕК+ по вопросу о сокращении нефтедобычи, привело к формированию еще более низких цен на нефть.

В четвертом квартале 2019 года, по сравнению с предыдущим кварталом, на рынке продовольствия был зафиксирован рост цен почти на все товарные категории, в основном из-за сокращения объемов производства. В краткосрочном периоде, в условиях сохранения неопределенности в мировой экономике, в основных категориях продовольственных товаров сохранится слабая инфляционная среда.

¹¹ На заседании, состоявшемся 20-го марта, ЦБ РФ оставил ставку политики неизменной на уровне 6,0%, учитывая увеличение краткосрочных инфляционных рисков.

2.2. Прогнозы

Врезка 2

Влияние коронавируса на экономику РА

Распространение коронавируса в Армении

Первые вспышки заражения COVID-19 в регионе были зафиксированы в конце февраля в Иране, из-за чего 24-го февраля были внесены ограничения на сообщения с Ираном. Первый подтвержденный случай в Армении был зафиксирован 1-го марта 2020 года, а ускорение темпов распространения вируса в Армении началось с 13-го марта 2020 года.

В создавшейся ситуации, в целях предотвращения распространения эпидемии, 16-марта 2020 года Правительство РА, наряду с другими мероприятиями объявило о введении режима чрезвычайной ситуации (см. график 18). После того, как по данным на 24-е марта было выявлено 235 случаев заражения COVID-19, были ужесточены требования самоизоляции, а также введено ограничение на передвижение граждан, оказание услуг и осуществление некоторых видов экономической деятельности, в том числе, деятельность обрабатывающих предприятий, предприятий легкой промышленности, торговых центров, кафе, ресторанов, игорных заведений.

Экономическое влияние коронавируса

Согласно оценкам ЦБ, как во всем мире, так и в Армении распространение коронавируса и проведение противоэпидемических мероприятий привели к резкому сокращению экономической активности в течение 2020 года. Отрицательное влияние этого материализуется в основном во втором квартале 2020 года и выразится в следующих направлениях:

- Учитывая скорость распространения вируса, продолжительность лечения и требование изоляции больных, многочисленные работники не смогут идти на работу, в результате в экономике сократится предложение рабочей силы. Кроме этого, в результате ограничений на осуществление некоторых видов экономической деятельности произойдет прямое сокращение объемов выпуска этих отраслей.
- В условиях самоизоляции, ограничения передвижения, а также усиления неопределенности в отношении будущего значительно сократится потребление товаров длительного пользования, а также потребление продукции тех отраслей, деятельность которых непосредственно связана с социальными контактами (в частности, туризм, общественное питание, объекты инфраструктуры развлечений, грузовые перевозки, оказание услуг личного характера). Вместе с этим увеличится спрос на товары кратковременного пользования. В целом, сократятся внутренний спрос и импорт.

График 16

График проводимых в РА мероприятий



Источник: Национальный центр по контролю и профилактике заболеваний Минздрав РА, Офис по внедрению инфраструктур электронного управления

- Из-за проведения противоэпидемических мероприятий по всему миру и сокращения пассажирских международных перевозок сократится внешний спрос на отечественные товары и услуги.
- В результате резкого роста неопределенности, а также ограничений деятельности в строительстве существенно уменьшатся также частные вложения.

Из вышеизложенного можно предположить, что замедление экономической активности выразится в сокращении как предложения, так и спроса, в результате влияние на инфляцию пока весьма неопределенное и скорее всего будет нейтральное. Эти развития, при прочих равных условиях, приведут также к росту безработицы, однако влияние на рынок труда будет зависеть от хода проводимых Правительством мер и продолжительности эпидемии.

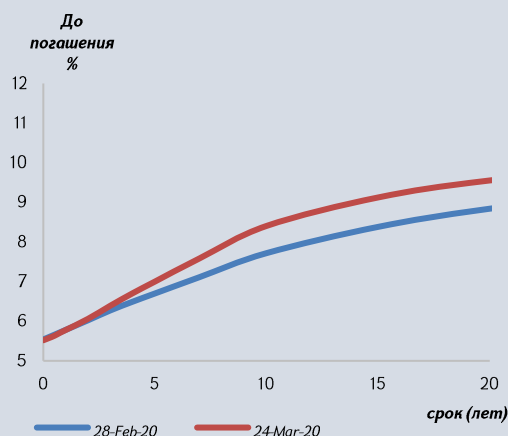
С целью нейтрализации негативных последствий коронавируса, влияющих на экономику РА, Правительство РА уже разрабатывает налогово-бюджетные стимулы. Замедление экономической активности отчетливо повлияет на сбор налогов, и ЦБ разработал сценарий сохранения, предполагающий сохранение соотношения «налоги/ВВП» за 2019 год. В отношении государственных расходов Правительство разрабатывает программу экономической помощи, в размере 150 млрд драмов или 2,2% ВВП, которая в настоящее время находится в стадии обсуждения и влияние которой на экономику можно будет оценить после того, как будут уточнены механизмы, объемы и сроки оказания помощи.

Влияние эпидемии COVID-19 распространилось и на развития финансового рынка РА. Имеющаяся неопределенность вызвала в банковской системе определенный рост спроса на ликвидность в национальной валюте и инвалюте. В то же время, наблюдаемая в странах-партнерах большая волатильность способствовала пересмотру хозяйствующими субъектами сформировавшихся ожиданий, что, в свою очередь, усилило волатильность обменного курса драма РА. В результате, объявления ЦБ в настоящий период, сделанные с целью смягчения неблагоприятных влияний на финансовую систему, и применяемые им инструменты направлены главным образом на обеспечение финансовой стабильности.

В создавшейся ситуации ЦБ продолжил вливания драмовой ликвидности в необходимом количестве в систему, применяя свой основной инструмент, вместе с этим закрепляя краткосрочные ставки вблизи процентной ставки политики. Кроме этого, учитывая временный характер спроса на инвалютную ликвидность, ЦБ предоставил банкам необходимые средства посредством инструмента инвалютного свопа.

В течение этого времени краткосрочные ставки на финансовом рынке продолжали формироваться вблизи ставки рефинансирования ЦБ, тогда как имеющаяся неопределенность отразилась на доходности среднесрочных и долгосрочных государственных облигаций: судя по кривой доходности ГО, средний рост доходности в среднесрочном отрезке составил примерно 0,2 процентного пункта, а в долгосрочном отрезке – 0,6 процентного пункта.

График 17
Кривые доходностей ГО



Источник: ЦБ РА

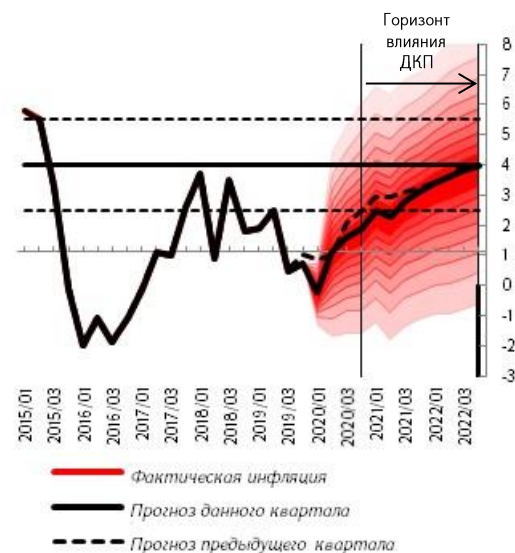
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

В текущем квартале инфляция сохранилась на низком уровне. Ожидается, что под влиянием коронавируса темпы роста мировой экономики будут замедляться, что вызовет дефляционные давления на экономику РА в виде снижения внешнего спроса и спада цен на сырьевые товары. В то же время, в краткосрочном горизонте, реальный сектор экономики РА также окажется под существенным негативным влиянием. Центральный банк считает, что применение инструментов денежно-кредитной политики как способ реагирования на текущую кризисную ситуацию, не является эффективным, так как первичный шок – это сфера здравоохранения, и в условиях вызванной этой сферой неопределенности, для сведения к минимуму возможных убытков, необходимо разработать целевую программу противоэпидемической защиты с применением соответствующих инструментов, предназначенных для наиболее уязвимых секторов экономики и групп населения. В то же время, для того, чтобы максимально повысить эффективность проводимых Правительством соответствующих мероприятий, важно, как никогда, обеспечить общую макроэкономическую стабильность, включая стабильность цен. В этом контексте, руководствуясь долгосрочной целью стабильности цен, а также оценивая ожидаемую динамику текущей инфляции и экономическую неопределенность, Центральный банк принял решение о снижении процентной ставки политики на 0,25 процентного пункта. В результате инфляция сохранится в ближайшие месяцы на низком уровне, составив к концу 2020 года 1,9%, а в среднесрочном периоде постепенно приблизится к целевому уровню.

Согласно оценкам, последствия распространения коронавируса на реальный сектор экономики РА будут ощущаться уже со второго квартала, выразившись в сокращении как целостного спроса, так и целостного предложения. В результате этих развитий разрыв ВВП пока существенно не изменится и останется в зоне отрицательных значений. С другой стороны, ожидается, что в результате стимулирующих денежно-кредитных условий и стимулирующего влияния бюджета разрыв ВВП постепенно закроется начиная со второй половины года, а в течение будущего года будет положительным, способствуя постепенному восстановлению инфляции. В среднесрочном периоде ожидается, что влияние налогово-бюджетной политики станет нейтральным, а разрыв ВВП постепенно обнулится. На фоне вышеизложенных перспектив налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик, инфляция в течение ближайших кварталов с низкого уровня станет восстанавливаться. Оценивается, что благодаря

График 18

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



Источники СК РА, прогноз ЦБ РА

последовательной политике ЦБ краткосрочные инфляционные ожидания населения на фоне низкого уровня инфляции, особенно базовой, существенно не изменились, и даже в условиях некоторого ослабления за последнее время на инвалютном рынке, они продолжают оставаться закрепленными. **В результате Совет ЦБ решил снизить ставку политики на 0,25 процентного пункта, расширяя стимулирующую позицию денежно-кредитных условий. Следует отметить, что в течение последнего месяца наблюдался рост риска во всех развивающихся странах, что, при прочих равных условиях, усиливает стимулирующую позицию денежно-кредитной политики. В условиях ожидаемых макроэкономических развитий и неопределенности Центральный банк продолжает разработку различных сценариев и в случае материализации оцениваемых рисков готов нейтрализовать их с целью обеспечения стабильности цен.**

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%
I кв. 2020	96.1%	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%
II кв.	50.3%	27.5%	21.0%	0.9%	0.3%
III кв.	40.1%	26.0%	30.1%	3.0%	0.9%
IV кв.	35.1%	23.3%	33.9%	5.4%	2.3%
I кв. 2021	24.8%	22.1%	40.9%	8.5%	3.6%
II кв.	25.7%	23.6%	40.7%	7.4%	2.7%
III кв.	19.5%	21.7%	44.8%	9.9%	4.1%
IV кв.	17.0%	20.8%	46.4%	11.1%	4.8%
I кв. 2022	14.6%	19.5%	47.4%	12.5%	6.0%
II кв.	13.1%	18.8%	47.9%	13.4%	6.8%
III кв.	11.3%	17.5%	48.4%	14.7%	8.1%
IV кв.	9.6%	16.1%	48.6%	16.1%	9.6%

Врезка 3

Моделирование шока общественного здоровья по Новокейнсианской модели

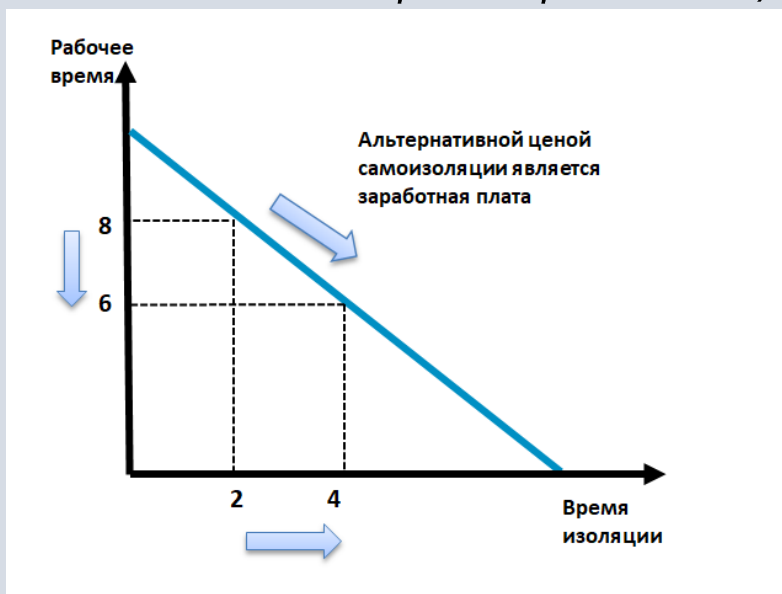
Из-за ситуации распространения эпидемии, вызванной новым видом коронавируса, возникла необходимость моделировать шок в системе здравоохранения, для того, чтобы понять, какое влияние он будет иметь на принятие решений хозяйствующих субъектов, и какой должна быть реакция денежно-кредитной на этот шок.

Для поиска ответов на вышеперечисленные вопросы была построена динамическая стохастическая модель общего равновесия, которая является моделью закрытой экономики с тремя основными субъектами: домашние хозяйства, фирмы и центральный банк.

В настоящих условиях очень важно включить систему здравоохранения в указанную модель, так как коронавирус – это шок, который в первую очередь отрицательно влияет на состояние здоровья. Мы провели это следующим образом: здоровье рассматривается как запас, который накапливается с течением времени в зависимости от состояния здоровья за предыдущий период, потребления товаров медицинского назначения и медуслуг и количества часов изоляции. То есть, как и все другие запасы, здоровье также подвержено амортизации, и для восстановления здоровья необходимы вложения, состоящие из медицинских товаров и количества часов самоизоляции. Здесь альтернативным расходом считается уровень реальной заработной платы в секторе экономики, отличном от сферы здравоохранения, так как то время, в течение которого домашние хозяйства находятся в изоляции, можно было потратить на работу и получить заработную плату.

Рис. 1

Альтернативный расход самоизоляции



Таким образом, процесс накопления запаса здоровья (H_t) выражается следующей формулой:

$$H_{t+1} = (1 - \delta_h)H_t + C_{H,t}^{\alpha_h} (w_{N,t}^r N_{M,t})^{1-\alpha_h} + \varepsilon_t^{\text{covid-19}}$$

Где

δ_h – параметр амортизации;

$C_{H,t}$ – потребление товаров и услуг медицинского назначения;

$N_{M,t}$ – часы изоляции;

$w_{N,t}^r$ – заработная плата в секторе экономики, отличном от здравоохранения;

$\varepsilon_t^{\text{covid-19}}$ – шок здоровья.

Причем вложения в состояние представляется в виде производственной функции Кобба-Дугласа, используя в качестве ресурсов переменные $C_{H,t}$ и $N_{M,t}$.

Что касается производственного сектора, то **фирмы** делятся на производителей товаров и услуг медицинского и немедицинского назначения, которые используют ресурсы двух видов: эффективный капитал и рабочую силу, а эффективность рабочей измеряется уровнем ее состояния здоровья. Фирмы используют производственную функцию Кобба-Дугласа и для каждого периода максимизируют функцию их прибыли:

- Сфера здравоохранения

$$Y_{H,t} = A_{H,t} (K_{H,t}^{eff})^{\alpha_H} (N_{H,t} H_t)^{1-\alpha_H}$$

- Другой сектор экономики.

$$Y_{N,t} = A_{N,t} (K_{N,t}^{eff})^{\alpha_N} (N_{N,t} H_t)^{1-\alpha_N}$$

Следует отметить, что уровень состояния здоровья населения является общим как для работников системы здравоохранения, так и работников других сфер и вместе с рабочей силой остается в производственной функции. При прочих равных условиях более здоровый человек может произвести за единицу времени больше товаров.

Домашние хозяйства потребляют товары и услуги медицинского и немедицинского назначения, они предлагают рабочую силу двум секторам – производителям товаров и услуг медицинского назначения и другому сектору, и делают вложения с целью накопления здоровья и капитала.

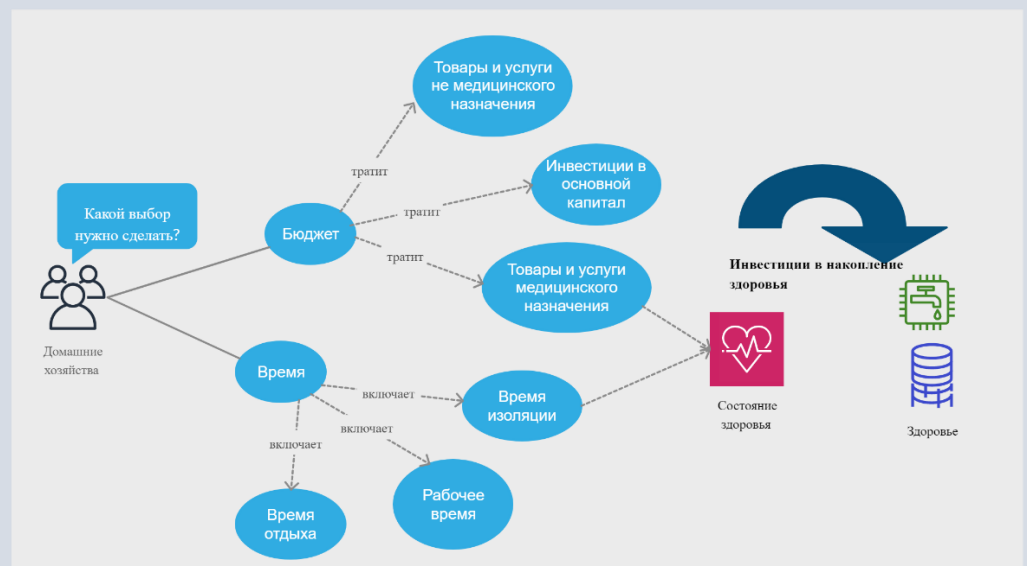
Домашние хозяйства получают пользу от потребления товаров и услуг немедицинского назначения, от состояния здоровья и часов отдыха, что можно назвать также отрицательной пользой от количества отработанных часов в двух различных секторах экономики:

$$E_t \sum_{j=0}^{\infty} \beta^j \left(\frac{C_{N,t+j}^{1-\sigma}}{1-\sigma} - \chi_N \frac{N_{N,t+j}^{1+\varphi_N}}{1+\varphi_N} - \chi_H \frac{N_{H,t+j}^{1+\varphi_H}}{1+\varphi_H} + \psi \frac{H_{t+j}^{1-\eta}}{1-\eta} \right)$$

Параметры $\beta, \sigma, \varphi_N, \varphi_H, \eta, \chi_N, \chi_H$ и ψ функции пользы, являются структурными параметрами, характеризующими экономику. На рис. 2 представлено принятие решений домохозяйствами по потокам расходования своих денежных доходов и использования распоряжаемого ими времени.

Рис. 2

Процесс принятия решений домохозяйствами



Центральный банк осуществляет политику инфляционного таргетирования, следуя закону Тейлора:

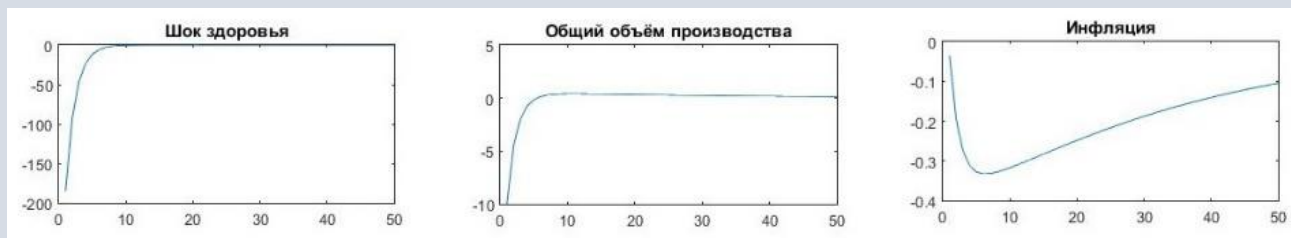
$$R_t = \left(\frac{R_{t-1}}{R^{ss}} \right)^{\rho_r} \left\{ \left(\frac{\Pi_{N,t+1}}{\Pi_N^{ss}} \right)^{\mu_\pi} \left(\frac{Y_t}{Y^{ss}} \right)^{\mu_y} \right\}^{1-\rho_r}$$

То есть, он реагирует на уровень ожидаемой инфляции в немедицинском секторе и на отклонение выпусков экономики от их устойчивого уровня, сохраняя определенный уровень инерции процентной ставки.

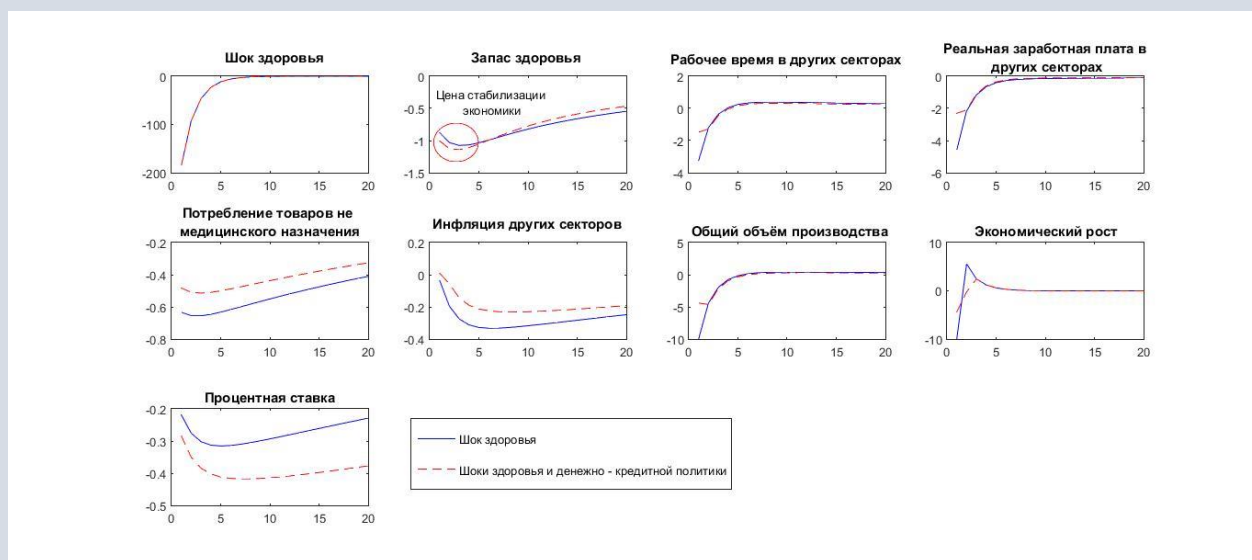
Отрицательный шок здоровья ухудшает состояние здоровья людей, приводит к росту количества часов изоляции и потребления товаров и услуг медицинского назначения, и вызывает сокращение потребления товаров немедицинского назначения (синяя линия рис.4). Вследствие роста спроса на медицинские товары увеличиваются также ресурсы рабочей силы в сфере здравоохранения и капитала. В результате увеличивается выпуск сферы здравоохранения, и уменьшается выпуск других секторов, что приводит к существенному сокращению общего выпуска, что, однако, имеет очень небольшое влияние на инфляцию (рис. 3) и, следовательно, не требует большого реагирования со стороны денежно-кредитной политики.

Рис. 3

Реакция инфляции на шок здравоохранения



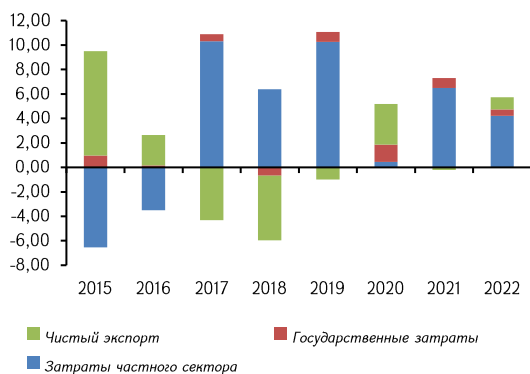
Влияние шока денежно-кредитной политики на разрешение ситуации, вызванной проблемами здоровья населения, представлено красной прерывистой линией на рис. 4. Здесь, отклонившись от своего правила, денежно-кредитная политика пытается стимулировать экономику, вызвав шок денежно-кредитной политики, что приводит к ослаблению экономического спада, а также более меньшему сокращению рабочих часов и реальных заработных плат. Однако все это поднимает цену самоизоляции, в результате люди начинают уделять сравнительно меньше внимания своему здоровью. Следовательно в краткосрочный период можно добиться стабилизации экономики только за счет ухудшения здоровья населения



2.2.2. Экономическая активность¹²

График 19

Содействие компонентов¹³ спроса росту (в процентных пунктах)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

Совокупный спрос. 2019 год отличился высоким уровнем внутреннего спроса, особенно частного спроса, который также сохранялся и в начале 2020 года. В условиях высокого уровня доверия потребителей, внутренний спрос в основном финансировался за счет кредитных ресурсов. Однако ожидается, что в результате проведения противоэпидемических мероприятий спрос потребителей сократится, вследствие как ограничения передвижения, так и увеличения тотальной неопределенности, и предпочтение будет отдано предупредительным сбережениям. В то же время ожидается, что изменится также структура потребления и увеличится спрос на товары краткосрочного пользования. В создавшейся ситуации уменьшится также валовое накопление частных основных средств, однако, согласно оценкам, влияние как на потребление, так и вложения, будет кратковременное, и со второго полугодия постепенно вернется к своему естественному ходу развития. В результате в 2020 году ожидается 0,5% рост частного потребления и 0,1% валового накопления частных основных средств. В результате рост частных расходов составит 0,3%.

¹² Подробный прогноз экономического роста в цифрах см. в графике 18, таблица 2.

¹³ В показатели спроса не включено изменение запасов нематериальных оборотных средств, поэтому показатели экономического роста со стороны предложения и со стороны спроса могут отличаться друг от друга. См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

В результате вышеуказанных развитий одновременно уменьшатся как валовое предложение, так и валовый спрос. Эти уменьшения будут смягчены ожидаемой стимулирующей денежно-кредитной политикой и налогово-бюджетной политикой. В результате из реального сектора в краткосрочном отрезке ожидаются слабые дефляционные давления, которые нейтрализуются к концу прогнозного горизонта.

Внешний спрос. В 2019 году содействие нетто-экспорта реальному ВВП по оценкам слегка отрицательное. Реальный рост экспорта товаров и услуг составил в 2019 году 10,3%, а реальный рост импорта товаров и услуг – 9,1%. Темп роста чистого притока денежных переводов в 2019 году составил по оценкам 0,0-2,0%.

В результате, показатель «дефицит текущего счета/ВВП» составил в 2019 году 9,7%.

В прогнозе на 2020 год произошли существенные изменения, вызванные новым прогнозом уменьшения мирового спроса, а также ожидаемыми развитиями внутренней экономики. Так, по части реальных объемов экспорта товаров и услуг прогнозируется уменьшение на 5,0-7,0%. Это уменьшение, вместе с замедлением мирового спроса будет обуславливаться превентивными мерами стран партнеров. Значительно сократятся объемы международного туризма.

В условиях слабого внутреннего спроса реальные объемы экспорта товаров и услуг также сократятся и сформируются в интервале 9,0-11,0%.

Прогнозируется, что значительно уменьшатся денежные переводы физических лиц, что обусловлено замедлением темпов роста экономики России и существенным ослаблением рубля в условиях обвала цен на нефть. Вместе с этим, на уменьшение денежных переводов существенное влияние будет оказывать временное ограничение российскими властями миграционных потоков в страну. Уменьшение частных трансфертов составит 16,0-19,0%.

В результате вышеперечисленных развитий показатель «дефицит текущего счета/ВВП» составит в 2020 году 7,0-9,0%.

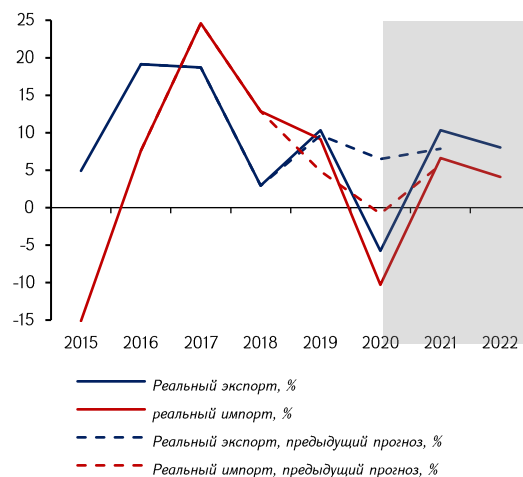
В среднесрочном отрезке, вместе с восстановлением равновесия в экономике, показатель «дефицит текущего счета/ВВП» постепенно приблизится к равнонаправленному интервалу 3,0-5,0%.

Налогово-бюджетная политика. Оценка влияния налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в 2020 году была проведена ЦБ РА на базе показателей закона РА «О государственном бюджете РА на 2020 год», текущих развитий и сделанных на их основе оценок ЦБ РА.

Учитывая распространение эпидемии коронавируса в мире и в Армении, влияние этого вируса на экономику РА, неопределенность, связанную с предполагаемыми структурными изменениями, оценка

График 20

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



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

ЦБ относительно налогов в государственный бюджет остается без изменения, и ожидается сохранение показателя «налоги/ВВП» на уровне предыдущего года¹⁴. Согласно оценке ЦБ, прогнозируется более низкий, чем предусматривался законом и был оценен ранее ЦБ, номинальный уровень ВВП, в результате консервативный подход соотношения «налоги/ВВП» подразумевает сбор более низких, чем предусматривается бюджетом, налогов.

По части государственных расходов, исходя из выполнения за предыдущие годы и текущего выполнения за первый квартал 2020 года, ожидается экономия расходов примерно на 3,5% (65,0 млрд драмов), по части, в основном, программ с внешним финансированием. В 2020 году показатель «расходы/ВВП» составит 26,7%, увеличившись по сравнению с предыдущим годом на 2,0 процентного пункта. Следует отметить, что на 17-е марта в государственных расходах нет утвержденных решениями Правительства изменений, связанных с подготавливаемыми им противоэпидемическими мероприятиями. Известны лишь общий объем расходов и основные направления, однако пока нет четких механизмов распределения, и в условиях существующей неопределенности трудно оценить размер дополнительного стимулирования налогово-бюджетной политики. В результате, без учета программы помощи, в 2020 году показатель «дефицит/ВВП» составит по оценкам 3,0%¹⁵.

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 2020 году по сравнению с 2019 годом будет, по оценкам, расширяющим на 4,1 процентного пункта. Обусловлено это наиболее расширяющим импульсом расходов и небольшим расширяющим импульсом доходов¹⁶.

Рынок труда¹⁷. В 2020 году не будет существенного замедления темпа роста номинальной заработной платы в частном секторе благодаря положительному влиянию повышения минимальной заработной платы. В результате, согласно базовому сценарию, в 2020 году темп роста номинальной заработной платы в частном секторе

График 21

Рост частной номинальной заработной платы в годовом выражении (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹⁴ Показатель ВВП на 2020 год является прогнозом ЦБ РА.

¹⁵ Если объем объявленной программы помощи не изменится и будет полностью реализован в течение 2020 года, то показатель «дефицит государственного бюджета/ВВП» составит 5,3%.

¹⁶ Хотя по оценкам импульс налогов – нейтральный, импульс доходов оценивается как слегка расширяющий, что обусловлено другими доходами. В 2020 году, по сравнению с предыдущим годом, для проведения сопоставления, в участвующие в расчете импульса другие доходы были включены также внебюджетные средства государственных предприятий, которые, начиная с 2019 года, учитываются в показателях закона о бюджете.

¹⁷ Показатели рынка труда за период с 2019 по 2022 год являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях третьего квартала 2019 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

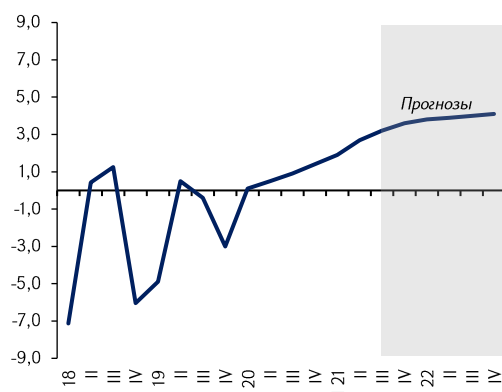
сохранится вблизи 7,7%, а уже в среднесрочном периоде темп роста номинальной заработной платы в частном секторе будет соответствовать развитию его основополагающих показателей – экономического роста и инфляции. Таким образом, в 2021 году прогнозируется 7,3% рост номинальной заработной платы в частном секторе, а к концу прогнозного горизонта – укрепится вблизи 8,2%.

Вместе с замедлением экономического роста из-за проводимых противоэпидемических мероприятий, при прочих равных условиях, ожидается также рост равнонаправленного уровня безработицы, однако общее влияние будет зависеть от правительственных программ. В среднесрочном периоде уровень безработицы снизится на 0,8-1,2 процентного пункта, и к концу прогнозного горизонта приблизится к 17,3%.

В 2020 году постепенно ускорится рост номинальных расходов предприятий на единицу рабочей силы, а к концу прогнозного горизонта укрепится вблизи 4% целевого ориентира инфляции.

График 22

Затраты частного сектора на оплату труда в годовом выражении (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом

В условиях замедления мировой экономики и усиления неопределенности относительно будущего в краткосрочном и среднесрочном отрезках экономический рост стран-партнеров РА будет проходить медленными темпами.

Прогнозы экономического роста США и еврозоны на 2020 год пересмотрены в сторону замедления, вызванного имеющимися и ожидаемыми негативными последствиями распространяемого во всем мире нового типа коронавируса.

Текущие прогнозы относительно экономического роста России на прогнозный горизонт более низкие, чем ожидалось в предыдущем квартале, что обусловлено как негативными последствиями распространяемого по миру коронавируса, так и низким уровнем международных цен на нефть, учитывая то, что Россия является экспортером нефти.

В условиях ослабления мировой экономики, а также пессимистичных ожиданий относительно будущих развитий, на основных международных рынках сырьевых товаров

График 23

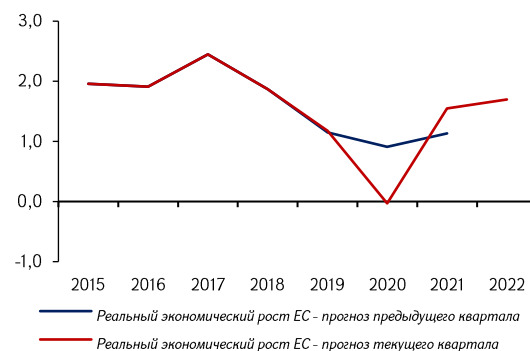
Прогнозы экономического роста США (%)



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

График 24

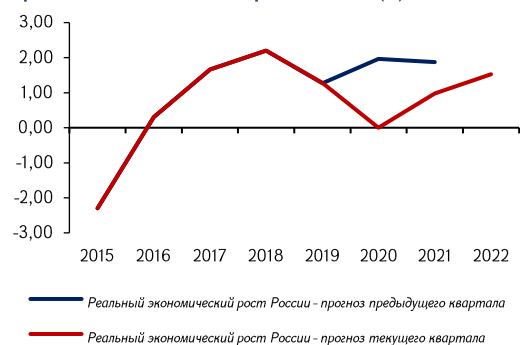
Прогнозы экономического роста ЕС (%)



Источник: Евростат, прогноз ЦБ РА

График 25

Прогнозы экономического роста России (%)



Источник: Росстат, прогноз ЦБ РА

График 26

Прогноз международных цен на продовольствие



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

График 27

Прогноз международных цен на нефть



Источник: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 28

Прогноз международных цен на медь



Источник: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

ождается более низкая, по сравнению с предыдущим прогнозом, инфляционная среда, а на рынках продовольственных товаров, обусловленных ценовыми развитиями, а также ожиданиями небольшого объема предложения отдельных товарных категорий, цены сформируются на более высоком, чем ранее предусматривалось, уровне.

В частности, на международном рынке продовольствия в среднесрочном периоде ожидается, что уровень инфляции будет слегка выше предыдущих ожиданий, обусловленный ожиданиями небольшого объема предложения на рынках сахарного песка и молочных продуктов.

Прогноз международных цен на нефть в течение всего горизонта довольно низкий по сравнению с предыдущим прогнозом, вследствие как слабого мирового спроса, так и разногласий среди стран - членов ОПЕК+ по вопросу сокращения объемов выработки.

Международные цены на медь сформируются также ниже уровня, предусмотренного прежними прогнозами, что связано с сокращением спроса на международных рынках меди из-за ослабления мировой экономики.

Вследствие распространения эпидемии коронавируса и проведения противоэпидемических мероприятий экономический рост РА в 2020 году существенно снизится, однако в прогнозном горизонте, параллельно сокращению неопределенности, вернется в дальнейшем к своему потенциальному уровню.

В начале 2020 года был зафиксирован высокий уровень экономической активности, о чем свидетельствуют экономические показатели за январь. Высокий рост был зафиксирован в промышленности, строительстве, сфере торговли и услуг, составив 13,4%, 7,7%, 10,3% и 13,2% соответственно.

Распространение коронавируса и противоэпидемические мероприятия существенно повлияют на ослабление экономической активности в 2020 году. Негативное влияние в основном материализуется во втором квартале 2020 года, а затем параллельно ослаблению неопределенности, экономика постепенно вернется к своему естественному ходу развития. Под негативным влиянием окажутся все отрасли экономики, однако наиболее уязвимыми окажутся сферы, связанные с туризмом и организацией досуга. Согласно оценкам ЦБ, в 2020 году экономический рост составит 0,7%, что значительно ниже прежних прогнозов, однако, он, в основном, восстановится в 2021 году, составив 7,2%.

Несмотря на ожидаемое кратковременное влияние эпидемии, тем не менее, ее продолжительность остается самым главным риском, и последующие развития экономической активности, структуры и потенциального уровня экономики главным образом будут зависеть от этого.

В первой половине 2020 года, из-за вышеуказанных развитий, разрыв ВВП останется в области отрицательных значений, что будет смягчено в результате стимулирующей денежно-кредитной политики и ожидаемого стимулирующего влияния бюджета. В прогнозном горизонте, параллельно ослаблению неопределенности, экономический рост направится в сторону своего среднесрочного равнонаправленного уровня.

Таблица 2

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
Период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2019 январь-декабрь / 2018 январь-декабрь	7.5-7.7	7.0-7.8
2020 январь-декабрь / 2019 январь-декабрь	-0.6 - +1.4	-5.1 - +3.4
2021 январь-декабрь / 2020 январь-декабрь	6.0-8.2	1.9-11.5
2022 январь-декабрь / 2021 январь-декабрь	3.7-6.0	-0.2 - +9.7

В 2020 году показатель «дефицит текущего счета/ВВП» будет выше уровня прогноза, вследствие пересмотров отрицательного торгового баланса и трансфертов.

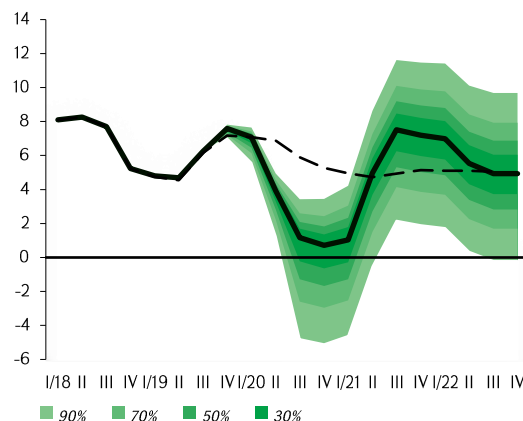
По сравнению с прежним прогнозом ожидается большее, на 4,1 процентного пункта, расширяющее влияние (предполагается 3,5% экономия государственных расходов, в частности, по части программ с внешним финансированием, и сохранение уровня показателя 2019 года «налоги/ВВП»).

Согласно текущей оценке, инфляция в краткосрочном периоде будет ниже предыдущего прогноза вследствие задержки ожидаемого с 1-го января изменения пошлинных тарифов на ряд товаров, а также снижения с начала года цен на товарные категории «Яйца», «Мясо» и «Топливо». Ожидается, что дефляция категорий «Яйца» и «Мясо» будет носить временный характер, и в следующем квартале инфляция восстановится опережающими темпами, в результате совпадет с прежним прогнозом. С другой стороны, следует еще раз отметить, что из-за эпидемии неопределенность вокруг текущих прогнозов резко увеличилась по сравнению с предыдущим прогнозом.

Краткосрочные инфляционные ожидания будут находиться на уровнях, сопоставимых с прежними прогнозами, что обусловлено относительной устойчивостью текущих показателей базовой инфляции, а также перспективой ее сравнительно медленного восстановления.

График 29

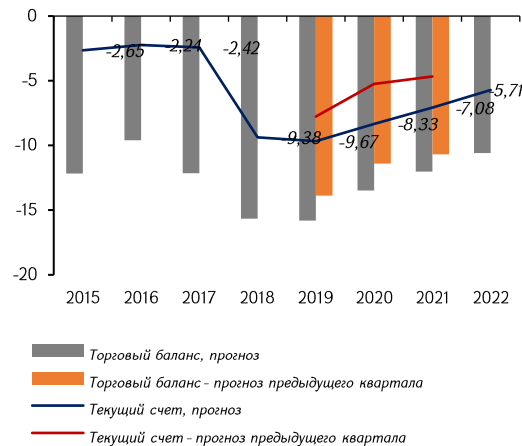
Распределение вероятностей реального роста (кумулятивного) ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 30

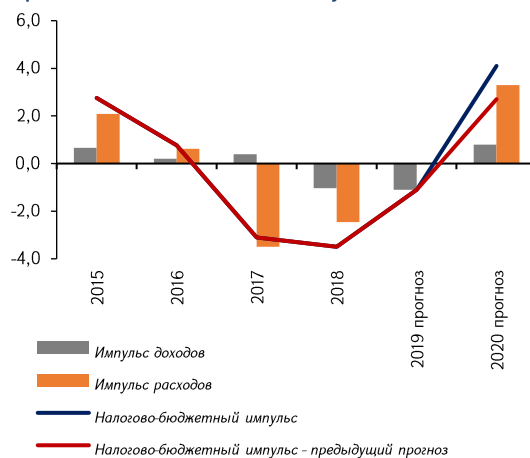
Среднесрочный прогноз показателя "текущий счет/ВВП" (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 31

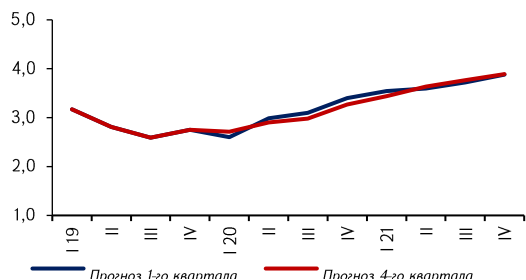
Прогноз налогово-бюджетного импульса



Источник: оценка ЦБ РА

График 32

Оценки краткосрочных ожиданий инфляции (%)



Источник: оценка ЦБ РА

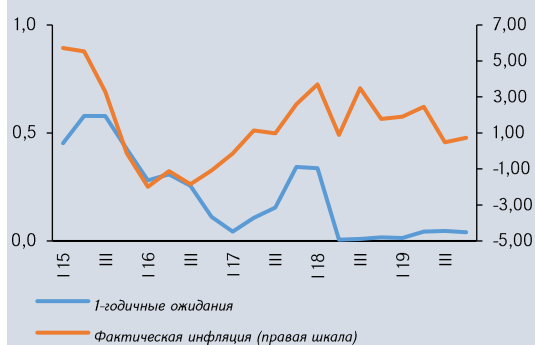
2.2.4. Основные суждения и риски

В данном разделе представляются суждения о денежно-кредитной программе ЦБ РА на первый квартал 2020 года и риски реализации этой программы, обусловленные развитиями внешнего сектора, осуществляемой налогово-бюджетной политикой, сформировавшимися тенденциями и краткосрочными прогнозами.

Врезка 4

График 33

Доля домохозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в 1-годичном горизонте



Источник: СК РА, опросы ЦБ РА

Результаты опросов домашних хозяйств относительно их ожиданий

Согласно результатам опросов ЦБ, проведенных в четвертом квартале 2018 года среди домашних хозяйств относительно некоторых макроэкономических показателей, инфляционные ожидания в четвертом 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.

Кроме этого, инфляционные ожидания, вызванные определенным ослаблением обменного курса драма к доллару США, зафиксированные в первом квартале, существенно не изменились, что позволяет предположить, что и в первом квартале они существенно не изменятся.

Логика составления прогноза

Таблица 3

Основные суждения и предположения	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
Коронавирус окажет на мировую экономику негативное влияние. Основной удар на мировую экономику придется на первое полугодие, а в втором ожидается ее частичное восстановление.	➤ Распространение вируса и противоэпидемические меры вызовут резкое ослабление экономики как США и еврозоны, так и всей мировой экономики. Это выразится в сокращении предложения рабочей силы, выражении валового спроса только на товары краткосрочного пользования, резком сокращении общих вложений на фоне увеличения неопределенности. ➤ Низкая инфляционная среда, равно как и медленные темпы экономического роста в условиях слабого мирового спроса обусловят сохранение политики низких процентных ставок в развитых странах. ➤ На основных рынках сырья, в условиях ослабления мировой экономики, а также пессимистичных ожиданий относительно будущих развитий, ожидается низкая инфляционная среда. ➤ Распространение коронавируса, меры, направление на смягчение последствий, и резкое падение цен на нефть вызовут замедление темпов роста экономики России, а также ослабление рубля.

Параллельно усилению рисков ликвидности мировой экономики, значительно увеличился уровень надбавки за риск в развивающихся странах.	Согласно текущим оценкам, уровень надбавки за риск РА существенно увеличился по сравнению с предыдущим кварталом или первым отрезком текущего квартала. Мы считаем, что часть этого роста будет кратковременной, и к концу второго квартала уровень надбавки за риск РА снизится, укрепившись в интервале 3-4%.
Наличие шоков предложения и изменения спроса.	На фоне наблюдаемого роста спроса на товары первой необходимости на рынках этих товаров может возникнуть кратковременная инфляционная тенденция, обусловленная увеличением затрат производства, в частности, затрат на рабочую силу, а также определенным ослаблением обменного курса. С другой стороны, существенное сокращение спроса на товары долгосрочного пользования и на некоторые услуги приведет к снижению цен на них. Кроме этого, некоторое дефляционное влияние окажет также наблюдаемое на международных рынках сырья падение цен.
Уменьшение как предложения, так и спроса в условиях эпидемии.	Согласно оценкам, вследствие распространения болезни, вызванной коронавирусом, и проведения противоэпидемических мероприятий, в экономике снизятся как предложение, так и спрос на товары и услуги. В результате отрицательный разрыв ВВП не будет существенно отличаться от текущего уровня.
Уменьшение предложения рабочей силы и спроса вследствие эпидемии.	Вследствие распространения болезни, вызванной эпидемией, продолжительности лечения и изоляции пациентов сократится предложение рабочей силы, а вследствие снижения экономического роста сократится также спрос на рабочую силу. В результате увеличится естественный уровень безработицы, что не окажет существенного влияния на среднюю заработную плату. Влияние на фактическую безработицу может быть мягче, что будет зависеть от мер Правительства.
Меры, содействующие росту уровня потенциала ВВП.	В сценарии денежно-кредитной политики нет расчетов, основанных на деятельности амурского рудника и медеплавильного завода в Алаверди. Их вероятное влияние рассматривается в рисках реализации прогноза.
Небольшое расширяющее влияние государственных доходов и стимулирующее влияние расходов.	Из-за коронавируса, негативных развитии экономики РА и неопределенности в отношении структурных изменений, предполагается, что показатель «налоги/ВВП» ¹⁸ останется на уровне, зафиксированном в прошлом году. По части государственных расходов предусматривается определенная экономия утвержденной программы расходов, особенно относительно программ с внешним финансированием. Причем следует отметить, что программа помощи экономике, предусматриваемая Правительством, не включена в программу расходов.

Риски реализации прогноза

Риски, связанные с ходом распространения коронавируса

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

¹⁸ Показатель ВВП на 2020 год является прогнозом ЦБ.

Следует отметить, что прогнозы квартала и программа этого квартала, в отличие от предыдущих кварталов, обусловлены беспрецедентной эпидемической ситуацией в стране и во всем мире, а также тем, что противоэпидемические мероприятия проводятся в условиях еще большей количественной и качественной неопределенности. Текущие развития в краткосрочном периоде окажут существенное влияние как на поведение домашних хозяйств, так и на структуру потребления, в результате произойдет значительное перемещение потребительского спроса от товаров длительного использования на товары первой необходимости. Это может оказать определенное влияние на изменения относительных цен на товары среди различных товарных категорий, а в случае некоторых видов услуг даже может осложнить измерение инфляции из-за фактического отсутствия данных секторов рынка. Это, в свою очередь, создает дополнительные трудности для прогнозирования. Кроме этого, логистические цепи импорта товаров также могут подвергнуться видоизменениям, что окажет определенное влияние на предложение, по крайней мере, в краткосрочном периоде. В целом, резкий рост неопределенности выражается в существенном расширении интервалов неопределенности прогнозов центральных значений инфляции и других важных макропоказателей (см. График 1 и График 2. «Распределение вероятностей прогноза инфляции»).

Риски развития экономики вблизи базового сценария прогноза и неопределенность вытекают из различных факторов, в числе которых можно выделить продолжительность эпидемии и ее интенсивность в РА, а также эффективность предпринимаемых во всем мире противоэпидемических мер, возможные изменения временных графиков этих мер, краткосрочное и долгосрочное влияния на экономику, возможные изменения структур спроса и предложения, потребительского поведения домохозяйств, и другое. Учитывая вышесказанное, нами описываются риски, имеющие лишь существенное количественное значение. Кроме этого, как экономика РА, так и вся мировая экономика продолжают пока находиться под влиянием шока, однако на сегодняшний день почти нет статистических данных, которые позволяют составить хотя бы предварительные оценки экономического влияния этого шока, хотя бы на примере других стран. Поэтому после опубликования в РА и во всем мире данных за 1-й квартал, текущие прогнозы вероятнее всего будут существенно скорректированы. Учитывая эту неопределенность, Центральный банк, пытаясь смягчить дальнейшие риски, составляет и обсуждает различные сценарии развития ситуации и рассматривает каждый из них в качестве соответствующей политики реагирования.

Очевидно, что проводимые во всем мире противоэпидемические меры направлены на наиболее быстрое и эффективное преодоление негативных последствий эпидемии, для сведения до минимума

ущерба, наносимого экономике. В то же время, очевидно также, что имеются серьезные риски того, что эпидемия будет длиться долго, и что ее влияние на экономику будет чрезвычайно негативным.

По части целостного предложения можно выделить следующие риски:

- Внешний спрос может еще долгое время оставаться на низком уровне, что обусловлено продолжительностью, объемами и эффективностью противоэпидемических мероприятий, проводимых странами.
- Существенные изменения потребительского поведения в выборе потребление-сбережения, а также перемещение спроса от товаров длительного пользования к товарам первой необходимости. Эти структурные изменения могут быть довольно продолжительными, чем предполагалось в базовом сценарии, что может привести к изменениям сравнительных цен, а также повлиять на равнонаправленный уровень ставки на рынке.
- Дальнейшее сокращение спроса, вытекающего из проблем с ликвидностью домохозяйств. В случае продления кризисной ситуации накопятся дополнительные риски для домохозяйств, связанные со снижением и потерей доходов и невозможностью выполнения своих обязанностей, поскольку лица, занятые в ряде отраслей, особенно в сфере услуг, не будут иметь возможности фактически работать и зарабатывать деньги. Здесь конечно, многое будет зависеть как от предусматриваемых Правительством программ помощи, и их эффективности, так и от гибкости политики, которую проводят финансовые организации, компании, обслуживающие коммунальную инфраструктуру.
- Проведение более расширяющей налогово-бюджетной политики, обусловленной реализацией программы Правительства РА по оказанию помощи экономике в размере 150 млрд драмов с целью смягчения негативных последствий влияния коронавируса на экономику РА. Программы будут реализовываться в несколько этапов, механизмы предоставления помощи находятся в стадии разработок. Тем не менее, в результате мер по нейтрализации экономических последствий размер влияния политики, стимулирующей валовый спрос, будет главным образом зависеть от объема, направлений и периода реализации этих программ.

По части предложения инфляция подвержена следующим рискам:

- В краткосрочном отрезке имеются инфляционные риски, которые могут быть обусловлены нарушением в ближайшее время естественного хода развития импорта различных товаров, а также влиянием определенного ослабления обменного курса драма.

- По части цен на сырьевые товары риски в краткосрочном периоде будут дефляционные, обусловленные рисками ослабления мировой экономики.

Риски отклонения инфляции от траектории, предусмотренной для среднесрочного отрезка, равнонаправленные и в количественном смысле достаточно многочисленные (см. «График 1. Распределение вероятностей прогноза инфляции»).

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

- Самый главный риск в экономике связан с распространением коронавирусной инфекции и продолжительностью и строгостью противоэпидемических мероприятий, а также с размером их влияния на экономику, особенно на качество (здоровье) рабочей силы, и на вложения.
- Неопределенности относительно дальнейшей эксплуатации рудника в Амулсаре и медеплавильного завода в Алаверди.
- В смысле долгосрочного экономического роста – дальнейший ход структурных реформ в экономике и размер их влияния на деловую среду и вложения.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ЧЕТВЕРТОГО КВАРТАЛА 2019 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

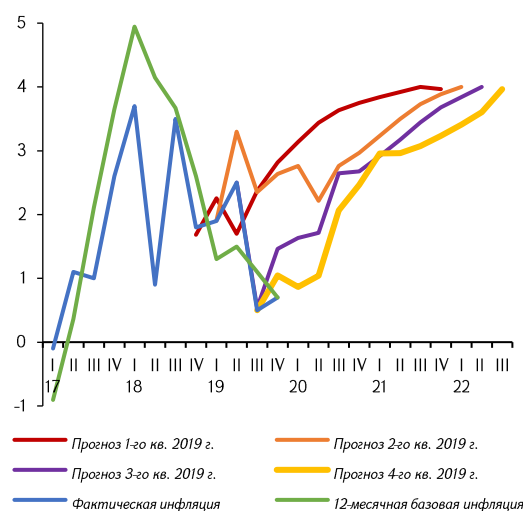
В соответствии с программой денежно-кредитной политики на первый квартал 2019 года, в начале 2019 года сохранялась низкая инфляционная среда, и Центральный банк продолжил осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики. В вышеуказанных условиях и ожидаемых макроэкономических развитиях 12-месячная инфляция должна была в ближайшее время оставаться на низком уровне, так как Центральный банк отдал предпочтение 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 доходов. Ожидалось, что в среднесрочном периоде инфляция укрепитесь вблизи своего 4% целевого ориентира. Также прогнозировалось, что в случае реализации макроэкономических развитиях по базовому сценарию, Центральный банк сохранит стимулирующие условия так долго, как это будет необходимо для достижения целевого ориентира в среднесрочном отрезке.

В отчетном периоде инфляция сформировалась на уровне ниже запланированного, что было, в основном, обусловлено более сдерживающей, чем ожидалось, налогово-бюджетной политикой, и более слабым, чем ожидалось, спросом во внешнем секторе. В то же время, в течение года сформировались определенные факторы предложения, сдерживающие инфляцию: влияние сформировавшихся во внешнем секторе низких цен на внутренние цены, непрерывно растущая конкуренция на товарных рынках, которая меняет ценообразовательное поведение предприятий и приводит к снижению надбавок, и сдвиг на фоне бюджетных ограничений потребительского спроса в сторону рынка товаров долгосрочного пользования.

В течение 2019 года, в условиях сохранившейся низкой инфляционной среды, ЦБ продолжил проведение стимулирующей денежно-кредитной политики, всегда отдавая предпочтение закреплению инфляции вблизи своего целевого показателя, так как, по оценкам ЦБ, инфляция в условиях сформировавшейся макроэкономической ситуации содействует закреплению долгосрочных инфляционных

График 34

Согласно прогнозам ЦБ РА, в краткосрочном периоде 12-месячная инфляция останется ниже целевого показателя, а в среднесрочном постепенно увеличится, укрепившись вблизи целевого уровня в конце прогнозного горизонта



Источник: СК РА, ЦБ РА

ожиданий и сохранению покупательной способности доходов. В то же время, учитывая более сдерживающий, чем ожидалось, ход налогово-бюджетной политики, продолжающееся замедление темпов мирового экономического роста и ослабление инфляционной среды на международном рынке основных товаров, ЦБ слегка повысил размер стимулирования денежно-кредитных условий, дважды снизив ставку рефинансирования в первом и в третьем кварталах по 0,25 процентного пункта. ЦБ продолжил посылать импульсы финансовому рынку относительно того, в случае реализации ожидаемых макроэкономических развитий стимулирующие условия будут сохранены так долго, как это будет необходимо для достижения целевого ориентира в среднесрочном отрезке.

3.1.2. Цены

В течение 2019 года 12-месячная инфляция осталась на низком уровне, составив к концу года 0,7% в годовом выражении. В том же периоде показатель 12-месячная базовой инфляции снизился и составил 0,7%, а рост тарифов на регулируемые услуги и цен на сезонные продовольственные товары в годовом выражении составил 0,3% и 1,8% соответственно.

Рост цен на сезонные продовольственные товары в годовом выражении был целиком обусловлен ростом цен в категории «Овощи» на 5,9%, (содействие 12-месячной инфляции на 0,3 процентного пункта), а в категориях «Фрукты» и «Яйца» было зафиксировано снижение цен на 2,7% и 4,0% соответственно.

Рост базовой инфляции в годовом выражении был обусловлен главным образом ростом цен в категориях «Хлебобулочные изделия и крупы», «Табачная продукция», «Алкобольные напитки», а из непродовольственных товаров – «Одежда», «Обувь» и «Топливо»: соответственно на 3,9%, 7,5%, 2,8%, 1,5%, 4,4% и 2,8% (общее содействие 12-месячной инфляции – примерно 0,8 процентного пункта). Рост тарифов на нерегулируемые услуги составил 1,9%, что вызвано ростом тарифов на воздушные пассажирские перевозки, образование и медицинские услуги на 7,5%, 3,7% и 4,3% соответственно (общее содействие 12-месячной инфляции – примерно 0,2 процентного пункта). В то же время, вследствие наблюдаемого с начала года снижения цен на определенные продовольственные товары на международных рынках, на внутреннем рынке также было зафиксировано значительное ослабление инфляции среди некоторых товарных категорий. Тем не менее, в течение четвертого квартала

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

Таблица 4

Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие ¹⁹			
Товарная категория	Вес	12-месячная инфляция	Содействие
Базовая инфляция	72.7	0.66	0.48
Хлебобулочная продукция и крупы	8.99	3.90	0.35
Мясо	9.87	-3.45	-0.34
Масла и жиры	2.77	-4.86	-0.13
Сахарный песок	0.6	-12.39	-0.07
Алкогольные напитки	2.77	2.76	0.08
Табачные изделия	1.77	7.51	0.13
Одежда	2.58	1.45	0.04
Обувь	1.52	4.44	0.07
Медикаменты	4.83	0.22	0.01
Топливо	5.2	2.79	0.15
Воздушные пассажирские перевозки	0.55	7.50	0.04
Образование	1.48	3.70	0.05
Амбулаторные и стационарные услуги медучреждений	2.99	4.30	0.13
Сезонные продовольственные товары	10.5	1.80	0.19
Яйца	1.44	-3.97	-0.06
Фрукты	3.35	-2.72	-0.09
Овощи	5.74	5.89	0.34
Регулируемые услуги	16.7	0.34	0.06

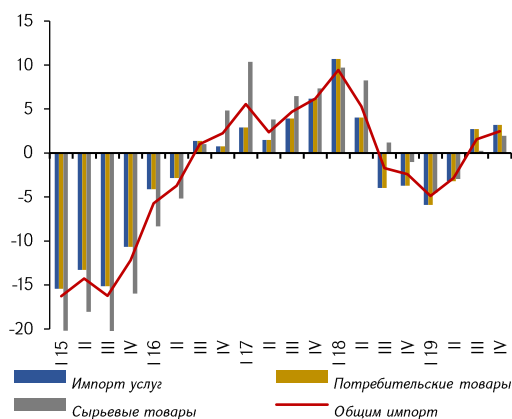
В течение последнего 1-годового периода сохранилась низкая инфляционная среда и 12-месячная инфляция колебалась в нижней части допустимого интервала колебаний



35

График 36

В 4-ом квартале 2019 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились по сравнению с аналогичным кварталом 2018 г.



Источник: расчеты ЦБ РА

Цены на импорт. В четвертом квартале 2019 года долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились на 0,9% к предыдущему кварталу, в результате темпы роста в годовом выражении ускорились и составили 2,5%. 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 положительное: снижение цен на нефть и алюминий 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 остается пока, по оценкам, ниже потенциального уровня. В отчетном периоде экономический рост (см. раздел 3.2.3) был довольно выше прогнозного. Из расходных элементов экономики становится очевидно, что экономический рост достигается в результате, в основном, высокого потребления, а рост вложений пока остается низким (см. раздел 3.2.2.). Эти развития говорят о том, что рост производственных ресурсов в краткосрочном периоде ограничен, он происходит в основном путем увеличения занятости (см. раздел 3.2.4.). В результате, согласно оценкам, отрицательный разрыв ВВП существенно сократился, хотя и остается ниже потенциального уровня, что выражается пока еще низкой инфляционной средой (см. раздел 3.2.1.). Отрицательному разрыву ВВП способствовало также ослабление национальных валют в странах-партнерах.

3.2.2. Расходная сторона экономики

В четвертом квартале 2019 года основное содействие экономическому росту оказал рост внутреннего спроса, обусловленный, в первую очередь, высоким ростом частного потребления, который составил 13,3%. Отметим, что продолжается высокий рост объема кредитования домашних хозяйств, за счет которого финансируется, в основном, частное потребление. В последние месяцы слегка ускорились денежные переводы из-за границы. Совокупное накопление

частных основных средств уменьшилось в отчетном квартале на 3,0%, что соответствует предыдущим прогнозам ЦБ. Согласно оценкам ЦБ, преобладающая доля в экономическом росте приходится на сферу услуг, которая сравнительно более трудоемкая и требует меньше вложений для удовлетворения дополнительного спроса, поэтому слабая инвестиционная среда обусловлена изменениями инвестиционной структуры. В частности, в четвертом квартале рост частных расходов составил 10,4%, что и обуславливает экономический рост в четвертом квартале.

В 2019 году рост частного потребления составил 12,7%, а рост совокупного накопления частных основных средств – 0,7%.

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

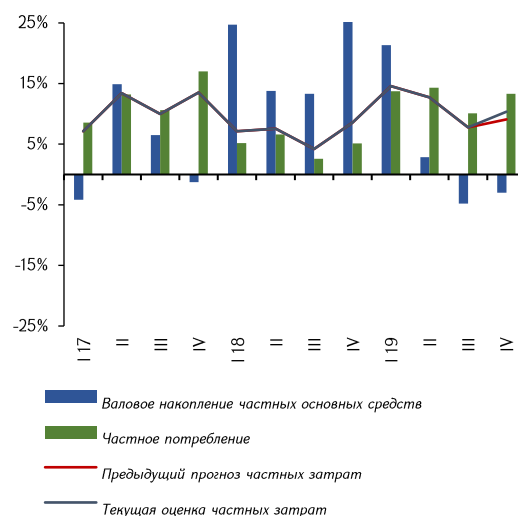
В четвертом квартале 2019 года продолжился высокий рост реальных объемов экспорта и импорта. Причем рост реальных объемов импорта превысил рост реальных объемов экспорта. В результате содействие роста чистого реального экспорта ВВП было отрицательное. В частности, в четвертом квартале 2019 года рост реального экспорта товаров и услуг составил 14,7% в годовом выражении, а рост реального импорта товаров и услуг – 18,0%. Росту экспорта способствовало восстановление производственных мощностей горнодобывающей промышленности, а также рост производительности в обрабатывающей промышленности. Содействие росту импорта оказал, главным образом, высокий рост импорта автомобилей, обусловленный ожиданием будущего²⁰.

Согласно оценке, в четвертом квартале 2019 года долларовые объемы чистых денежных переводов физических лиц (включая вознаграждение трудовых мигрантов и личные трансферты) увеличились на 2,5% в годовом выражении (в предыдущем квартале – уменьшились). Рост обусловлен, в основном, укреплением номинального курса рубля.

В четвертом квартале 2019 года показатель «дефицит текущего счета/ВВП» увеличился, по оценкам, примерно на 1,0 процентного пункта. По оценкам года показатель «дефицит текущего счета/ВВП» увеличится на 0,3 процентного пункта, составив 9,7%.

График 37

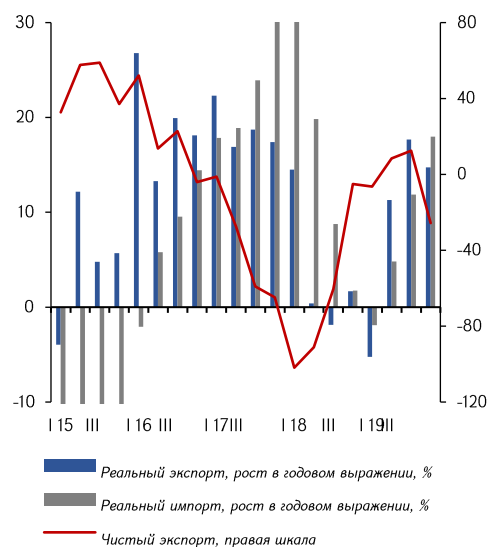
Структура затрат частного сектора



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

График 38

Позиция чистого экспорта ухудшилась в 4-м квартале 2019 г., обусловленная опережающим ростом импорта по отношению к экспорту

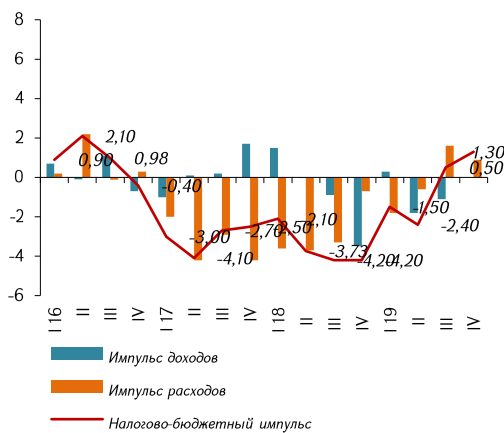


Источник: СК РА

²⁰ С 1-го января 2020 года таможенные пошлины и налоги за импорт автомобилей из третьих стран на территорию ЕАЭС будут рассчитываться по единому тарифу, включающему итоговую сумму таможенных пошлин и НДС, а выплаты будут осуществляться по максимальному расчету. В расчете будут учитываться год выпуска, стоимость и объем двигателя автомобиля. См. petekamutner.am

График 39

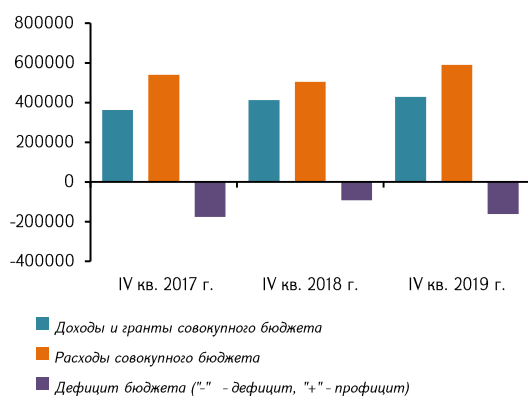
В 4-м квартале 2019 г. расширяющее влияние налогово-бюджетной политики вызвано главным образом расширяющей позицией расходов



Источник: оценка ЦБ РА

График 40

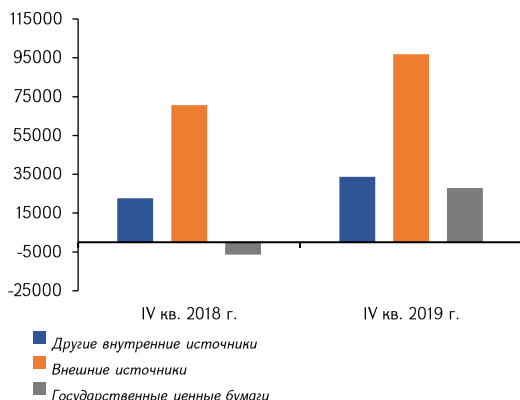
Основные показатели совокупного бюджета



Источник: СК РА

График 41

В 4-м квартале 2019 г. сформировался дефицит бюджета, примерно 40% которого было финансировано за счет внутренних источников



Источник: Минфин РА

Налогово-бюджетная политика²¹. В четвертом квартале 2019

года показатели выполнения фактических доходов и расходов бюджета слегка отклонились от прогнозов ЦБ²²: доходы были перевыполнены, расходы – недовыполнены. В результате влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос было расширяющее на 1,3 процентного пункта вместо предусмотренного расширяющего на 3,2 процентного пункта, вследствие как отклонений доходов и расходов, так и пересмотра оценок относительно фактического показателя экономического роста и потенциала ВВП.

Фактические доходы бюджета в четвертом квартале 2019 года превысили прогнозный показатель на 4,4%, вследствие перевыполнения налоговых доходов бюджета. В результате импульс доходов был расширяющим на 0,4 процентного пункта вместо предусмотренного прогнозом расширяющего на 1,2 процентного пункта.

Расходы государственного бюджета составили 96,3% показателя, предусмотренного ЦБ, в результате импульс расходов оказал менее расширяющее влияние по отношению к предусматриваемому, составив 0,9 вместо 1,9. В структуре расходов государственного бюджета государственное потребление составило 91,1% прогнозного показателя, а фактические расходы по статье «Операции с нефинансовыми активами» составили 99,2% прогноза. Обусловлено это выполнением предусмотренных кредитными программами капитальных расходов, осуществляемых как за счет внутреннего, так и внешнего финансирования.

В результате вышеуказанных развитий по части доходов и расходов в четвертом квартале сформировался дефицит бюджета на 158,6 млрд драмов, что составляет примерно 85% дефицита, предусматриваемого ЦБ.

Что касается годового влияния налогово-бюджетной политики на совокупный спрос, то он был сдерживающим на 1,0 процентного пункта, что обусловлено нейтральным влиянием расходов и сдерживающим влиянием доходов. В 2019 году, особенно в результате сокращения «теневой экономики» и улучшения налогового администрирования, показатель «налоги/ВВП» составил 22,3%, увеличившись по сравнению с предыдущим годом на 1,4 процентного пункта²³. Показатель «дефицит/ВВП» составил 1,0 процентного пункта, снизившись по сравнению с 2018 годом на 0,9 процентного пункта.

²¹ Анализ налогово-бюджетного сектора составлен с использованием фактических показателей совокупного бюджета за четвертый квартал.

²² Базой программы доходов послужила скорректированная программа Правительства РА на 2019 год и решение о возвращении хозяйствующим субъектам дебетового остатка НДС.

²³ Следует отметить, что указанный рост был обеспечен в условиях существенного роста возврата или зачета излишне уплаченных хозяйствующими субъектами таможенных пошлин и прочих налоговых обязательств.

Осуществленная в 2019 году сдерживающая налогово-бюджетная политика содействовала сокращению государственного долга по отношению к ВВП, сохранив устойчивость долга.

3.2.3. Производственная сторона экономики

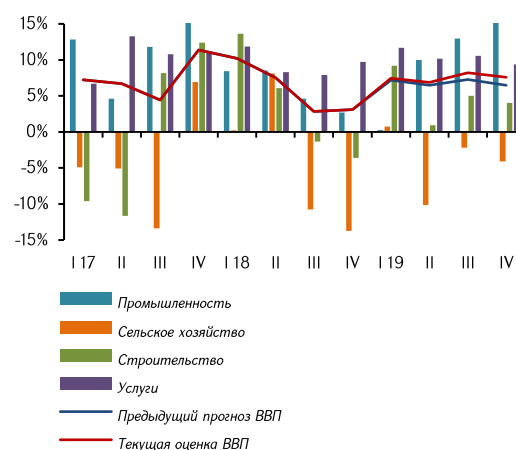
В четвертом квартале 2019 года рост ВВП составил 7,6%, что на 1,1% больше прогнозов ЦБ. Отклонение обусловлено резким ускорением отрасли промышленности. Во всех отраслях экономики, кроме сельского хозяйства, сохраняется высокий уровень экономической активности. Спад в сельском хозяйстве в четвертом квартале 2019 года составил -4,1%, что совпадает с предыдущим прогнозом. В 2019 году в отрасли сельского хозяйства вновь сократились посевные площади, что негативно отражается на потенциале отрасли. Согласно оценкам ЦБ, эти развития являются результатами структурных изменений в экономике, которые выражаются в переходе рабочей силы из сельского хозяйства в более производительные отрасли экономики. Рост в строительстве составил 4,0% и не проявил существенного отклонения от предыдущих оценок. В отрасли услуг продолжает сохраняться высокий темп роста, составивший в отчетном квартале 9,4%, что также совпадает с прогнозом. Несмотря на некоторое замедление роста выпуска в отрасли промышленности в конце 2019 года, тем не менее в отрасли наблюдалось ускорение роста добавленной стоимости, составив 15,8%, что в основном и обусловило опередивший ожидания высокий уровень экономического роста.

Таким образом, в 2019 году рост экономики составил 7,6%, что явилось результатом 4,0% спада сельского хозяйства и роста промышленности, строительства и услуг на 10,2%, 4,2% и 10,3% соответственно.

3.2.4. Рынок труда ²⁴

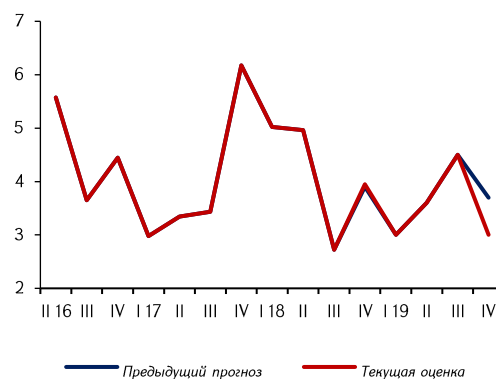
Темп роста номинальных зарплат частного сектора в четвертом квартале 2019 года составил 3,0%, что немного ниже предыдущих прогнозов ЦБ. Темп роста реальных зарплат частного сектора составил в четвертом квартале примерно 2,2%, что соответствует развитиям экономического роста. В отчетном периоде производительность выросла на 6,0%²⁵, что выше темпа роста реальной

График 42
Отраслевая структура ВВП



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

График 43
Частная номинальная заработная плата

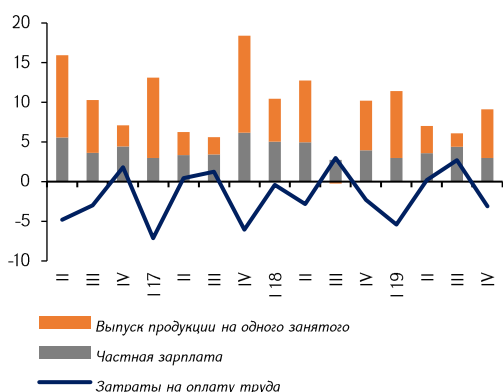


Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

²⁴ Оценки роста за отчетный период представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

²⁵ В качестве показателя производительности рассматривается совокупная реальная добавленная стоимость, произведенная за 1 час.

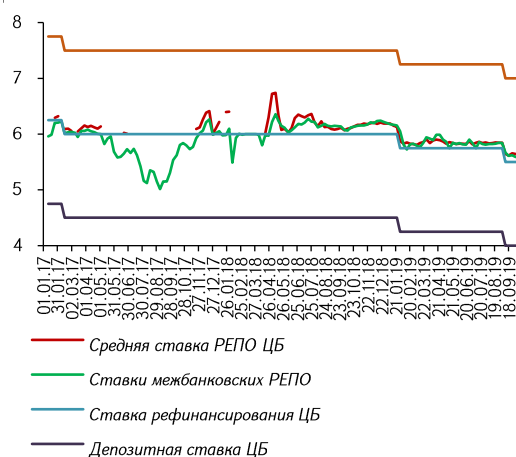
График 44
Затраты частного сектора на оплату труда



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

График 45

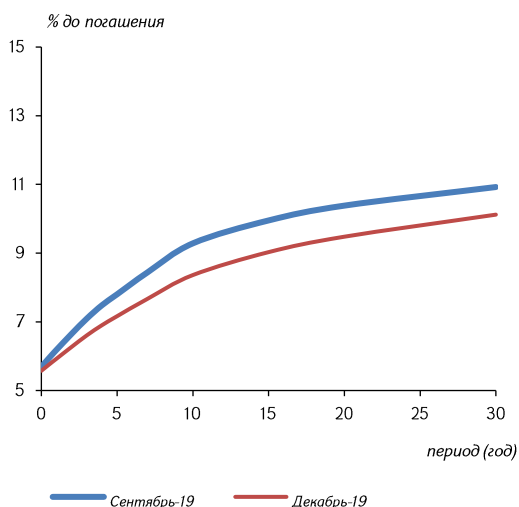
В течение квартала краткосрочные процентные ставки продолжили формироваться вблизи ставки политики ЦБ



Источник: ЦБ РА

График 46

В течение квартала доходность на рынке ГО снизилась по всей длине кривой доходности



Источник: ЦБ РА

заработной платы. В результате в четвертом квартале 2019 года рынок труда вызвал слабые дефляционные давления.

Экономическая активность сопровождалась увеличением занятости, в результате в четвертом квартале 2019 года уровень безработицы составит по оценкам 17,8%, что соответствует прогнозам ЦБ.

В отчетном периоде расходы предприятий на единицу рабочей силы уменьшились на 3,1%, отразив ускорение темпа роста выпуска в расчете на единицу рабочей силы по сравнению с темпом роста заработной платы.

3.3. Развитие финансового рынка

В четвертом квартале 2019 года Совет ЦБ оставил ставку рефинансирования неизменной на уровне 5,5%.

Учитывая стимулирующий ход налогово-бюджетной политики в ближайшем будущем и ожидаемое неинфляционное влияние внешнего сектора, Совет ЦБ считает целесообразным сохранить размер стимулирования денежно-кредитной политики, оставив процентную ставку рефинансирования неизменной. В то же время, Совет послал импульсы участникам финансового рынка о сохранении стимулирующей позиции денежно-кредитной политики в условиях ожидаемых макроэкономических развитий, в результате которых в ближайшие месяцы ожидается сохранение уровня инфляции ниже целевого показателя, с постепенным возвращением к целевому уровню в среднесрочном отрезке.

Таблица 5

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатели	IV кв. 18	I кв. 19	II кв. 19	III кв. 19	IV кв. 19
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	6.00	5.75	5.75	5.50	5.5
Ставка РЕПО ЦБ	6.17	5.94	5.86	5.80	5.63
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	6.15	5.94	5.86	5.78	5.54
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (по состоянию на конец квартала)					
Краткосрочные облигации (1 год)	6.63	6.57	6.36	6.26	6.01
Среднесрочные облигации (5 лет)	8.48	8.65	8.39	7.99	7.44
Долгосрочные облигации (30 лет)	10.68	11.05	11.13	10.99	10.46

В четвертом квартале 2019 года рыночные краткосрочные ставки продолжили формироваться вблизи ставки политики ЦБ. Снижение

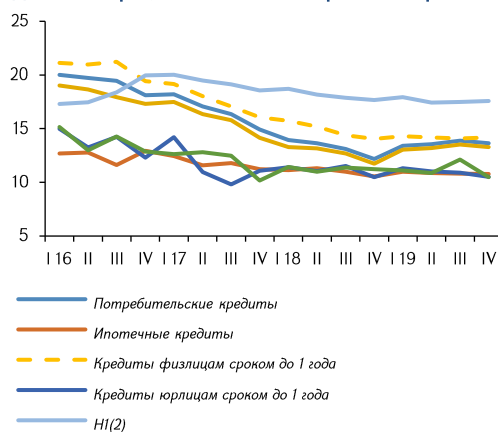
ставки рефинансирования ЦБ в конце предыдущего квартала сопровождалось снижением ставок на финансовом рынке: квартальный показатель ставки по 7-дневным межбанковским РЕПО составил 5,54%, снизившись по сравнению с предыдущим кварталом на 0,24 процентного пункта.

Снижение ставок на финансовом рынке отразилось также на кривой доходности государственных облигаций: доходность снизилась по всей длине кривой, особенно в среднесрочном и долгосрочном отрезках, а доходность в краткосрочном отрезке продолжала оставаться вблизи ставки рефинансирования ЦБ.

В четвертом квартале 2019 года, в условиях почти незименного уровня капитализации в финансовой системе, наблюдался рост объемов кредитования, сопровождаемый небольшим снижением процентных ставок. 12-месячный рост кредитования составил в декабре 18,5%, причем как в течение предыдущего, так и отчетного квартала в общем объеме кредитования продолжали преобладать потребительские и ипотечные кредиты.

График 47

Динамика процентных ставок по драмовым кредитам



Источник: ЦБ РА

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Согласно программе денежно-кредитной политики ЦБ первого квартала 2020 года, к концу 2020 года инфляция составит 1,9%. На фоне сохраняющейся низкой инфляционной среды Центральный банк продолжит в ближайшее время осуществлять стимулирующую денежно-кредитную политику, причем в течение последнего месяца среди всех развивающихся стран наблюдается рост подверженности риску, что, при прочих равных условиях, подразумевает более стимулирующую позицию денежно-кредитной политики. С точки зрения закрепления инфляционных ожиданий Совет ЦБ также считает важным проведение наиболее прозрачной и предсказуемой денежно-кредитной политики.

В прогнозном горизонте имеются высокие и равнонаправленные риски отклонения инфляции от прогноза. Для оценки рисков Центральный банк разрабатывает и проводит обсуждения альтернативных сценариев развития ситуации и готов к реагированию на любое проявление рисков для обеспечения стабильности цен в Республике Армения.

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	програм.	програм.	програм.
Цены											
Инфляция (в годовом выражении, конец периода, %)	3,2	5,6	4,6	-0,1	-1,1	2,6	1,8	1,0	1,9	3,1	4,0
Индекс потребительских цен (в годовом выражении, среднее, %)	2,6	5,8	3,0	3,7	-1,4	1,0	2,5	1,5	1,0	2,6	3,6
Базовая инфляция (в годовом выражении, среднее, %)	5,3	5,8	1,9	5,1	-2,0	0,8	4,0	1,2	1,0	3,0	4,0
Совокупный продукт											
ВВП (млрд драмов РА)	4266,5	4555,6	4828,6	5043,6	5067,3	5568,9	6005,1	6551,8	6697,5	7359,3	7990,1
ВВП (% ,реальный рост)	7,2	3,3	3,6	3,2	0,2	7,5	5,2	7,6	0,7	7,2	4,9
Предложение											
Промышленность (% ,реальный рост)	6,4	6,3	-0,9	6,2	7,7	11,7	5,8	10,2	1,6	7,5	5,8
Сельское хозяйство (% ,реальный рост)	9,5	7,6	6,1	13,2	-5,0	-5,1	-8,5	-4,0	-3,5	3,2	2,5
Строительство (% ,реальный рост)	4,5	-7,4	-4,5	-3,1	-14,1	2,8	0,8	4,2	0,4	6,7	3,9
Услуги (% ,реальный рост)	6,3	3,1	6,7	1,6	3,2	10,6	9,3	10,3	1,4	7,9	5,3
Налоги, нетто (% ,реальный рост)	9,9	3,6	1,8	-5,1	-4,7	9,7	8,0	7,1	0,9	7,6	4,8
Спрос											
Потребление (% ,реальный рост)	7,7	1,9	0,7	-6,2	-0,5	10,5	5,1	11,2	0,8	6,0	3,8
Государственное потребление (% ,реальный рост)	-1,4	8,7	3,4	4,7	5,8	-3,9	7,4	1,5	2,5	2,4	1,2
Частное потребление (% ,реальный рост)	9,1	0,9	1,0	-7,7	-1,2	12,7	4,7	12,7	0,5	6,5	4,2
Совокупное накопление основных средств* (% ,реальный рост)	-1,9	-8,3	-2,2	2,5	-11,4	9,7	4,5	4,7	7,8	8,7	6,0
Государственные вложения** (% ,реальный рост)	-22,4	-13,8	10,0	13,6	5,0	31,7	-38,0	24,9	40,7	13,7	10,0
Совокупное накопление частных основных средств (% ,реальный рост)	0,9	-7,8	-3,4	1,2	-13,9	6,2	12,8	1,2	0,1	7,4	4,9
Экспорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	12,0	8,9	6,4	4,9	19,1	18,7	2,9	10,3	-5,8	10,3	8,0
Импорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	4,7	5,5	-1,0	-15,1	7,6	24,6	12,8	9,1	-10,3	6,6	4,1
Внешний сектор											
Торговый баланс (млн долларов США)	-2111,9	-2196,2	-2055,4	-1186,4	-944,4	-1376,1	-1789,1	-1952,7	-1719,3	-1693,2	-1639,3
Баланс услуг (млн долларов США)	-101,6	-124,3	-113,0	-94,5	-71,4	-35,6	-157,8	-209,4	-116,7	-103,3	-87,7
Денежные переводы (млн долларов США)	1539,8	1755,1	1616,1	1082,4	989,6	1179,3	1136,2	1139,7	923,0	978,3	1037,0
Текущий счет (млн долларов США)	-1057,9	-812,9	-883,1	-279,1	-238,1	-344,4	-1165,3	-1321,8	-1133,6	-1058,6	-930,4
Торговый баланс (доля в ВВП, %)	-19,9	-19,7	-17,8	-11,3	-8,9	-12,2	-15,7	-15,8	-13,5	-12,0	-10,6
Баланс услуг (доля в ВВП, %)	-1,0	-1,1	-1,0	-0,9	-0,7	-0,3	-1,3	-1,5	-0,9	-0,7	-0,5
Денежные переводы (доля в ВВП, %)	14,6	15,8	14,0	10,3	9,3	10,2	9,1	8,3	6,8	6,5	6,4
Текущий счет (доля в ВВП, %)	-10,0	-7,3	-7,6	-2,7	-2,2	-3,0	-9,4	-9,7	-8,3	-7,1	-5,7
Государственный сектор ***											
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	946,2	1071,4	1144,8	1167,7	1171,1	1237,8	1341,7	1559,1	1587,7	-	-
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	878,4	1000,9	1064,1	1067,9	1079,7	1158,0	1258,1	1464,3	1500,3	-	-
Расходы* (млрд драмов РА)	1006,1	1142,9	1235,1	1409,0	1449,1	1504,8	1447,1	1623,0	1790,9	-	-
Дефицит (млрд драмов РА)	-59,9	-71,5	-90,3	-241,3	-278,0	-267,0	-105,4	-63,9	-203,2	-	-
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	22,2	23,5	23,7	23,2	23,1	22,2	22,3	23,8	23,7	-	-
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	20,6	22,0	22,0	21,2	21,3	20,8	21,0	22,3	22,4	-	-
Расходы (доля в ВВП, %)	23,6	25,1	25,6	28,0	28,6	27,0	24,1	24,8	26,7	-	-
Дефицит (доля в ВВП, %)	-1,4	-1,6	-1,9	-4,8	-5,5	-4,8	-1,8	-1,0	-3,0	-	-
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (в годовом выражении, конец периода, %)	19,5	14,8	8,3	10,8	17,5	18,5	7,5	11,2	-	-	-
Драмовая масса (в годовом выражении, конец периода, %)	11,9	14,9	-3,5	5,2	24,8	28,9	13,2	21,5	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом выражении, конец периода, %)	27,6	12,9	20,8	-3,3	6,0	16,5	17,2	18,5	-	-	-
Доллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	401,8	409,6	415,9	477,9	480,5	482,7	483,0	480,4	-	-	-

* 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	Количество зафиксированных случаев COVID-19	8
График 2	Зафиксированные случаи смерти от COVID-19	8
График 3	Рост промышленного производства в Китае в годовом выражении	8
График 4	Индекс PMI обрабатывающей промышленности Китая	8
График 5	Кумулятивный рост долларовой стоимости экспорта и импорта Китая, %	9
График 6	Составной индекс PMI	9
График 7	Количество авиаперелетов в день	9
График 8	Ежедневная динамика и волатильность цены на нефть марки "Бrent" в 2020 году	10
График 9	Обменный курс доллара США к валютам стран в 2020 году (31.12.2019=100, рост означает укрепление)	10
График 10	Обменный курс валют развивающихся стран к доллару США в 2020 году (31.12.2019=100, рост означает укрепление доллара США)	11
График 11	Обменный курс валют развивающихся стран региона к доллару США в 2020 году (31.12.2019=100, рост означает укрепление доллара США)	11
График 12	Реакция денежно-кредитной политики стран региона на шок ликвидности в 2014-15 и 2020 (по настоящее время) годах	11
График 13	Экономический рост в странах-партнерах	13
График 14	Инфляция в странах-партнерах	14
График 15	Международные цены на сырьевые и продовольственные товары	14
График 16	График проводимых в РА мероприятий	15
График 17	Кривые доходностей ГО	16
Chart 18	График распределения вероятностей инфляции (12-месячной) в 3-годичном прогнозном горизонте	18
График 19	Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)	22
График 20	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном периоде (%)	23
График 21	Рост частной номинальной заработной платы в годовом выражении	24
График 22	Затраты частного сектора на оплату труда в годовом выражении	25
График 23	Прогнозы экономического роста США	25
График 24	Прогнозы экономического роста ЕС	25
График 25	Прогнозы экономического роста России	26
График 26	Прогноз международных цен на продовольствие	26
График 27	Прогноз международных цен на нефть	26
График 28	Прогноз международных цен на медь	26
График 29	Распределение вероятностей реального роста (кумулятивного) ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	27
График 30	Среднесрочный прогноз показателя "текущий счет/ВВП"	27
График 31	Прогноз налогово-бюджетного импульса	27
График 32	Оценки краткосрочных ожиданий инфляции	28
График 33	Доля домохозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в 1-годичном горизонте	28
График 34	Согласно прогнозам ЦБ РА, в краткосрочном периоде 12-месячная инфляция останется ниже целевого показателя, а в среднесрочном постепенно увеличится, укрепившись вблизи целевого уровня в конце прогнозного горизонта	33

График 35	В течение последнего 1-годового периода сохранилась низкая инфляционная среда и 12-месячная инфляция колебалась в нижней части допустимого интервала колебаний	35
График 36	В 4-м квартале 2019 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились по сравнению с аналогичным кварталом 2018 г.	36
График 37	Структура затрат частного сектора	37
График 38	Позиция чистого экспорта ухудшилась в 4-м квартале 2019 г., обусловленная опережающим ростом импорта по отношению к экспорту	37
График 39	В 4-м квартале 2019 г. расширяющее влияние налогово-бюджетной политики вызвано главным образом расширяющей позицией расходов	38
График 40	Основные показатели совокупного бюджета	38
График 41	В 4-м квартале 2019 г. сформировался дефицит бюджета, примерно 40% которого было финансировано за счет внутренних источников	38
График 42	Отраслевая структура ВВП	39
График 43	Частная номинальная заработная плата	39
График 44	Затраты частного сектора на оплату труда	40
График 45	В течение квартала краткосрочные процентные ставки продолжили формироваться вблизи ставки политики ЦБ	40
График 46	В течение квартала доходность на рынке ГО снизилась по всей длине кривой доходности	40
График 47	Динамика процентных ставок по драмовым кредитам	41

ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	18
Таблица 2	Распределение вероятностей реального роста (кумулятивного) ВВП	27
Таблица 3	Логика прогнозов	28
Таблица 4	Рост потребительских цен на товарные категории, оказывающие основное содействие инфляции	35
Таблица 5	Средние квартальные процентные ставки на финансовом рынке РА	40