

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
От 26.06.2020 года номер 105-И*

Обзор инфляции

*Программа денежно-кредитной политики,
2-й квартал 2020 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 1-го квартала 2020 г.*

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

Первый раздел «Обзора инфляции» состоит из программы денежно-кредитной политики, 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 за предыдущий одногодичный период, где представляются результаты осуществленной денежно-кредитной политики и фактических экономических развитий.

Опубликование прогноза инфляции по целевому показателю и вытекающих из этого предположений обеспечивает максимальную прозрачность, ясность и предсказуемость проводимой Центральным банком денежно-кредитной политики, и содействует укреплению доверия общественности к Центральному банку РА. Центральный банк убежден, что понятная для общества и заслуживающая доверия денежно-кредитная политика играет немаловажную роль в удержании инфляционных ожиданий и сокращении расходов по обеспечению стабильности цен.

Денежно-кредитная политика предусматривает достижение 4% инфляции и сведение к минимуму отклонений будущей инфляции от этого целевого ориентира. Траектория показателя инфляции, сформировавшей 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 – 16 июня 2020 года с учетом результатов опросов Центрального банка и суждений о будущих макроэкономических развитиях, сформировавшихся на базе имеющейся информации.

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	6
2.1. Внешняя среда	6
2.2. Прогнозы	9
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	9
2.2.2. Экономическая активность	10
2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом	13
2.2.4. Основные суждения и риски	17
Врезка 1. Итоги опроса домашних хозяйств и субъектов финансовой системы относительно их ожиданий ожиданий	17
Врезка 2. Влияние усиления неопределенности на экономику (на примере США)	20
Врезка 3. Альтернативный план в случае наступления второй волны эпидемии	24
3. Фактические развития за первый квартал 2020 года	26
3.1. Инфляция	26
3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции	26
3.1.2. Цены	27
3.2. Экономические развития	30
3.2.1. Позиция экономики	30
3.2.2. Сфера расходов экономики	30
3.2.3. Производственная сфера экономики	32
3.2.4. Рынок труда	33
3.3. Развитие финансового рынка	33
4. Резюме	36
Основные макроэкономические показатели	37
Графики	38
Таблицы	39

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

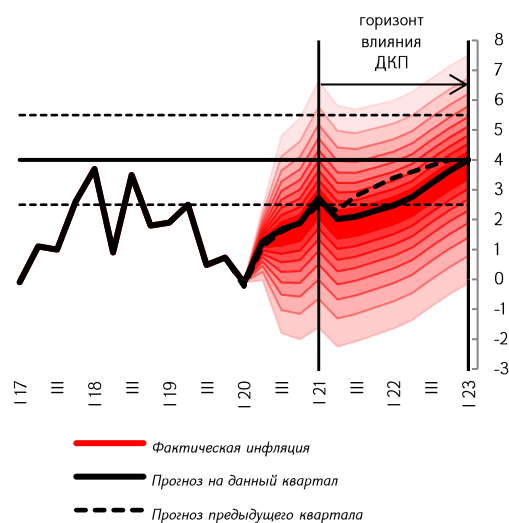
Во втором квартале 2020 года во всем мире, включая и Армению, темп распространения коронавируса значительно ускорился, и почти во всех странах поэтапно были продлены сроки чрезвычайной ситуации с сохранением режима ограничений в сфере здравоохранения и экономической деятельности. На фоне сформировавшейся большой неопределенности, во втором квартале, по сравнению с прогнозами, составленными в марте, был зафиксирован превышающий ожидания спад экономической активности во всем мире и в Армении, существенное ослабление валового спроса и дефляционные проявления на основных товарно-сырьевых рынках. Еще более усилилась неопределенность, связанная с продолжительностью пандемии и перспективами экономических развитий. В создавшейся ситуации ведущие мировые финансовые структуры и центральные банки пересмотрели свои оценки основных макроэкономических показателей в сторону снижения. В соответствии с этим в течение квартала центральные банки продолжили осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики, направленной на восстановление спроса и обеспечение стабильности цен.

Центральный банк также пересмотрел свой прогноз по экономическому росту на 2020 год, существенно снизив предусматриваемый в предыдущем квартале 0,7% рост до -4,0%. Причем, это обусловлено как ростом спада во втором квартале, так и ожиданием более медленных темпов восстановления в будущем, в условиях которого среднесрочный рост экономики будет находиться ниже устойчивого долгосрочного уровня. В то же время оценивается, что в условиях низкого внешнего спроса и большой неопределенности частный спрос будет слабее, и для нейтрализации такого дефляционного влияния **ЦБ решил в этот раз установить более “широкий” шаг снижения ставки рефинансирования**, считая, что в сложившейся ситуации необходимо сохранить стимулирующую позицию также и в среднесрочном отрезке.

В результате 12-месячная инфляция останется в ближайшее время на низком уровне, так как влияние слабого частного спроса в краткосрочном периоде будет доминировать над стимулирующим влиянием налогово-бюджетной политики, а в среднесрочном периоде, в результате стимулирующей денежно-кредитной политики, инфляция постепенно восстановится, закрепившись в конце прогнозного горизонта вблизи целевого ориентира.

График 1

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



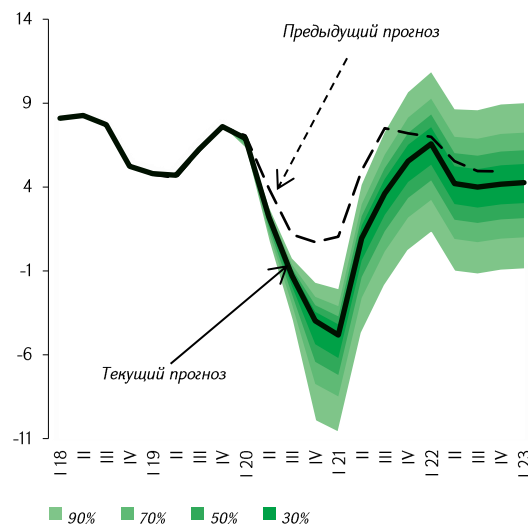
Источники: СК РА (Статистический комитет РА), прогноз ЦБ РА

**В прогнозном горизонте в основном доминируют понижа-
тельные риски отклонения прогноза инфляции и экономиче-
ского роста, что обусловлено, вероятно, длительным сроком
и максимально отрицательными экономическими последст-
виями пандемии** (подробнее см. в подразделе «2.2.4. Основные
суждения и риски»)¹.

В соответствии с проявлением настоящих рисков ЦБ готов, по
необходимости, корректировать денежно-кредитные условия для
обеспечения стабильности цен в среднесрочном периоде.

График 2

Распределение вероятностей прогноза реального
(кумулятивного)¹ роста ВВП в 3-годи́чном
прогно́зном



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹ Темп роста каждого квартала рассчитан как кумулятивный темп роста за преды-
дущие 4 квартала.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

С начала 2020 года вследствие распространения коронавируса в мире существенно изменился ход глобального экономического развития, проявившись в течение второго квартала в большом снижении основных показателей стран. Тем не менее, ожидается, что глубокий спад мировой экономики продолжится до конца первого полугодия 2020 года, а во втором полугодии 2020 года темпы сокращения мировой экономики замедлятся на фоне, по всей видимости, угасания пандемии к концу года. В частности, в ведущих странах мира и основных странах-партнерах РА – в США, еврозоне и России, в первой половине 2020 года будет зафиксирован экономический спад, а во второй – определенное восстановление. В условиях продолжающейся неопределенности относительно продолжительности пандемии ожидается, что ход восстановления глобальной экономики и экономик стран-партнеров будет медленнее также и в среднесрочном отрезке.

В ведущих странах мира и основных странах-партнерах РА – в США, еврозоне и России, в первой половине 2020 года будет зафиксирован экономический спад, а во второй – определенное восстановление.

Экономические развития в США. Согласно оценке Бюро анализа Министерства торговли США, в первом квартале 2020 года экономический рост в Соединенных Штатах Америки составил в годовом исчислении всего лишь 0,25%, обусловленный проводимыми с марта правительством США мероприятиями, направленными на предотвращение распространения коронавируса. В первом квартале 2020 года уровень безработицы слегка повысился, сформировавшись на уровне 3,8%, вместо показателя в 3,5% за четвертый квартал прошлого года, а уже в апреле, в условиях тотальных ограничений, был зафиксирован резкий рост – 14,4%. В 2020 году, в условиях спада глобальной экономики, ожидается 6,2% спад экономики США, и риски, в основном, направлены в сторону снижения, что связано с существующей большой неопределенностью.

В США в первом квартале 2020 года инфляция личных потребительских расходов² сформировалась на уровне 1,6%, оставаясь ниже среднесрочного целевого уровня ФРС. В апреле она замедлилась до 0,5%, в основном, в связи со снижением цен на энергоносители. В условиях текущих развитий экономического роста и сохранения неопределенности ФРС США снизила в первом квартале 2020 года ставку политики, сначала на 0,5 процентного пункта, а затем еще на целый процентный пункт, установив ее на уровне 0,0%-0,25%. Кроме

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

этого, было объявлено о запуске программы количественного расширения в объеме 700 млрд долларов США. Снижение процентной ставки и программа количественного расширения направлены на удовлетворение большого спроса финансовых рынков на ликвидность, возникшего вследствие экономической неопределенности. Ожидается, что низкая инфляция в апреле, зафиксированная по причине низких цен на сырьевые товары и слабого спроса, пока сохранится. В условиях подобных развитий экономики ФРС США пока продолжит осуществление политики низких процентных ставок.

Экономические развития в еврозоне. Осуществленные в целях предотвращения вспышки и распространения коронавируса мероприятия оказали существенное влияние на экономическую активность в еврозоне. Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический рост в еврозоне в первом квартале 2020 года составил -3,2% в годовом исчислении. Экономический спад в первом квартале был обусловлен низким внутренним спросом, тогда как чистая внешняя торговля оказала небольшое положительное влияние. Ожидается, что максимальное влияние пандемии на экономику еврозоны проявится во втором квартале 2020 года, и экономический спад в 2020 году составит 7,4%. Уровень безработицы в еврозоне в первом квартале сохранился на уровне показателя предыдущего квартала, составив 7,4%. Тем не менее, в условиях существующей неопределенности в отдельных странах еврозоны сохраняются риски более глубокого спада экономики.

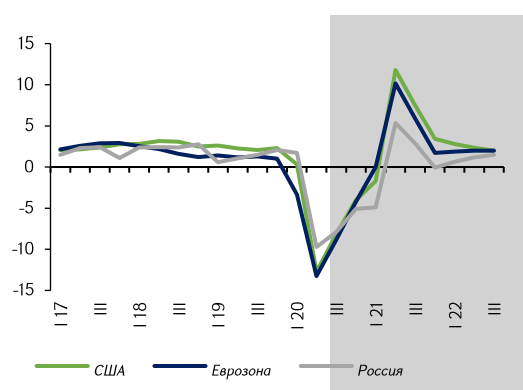
Средняя квартальная инфляция в еврозоне в первом квартале 2020 года составила 1,1%, что ниже целевого ориентира ЕЦБ, а базовая инфляция составила, в среднем, 1,25%. В апреле инфляция значительно замедлилась, составив 0,4%, основное содействие которой оказали низкие цены на энергоносители и слабый спрос. ЕЦБ объявил, что в условиях ожидаемой низкой инфляции и экономического спада пока будет продолжать осуществление политики низких ставок. Вместе с этим было объявлено о программе ежемесячных покупок активов в объеме 20,0 млрд евро.

Экономические развития в России. Согласно предварительным оценкам Федеральной службы государственной статистики РФ, в первом квартале 2020 года экономический рост России составил 1,6% в годовом исчислении. Уровень безработицы в России в первом квартале сохранился на уровне 4,6%, зафиксированном в предыдущем квартале, однако уже в апреле был зафиксирован рост безработицы: он составил 5,8%. Спад экономики России в 2020 году прогнозируется 5,3% с доминированием рисков в сторону снижения.

В первом квартале 2020 года средняя квартальная инфляция в России замедлилась, составив 2,4% (в предыдущем квартале - 3,4%), снизившись ниже 4% целевого уровня. Следует отметить, что темпы

График 3

Экономический рост в странах-партнерах (%)



Источники: Бюро экономического анализа (БЕА), Евростат, Росстат, прогноз ЦБ РФ

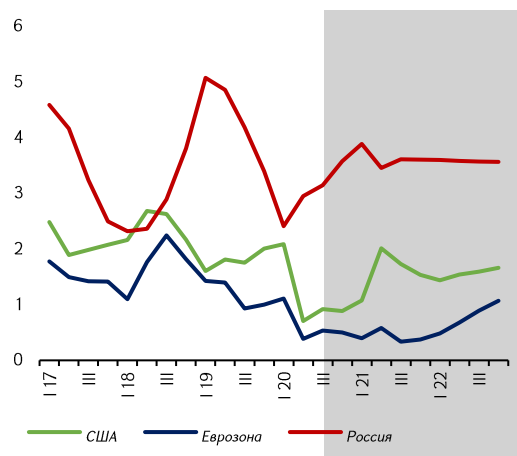
инфляции в апреле значительно ускорились, что обусловлено ослаблением российского рубля и ростом спроса на некоторые товары, однако это было временное явление, и уже в мае темпы роста инфляции ослабели, составив 3,0% вместо 3,1% в апреле. В условиях ослабления темпов роста инфляции Банк России снизил в течение первого квартала 2020 года ставку политики на 0,5 процентного пункта, установив ее на уровне 5,5%. Инфляционные ожидания с начала года растут, однако это также считается временным. Учитывая дальнейшие развития инфляции и экономики, а также риски, обусловленные глобальной экономикой, Банк России продолжит быстрое смягчение условий денежно-кредитной политики.

Развития на рынках сырьевых и продовольственных товаров. Пандемия коронавируса отрицательно повлияла как на спрос, так и предложение на торгово-сырьевых рынках. Первичное влияние на рынки произошло вследствие закрытия стран и нарушения производственных цепей, а вторичное влияние – из-за замедления мирового экономического роста. В первом квартале 2020 года цены на основные сырьевые и продовольственные товары проявили, по сравнению с предыдущим кварталом, тенденцию к снижению. Снижение цен продолжилось и в апреле 2020 года, однако в мае наблюдалась стабилизация цен.

Вследствие сокращения экономики Китая в условиях распространения коронавируса, в первом квартале 2020 года на международном рынке меди был зафиксирован спад цен на 4,6% в квартальном разрезе. В апреле наблюдалось определенное восстановление цен на медь, вызванное признаками восстановления экономики Китая. В первом квартале 2020 года, по сравнению с предыдущим кварталом, был зафиксирован спад международных цен на нефть, составивший 22,2% в квартальном разрезе, который произошел под влиянием резкого сокращения спроса на авиатопливо из-за отмены авиалетов в странах, а также из-за разногласий между участниками ОПЕК+ в вопросе о сокращении нефтедобычи. Несмотря на то, что в апреле цены продолжали падать, в мае наблюдалось некоторое восстановление цен на нефть, вызванное продлением сроков сохранения достигнутой участниками ОПЕК+ договоренности о сокращении объемов нефтедобычи. В 2020 году цены на сырьевые товары, в частности, на медь и нефть, сохраняются на сформировавшихся низких уровнях.

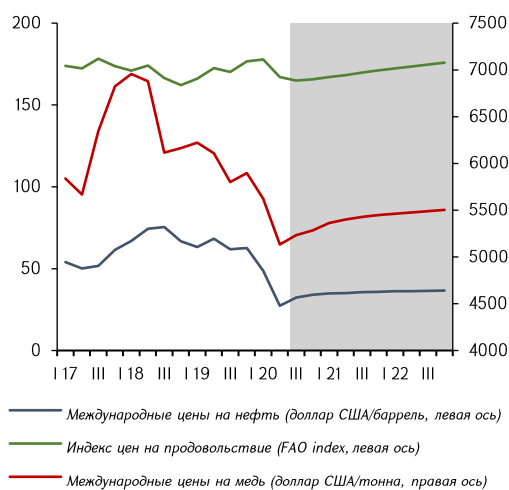
В течение первого квартала 2020 года, начиная с февраля, на рынке продовольственных было зафиксировано снижение цен. В течение второго квартала (в апреле-мае) эта тенденция продолжилась, и в условиях сохранения существующей неопределенности в мировой экономике, также продолжится в краткосрочном отрезке.

График 4
Инфляция в странах-партнерах (%)



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

График 5
Международные цены на сырьевые и продовольственные товары



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

2.2. Прогнозы

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

В текущем квартале инфляция пока продолжает оставаться на относительно низком уровне. По оценкам Центрального банка во втором квартале во внешнем секторе будет зафиксирован один из самых глубоких спадов экономики за всю историю, вызвав дефляционные давления для экономики РА. Вместе с этим значительно снижен прогнозный темп годового прироста экономики РА за 2020 год: с 0,7%, предусмотренного в предыдущем квартале, до -4,0%, что вызвано как углублением спада экономической активности во втором квартале, так и ожиданиями более медленного темпа восстановления в будущем. Причем, по оценкам ЦБ, из-за сохраняющейся большой неопределенности на частный спрос будут влиять дополнительные негативные давления, поэтому ЦБ принял решение о реагировании более широким шагом, снизив ставку рефинансирования на 0,5 процентного пункта. В результате инфляция, оставаясь в ближайшие месяцы ниже целевого показателя, в среднесрочном периоде постепенно закрепится близи него.

По текущим оценкам ЦБ, во втором квартале снижение экономической активности углубится, что обусловлено влияниями факторов как предложения, так и спроса. Спад с точки зрения предложения обусловлен фактом существенного сокращения объема выпуска в строительстве и сфере услуг. Спад с точки зрения спроса выразится в сокращении общих частных затрат, что может иметь максимально долгосрочный характер, в случае долгого сохранения неопределенности. В то же время, влияние налогово-бюджетной политики во втором квартале 2020 года и в течение всего года будет стимулирующим. В результате оценка разрыва ВВП во втором квартале отрицательная, а в течение будущего года, под влиянием стимулирующей денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик, постепенно закроется, в условиях которого дефляционное давление на инфляцию также постепенно нейтрализуется. На фоне вышеизложенных перспектив налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик, низкая до этого инфляция насчет постепенно восстанавливаться. Оценивается, что на фоне увеличения текущей неопределенности и ожиданий ослабления восстановления спроса краткосрочные инфляционные ожидания населения несколько снизились. Тем не менее, параллельно восстановлению инфляции инфляционные ожидания стабилизируются, а существующая большая неопределенность относительно ожиданий наравне со стабилизацией ситуации с коронавирусом, постепенно нейтрализуется. Учитывая значительное ослабление внешнего и внутреннего спросов и возможное замедление

Исходя из текущих оценок прогнозный темп годового прироста экономики РА за 2020 год значительно снижен: с 0,7%, предусмотренного в предыдущем квартале, до -4,0%.

Учитывая значительное ослабление внешнего и внутреннего спроса и вероятное замедление восстановления, а также негативное влияние неопределенности, обусловленной текущими развитиями пандемии, Совет ЦБ РА решил снизить ставку рефинансирования на более широкий шаг.

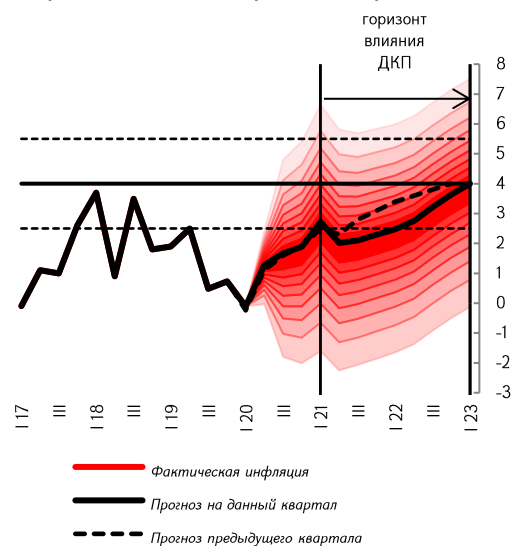
восстановления, а также отрицательное влияние неопределенности, обусловленной текущими развитиями пандемии, Совет ЦБ снизить ставку рефинансирования на более широкий шаг. **В то же время, в условиях ожидаемых макроэкономических развитий, для достижения целевого уровня инфляции возникнет стимулирующих денежно-кредитных условий также и в среднесрочном отрезке.**

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%
II кв. 2020	38.5%	57.5%	4.1%	0.0%	0.0%
III кв.	39.3%	29.1%	29.4%	1.9%	0.3%
IV кв.	37.0%	26.0%	32.4%	3.6%	1.0%
I кв. 2021	26.8%	22.0%	39.4%	8.1%	3.6%
II кв.	36.4%	23.9%	33.1%	4.7%	1.8%
III кв.	35.5%	24.8%	34.0%	4.4%	1.4%
IV кв.	32.6%	24.6%	36.2%	5.0%	1.6%
I кв. 2022	29.9%	24.4%	38.4%	5.6%	1.7%
II кв.	26.1%	23.5%	41.2%	7.0%	2.3%
III кв.	20.4%	21.5%	45.0%	9.5%	3.5%
IV кв.	15.9%	19.3%	47.2%	12.2%	5.3%
I кв. 2023	12.5%	17.2%	48.1%	14.8%	7.4%

График 6

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



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

2.2.2. Экономическая активность³

Валовый спрос. Задержки решений по потреблению и инвестициям в условиях пандемии, противоэпидемические мероприятия, ограничения экономической деятельности, уменьшение доходов, сокращение денежных частных трансфертов, а также резкое увеличение неопределенности – это те факторы, которые существенно снизят экономическую активность в РА. Предполагается, что влияние этих факторов постепенно нейтрализуется лишь начиная со второй половины года, в результате экономический рост РА окажется в области отрицательных значений, составив -4,0%. Спад будет обусловлен, в основном, сокращением частных расходов, а содействие сокращения государственных расходов экономическому росту будет положительное. По оценкам ЦБ, сокращение частного потребления составит 6,3%, а уменьшение валового накопления частных основных средств составит 14,7%. Содействие чистого экспорта будет положительное, хотя объемы импорта и экспорта существенно сократятся. Следует отметить, что продолжительность пандемии и связанные с ней отрицательные развития остаются крайне неопределенными, и являются основными понижающими рисками для экономического роста в прогнозном горизонте.

Экономический рост в 2020 году окажется в области отрицательных значений, составив -4,0%.

³ Прогноз экономического роста см. в цифрах в графике 18 “Распределение вероятностей прогноза ВВП”, таблица 2.

В прогнозном горизонте частные расходы ускорятся и послужат основной движущей силой экономического роста. Более медленно восстановятся объемы экспорта и импорта, что обусловлено медленным восстановлением международного туризма. Тем не менее, содействие чистого экспорта экономическому росту сохранится в области положительных значений. Ожидается, что вместе с восстановлением экономического роста уменьшится содействие государственных расходов.

Внешний спрос. Прогнозы на 2020 год были пересмотрены вследствие новых прогнозов глубокого спада мировой экономики, а также пересмотра показателя спада внутренней экономики. В частности, уменьшение реальных объемов экспорта товаров и услуг составит 12,0-15,0%, вызванное как спадом спроса мировой экономики, так и предотвращение распространения пандемии странами-партнерами. Ожидается существенное уменьшение объемов международного туризма. В соответствии с новыми прогнозами внутренней экономики сократятся объемы реального импорта товаров и услуг, которые сформируются в интервале 15,0-17,0%.

Прогнозируется, что существенно уменьшатся денежные переводы физических лиц, что обусловлено ощутимым сокращением экономики России в условиях обвала цен на нефть. На уменьшение денежных переводов существенное влияние будет оказывать временное ограничение российскими властями миграционных потоков в страну. Уменьшение частных трансфертов составит 22,0-25,0%, однако по сравнению с прошлыми годами, его влияние на ВВП значительно уменьшилось.

В результате вышеперечисленных развитий показатель «дефицит текущего счета/ВВП» в 2020 году улучшится по сравнению с 2019 годом и сформируется в интервале 6,0-7,0%.

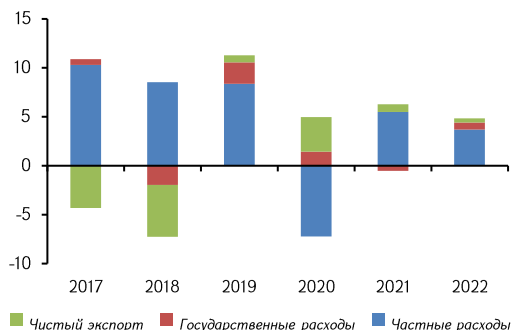
В среднесрочном отрезке, в результате доминирующего роста экспорта, показатель «дефицит текущего счета/ВВП» стабилизируется вблизи оцененного равнонаправленного интервала 3,0-5,0%.

Налогово-бюджетная политика. Оценка влияния налогово-бюджетной политики на валовый спрос в 2020 году была проведена ЦБ РА на базе показателей закона РА «О государственном бюджете РА на 2020 год», текущих изменений, внесенных в закон, и основанных на этом оценок ЦБ РА.

В целях нейтрализации и устранения экономических последствий коронавируса в Армении были внесены изменения в показатели государственного бюджета на 2020 год.

График 7

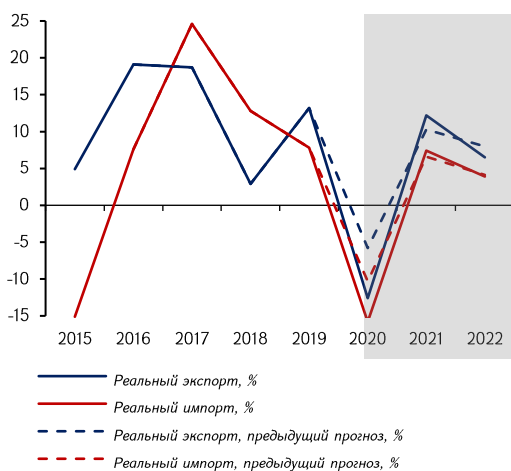
Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 8

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



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

⁴ В показателях спроса не включено изменение запасов нематериальных оборотных средств, поэтому показатели экономического роста со стороны предложения и со стороны спроса могут отличаться друг от друга.
https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

По оценкам правительства РА, которые совпадают с нашими оценками, изложенными в предыдущей программе, вследствие сокращения номинального ВВП существенно сокращена программа налоговых доходов. В условиях спада экономики предусматривается, что налоговые доходы за 2020 год снизятся по сравнению с показателями, установленными законом РА “О государственном бюджете РА за 2020 год” примерно на 169,1 млрд драмов. В результате соотношение “налоги/ВВП”⁵ составит в случае корректировки показателей, 22,4%⁶, оставаясь почти неизменным по сравнению с 2019 годом.

Уровень государственных расходов, включая пакет помощи для экономики в объеме 150,0 млрд драмов, не отличается от показателя закона РА “О государственном бюджете на 2020 год”. Показатель соотношения “государственные расходы/ВВП” составит 29,0%, увеличившись по сравнению с прошлым годом на 4,3 процентного пункта.

Учитывая уменьшение налогов, дефицит государственного бюджета увеличится, достигнув 5,0%, в ВВП, что больше показателя предыдущего года на 4,0 процентного пункта.

Учитывая указанные оценки налогов и расходов, а также исключив из государственных расходов и доходов потоки, не влияющие на внутренний спрос, и включив кредитование экономики⁶, в 2020 году по сравнению с 2019 годом,⁷. Обусловлено это будет наиболее расширяющими импульсами влияние налогово-бюджетной политики будет по оценкам, расширяющим на 5,5 процентного пункта расходов и кредитования экономики.

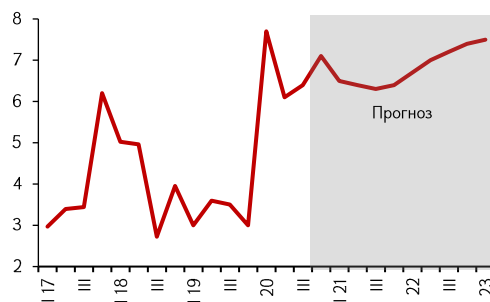
Что касается среднесрочного влияния налогово-бюджетной политики, то, предположительно, оно будет нейтральное, исходя из предварительного варианта основного сценария программы среднесрочных расходов на 2021-2023 годы.

Рынок труда⁸. В 2020 году не будет существенного замедления темпа роста номинальной заработной платы в частном секторе, и рост останется неизменным вблизи 6,8%, что обусловлено как повышением минимальной заработной платы, так и изменением

По оценкам, влияние налогово-бюджетной политики в 2020 году будет по сравнению с 2019 годом ценам, расширяющим на 5,5 процентного пункта.

График 9

Годовой прирост частных номинальных заработных плат



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

⁵ Показатель ВВП за 2020 год является прогнозом ЦБ РА.

⁶ В расчет импульса включено кредитование экономики, которое, хотя и не имеет влияния на показатель дефицита, однако, как кредитование, влияет на валовый спрос.

⁷ В оценку налогово-бюджетного сектора не включено изменение способа выплаты налога на прибыль, принятое решением НС РА от 15.06.2020 г. “О внесении изменений в Налоговый кодекс РА”, в результате которого ожидается уменьшение поступлений по налоговым выплатам по сравнению с запланированными на 2020 год значениями.

⁸ Показатели рынка труда за период с 2020 по 2022 год являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях четвертого квартала 2019 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

структуры средней заработной платы, так как в результате распространения вируса и ограничения экономической деятельности самыми уязвимыми лицами являются лица, получающие зарплату ниже среднего уровня. Несмотря на то, что Статистический комитет предусматривает 9,8% рост заработной платы в апреле⁹, однако в комментариях указывается, что в показатель не включены работники, которые находятся в вынужденном бездействии, и если учесть и этот фактор, то получится замедление роста средней заработной платы. Поэтому, по оценкам ЦБ, рост заработных плат в частном секторе в апреле также замедлился и показатель составит 6,3% вместо опубликованного показателя в 12,8%. Уже в среднесрочном отрезке темп роста номинальной заработной платы в частном секторе будет соответствовать развитию основополагающих факторов – росту экономики и динамике инфляции. Таким образом, в 2021 году прогнозируется 6,4% рост, а к концу прогнозного горизонта рост укрепится вблизи 7,1%.

В условиях вышеизложенного экономического спада и текущих развитий пандемии уменьшится общее количество отработанных часов в экономике. В то же время, общее влияние всех этих факторов на безработицу очень неопределенное, так как распространение пандемии может повлиять на сокращение предложения рабочей силы. Показатели безработицы могут быть недооценены и во втором квартале 2020 года из-за того, что в расчетах не учитываются многочисленные работники, находящиеся в вынужденном бездействии. Тем не менее, в 2020 году ожидается рост безработицы, который составит в среднем 20,4%. На фоне медленного восстановления экономики, в среднесрочном отрезке, уровень безработицы будет уменьшаться в среднем на 0,3-0,5 процентного пункта в год, приблизившись к концу прогнозного горизонта к уровню 19,6%.

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

2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом

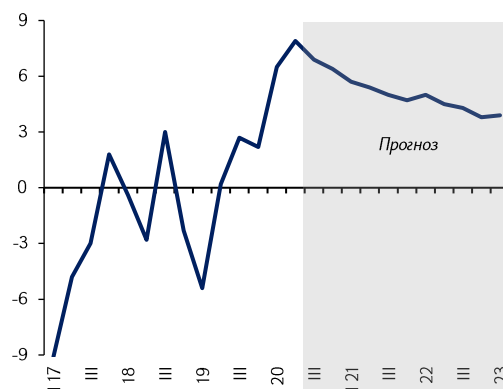
В условиях наиболее осторожного снятия ограничений на экономическую деятельность из-за непрекращающегося распространения коронавируса и сохранения неопределенности относительно будущего в странах- основных торговых партнерах РА, в краткосрочном периоде будет зафиксирован больший, чем ожидался, спад с тенденцией к восстановлению

График 10
Уровень безработицы (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 11
Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 12
Прогнозы экономического роста США (%)



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

⁹ См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_20a_142.pdf

в будущем. О сказанном свидетельствуют зафиксированные показатели более низкого, чем ожидалось, спроса в экономиках ведущих стран, высокий уровень безработицы, очень низкие показатели деловой активности, и др.

В экономике США и стран еврозоны в текущем году будет зафиксирован большой экономический спад вместо положительного или нулевого роста по прогнозу, вследствие более тяжелых, чем ожидалось, последствий для экономики, вызванных пандемией, и сформировавшихся на этом фоне наиболее предупредительных экономических ожиданий. В течение будущего года в указанных странах будет зафиксирован сравнительно высокий экономический рост, а к концу прогнозного горизонта реальный рост выпуска медленно вернется к своему устойчивому долгосрочному уровню. При наличии вышеперечисленных обстоятельств восстановление экономик и США, и стран еврозоны будет проходить более медленными темпами, а возврат к предкризисному уровню ВВП будет наблюдаться не раньше, чем с первого полугодия 2022 года. **Отметим также, что из-за более медленного восстановления спроса, в прогнозном горизонте в указанных странах будет зафиксирована более низкая инфляция.**

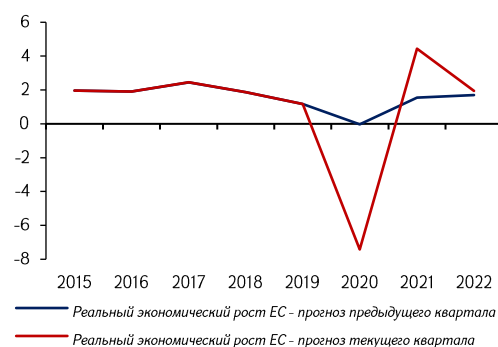
Текущие прогнозы относительно экономического роста России на прогнозный горизонт более низкие, чем ожидалось в предыдущем квартале (в 2020 году будет зафиксирован глубокий спад, который лишь частично перейдет в 2021-2022 годах в низкий рост), что обусловлено как превысившими ожидания негативными последствиями коронавируса, так и сохранением международных цен на нефть на нынешнем уровне.

Цены на международных рынках сырьевых и продовольственных товаров сформируются под влиянием более слабого мирового спроса. Ограничения, вызванные пандемией, наиболее существенно влияют на мировые цены на нефть, прямое воздействие на которые оказывают ограничение перемещений и сокращение объема перевозок, что частично возместится уменьшением объемов выработки нефти. Цены на металлы с текущего квартала начнут восстанавливаться параллельно снятию ограничений в ведущих развитых странах, особенно активизации экономики Китая, а зафиксированная глубокая дефляция на рынках продовольственных товаров восстановится лишь в среднесрочном отрезке.

Прогнозы относительно цен на рынке продовольственных товаров были пересмотрены в сторону существенного снижения, что обусловлено фактическими развитиями и слабым спросом. Следует

График 13

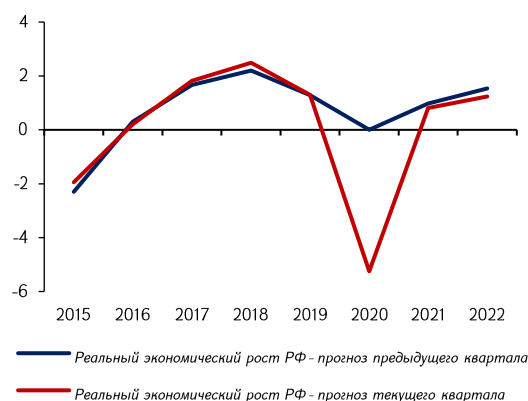
Прогнозы экономического роста ЕС (%)



Источники: Евростат, прогноз ЦБ РА

График 14

Прогнозы экономического роста РФ (%)



Источники: Росстат, прогноз ЦБ РА

График 15

Прогноз международных цен на продовольствие



Источники: FAO, прогноз ЦБ РА

отметить, что за последние несколько месяцев дефляция наблюдается почти во всех категориях продовольственных товаров, а международные цены на продовольствие вернутся к предкризисному уровню к концу прогнозного горизонта.

Прогноз международных цен на нефть в течение всего горизонта довольно низкий по сравнению с предыдущим прогнозом, вследствие слабого мирового спроса, несмотря на достижение договоренности между странами - членами ОПЕК+ и их партнерами по вопросу сокращения объемов выработки нефти в среднесрочном отрезке. В течение прогнозного горизонта цены на нефть составят 30-40 долларов США за баррель.

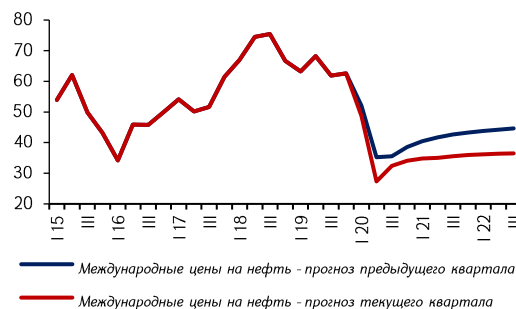
Международные цены на медь сформируются в пределах уровня, предусмотренного прежним прогнозом, отклонившись от этого уровня лишь в текущем квартале в сторону роста, что связано, в основном, с положительными признаками восстановления экономики Китая.

Оценки экономического роста РА на весь прогнозный горизонт пересмотрены в сторону снижения.

Экономическая активность в 2020 году пересмотрена в сторону существенного спада и в настоящее время оценивается в -4.0%. Пересмотр был вызван как ограничениями экономической деятельности, действующими в последние месяцы, и вытекающими из этого зафиксированными в марте-апреле низкими показателями фактической экономической активности, так и представлениями о восстановлении экономики после снятия ограничений. В частности, предполагается, что упущенные из-за пандемии доходы будут иметь определенное сдерживающее влияние также в течение всего года, а при увеличении продолжительности пандемии наиболее медленными темпами будет восстанавливаться сфера услуг, что обусловлено предупредительным поведением потребителей и резким сокращением международного туризма. Наиболее низкий выпуск останется у сферы услуг, требующей физического контакта. Отрасль строительства также была пересмотрена в сторону снижения, и является отражением решений о задержке инвестиций в условиях резкого усиления неопределенности. Восстановление отрасли промышленности будет медленнее, так как эта отрасль наиболее уязвима как с точки зрения распространения вируса из-за большой концентрации людей в промышленных предприятиях, так и в смысле уменьшения внутреннего и внешнего спроса. Менее уязвимой считается отрасль сельского хозяйства, где существенного спада не ожидается.

График 16

Прогноз международных цен на нефть



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 17

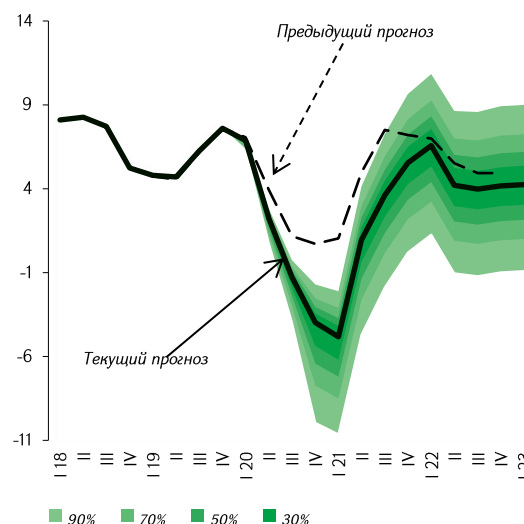
Прогноз международных цен на медь



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 18

Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)¹⁰ поста ВВП в 3-голичном



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹⁰ Темп роста каждого квартала рассчитан как темп кумулятивного роста за последние месяцы.

В 2021 году экономический рост 2021 будет выше роста долгосрочного потенциала, что обусловлено восстановлением спроса, однако, в целом, экономический рост в прогнозном горизонте останется немного ниже долгосрочного устойчивого уровня. Оценивается, что при наличии существующего в настоящее время долгового бремени домохозяйств, потери доходов в краткосрочном периоде могут вызвать определенные изменения в структуре потребления также и в среднесрочном периоде в виде слабого спроса на предметы роскоши.

По оценкам, разрыв ВВП останется в ближайшие кварталы в области отрицательных значений, однако параллельно уменьшению неопределенности, а также под влиянием стимулирующей денежно-кредитной политики и постепенного восстановления внешнего спроса, разрыв закроется в прогнозном горизонте, и дефляционные давления нейтрализуются.

Таблица 2

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2020 январь-декабрь / 2019 январь-декабрь	(-5.4) - (-3.4)	(-10.0) - (-1.7)
2021 январь-декабрь / 2020 январь-декабрь	4.3 - 6.5	0.2 - 9.6
2022 январь-декабрь / 2021 январь-декабрь	3.0 - 5.3	(-1.0) - 8.9
2023 январь-декабрь / 2022 январь-декабрь	3.0 - 5.4	(-0.9) - 9.0

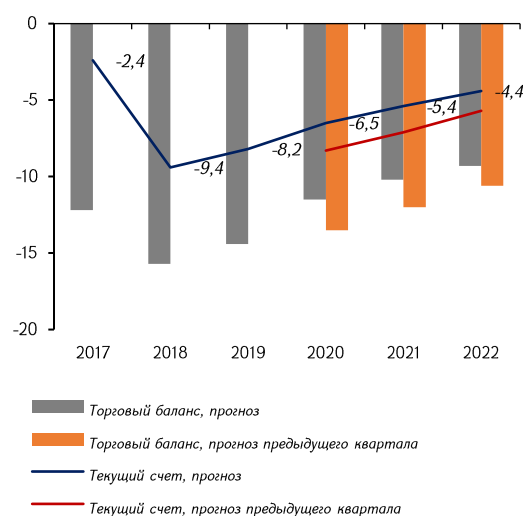
В 2020 году показатель «дефицит текущего счета/ВВП» будет на уровне прогноза, вследствие пересмотров отрицательного торгового баланса.

По сравнению с прежним прогнозом ожидается большее, на 5,5 процентного пункта, расширяющее влияние налогово-бюджетного импульса (в результате осуществления мероприятий Правительства по нейтрализации экономических последствий коронавируса ожидается рост расходов и кредитования экономики и сохранение уровня показателя 2019 года «налоги/ВВП»).

Согласно текущей оценке, динамика как общей, так и базовой инфляции в краткосрочном периоде будет соответствовать предыдущим прогнозам. В среднесрочном периоде восстановлению инфляции будут мешать увеличение дополнительных внешних дефляционных давлений, наиболее медленное восстановление внутреннего спроса, а также растущая неопределенность. Исходя из этого, для

График 19

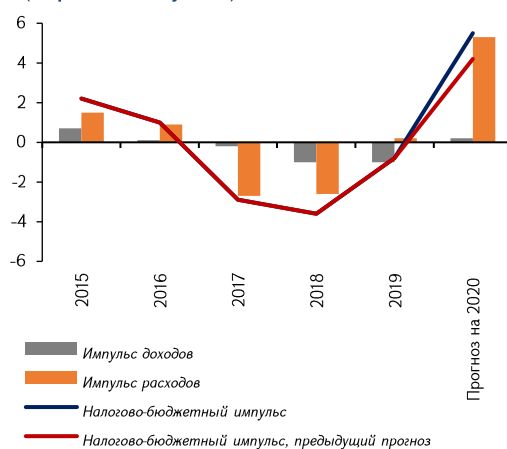
Текущий счет / Среднесрочные прогнозы показателя ВВП (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 20

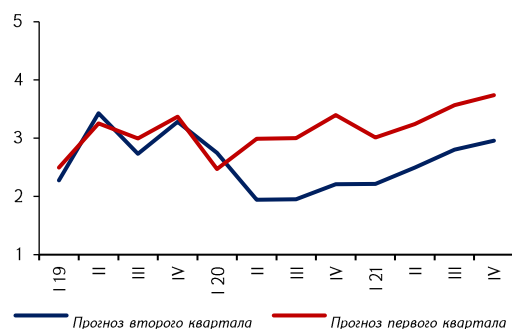
Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)



Источник: оценка ЦБ РА

График 21

Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: оценка ЦБ РА

достижения целевого уровня инфляции необходимо снизить ставку рефинансирования на широкий шаг, что будет продолжать оказывать содействие ходу восстановления валового спроса, в результате которого в конце прогнозного горизонта инфляция укрепится вблизи целевого ориентира (см. график 1 “Распределение вероятностей прогноза инфляции”).

Краткосрочные инфляционные ожидания будут находиться в ближайшее время значительно ниже уровней, предусмотренных прежними прогнозами, что обусловлено перспективой относительно медленного восстановления базовой инфляции.

2.2.4. Основные суждения и риски

В данном разделе представляются суждения о денежно-кредитной программе ЦБ РА на второй квартал 2020 года и риски реализации этой программы.

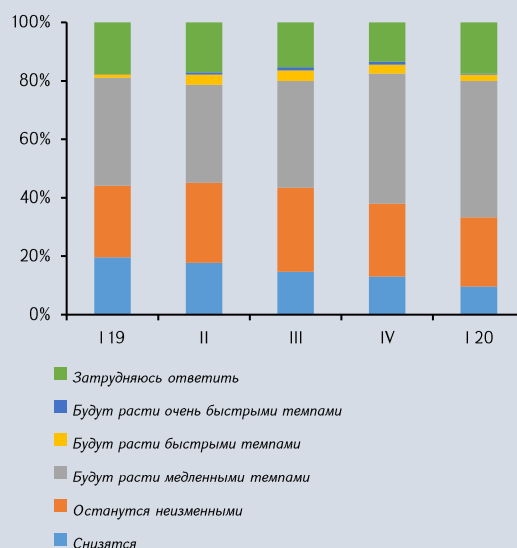
Врезка 1

Результаты опросов домашних хозяйств и участников финансового сектора относительно их ожиданий

Согласно результатам опросов ЦБ, проведенных в первом квартале 2020 года среди домашних хозяйств и участников финансового сектора относительно некоторых макроэкономических показателей, инфляционные ожидания в первом 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. В то же время, мнения опрошенных сошлись на ожиданиях роста цен медленными темпами за счет уменьшения ожиданий очень высокого роста цен или снижения. Кроме этого, опрос также отражает объективную реальность, а именно то, что неопределенность решительно увеличилась.

График 22

Опрос об инфляционных ожиданиях домохозяйств



Источник: ЦБ РА

Таблица 3

Основные суждения и предположения	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
Непрекращающийся рост распространения коронавирусной пандемии на мировую экономику вызовет глубокий спад. Основной удар на мировую экономику будет зафиксирован в первом полугодии, а во втором полугодии ожидается частичное восстановление.	✓ Вызванное непрекращающимся ростом распространения коронавируса наиболее осторожное снятие ограничений и сохранение большой неопределенности относительно будущего обусловят глубокий спад экономики, как США и еврозоны, так и во всем мире. Это выразится как в уменьшении спроса, так и в сокращении и задержке вложений на фоне увеличения неопределенности. ✓ Слабая инфляционная среда, равно как и спад экономики в условиях спада мирового спроса обусловят сохранение политики низких процентных ставок в развитых странах. ✓ На основных рынках сырья, в условиях глубокого спада мирового спроса, а также ожидаемого медленного восстановления в будущем, ожидается низкая инфляционная среда. ✓ Сохранение международных цен на нефть на нынешнем уровне и их медленное восстановление обусловят медленные темпы восстановления экономики России.
Уровень надбавки за риск РА сформировался на уровне ниже прогноза.	✓ Согласно текущим оценкам, уровень надбавки за риск РА находится ниже долгосрочного стабильного уровня. Ожидается, что показатель вернется к долгосрочному стабильному уровню постепенно в течение прогнозного горизонта. Текущее снижение выразилось также в виде определенного снижения нейтральной процентной ставки.
Уменьшение инфляционных ожиданий.	✓ Согласно оценкам, краткосрочные инфляционные ожидания населения определенно снизились, что обусловлено текущим спадом спроса и перспективой медленного восстановления в дальнейшем. В свою очередь, это отразилось на оценках максимально низкой номинальной процентной ставки в течение прогнозного горизонта.
В 2020 году – максимально стимулирующая налогово-бюджетная политика.	✓ В 2020 году влияние налогово-бюджетной политики будет по оценкам, значительно расширяющим на 5,5 процентного пункта, ¹¹ при наличии полного выполнения антикризисных программ, разработанных правительством РА. Оценка стимулирующего влияния основана на следующих предположениях: сохранение показателя “налоги/ВВП” ¹² на уровне прошлого года, рост доли расходов и кредитования экономики в ВВП. В среднесрочном отрезке, основываясь на оценках основного сценария предварительного варианта среднесрочной программы расходов на 2021-2023 гг. , предполагается постепенное уменьшение показателя дефицит/ВВП и нейтральное влияние.

¹¹ В оценку налогово-бюджетного сектора не включено изменение способа выплаты налога на прибыль, принятое решением НС РА от 15.06.2020 г. “О внесении изменений в Налоговый кодекс РА”, в результате которого ожидается уменьшение поступлений по налоговым выплатам по сравнению с запланированными на 2020 год значениями.

¹² Показатель ВВП за 2020 год является прогнозом ЦБ.

Уменьшение как предложения, так и спроса в условиях эпидемии	✓ По оценкам, во втором квартале, вследствие распространения эпидемии, спад экономики будет вызван сокращением как спроса, так и предложения. В дальнейшем, даже при полном снятии различных экономических ограничений, восстановление спроса может длиться максимально долго, так как уменьшение спроса, особенно в сфере услуг, большей частью носит предупредительный характер. При наличии этого разрыв ВВП будет, по оценкам, весьма отрицательный и только под влиянием стимулирующих денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики постепенно закроется в течение последующих кварталов.
Уменьшение предложения рабочей силы и спроса вследствие эпидемии	✓ Вследствие распространения вируса, самоизоляции, смертельных исходов, ухода за больными или из страха быть зараженным сократится также предложение рабочей силы. В результате уменьшится количество общих отработанных в экономике часов, и на заработную плату будут оказываться понижающие давления, вызванные большими, по сравнению со спросом, сокращениями предложения.
Меры, содействующие росту уровня потенциала ВВП.	✓ В сценарии денежно-кредитной политики нет расчетов, основанных на деятельности амулсарского рудника и медеплавильного завода в Алаверди. Их вероятное влияние рассматривается в рисках реализации прогноза.
Резкий рост неопределенности вследствие сохранения высоких темпов распространения коронавируса.	✓ Хотя трудно оценить уровень неопределенности в РА, тем не менее предполагается, что он значительно высокий, обусловленный сохранением высоких темпов распространения вируса, что может существенно повлиять на экономическую активность по трем основным направлениям (см. врезку 2): 1. сокращение потребления со стороны домохозяйств и рост предосторожных сбережений; 2. сокращение инвестирования со стороны предприятий; 3. рост надбавки за риск на финансовых рынках.

Врезка 2

Влияние роста неопределенности на экономику (на примере США)

Рост неопределенности может оказать существенное влияние на экономическую активность, особенно, если он сопровождается финансово-экономическим кризисом. При наличии большой неопределенности субъекты экономической деятельности не обладают достаточной информацией относительно будущего, в результате рост неопределенности влияет на принятие ими решений. В этом контексте важно понимать цепь передачи влияния роста неопределенности на экономику. Это важный вопрос и для монетарных органов, которые должны принимать оптимальные решения в данной ситуации.

Неопределенность в основном проявляется в нечетком представлении о будущем уровне производительности, так как трудно оценить будущий уровень производительности. Следует отметить, что спад роста производительности бывает наиболее глубокий во время глубоких кризисов¹³. Это происходит потому, что при наличии большой неопределенности фирмы временно прекращают инвестирование и сокращают спрос на рабочую силу. Рост производительности также падает по причине приостановления (замораживания) перераспределения ресурсов¹⁴.

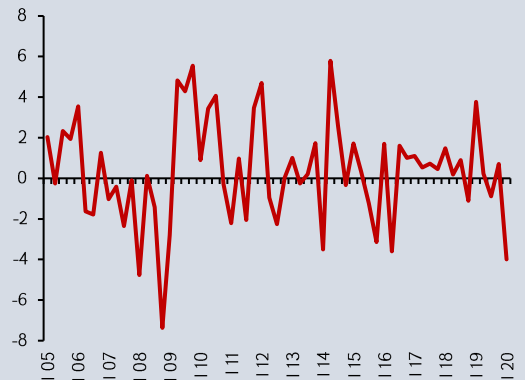
Несмотря на трудности измерения неопределенности, для наблюдения за ее влиянием на экономику были проведены эмпирический и теоретический анализы, а в качестве приближения были применены различные оценки. Например, индекс VIX применяется для оценки экономической неопределенности через волатильность на биржевом рынке США. Как видно из графика 24, в марте 2020 года был зафиксирован рост неопределенности, сопоставимый с мировым финансовым кризисом 2008–2009 годов.

Неопределенность отрицательно влияет на три основных субъекта по следующей схеме:



График 23

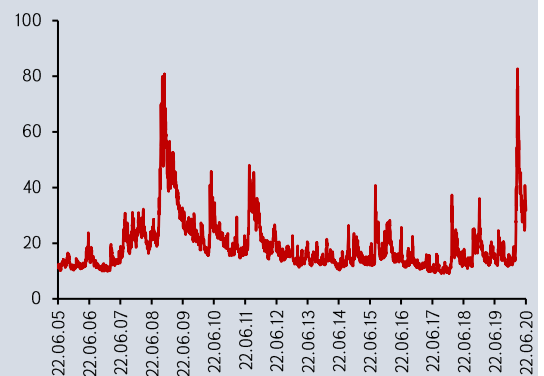
Уровень производительности бизнес сектора



Источник: Федеральная резервная система Сан-Франциско

График 24

Индекс VIX



Источник: Федеральная резервная система Сент-Луиса

¹³ Van Nieuwerburgh, Stijn, and Laura Veldkamp. "Learning asymmetries in real business cycles." *Journal of monetary Economics* 53.4 (2006): 753-772.

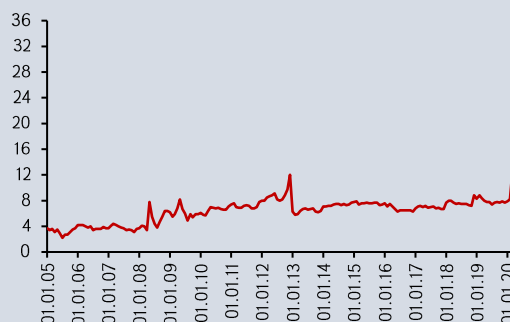
¹⁴ Bloom, Nicholas. "The impact of uncertainty shocks." *econometrica* 77.3 (2009): 623-685.

Домашние хозяйства или потребители. Рост неопределенности влияет на домохозяйства через цепь предупредительных сбережений. При наличии большого роста неопределенности домохозяйства сокращают потребление, увеличивая предложение рабочей силы, пытаются застраховать себя от вероятного спада своего будущего дохода. Поскольку ожидания хозяйствующих субъектов относительно будущих доходов неопределенные, у них появляется причина для накопления предохраняющих сбережений. Например, уровень сбережений домохозяйств в США во времена кризисов заметно повышался, а в 2020 году достиг беспрецедентно высокого уровня 33%.

Организации. Когда невозможно полностью или частично отменить инвестирование без большого ущерба, для инвесторов образуется альтернатива: или запустить в данном периоде инвестиционный проект с перспективой на получение дохода, или ждать дополнительной информации для того, чтобы оценить возможности осуществления новых инвестиционных программ. Когда инвестор в условиях неопределенности решает отложить инвестиционный проект, он действует по принципу “подождем, посмотрим”¹⁵. В данном случае рост неопределенности приводит к уменьшению объема инвестиций.

Финансовые рынки и цены на активы. В понимании степени влияния неопределенности важную роль играют реакции финансовых рынков, которые, переоценивая экономические риски, повышают надбавку за риск, необходимую для возмещения роста неопределенности. Это происходит как на уровне организаций, так и на уровне правительств и стран. Выражается это также и в спаде цен на финансовые активы.

График 25
Частные сбережения США



Источник: Федеральная резервная система Сент-Луиса

График 26
Показатель уровня доверия организаций (США)



Источник: Федеральная резервная система Сент-Луиса

График 27
Надбавка за риск



Источник: Федеральная резервная система Сент-Луиса

График 28
Изменения цен на финансовые активы



Источник: <https://finance.yahoo.com/>

¹⁵ Bloom, Nicholas. "The impact of uncertainty shocks." *Econometrica* 77.3 (2009): 623-685.

Риски прогноза

Текущие развития говорят о том, что как в мире, так и в РА, сохраняются достаточно серьезные риски большой продолжительности пандемии, и наиболее глубокого отрицательного экономического влияния. Чрезвычайно высокий уровень неопределенности продолжает выражаться в существенном расширении интервалов допустимых колебаний инфляции и других важных макропоказателей от своих центральных значений (см. графики 1 и 2 “Распределение вероятностей прогноза инфляции и роста экономики”). Риски и неопределенность относительно развития экономики по прогнозному базовому сценарию обусловлены многочисленными факторами, среди которых можно выделить продолжительность пандемии и ее интенсивность в РА, а также эффективность противоэпидемических мероприятий, проводимых во всем мире, вероятное изменение продолжительности, краткосрочное и долгосрочное влияние на экономику, изменение структуры спроса и предложения, потребительского поведения и другое. Учитывая сказанное, далее приводятся наиболее значительные по количеству риски.

С точки зрения целостного спроса можно выделить следующие риски:

- Внешний спрос может еще больше ослабеть и долго оставаться на низком уровне, что обусловлено дальнейшими развитиями ситуации с пандемией в мире, и осуществляемой противоэпидемической политикой.
- Продолжается корректировка потребительского поведения в виде смещения от потребления к сбережениям, а также переход к товарам первой необходимости. В случае, если пандемия будет продолжаться долго, эти структурные изменения могут приобрести более продолжительный и постоянный характер, чем предполагалось в базовом сценарии, что может привести к относительному изменению цен, а также повлиять на равновесный уровень процентных ставок на рынке.
- Хотя со стороны коменданта снята большая часть ограничений на определенные виды экономической деятельности, в некоторых отраслях остается чрезвычайно низкий уровень спроса, обусловленный, в основном, предупредительным поведением населения. Исходя из этого, те домохозяйства, которые получали свой основной доход от деятельности в наиболее пострадавших сферах (туризм, ресторанный бизнес, др.), в ближайшие месяцы могут столкнуться с проблемами реализации, что может привести к дополнительному сокращению спроса данных субъектов. Причем, возможно, что спад спроса на эти услуги может носить наиболее длительный характер, а восстановление может происходить

довольно медленно. Конечно, размер этого риска главным образом зависит также от развития ситуации с пандемией в стране, а также от объема, эффективности и непрерывности противоэпидемических мероприятий правительства РА, осуществляемых для этих групп. С другой стороны, длительное сохранение дефицита спроса может повлиять на уровень потенциала уже и в этих отраслях, снизив его, а также может повлечь за собой цепную реакцию в других отраслях экономики.

- Размер стимулирующего влияния налогово-бюджетной политики главным образом зависит от хода выполнения бюджета и некоторого невыполнения расходов, или, в случае меньшего, чем предусматривалось, кредитования экономики, государственный сектор будет иметь меньшее, чем планировалось, стимулирующее влияние.

С точки зрения предложения можно выделить следующие риски, влияющие на инфляцию.

- В краткосрочном отрезке с точки зрения предложения инфляционные риски уже оцениваются как равновесные, так как имеющиеся в прошлом риски, связанные с возможными препятствиями для нормального импорта товаров, в целом, нейтрализовались.
- В краткосрочном отрезке с точки зрения сырьевых товаров инфляционные риски дефляционные, обусловленные рисками в направлении ослабления мировой экономики.

Риски отклонения инфляции от траектории, предусмотренной для среднесрочного отрезка, в основном, направлены вниз, и в целом их достаточно много (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, риски обусловлены следующими внутренними факторами:

- Неопределенности относительно дальнейшей эксплуатации рудника в Амулсаре и медеплавильного завода в Алаверди.
- **Низкий уровень доверия.** Вследствие неопределенности относительно продолжительности и хода пандемии и противоэпидемических мероприятий может сформироваться низкий уровень потребительского доверия и деловой среды, что в случае сохранения в течение довольно продолжительного периода вызывает дополнительные риски для среднесрочного уровня потенциала ВВП.
- **Изменение структуры потребления.** В случае длительного сохранения пандемии возможны изменения в структуре потребления, в частности, в потреблении может уменьшиться доля услуг,

требующих социальные контакты, что в среднесрочном периоде с точки зрения перераспределения трудовых ресурсов содержит дополнительные риски и может способствовать росту структурной безработицы.

➤ **Ход течения реформ правительства и размер и содержание мероприятий, направленных на среднесрочный рост.**

В целом, поскольку имеется большая неопределенность вокруг ситуации со здравоохранением и, вытекающая из этого, неопределенность относительно дальнейших развитий экономики, Центральный банк пробует уменьшить риски, обусловленные этой неопределенностью, выстраивая и обсуждая различные сценарии развития ситуации и рассматривая вероятную реакцию на результаты проводимой соответствующей политики, что позволит при наличии уже первых обоснованных признаков материализации этих рисков отреагировать согласно ситуации.

Врезка 3

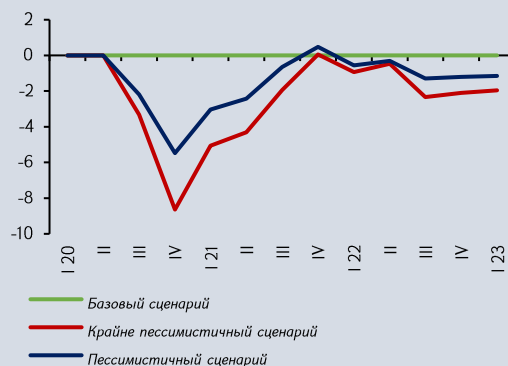
Альтернативная программа в случае наступления третьей волны пандемии

Из-за пандемии коронавируса во всем мире усилилась неопределенность относительно будущих развитий экономики. Центральный банк считает, что в создавшейся ситуации очень важно своевременное выявление возможных рисков и в случае их материализации, проведение соответствующих ответных мер. Поэтому, параллельно базовому сценарию были разработаны альтернативные сценарии, которые основаны на каком-либо существенном прогнозе, отличающемся от предположений, на которых выстроен базовый сценарий.

В настоящей вкладке кратко представлены два альтернативных развития и два сценария реагирования на них, которые произойдут, если после определенной стабилизации ситуации с коронавирусом, в во второй половине года вспыхнет новая волна эпидемии. Причем, в случае первого альтернативного сценария (условно, крайне пессимистичный сценарий) предполагается, что так называемые «W-образные» развития происходят как во всем мире, так и в РА. Второй сценарий построен на предположении вспышки второй волны только в РА на фоне установления сравнительно стабильной ситуации в мире (пессимистичный сценарий). Следует отметить, что в обоих случаях наступление второй волны в РА зависит в основном массовости и строгости соблюдения населением необходимых санитарно-эпидемических требований и правил.

График 29

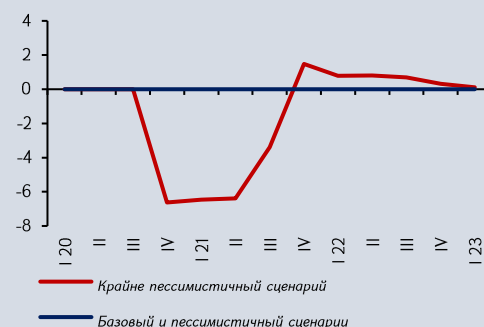
Разница темпов роста реального ВВП РА в годовом исчислении по сравнению с базовым сценарием (в процентных пунктах)



Источник: оценки ЦБ РА

График 30

Разница темпов роста реального ВВП основных стран-партнеров РА в годовом исчислении по сравнению с базовым сценарием (в процентных пунктах)



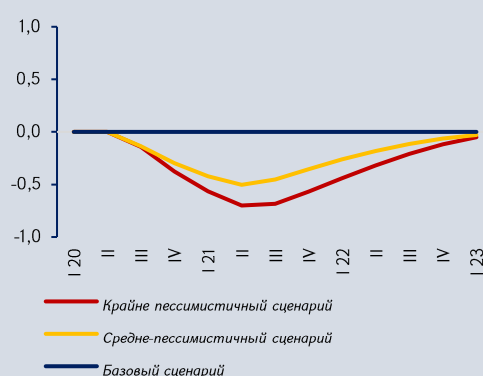
Источник: оценки ЦБ РА

В случае крайне пессимистичного сценария будут наблюдаться наиболее отрицательные развития экономического роста по сравнению с базовым сценарием, обусловленные дополнительным сокращением как внешнего, так и внутреннего спроса, что вызовет дополнительные дефляционные давления для экономики РА. В результате, при прочих равных условиях, ЦБ будет вынужден предпринять дополнительные стимулирующие шаги, снизив ставку рефинансирования для достижения целевого ориентира инфляции в среднесрочном отрезке. В случае пессимистичного сценария по сравнению с базовым сценарием не будут наблюдаться дополнительные отрицательные давления из внешнего сектора, однако, и в данном случае, произойдет замедление темпов экономического роста за счет уменьшения экономической активности в РА и сокращения спроса. В результате, ЦБ, при прочих равных условиях, предпримет дополнительные стимулирующие шаги, однако в меньшем размере, чем это будет необходимо в случае материализации крайне пессимистичного альтернативного сценария.

Важно также отметить, что прогнозы, составленные по представленным альтернативным сценариям, основаны на предположении, что действия правительства РА останутся неизменными, как и предусматривается в базовом сценарии. С другой стороны, очевидно, что в случае материализации пессимистичных развитий, правительство, по всей видимости, примет дополнительные стимулирующие социально-экономические меры, в результате которых фактические показатели ослабления экономики будут мягче, чем представлено выше.

График 31

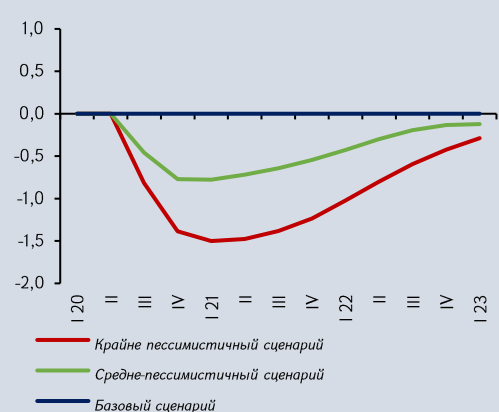
Разница 12-месячной инфляции по сравнению с базовым сценарием (в процентных пунктах)



Источник: оценки ЦБ РА

График 32

Разница процентной ставки политики по сравнению с базовым сценарием (в процентных пунктах)



Источник: оценки ЦБ РА

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ПЕРВОГО КВАРТАЛА 2020 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

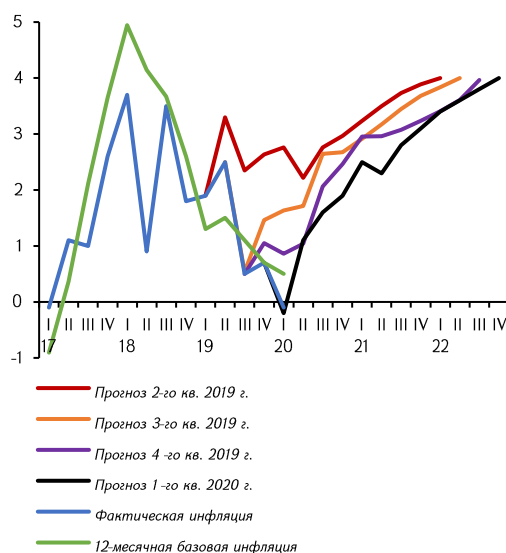
Для годового периода, предшествующего второму кварталу 2020 года, согласно программе денежно-кредитной политики второго квартала 2019 года, прогнозировалась низкая инфляционная среда, обусловленная ожидаемым слабым валовым спросом. Последний, в свою очередь, должен был оставаться низким в результате осуществляемой сдерживающей налогово-бюджетной политики и сохраняющейся низкой инфляционной среды во внешнем секторе. В этих условиях Центральный банк предусматривал осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики, отдавая предпочтение постепенному восстановлению инфляции. При наличии макроэкономических развитий, предусматриваемых базовым сценарием, стимулирующая политика сохранилась бы и в среднесрочном отрезке. В подобных условиях 12-месячная инфляция в краткосрочном периоде должна была оставаться на низком уровне, а в среднесрочном периоде – приблизиться и укрепиться вблизи 4% целевого показателя.

В отчетном периоде 12-месячная инфляция отклонилась от запланированной траектории в направлении вниз, что главным образом было обусловлено осуществлением в течение этого периода более сдерживающей, чем ожидалось, налогово-бюджетной политики и сохранением более слабого спроса. Исходя из этого, ЦБ пересмотрел прогнозы инфляции и траекторию восстановления (см. график). В то же время, со второй половины 2019 года проявились 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 рост эффективности использования ресурсов в неэкспортном секторе экономики.

В условиях сохраняющейся низкой инфляционной среды в отчетном периоде ЦБ провел стимулирующую денежно-кредитную политику, отдавая, как и прежде, предпочтение постепенному восстановлению инфляции, так как, по оценкам ЦБ, низкая инфляция, сформировавшаяся в условиях макроэкономической ситуации, содействует закреплению долгосрочных инфляционных ожиданий. Учитывая более сдерживающий, чем ожидалось, ход налогово-бюджетной

График 33

По прогнозам ЦБ, в краткосрочном периоде сохранится низкая инфляционная среда, а в среднесрочном периоде постепенно повысится, а в конце прогнозного горизонта 12-месячная инфляция укрепится вблизи целевого ориентира



Источник: СК РА, ЦБ РА

политики и ослабление инфляционной среды на международном рынке основных товаров, в третьем квартале 2019 года ЦБ слегка повысил размер стимулирования денежно-кредитных условий, снизив ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта.

Серьезным вызовом для проводимой ЦБ денежно-кредитной политики явилась вспышка коронавирусной болезни (COVID-19) во многих странах, начавшаяся в начале 2020 года, которая уже в первой половине марта очень быстро распространилась по всему миру, включая и РА, и было объявлено о начале пандемии. Согласно оценкам ЦБ, влияние пандемии выражается в одновременном сокращении валового предложения и спроса, не оказывая непосредственного существенного влияния на развития общей инфляции. В подобных условиях роль денежно-кредитной политики в смысле оказания противодействия пандемии ограничена. В этой ситуации, 17 марта Совет ЦБ, учитывая существующую низкую инфляционную среду, ожидаемые экономические развития в мире и в РА и неопределенность, вновь снизил ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта. В то же время, на финансовом рынке РА пандемия выразилась в усилении неопределенности, что привело к существенному росту спроса на драмовую ликвидность, а также к определенному повышению среднесрочных и долгосрочных ставок по ГО на рынке. Используя свой основной инструмент ЦБ ввел в систему драмовую ликвидность в необходимом количестве, в результате краткосрочные ставки остались вблизи ставки политики ЦБ. В отчетном периоде ЦБ постоянно посылал финансовому рынку импульсы о том, что при наличии 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 одногодичного периода, предшествующего второму кварталу 2020 года, 12-месячная инфляция сохранялась на низком уровне, проявив некоторую волатильность, обусловленную изменениями цен на сельхозпродукцию из-за смещения сезона урожая. В частности, существенный рост цен на сезонные продовольственные продукты способствовал определенному росту инфляции, которая достигла в июне 2,5%, а во втором полугодии и уже в начале 2020

года, вновь главным образом из-за падения цен на сезонные продукты, постепенно снизилась, составив в марте 0,1% ниже нуля в годовом исчислении. Тем не менее, показатель 12-месячной базовой инфляции также снизился и составил 0,54%, а рост тарифов на регулируемые услуги и цен на сезонные продовольственные товары в годовом исчислении составил соответственно 1,41% и -6,53%. Дефляция сезонных продовольственных товаров была обусловлена снижением цен на категории товаров “Овощи” на -19,4% в годовом исчислении, “Фрукты” – на -8,5% в годовом исчислении и “Яйца” – на -31,2% в годовом исчислении. Базовая инфляция в основном была обусловлена ростом цен на товарные категории “Алкогольные напитки”, “Табачная продукция”, “Хлебобулочная продукция и крупы”, “Обувь” и “Топливо” соответственно на 11,0%, 7,2%, 1,4%, 3,6% и 2,73% в годовом исчислении, а также ростом цен на услуги “Амбулаторное лечение”, “Больничные услуги”, “Образование” соответственно на 5,1%, 2,3% и 3,7%. Рост цен на товарные категории “Табачная продукция” и “Алкогольные напитки” вызван в основном изменением в начале года ставок акцизного налога. В то же время, снижение цен на продовольственные товары на международных рынках продолжает оказывать влияние на внутренний рынок, где также зафиксировано определенное ослабление инфляции по части категорий продовольственных товаров. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года существенная дефляция зафиксирована на рынках сахарного песка и мясной продукции (соответственно на -10,6% и -4,5%, в результате общее содействие инфляции составило -0,5%). Следует отметить, что в начале 2020 года инфляционное влияние изменения таможенных ставок на некоторые товарные категории, как и оценивалось, составило примерно 0,2 процентного пункта.

Вследствие ситуации с коронавирусной пандемией, на потребительском рынке как во всем мире, так и в РА были зафиксированы структурные смещения спроса на отдельные товарные категории и определенные изменения, которые, однако, в течение марта еще существенно не отразились на ценах товаров и тарифах на услуги. Аналогично этому, определенное ослабление драма существенно не отразилось на внутренних ценах в марте. По состоянию на март, из-за роста спроса, повысились цены на некоторые продовольственные товары, в частности, на гречневую крупу, булгур, рис, муку, чеснок, лимон и имбирь.

График 34

За последний одногодичный период сохранилась низкая инфляционная среда



Источник: СК РА

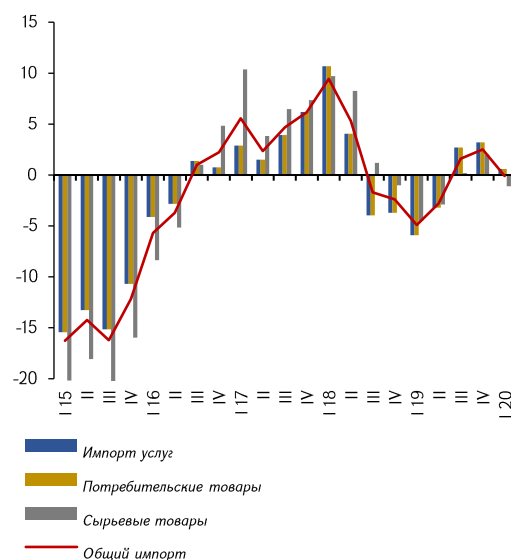
Таблица 4

Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие			
Товарная категория	Вес	12-месячная инфляция	Содействие
Базовая инфляция	72.7	0.54	0.39
Хлебобулочная продукция и крупы	8.99	1.44	0.13
Мясо	9.87	-4.48	-0.44
Масла и жиры	2.77	-3.46	-0.10
Сахарный песок	0.6	-10.62	-0.06
Алкогольные напитки	2.77	10.99	0.30
Табачные изделия	1.77	7.20	0.13
Одежда	2.58	0.47	0.01
Обувь	1.52	3.57	0.05
Медикаменты, медицинское оборудование и приборы	4.83	0.78	0.04
Топливо	5.29	2.73	0.14
Пассажирские воздушные перевозки	0.55	-9.02	-0.05
Образование	1.48	3.71	0.05
Услуги больниц	2.57	2.27	0.06
Амбулаторное лечение	2.44	5.14	0.13
Сезонные продовольственные товары	10.5	-6.53	-1.85
Яйца	1.44	-31.19	-0.45
Фрукты	3.35	-8.52	-0.29
Овощи	5.74	-19.4	-1.11
Регулируемые услуги	16.7	1.41	0.24

Цены на импорт. В течение первого квартала 2020 года долларové цены на импорт товаров и услуг в РА снизились по сравнению с предыдущим кварталом на 1,3%, в результате темпы роста в годовом исчислении замедлились на 0,1%. Обусловлено это, главным образом, ослаблением в годовом исчислении номинального курса национальных валют стран-партнеров по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Содействие цен на промежуточные товары общим ценам на импорт в годовом исчислении было отрицательное, главным образом из-за снижения цен на нефть и алюминий.

График 35

В 1-м квартале 2020 г. долларové цены на импорт товаров и услуг слегка снизились по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, %



Источник: расчеты ЦБ РА

3.2. Экономические развития

3.2.1. Позиция экономики

В отчетном квартале разрыв ВВП оставался в области отрицательных значений. В первом квартале 2020 года экономический рост (см. раздел 3.2.3) довольно замедлился, составив 3,8%, что обусловлено вспышкой коронавируса, проведением противоэпидемических мероприятий и, в результате резкого роста неопределенности, сдерживанием предложения и замедлением валового спроса (см. раздел 3.2.2). В результате разрыв ВВП сохранился вблизи своего отрицательного значения, зафиксированного в предыдущем квартале. Следует отметить, что в отчетном квартале влияние на потенциал ВВП считается временным, однако в среднесрочном отрезке риски повышения потенциала оцениваются в направлении снижения (см. раздел 2.2.4) и главным образом обусловлены дальнейшим течением пандемии. Отрицательный разрыв ВВП является следствием, в основном, замедления частного и внешнего спроса, и выражается слабой инфляционной средой (см. раздел 2.2.1), а содействие государственных расходов было положительным.

В первом квартале 2020 года экономический рост довольно замедлился, составив 3,8%, что обусловлено вспышкой коронавируса, проведением противоэпидемических мероприятий и, в результате резкого роста неопределенности, как сдерживанием предложения, так и замедлением валового спроса.

3.2.2. Расходная сторона экономики

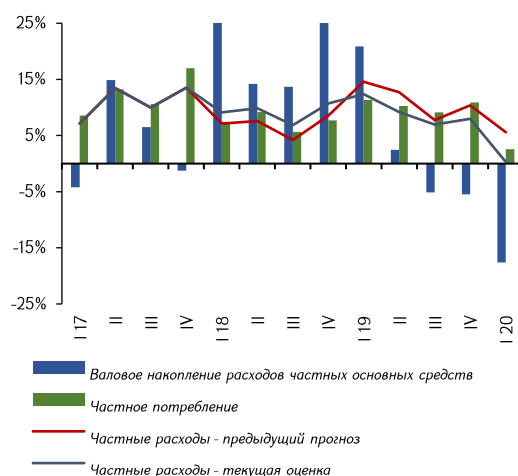
В первом квартале 2020 года, в условиях 3,8% экономического роста, существенно снизились частные расходы, обусловленные как замедлением частного потребления, так и сокращением частных вложений. Рост частного потребления составил 2,6%, а валовое накопление частных основных средств уменьшилось на 17,6%, в результате частные расходы слегка выросли на 0,3%, что значительно ниже предыдущей оценки ЦБ. Замедление частного спроса подобными темпами обусловлено резким увеличением неопределенности и вытекающим из этого ростом предупредительных сбережений, распространением коронавируса и ходом противоэпидемических мероприятий, что особенно повлияло на пользование услугами, требующими социальный контакт. На частные расходы повлияло также уменьшение объема поступающих денежных трансфертов.

По оценкам ЦБ, влияние частного спроса в целом дефляционное, однако в конце квартала произошло определенное изменение в структуре потребления в виде смещения спроса от товаров долгосрочного пользования к товарам краткосрочного пользования, в результате по части отдельных товаров наблюдались инфляционные проявления.

В первом квартале 2020 года, в условиях 3,8% экономического роста, существенно снизились частные расходы, обусловленные как замедлением частного потребления, так и сокращением частных вложений.

График 36

Структура частных расходов (в годовом исчислении, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

¹⁶ Показатели расходов за 2018-2019 пересмотрены Статистическим комитетом РА.

В первом квартале 2020 года зафиксировано уменьшение реальных объемов экспорта и импорта. Причем уменьшение объема реального импорта значительно превысило уменьшение объемов реального экспорта, в результате содействие чистого реального экспорта ВВП было положительное. В частности, в первом квартале 2020 года уменьшение реального экспорта товаров и услуг составило 1,6% в годовом исчислении, а содействие уменьшения реального импорта товаров и услуг – 79%. Уменьшение экспорта обусловлено спадом мирового спроса, а также превентивными мероприятиями во внутренней экономике. Уменьшение импорта обусловлено сокращением внутреннего спроса.

Согласно оценке, уменьшение в первом квартале 2020 года долларовых объемов чистых денежных переводов физических лиц (включая вознаграждение трудовых мигрантов и личные трансферты) составило 7,3% в годовом исчислении (в предыдущем квартале – уменьшились), что обусловлено развитиями экономики России, резким ослаблением рубля в начале марта, а также ограничением миграционных потоков.

По оценкам ЦБ, в первом квартале 2020 года, показатель “дефицит текущего счета/ВВП” уменьшился по сравнению с показателем аналогичного периода предыдущего года примерно на 3,0 процентного пункта.

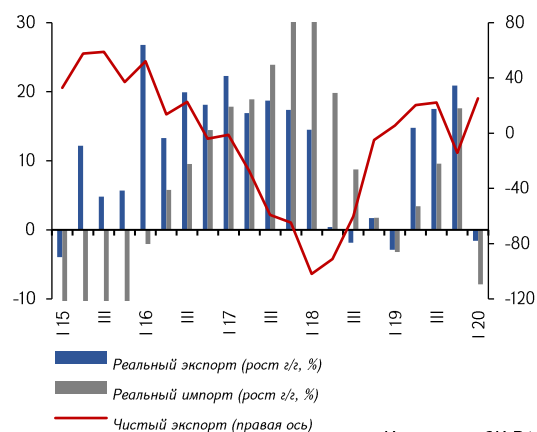
Налогово-бюджетная политика¹⁷. В первом квартале 2020 года показатели выполнения фактических доходов и расходов бюджета отклонились от прогнозов ЦБ¹⁸ из-за небольшого перевыполнения по части доходов и недовыполнения по части расходов. В результате влияние налогово-бюджетной политики на валовый спрос было расширяющее на 1,8 процентного пункта вместо предусмотренного расширяющего на 3,0 процентного пункта, вследствие как отклонения доходов и расходов, так и пересмотра оценок фактического показателя экономического роста и потенциала ВВП.

Фактические доходы бюджета в первом квартале 2020 года превысили прогнозный показатель на 2,9% вследствие перевыполнения, главным образом, налоговых доходов. В результате импульс доходов был сдерживающим на 1,4 процентного пункта вместо предусмотренного прогнозом сдерживающего на 0,8 процентного пункта.

Расходы государственного бюджета составили 96,0% показателя, предусмотренного ЦБ, в результате импульс расходов оказал менее расширяющее влияние по отношению к предусматриваемому,

График 37

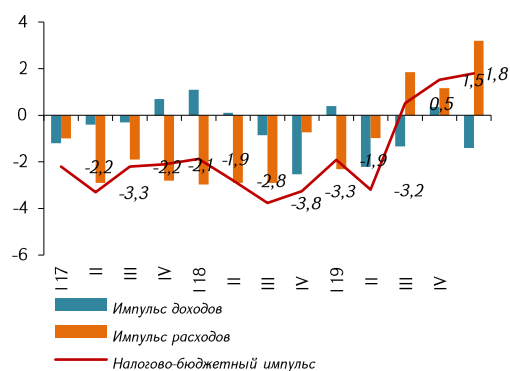
Позиция чистого экспорта улучшилась в 1-м квартале 2020 года, что вызвано опережающим снижением импорта по отношению к снижению экспорта



Источник: СК РА

График 38

В 1-м кв. 2020 г. расширяющее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено, главным образом, расширяющим влиянием расходов

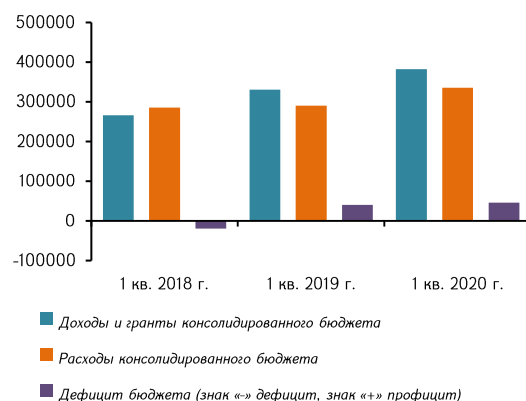


Источник: оценка ЦБ РА

По оценкам, влияние налогово-бюджетной политики на валовый спрос было расширяющее на 1,8 процентного пункта вместо предусмотренного расширяющего на 3,0 процентного пункта.

График 39

Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов РА)



Источник: СК РА

¹⁷ Анализ налогово-бюджетного сектора составлен с использованием фактических показателей совокупного бюджета за первый квартал.

¹⁸ Базой программы доходов послужила скорректированная программа правительства РА на 2020 год.

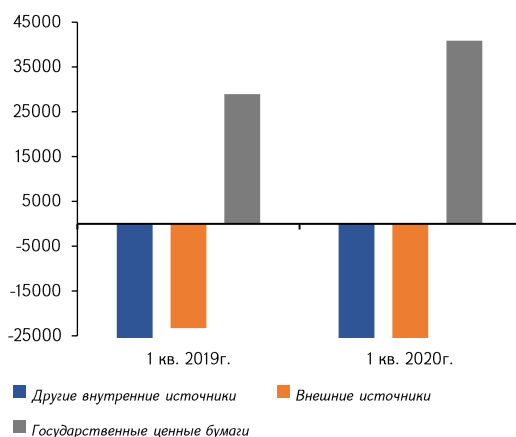
составив 3,2 вместо 3,9. В структуре расходов государственного бюджета **государственное потребление** составило 94,2% прогноз-ного показателя, а фактические расходы по статье «**Операции с нефинансовыми активами**» составили 97,3% прогноза. Обусловлено это неполным получением средств, предусмотренных для капитальных расходов, осуществляемых за счет внешнего финансирования.

В результате вышеуказанных развитий по части доходов и расходов в первом квартале сформировался профицит бюджета на 38,0 млрд драмов, что примерно в 3 раза превышает профицит, предусматриваемый ЦБ.

Профицит был зафиксирован также в бюджетах общин, в результате профицит совокупного бюджета составил 46,3 млрд драмов.

График 40

В 1-м кв. 2020 года сформировался профицит госбюджета, а в финансовых источниках увеличился чистых поступлений от государственных ценных бумаг (млн драмов РА)



Источник: Минфин РА

3.2.3. Производственная сторона экономики

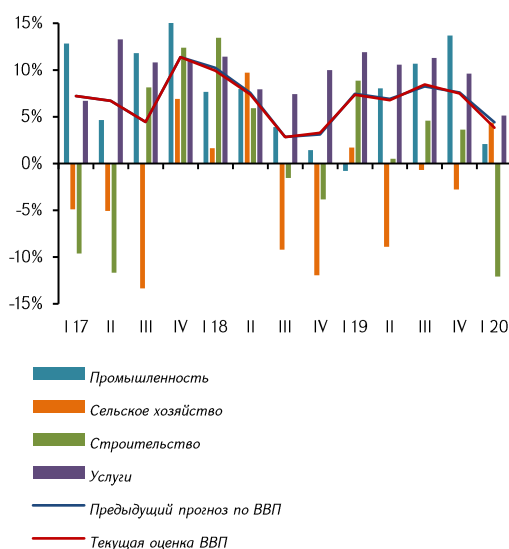
В первом квартале 2020 года рост ВВП составил 3,8%, что несколько ниже прогноза, составленного в предыдущей программе. Отклонение обусловлено главным образом большим, чем ожидалось, спадом в строительстве, который составил -12,1%. Следует отметить, что предыдущий прогноз был составлен с учетом влияния пандемии и экономических ограничений. Деятельность в сфере строительства была приостановлена 27-го марта, поэтому спад в первом квартале стал следствием имеющейся неопределенности, а не фактических ограничений. Следует отметить, что в марте во всех отраслях был зафиксирован спад, за исключением сельского хозяйства, которое меньше всего пострадало от распространения коронавируса и противоэпидемических мероприятий. Однако, за счет высокого роста в январе-феврале, показатель экономического роста в первом квартале сохранился в области положительных значений: рост сельского хозяйства в первом квартале составил 4,4%, а рост услуг и промышленности – соответственно 5,1% и 2,1%,

В апреле, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, в условиях пандемии и противоэпидемических строгих мер, спад экономической активности составил 17,2% за счет спада строительства на 50,1% торговли – на 33,1%, услуг – на 15,9%, промышленности – на 8,6% и сельского хозяйства – на 2,3%.

В первом квартале 2020 года рост ВВП составил 3,8%, что несколько ниже прогноза, составленного в предыдущей программе. Отклонение обусловлено главным образом большим, чем ожидалось, спадом в строительстве, который составил -12,1%.

График 41

Отраслевая структура ВВП (годовой прирост, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

3.2.4. Рынок труда

В первом квартале экономический рост сопровождался ростом производительности труда на 1,2%, что положительно повлияло на темп роста зарплат частного сектора. Темп роста номинальных зарплат частного сектора слегка превысил предыдущий прогноз ЦБ и составил, по оценкам, 7,7%. Ускорению роста зарплат частного сектора оказало содействие также повышение минимальной заработной платы в январе 2020 года. В результате, благодаря низкой инфляции был зафиксирован также рост реальной заработной платы.

На фоне вышеизложенных развитий экономического роста и производительности уровень безработицы в первом квартале 2020 года составил 17,8%, что соответствует предыдущим прогнозам ЦБ.

В отчетном периоде расходы предприятий на единицу рабочей силы увеличились на 6,5%, отразив ускорение темпа роста частной заработной платы по сравнению с темпом роста выпуска в расчете на единицу рабочей силы. В результате по части рынка труда наблюдаются слабые инфляционные давления.

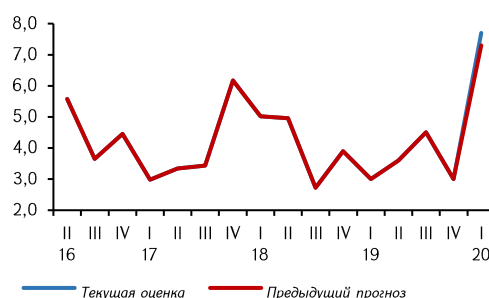
3.3. Развитие финансового рынка

В течение первого квартала 2020 года неопределенность, обусловленная вспышкой эпидемии коронавируса, вызвала резкий скачок спроса на ликвидность на мировых финансовых рынках, в многочисленных странах – ослабление национальных валют, и в этом смысле Армения не стала исключением. К концу квартала неопределенность, обусловленная пандемией, вызвала на финансовом рынке РА увеличение спроса как на драмовую, так и инвалютную ликвидность, наблюдалось ослабление драма.

В отличие от развитых стран, которые с целью удовлетворения спроса на ликвидность объявили о проведении существенной стимулирующей денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик, центральные банки развивающихся стран оказались перед выбором: или стимулировать целостный спрос, или ужесточить денежно-кредитные условия. Причиной такой дилеммы явилось то, что инфляционные ожидания в таких странах обычно недостаточно укреплены, что также выражается в высоком уровне долларизации активов. Однако, за последние годы часть развивающихся стран, в том числе и Армения, зафиксировали определенные успехи в обеспечении низкой и стабильной инфляции во внутренней экономике, закрепив инфляционные ожидания и повысив степень доверия к денежно-кредитной политике. И это, пожалуй, дало возможность Совету ЦБ РА (в отличие от некоторых стран-партнеров в регионе) в условиях неопределенности, сформировавшейся из-за пандемии,

График 42

Номинальная зарплата частного сектора (годовой прирост, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 43

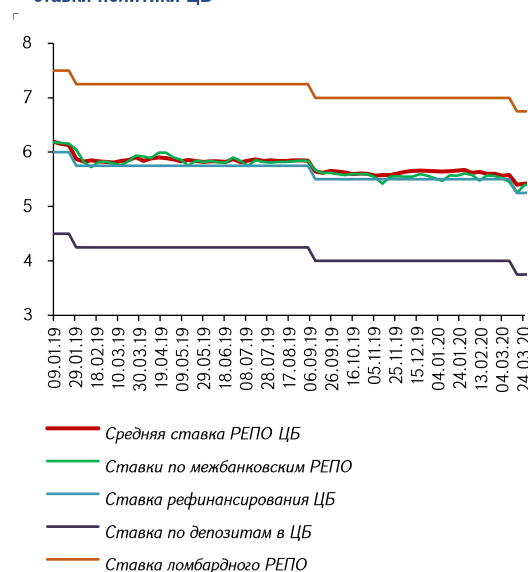
Расходы на единицу рабочей силы (годовой прирост, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

График 44

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



Источник: ЦБ РА

принять решение о повышении размера стимулирования денежно-кредитной политики. Обсудив степень влияния пандемии и мероприятий по борьбе с пандемией и преодолению последствий как на внешние, так и внутренние макроэкономические и финансовые рынки, а также учитывая низкий уровень инфляции и ожидаемые дефляционные влияния 17-го Совет ЦБ снизил ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 5,25%.

Вместе с этим, Совет ЦБ, учитывая важность осуществления наиболее прозрачной и предсказуемой налогово-бюджетной политики, направленной на обеспечение стабильности цен в условиях сложившейся неопределенности, послал импульсы участникам финансового рынка о готовности ЦБ к соответствующему реагированию при возникновении любых развитий и проявлении любых рисков.

Таблица 5

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатели	I кв. 19	II кв. 19	III кв. 19	IV кв. 19	I кв. 20
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	5.75	5.75	5.50	5.50	5.25
Ставка РЕПО ЦБ	5.94	5.86	5.80	5.63	5.57
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	5.94	5.86	5.78	5.54	5.52
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (по состоянию на конец квартала)					
Краткосрочные облигации (1 год)	6.57	6.36	6.26	6.01	5.83
Среднесрочные облигации (5 лет)	8.65	8.39	7.99	7.44	6.90
Долгосрочные облигации (30 лет)	11.05	11.13	10.99	10.46	9.93

Как уже отмечалось, неопределенности, обусловленные пандемией, вызвали на финансовом рынке определенный рост спроса как на драмовую, так и инвалютную ликвидность. В создавшейся ситуации ЦБ при помощи своего основного инструмента продолжил вливания драмовой ликвидности в необходимом рыночном объеме, содействуя таким образом также и закреплению краткосрочных процентных ставок вблизи ставки политики ЦБ.

Спрос на инвалютную ликвидность в этот период сопровождался давлением ослабления драма, причем, ослабление национальной валюты характерно для многочисленных развивающихся стран. Тем не менее, оценивая временный характер спроса на инвалютную ликвидность, в середине марта ЦБ предоставил банкам необходимые

Обсудив степень влияния пандемии и мероприятий по борьбе с пандемией и преодолению последствий как на внешние, так и внутренние макроэкономические и финансовые рынки, а также учитывая низкий уровень инфляции и ожидаемые дефляционные влияния 17-го Совет ЦБ снизил ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 5,25%.

График 45

Динамика обменного курса USD/AMD в 1-м квартале 2020 года

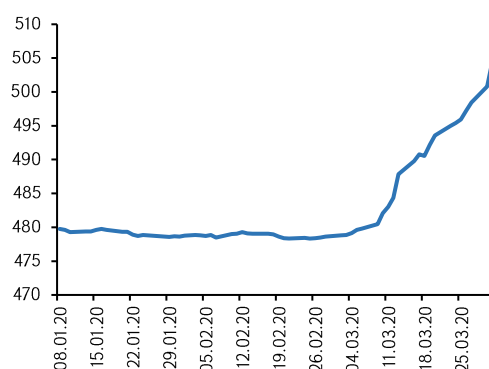
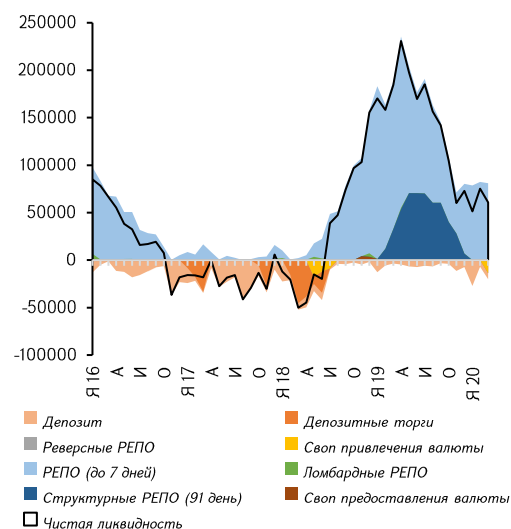


График 46

Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ РА (средний месячный запас) млн драмов РА



Источник: ЦБ РА

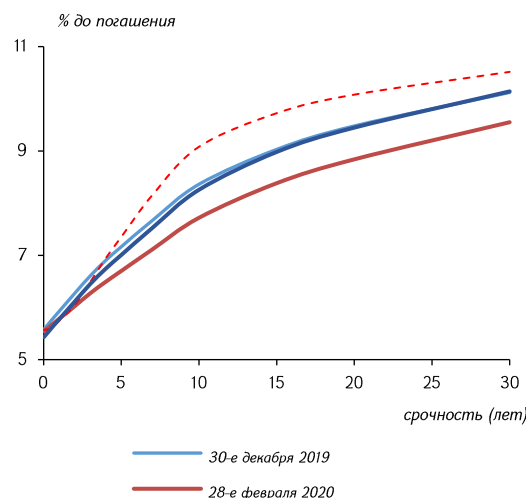
средства через сделки инвалютного свопа в общем объеме на 53,0 млн долларов США. Для обеспечения непрерывности деятельности инвалютного рынка в конце последней недели марта ЦБ осуществил продажу 70,0 млн долларов США, причем, вместе со сделками, совершенными в январе-феврале, объем чистой продажи, осуществленной ЦБ в течение квартала, составил 12,2 млн долларов США.

Сделанные в конце квартала объявления ЦБ и применяемые им инструменты направлены на смягчение отрицательного влияния пандемии на финансовый рынок и обеспечение финансовой стабильности. В этом периоде, несмотря на устойчивый уровень процентных ставок, существующая неопределенность отразилась на доходности среднесрочных и долгосрочных государственных облигаций. Постепенное снижение доходности облигаций в январе-феврале сменилось с середины марта резким повышением: повысился как коэффициент уровня кривой доходности, так и коэффициент наклона кривой. Однако снижение процентной ставки рефинансирования и целостное удовлетворение спроса на драмовую ликвидность содействовали определенному ослаблению беспокойства на финансовом рынке, в условиях которого в краткосрочном и долгосрочном отрезках доходность, постепенно снизившись, достигла к концу квартала уровня предыдущего квартала.

Что касается объемов и процентных ставок кредитования в течение первого квартала 2020 года, то в этот период они не подверглись отрицательному влиянию пандемии. Рост кредитования продолжал оставаться на высоком уровне, однако вместе с этим сопровождался небольшим ростом ставок. 12-месячный рост общего объема кредитования составил в марте 2020 года 19,7%, причем в течение как предыдущего, так и отчетного квартала в общем объеме кредитования продолжали преобладать потребительские и ипотечные кредиты. Давления на финансовом рынке не повлияли на темпы роста кредитования, и по месяцам первого квартала темп роста составил соответственно -0,24%, 1,91% и 2,87%.

График 47

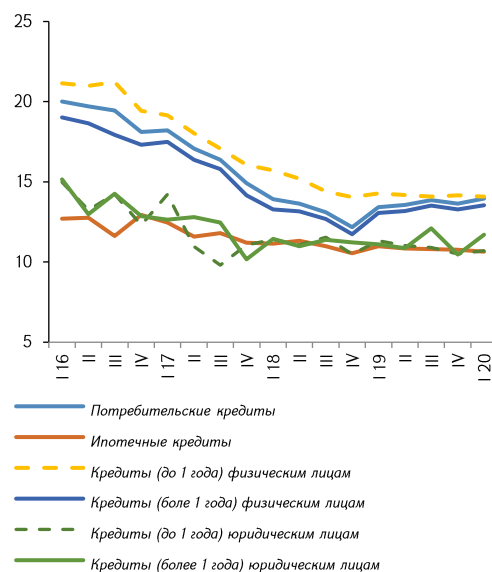
В 1-м квартале 2020 года доходность ГО колебалась в среднесрочном и долгосрочном отрезках кривой доходности



Источник: ЦБ РА

График 48

Динамика ставок по драмовым кредитам



Источник: ЦБ РА

4. РЕЗЮМЕ

Согласно программе денежно-кредитной политики ЦБ второго квартала 2020 года, в ближайшее время сохранится низкая инфляционная среда, обусловленная тем, что несмотря на более стимулирующее, по сравнению с предыдущим годом, влияние налогово-бюджетной политики, преобладающим влиянием на внутренние цены будет сохраняющееся слабое влияние частного спроса. В то же время, еще сохраняется большая неопределенность, связанная со сроками распространения пандемии и перспективами экономических развитий, исходя из которой ЦБ в краткосрочном периоде продолжит осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики, и при необходимости, сохранит эту позицию и в среднесрочном отрезке.

Риски отклонения инфляции от прогнозов в прогнозном горизонте направлены, в целом, вниз. Центральный банк ведет постоянное отслеживание этих рисков и готов к реагированию на их любое проявление для обеспечения стабильности цен в Республике Армения.

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

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	0,7	1,9	2,3	3,6
Индекс потребительских цен (в годовом выражении, среднее, %)	2,6	5,8	3,0	3,7	-1,4	1,0	2,5	1,5	1,2	2,3	3,1
Базовая инфляция (в годовом выражении, среднее, %)	5,3	5,8	1,9	5,1	-2,0	0,8	4,0	1,2	1,0	2,3	3,0
Совокупный продукт											
ВВП (млрд драмов РА)	4266,5	4555,6	4828,6	5043,6	5067,3	5568,9	6005,1	6569,0	6370,7	6855,6	7357,8
ВВП (% ,реальный рост)	7,2	3,3	3,6	3,2	0,2	7,5	5,2	7,6	-4,0	5,5	4,2
Предложение											
Промышленность (% ,реальный рост)	6,4	6,3	-0,9	6,2	7,7	11,7	4,9	8,3	-2,2	6,1	4,7
Сельское хозяйство (% ,реальный рост)	9,5	7,6	6,1	13,2	-5,0	-5,1	-6,9	-2,6	-0,4	4,2	3,9
Строительство (% ,реальный рост)	4,5	-7,4	-4,5	-3,1	-14,1	2,8	0,6	3,7	-11,2	9,3	3,2
Услуги (% ,реальный рост)	6,3	3,1	6,7	1,6	3,2	10,6	9,1	10,7	-4,3	5,0	4,1
Налоги, нетто (% ,реальный рост)	9,9	3,6	1,8	-5,1	-4,7	9,7	8,0	7,1	-5,4	5,9	4,4
Спрос											
Потребление (% ,реальный рост)	7,7	1,9	0,7	-6,2	-1,2	10,5	6,0	10,6	-5,0	3,7	3,8
Государственное потребление (% ,реальный рост)	-1,4	8,7	3,4	4,7	-2,4	-2,1	-3,0	12,5	3,6	-5,8	3,3
Частное потребление (% ,реальный рост)	9,1	0,9	1,0	-7,7	-1,0	12,7	7,4	10,3	-6,3	5,3	3,9
Валовое накопление основных средств* (% ,реальный рост)											
Государственные вложения** (% ,реальный рост)	-1,9	-8,3	-2,2	2,5	-11,4	9,7	4,8	4,4	-4,9	8,7	4,3
Совокупное накопление частных основных средств (% ,реальный рост)	-22,4	-13,8	10,0	13,6	5,0	31,7	-37,4	31,1	35,4	7,4	6,3
Экспорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	12,0	8,9	6,4	4,9	19,1	18,7	2,9	13,2	-12,6	12,2	6,5
Импорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	4,7	5,5	-1,0	-15,1	7,6	24,6	12,8	7,8	-15,8	7,4	3,9
Внешний сектор											
Торговый баланс (млн долларов США)	-2111,9	-2196,2	-2055,4	-1186,4	-944,4	-1376,1	-1789,1	-2051,2	-1615,3	-1582,7	-1587,7
Баланс услуг (млн долларов США)	-101,6	-124,3	-113,0	-94,5	-71,4	-35,6	-157,8	79,9	124,0	153,5	203,1
Денежные переводы (млн долларов США)	1539,8	1755,1	1616,1	1082,4	989,6	1179,3	1136,2	1157,3	885,4	938,5	994,8
Текущий счет (млн долларов США)	-1057,9	-812,9	-883,1	-279,1	-238,1	-344,4	-1165,3	-1118,4	-850,3	-755,0	-654,1
Торговый баланс (млн долларов США)	-19,9	-19,7	-17,8	-11,3	-8,9	-12,2	-15,7	-14,4	-11,5	-10,2	-9,3
Баланс услуг (млн долларов США)	-1,0	-1,1	-1,0	-0,9	-0,7	-0,3	-1,3	0,6	1,0	1,1	1,4
Денежные переводы (млн долларов США)	14,6	15,8	14,0	10,3	9,3	10,2	9,1	8,5	6,8	6,7	6,7
Текущий счет (млн долларов США)	-10,0	-7,3	-7,6	-2,7	-2,2	-3,0	-9,4	-8,2	-6,5	-5,4	-4,4
Государственный сектор											
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	946,2	1071,4	1144,8	1167,7	1171,1	1237,2	1341,7	1559,1	1525,9	-	-
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	878,4	1000,9	1064,1	1067,9	1079,7	1158,1	1258,1	1464,3	1433,2	-	-
Расходы (млрд драмов РА)	1006,1	1142,9	1235,1	1409,0	1449,1	1503,9	1447,1	1623,0	1850,2	-	-
Дефицит (млрд драмов РА)	-59,9	-71,5	-90,3	-241,3	-278,0	-266,7	-105,4	-63,9	-324,3	-	-
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	22,2	23,5	23,7	23,2	23,1	22,2	22,3	23,7	24,0	-	-
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	20,6	22,0	22,0	21,2	21,3	20,8	21,0	22,3	22,5	-	-
Расходы (доля в ВВП, %)	23,6	25,1	25,6	28,0	28,6	27,0	24,1	24,7	29,0	-	-
Дефицит (доля в ВВП, %)	-1,4	-1,6	-1,9	-4,8	-5,5	-4,8	-1,8	-1,0	-5,1	-	-
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (в годовом выражении, конец периода, %)	19,5	14,8	8,3	10,8	17,5	18,5	7,4	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 валового накопления ЦБ будет представлять только показатели по валовому накоплению основных средств, поскольку Статистический комитет рассчитываеа показатель изменения запасов материальных оборотных средств рассчитывается как балансовая статья и не отражает реальных объемов валового 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 2021-2013 гг.											
*** Показатели госбюджета на 2020 год являются показателями пересмотренного закона.											

ГРАФИКИ

График 1	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	4
График 2	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	5
График 3	Экономический рост в странах-партнерах	7
График 4	Инфляция в странах-партнерах	8
График 5	Международные цены на сырьевые и продовольственные товары	8
График 6	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	10
График 7	Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)	11
График 8	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке	11
График 9	Годовой прирост частных номинальных заработных плат	12
График 10	Уровень безработицы	13
График 11	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении	13
График 12	Прогнозы экономического роста США	13
График 13	Прогнозы экономического роста ЕС	14
График 14	Прогнозы экономического роста РФ	14
График 15	Прогноз международных цен на продовольствие	14
График 16	Прогноз международных цен на нефть	15
График 17	Прогноз международных цен на медь	15
График 18	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	15
График 19	Текущий счет / Среднесрочные прогнозы показателя ВВП	16
График 20	Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)	16
График 21	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий	16
График 22	Опрос об инфляционных ожиданиях домохозяйств	17
График 23	Уровень производительности бизнес сектора	20
График 24	Индекс VIX	20
График 25	Частные сбережения США	21
График 26	Показатель уровня доверия организаций (США)	21
График 27	Надбавка за риск	21
График 28	Изменения цен на финансовые активы	21
График 29	Разница темпов роста реального ВВП РА в годовом исчислении по сравнению с базовым сценарием (в процентных пунктах)	24
График 30	Разница темпов роста реального ВВП основных стран-партнеров РА в годовом исчислении по сравнению с базовым сценарием (в процентных пунктах)	24
График 31	Разница 12-месячной инфляции по сравнению с базовым сценарием (в процентных пунктах)	25
График 32	Разница процентной ставки политики по сравнению с базовым сценарием (в процентных пунктах)	25
График 33	По прогнозам ЦБ, в краткосрочном периоде сохранится низкая инфляционная среда, а в среднесрочном периоде постепенно повысится, а в конце прогнозного горизонта 12-месячная инфляция укрепитесь вблизи целевого ориентира	26
График 34	За последний одногодичный период сохранилась низкая инфляционная среда	28
График 35	В 1-м квартале 2020 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг слегка снизились по сравнению с тем же кварталом предыдущего года	29

График 36	Структура частных расходов	30
График 37	Позиция чистого экспорта улучшилась в 1-м квартале 2020 года, что вызвано опережающим снижением импорта по отношению к снижению экспорта	31
График 38	В 1-м кв. 2020 г. расширяющее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено, главным образом, расширяющим влиянием расходов	31
График 39	Основные показатели консолидированного бюджета	31
График 40	В 1-м кв. 2020 года сформировался профицит госбюджета, а в финансовых источниках увеличился чистых поступлений от государственных ценных бумаг	32
График 41	Отраслевая структура ВВП	32
График 42	Номинальная зарплата частного сектора	33
График 43	Расходы на единицу рабочей силы	33
График 44	В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться вблизи процентной ставки политики ЦБ	33
График 45	Динамика обменного курса USD/AMD в 1-м квартале 2020 года	34
График 46	Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ РА (средний месячный запас)	34
График 47	В 1-м квартале 2020 года доходность ГО колебалась в среднесрочном и долгосрочном отрезках кривой доходности	35
График 48	Динамика ставок по драмовым кредитам	35

ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	10
Таблица 2	Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП	16
Таблица 3	Логика составления прогноза	18
Таблица 4	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие инфляции	29
Таблица 5	Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА	34