

Обзор инфляции/2

*Программа денежно-кредитной политики на
2-й квартал 2021 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-
кредитной политики за 1-й квартал 2021 г.*

Важной составляющей политики инфляционного таргетирования Центрального банка является обеспечение коммуникаций с общественностью, одной из форм которой являются выпуски квартальных “Обзоров инфляции”.

В первом разделе «Обзора инфляции» представляется “Программа денежно-кредитной политики”, которая включает основные направления денежно-кредитной политики в прогнозном горизонте и вытекающие из этого прогнозы по инфляции и другим макроэкономическим показателям. Эти прогнозы базируются на оценке существующей ситуации и предположениях ЦБ относительно будущих развитий, с учетом влияния на них результатов предпринимаемых ЦБ действий.

Во втором разделе представлен “Отчет о выполнении программы денежно-кредитной политики” за предыдущий одногодичный период, который включает 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 РА убежден, что понятная для общественности и заслуживающая доверия денежно-кредитная политика играет немаловажную роль в удержании инфляционных ожиданий и сокращении расходов по обеспечению стабильности цен.

Денежно-кредитная политика нацелена на достижение целевого 4%-го показателя инфляции и сведение к минимуму отклонений в прогнозах инфляции. Траектория показателя инфляции, формируемого в результате планирования направлений денежно-кредитной политики, публикуется в виде графиков распределения вероятностей прогноза для 12-квартального временного горизонта.

Прогнозы в настоящем отчете составлены на базе всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 15 июня 2021 года, с учетом результатов опросов Центрального банка и суждений о будущих макроэкономических развитиях, основанных на имеющейся информации.

Все опубликованные по сегодняшний день “Обзоры инфляции” доступны на официальном сайте Центрального банка РА www.cba.am, где также размещены относящиеся к денежно-кредитной политике пресс-релизы и другие материалы.

Содержание

1. Краткий обзор	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	6
2.1. Внешняя среда	6
2.2. Прогнозы	10
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	10
<i>Врезка 1. Осуществление денежно-кредитной политики в условиях инфляции, обусловленной факторами предложения</i>	12
2.2.2. Экономическая активность	16
2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом	21
2.2.4. Основные суждения и риски	24
<i>Врезка 2. Итоги опроса домашних хозяйств и субъектов финансовой системы относительно их ожиданий</i>	25
<i>Врезка 3. Влияние норматива обязательного резервирования на процентные ставки рынка кредитования</i>	29
3 Фактические развития за первый квартал 2021 года	35
3.1. Инфляция	35
3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции	35
3.1.2. Цены	37
3.2. Экономические развития	40
3.2.1. Позиция экономики	40
3.2.2. Сфера расходов экономики	40
3.2.3. Производственная сфера экономики	43
3.2.4. Рынок труда	44
3.3. Развития финансового рынка	44
4. Резюме	47
Приложение	
<i>Основные макроэкономические показатели</i>	48
<i>Графики</i>	49
<i>Таблицы</i>	50

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

После тяжелого 2020 года, полного вызовов в здравоохранении, экономике и политике, экономики, в текущих развитиях 2021 года были зафиксированы более позитивные тенденции, чем ожидалось, как в смысле преодоления пандемии путем вакцинации, так и в смысле более быстрого восстановления экономической активности и совокупного спроса в условиях монетарного и фискального стимулирования. Эти тенденции привели к значительному расширению инфляционной среды на международных товарных рынках и в основных странах-партнерах РА, что оказало влияние и на экономику РА через ввозимые в страну товары, вызвав повышение инфляции и инфляционных ожиданий. По оценкам, указанные инфляционные проявления во внешнем секторе носят краткосрочный характер, и передовые страны мира и страны-партнеры РА продолжают отдавать предпочтение сохранению стимулирующей денежно-кредитной позиции, с перспективой на ее постепенную и медленную нейтрализацию в среднесрочном периоде.

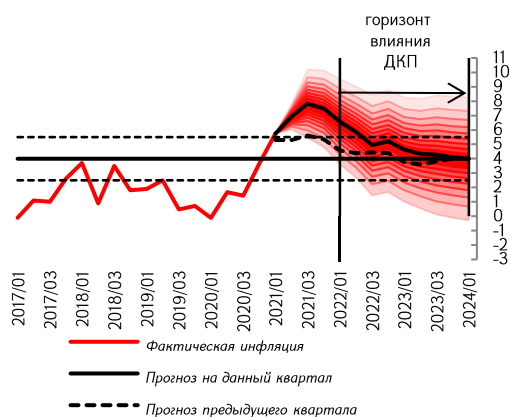
Согласно базовому сценарию ЦБ РА в течение ближайших кварталов сохранится высокая инфляционная среда. По текущим оценкам – к факторам спроса, обусловленным международными ценами на продовольственные товары, прибавились также факторы предложения, обусловленные большим ростом частного потребления, опережающим рост производственного потенциала. Исходя из сложившейся ситуации, на этом этапе Центральный банк повысили ставку политики. При этом, еще раз подтвердив свою приверженность политике по нейтрализации рисков ускорения инфляционных ожиданий на фоне увеличения внутреннего спроса, ЦБ считает необходимым внести возможные изменения по нейтрализации и сдерживанию монетарного стимулирования.

На фоне осуществляемой денежно-кредитной политики и ожидаемых экономических развитий, 12-месячная инфляция в ближайшие кварталы останется высокой, а в среднесрочной перспективе, под влиянием сдерживающих налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик, инфляция будет постепенно снижаться, укрепившись вблизи 4%-го целевого ориентира.

Согласно базовому сценарию краткосрочных прогнозов ЦБ, в ближайшие кварталы экономический рост, продолжая восстановление опережающими ожидания темпами (по сравнению с предыдущим годом), уже во втором квартале 2021 года перейдет в область положительных значений, в основном,

График 1

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



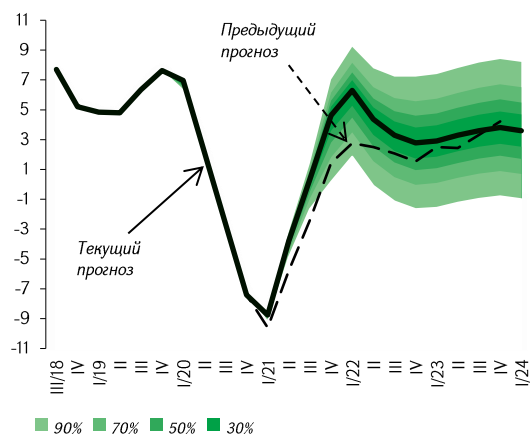
Источники: СК РА (Статистический комитет), прогноз ЦБ РА

благодаря опережающему росту частного потребления. Исходя из этого ЦБ пересмотрел и существенно повысил прогнозируемый годовой показатель экономического роста. В среднесрочной перспективе экономический рост в некоторой степени замедлится, укрепившись вблизи долгосрочного равновесного уровня.

В 2021 году экономический рост будет обуславливаться, в основном, ростом объема выпуска в промышленности и сфере услуг, что будет сопровождаться более быстрым восстановлением совокупного спроса, особенно частного потребления. В среднесрочной перспективе замедление экономического роста произойдет при условии сохраняющейся максимально слабой инвестиционной активности, за счет постепенного укрепления опережающего роста частного потребления в условиях сдерживающей фискальной и монетарной политик.

В прогнозном горизонте краткосрочные риски отклонения инфляции и экономического роста с намеченной траектории равнонаправленные (подробнее см. в подразделе «2.2.4. Основные суждения и риски»). Центральный банк проводит мониторинг изменений макроэкономической ситуации и в случае проявления рисков в любом направлении готов реагировать соответствующим образом для обеспечения целевого ориентира инфляции в среднесрочном отрезке.

График 2
Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)¹ роста ВВП в 3-годовом прогнозном горизонте



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹ Темпы роста за каждый квартал рассчитываются как совокупные темпы роста за последние 4 квартала.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

Мировая экономика продолжает быстро восстанавливаться в результате интенсивного процесса вакцинации от коронавируса и сохранения существенного стимулирующего характера экономических политик. Вакцинация проходит особенно интенсивно в развитых странах, где параллельно тому, как был достигнут желаемый уровень общей сопротивляемости населения, экономические ограничения были большей частью сняты. Что касается стран с развивающимся рынком, то, по оценкам, из-за медленных темпов вакцинации в этих странах негативные экономические последствия пандемии нейтрализуются к концу 2021 года.

Мировая экономика продолжает быстро восстанавливаться в результате интенсивного процесса вакцинации от коронавируса и сохранения существенного стимулирующего направления экономических политик.

Как показывают текущие события, распространение коронавируса после пресечения определенного порога вакцинации (двойная вакцинация 50-60% населения) значительно замедляется (США, Израиль, Великобритания), поэтому по оценкам, влияние возможного дальнейшего распространения коронавируса на экономику при таком уровне вакцинации будет незначительным. Следует отметить, что, согласно текущей оценке ЦБ, развитые страны достигнут желаемого уровня общей сопротивляемости населения в третьем квартале этого года (США однозначно опережают еврозону). Процесс вакцинации в Российской Федерации, одной из основных партнеров Республики Армения, идет медленнее.

Экономические развития в США. Текущие развития в экономике США показывают, что экономика восстанавливается быстрее, чем ожидалось ранее. Согласно оценке Бюро анализа Министерства торговли США, в первом квартале 2021 года в экономике США был зафиксирован рост на 0,4% в годовом исчислении, что выше прогноза ЦБ, предусмотренного в предыдущей программе. Это произошло в основном из-за высоких темпов роста частного потребления, оказавшегося под большим, чем ожидалось, влиянием пакетов экономической поддержки. В результате в 2021 году оценка экономического роста была пересмотрена в сторону роста: он ожидается на уровне 6,1%.

По текущим оценкам ЦБ, влияние «программы Байдена» и предыдущих фискальных пакетов на спрос достигнет максимума в течение третьего квартала 2021 года и сохранит свое положительное влияние до конца 2022 года.

Несмотря на то, что в апреле 2021 года уровень безработицы составил 6,1% против исторического максимума в 14,8% в том же

месяце прошлого года, а в мае – 5,8%, процесс восстановления рынка труда в США оценивается как медленный, что, однако, соответствует предыдущим прогнозам ЦБ РА. Предполагается, что сокращение безработицы, после некоторого текущего замедления, будет ускоряться вместе с постепенной отменой пособий по безработице. Тем не менее вернуться к докризисному уровню рабочих мест удастся только во втором полугодии 2022 года.

В первом квартале 2021 года инфляция личных потребительских расходов в США² продолжала ускоряться вследствие восстановления спроса, роста цен на продовольственные товары и энергоносители, и сформировалась на уровне 1,8% в годовом исчислении. Следует отметить, что в апреле уровень инфляции превысил среднесрочный целевой показатель ФРС США в 2%, зафиксировав рост на 3,6% в годовом исчислении, который, по оценкам, в значительной степени обусловлен временными факторами предложения, и каких-либо значительных вторичных инфляционных влияний не ожидается. В среднесрочной перспективе, наряду с нейтрализацией влияния факторов предложения и монетарного стимулирования, инфляция начнет замедляться, приближаясь к целевому уровню.

Чтобы обеспечить непрерывность восстановления рынка труда и стабильное функционирование финансовых рынков, Федеральная резервная система США продолжит поддерживать процентную ставку политики на текущих нулевых уровнях до 2023 года, а программы покупки ценных бумаг будут продолжены, по крайней мере, до конца года.

Экономические развития в еврозоне. Продление мер по борьбе с пандемией в Еврозоне привело к медленному восстановлению экономики в начале 2021 года. По оценкам Евростата, в первом квартале 2021 года экономический спад еврозоны составил 1,3% в годовом исчислении, что в основном было обусловлено низкими темпами частного потребления. Следует отметить, что во многих странах еврозоны с мая 2012 года были значительно ослаблены экономические ограничения, влияние которых в первую очередь отразилось на позитивных изменениях в сфере услуг. Ожидается, что с дальнейшим распространением вакцинации, формированием более благоприятной внешней экономической среды, ослаблением экономических ограничений и проведением ЕЦБ стимулирующей денежно-кредитной политики темпы восстановления экономики ускорятся со второй половины 2021 года. В указанных условиях годовой экономический рост в 2021 году, составит, по оценкам ЦБ РА, 4,1%.

² Целевой показатель инфляции личных потребительских расходов составляет 2%, что в среднем равносильно 2,3% общей инфляции.

Следует отметить, что рост безработицы, а также снижение вовлеченности населения в рабочую силу, по сравнению со многими другими развитыми странами, не были значительными из-за ужесточения норм регулирования рынка труда ЕС и стимулирующего характера экономической политики. Однако восстановление рынка труда, опять же из-за вышеупомянутых особенностей, происходит медленнее.

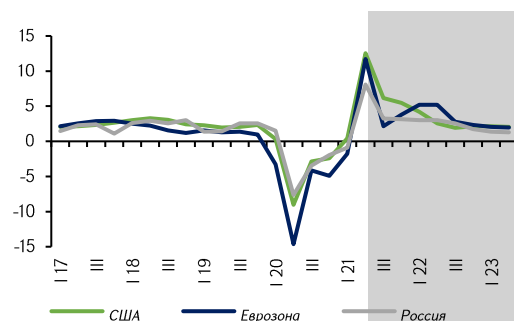
После прошлогодней дефляции, с начала 2021 года в еврозоне наблюдалось ускорение темпов инфляции: в первом квартале 2021 года инфляция составила 1,0% в годовом исчислении, что все еще ниже целевого показателя ЕЦБ, а базовая инфляция ускорилась в первом квартале до 1,2% в годовом исчислении. Следует отметить, что инфляция в еврозоне продолжила ускоряться, сформировавшись в мае вблизи 2% целевого показателя. Инфляционным развитием в основном содействовали рост цен на энергоносители, а также умеренный рост цен на продовольственные товары. Ожидается, что ускорение инфляции будет продолжаться до конца года, вызванное высокими ценами на сырье и продовольственные товары, а затем, после нейтрализации вышеупомянутых факторов предложения, она вернется к более низким уровням, чем целевой показатель.

Слабый внутренний спрос окажет положительное влияние на инфляцию только в конце прогнозного трехлетнего горизонта. В этих условиях ЕЦБ сохранит текущие стимулирующие денежно-кредитные условия на протяжении всего горизонта.

Экономические развития в России. Текущие развития российской экономики показывают, что в первом квартале 2021 года продолжилось начатое со второй половины прошлого года постепенное восстановление экономики. По оценке Федеральной службы государственной статистики РФ, в первом квартале 2021 года в экономике России было зафиксировано меньшее, чем прогнозировалось ранее, падение – на 0,7% в годовом исчислении. Текущие тенденции указывают также на постепенное восстановление спроса. В условиях роста мировых цен на нефть и восстановления мировой экономики ожидается, что в 2021 году, согласно прогнозу ЦБ РФ, экономический рост составит 3,4%.

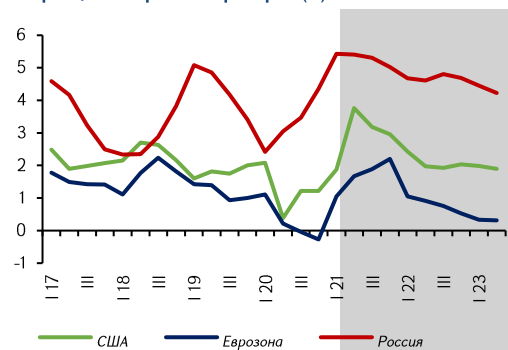
В первом квартале 2021 года среднеквартальная инфляция в России продолжила ускоряться, составив 5,4% в годовом исчислении по сравнению с 4,4% в предыдущем квартале, оставаясь выше 4% целевого показателя. Отметим также, что в апреле-мае 2021 года инфляция продолжила ускоряться, достигнув в мае 6,0%. Таким образом, из-за краткосрочных факторов спроса и предложения инфляция в России будет несколько выше, чем прогнозировалось

График 3
Экономический рост в странах-партнерах (%)



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

График 4
Инфляция в странах-партнерах (%)



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

ранее. В этих условиях, а также в условиях высоких инфляционных ожиданий, ЦБ РФ, по сравнению с предыдущими прогнозами, быстрее нормализует денежно-кредитные условия, обеспечив возврат инфляции к целевому уровню в последнем отрезке прогнозного горизонта. Исходя из этого, ЦБ России уже в апреле и июне повысил ставку политики по 0,5 процентного пункта, установив ее на уровне 5,5%.

Развития на рынках сырьевых и продовольственных товаров. На товарно-сырьевых рынках цены на сырьевые и продовольственные товары будут продолжать формироваться на высоких уровнях, что вызвано медленным ростом предложения и стимулирующей экономической политикой в условиях опережающего восстановления спроса.

На товарных рынках цены на сырьевые и продовольственные товары будут продолжать формироваться на высоких уровнях, что вызвано медленным ростом предложения и стимулирующей экономической политикой в условиях опережающего восстановления спроса.

С начала 2021 года на международном рынке меди наблюдаются в основном инфляционные развития, вызванные опережающим ростом спроса, и вытекающим из этого ожиданиями дефицита меди на рынке. В первом квартале 2021 года рост международных цен на медь составил 49,3% в годовом исчислении. Текущий рост спроса обусловлен смещением глобальных предпочтений в сторону экологически чистых энергосберегающих технологий (например, производство электромобилей), где в качестве сырья используется большое количество меди. Согласно текущим оценкам ЦБ, опережающий рост указанных отраслей продолжится также в среднесрочной перспективе, и в этом случае мировые цены на медь будут продолжать расти, и в конце горизонта они достигнут 11-12 тысяч долларов США за тонну.

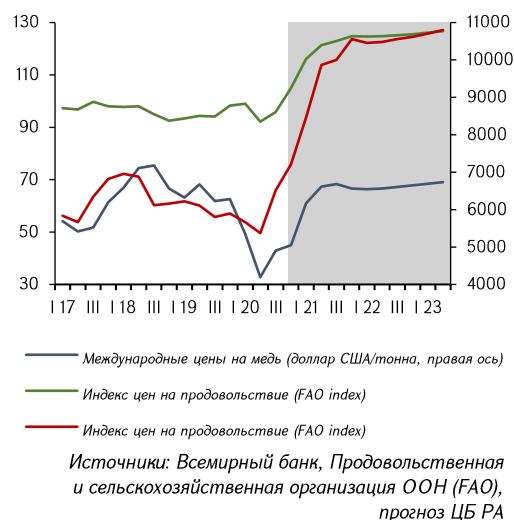
Цены на нефть, на фоне решений ОПЕК и опубликованных отчетов, с начала года проявили тенденцию роста. В частности, в первом квартале 2021 года рост цен составил 24,0% в годовом исчислении. Рост цен на нефть продолжился и апреле-мае 2021 года. Росту цен, в частности, способствовало то, что ОПЕК пересмотрел свои прогнозы мировой добычи нефти в 2021 году в сторону понижения по сравнению с предыдущим прогнозом, в основном из-за перебоев в производстве в США после морозов в штате Техас. С другой стороны, на инфляцию большое влияние оказывают ожидания роста глобального спроса в условиях массовой вакцинации. Следует отметить, что в краткосрочной перспективе вышеуказанные факторы продолжают оказывать содействие сохранению международных цен на нефть на высоком уровне.

По оценкам ЦБ, в среднесрочной перспективе предложение нефти в некоторой степени увеличится, в основном, за счет увеличения добычи в странах-членах ОПЕК, компенсируя дальнейший инфляционный эффект от монетарного и фискального стимулирования, и цены на нефть в прогнозном горизонте будут колебаться вблизи 70 долларов за баррель.

В первом квартале 2021 года инфляционные тенденции сохранились практически на всех продовольственных рынках. В условиях текущего ограниченного урожая, из-за повышения спроса, развития почти во всех товарных группах носит инфляционный характер. Таким образом, инфляция на рынке сахара была обусловлена ограниченными объемами предложения, а также ростом спроса со стороны основных стран-импортеров. Инфляция на зерновом рынке в начале года также была обусловлена опережающим ростом спроса, но ожидания урожая нового маркетингового года выше, чем ранее, что способствует ослаблению инфляционных развитий в данной товарной категории. Развития высокой инфляции на рынке растительного масла также были обусловлены увеличением спроса на этих рынках в условиях текущего ограниченного урожая (росту цен способствует также рост спроса на биотопливо).

Начиная со второй половины текущего года, в связи с ожиданиями обильного урожая, мировые цены на продовольствие в некоторой степени стабилизируются, а **в среднесрочной перспективе они будут по-прежнему оставаться на высоком уровне в соответствии со сценарием сохранения экономических стимулов в развитых странах.**

График 5
Международные цены на сырьевые и продовольственные товары



2.2. Прогнозы

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

В текущем квартале инфляция осталась на высоком уровне: в мае 12-месячная инфляция составила 5,9%. В течение этого периода 12-месячный показатель базовой инфляции повысился, составив в мае 7,4%. На инфляцию продолжают оказывать давление факторы предложения, в том числе, поступающее из международных рынков усиливающееся давление на экономику РА, а также некоторое ослабление драма РА за последние месяцы. С другой стороны, восстановление предложения во внутренней экономике, которое выражается в виде опережающего роста частного потребления, происходит быстрее, чем ожидалось, что создает дополнительное инфляционное давление при относительно низких темпах расширения производственных мощностей. Опережающее восстановление потребления свидетельствует также об усилении инфляционных ожиданий. Следует отметить, что в прошлом ускорение инфляции обуславливалось исключительно факторами предложения,

В текущем квартале инфляция осталась на высоком уровне: в мае 12-месячная инфляция составила 5,9%.

поэтому ответные меры ЦБ предполагали некоторую умеренность и, с одной стороны, были нацелены на вторичные влияния факторов предложения и рост инфляционных ожиданий, а с другой - на сохранение определенной стимулирующей среды для восстановления спроса (см. врезку 1). В настоящее время, помимо факторов предложения, существуют также инфляционные давления со стороны частного спроса, поэтому ответные меры ЦБ наиболее соответствуют текущим и ожидаемым развитиям инфляции. В результате инфляция в краткосрочной перспективе ускорится до высокого уровня, и станет снижаться в среднесрочной перспективе, постепенно приближаясь к своему целевому уровню. Кроме этого, в ближайшее время ЦБ, в рамках своей последовательной политики по нейтрализации сохраняющихся рисков ускорения инфляционных ожиданий, рассматривает необходимость внесения возможных изменений для нейтрализации монетарного стимулирования.

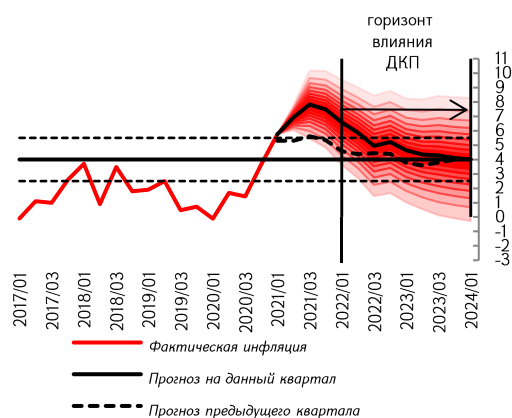
Согласно текущим событиям и оценкам Центрального банка, экономический рост склонен к ускорению за счет активности, наблюдаемой в сфере услуг и отрасли промышленности. С другой стороны, более позитивные изменения, чем ожидалось, во внешнем секторе экономики, высокие показатели денежных переводов из-за границы, некоторое ускорение кредитования и сокращение сбережений обуславливают опережающее восстановление частного спроса, которое проявляется исключительно в виде ускорения частного потребления, так как инвестиционная активность продолжает оставаться слабой. Следует отметить, что в условиях положительных сдвигов в экспорте РА, происходящих на фоне усиления внешнего спроса и роста международных цен на промышленные металлы, а также ускорения денежных переводов из-за рубежа и увеличения притока туризма в РА сформировалась тенденция укрепления драма на валютном рынке РА.

Наряду с этим налогово-бюджетная политика в 2021 году, по оценкам, окажет некоторый сдерживающий эффект.

В результате разрыв ВВП во втором квартале 2021 года оценивается как существенно положительный. Влияние вышеупомянутых позитивных факторов сохранится в краткосрочной перспективе, но в среднесрочной перспективе положительный разрыв ВВП будет нейтрализован в условиях нейтрализации и постепенного ужесточения стимулирующей позиции монетарной политики, влияния слегка сдерживающей фискальной политики, а также определенного влияния сдерживающей монетарной политики вследствие изменения

График 6

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



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

норматива обязательного резервирования (см. врезку 3). Таким образом, инфляционное давление также ослабеет и инфляция приблизится к целевому показателю в среднесрочной перспективе. По оценкам, определенное увеличение краткосрочных инфляционных ожиданий населения, которое ранее было исключительно обусловлено растущей неопределенностью, некоторым ослаблением драма на валютном рынке и фактическим ускорением инфляции, теперь также зависит от влияния опережающего восстановления частного спроса. Соответственно, чтобы нейтрализовать риски дальнейшего повышения инфляции и усиления инфляционных ожиданий в условиях положительного разрыва спроса, **Совет ЦБ принял решение повысить процентную ставку политики на 0,5 процентного пункта.**

С целью нейтрализации рисков дальнейшего повышения инфляции и усиления инфляционных ожиданий в условиях положительного разрыва спроса, Совет ЦБ принял решение повысить процентную ставку политики на 0,5 процентного пункта.

Таблица 1

Сроки	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале				
	<1.0%	1.0-2.5%		5.5-7.0%	>7.0%
II кв. 2021	0.0%	0.0%	0.4%	55.8%	43.8%
III кв.	0.0%	0.0%	5.4%	23.1%	71.5%
IV кв.	0.0%	0.1%	11.0%	27.3%	61.6%
I кв. 2022	0.1%	1.1%	26.3%	31.8%	40.7%
II кв.	0.6%	3.5%	38.7%	29.8%	27.4%
III кв.	3.1%	9.3%	47.9%	23.1%	16.7%
IV кв.	2.5%	7.9%	44.8%	24.3%	20.5%
I кв. 2023	5.0%	11.7%	48.7%	20.5%	14.0%
II кв.	7.4%	13.8%	47.7%	18.3%	12.7%
III кв.	9.7%	14.4%	44.6%	17.3%	13.9%
IV кв.	11.2%	15.2%	44.2%	16.4%	13.0%
I кв. 2024	12.4%	15.8%	43.6%	15.8%	12.5%

Врезка 1

Осуществление денежно-кредитной политики в условиях инфляции, обусловленной факторами предложения

В экономической литературе шоки предложения определяются как шоки, которые влияют на количество товаров и услуг, производимых в экономике, что, в свою очередь, отражается на ценах и общей инфляции. Например, когда предложение нефти уменьшается и в результате цена на нефть повышается, фирмы повышают цены на товары, потому что пограничные издержки увеличиваются (нефть является фактором производства). Источником шока предложения

может быть рост цен на импортные потребительские товары или, например, когда сотрудники фирмы требуют более высокую заработную плату, чем их предельная производительность, что, в свою очередь, вызывает инфляцию³. В целом, роль факторов предложения относится к непредсказуемым конкретным проявлениям предельных издержек (добавок) в процессе ценообразования фирм, что выражается в динамике инфляции.

В конце 2020 года, из-за быстрого роста мирового спроса и ограниченных возможностей предложения на ряде товарных рынков, значительные инфляционные тенденции наблюдались в сфере сырьевых и продовольственных товаров, а также в международных услугах (грузоперевозки), которые имели прямое влияние на рост цен на импортированные в Армению товары. В частности, начиная с третьего квартала 2020 года мировые цены на сахар выросли на 21,4%, подсолнечное масло – на 66%, сливочное масло – на 23,2%, пшеницу – на 12,6%, а цены на нефть выросли на 58,7%.

С другой стороны, во время относительно больших потрясений, таких как события в Республике Армения в последние кварталы, обычные процессы корректировки рыночных цен резко меняются в нескольких смыслах. Во-первых, частота изменения цен предприятиями увеличивается. Это наиболее четко проявляется на розничных рынках, где обычно отсутствуют долгосрочные контракты на поставку и стабильные деловые отношения, и частично проявляется и на отдельных оптовых рынках. Примечательно, что во время сильных потрясений цены на ряд товаров и услуг, жесткость которых очень высока (почта, парикмахерские, услуги такси и т. д.), корректируются на фоне общих инфляционных потрясений, сразу включая также инфляцию, накопленную в своей сфере за долгие годы. О возникновении вышеупомянутых явлений свидетельствует резкое увеличение доли «тех, кто меняет цены» в Республике Армения с конца 2020 года, что также было заметно в ситуациях, характеризующихся исторически аналогичными крупными потрясениями (см. график 7).

Другой важной особенностью процесса ценообразования в Армении является то, что в результате сильных потрясений у участников рынка возникает дополнительная неопределенность в отношении будущего экономического развития, а также в отношении траектории будущей инфляции. Рост неопределенности в экономике, как правило, приводит к снижению выпуска, но влияние неопределенности на инфляцию неоднозначно. Это происходит двумя основными путями: через рост предохраняющих сбережений и рост надбавок к ценам. В первом случае, домохозяйства, желая скорректировать свое потребление в условиях неопределенности относительно будущих доходов, увеличивают свои сбережения сегодня, сокращая текущее потребление, что является дефляционным явлением. Во втором случае, когда в условиях неопределенности компаниям не известен

График 7

Вес товарных групп в потребительской корзине РА, зарегистрировавших изменение цен более чем на 1%



³ Mishkin, Frederick S. "Economics of Money Banking and Financial Markets. Tenth Edition." (2012).

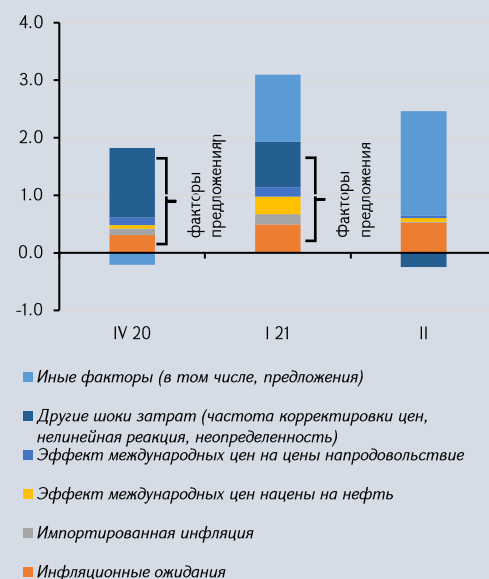
уровень цен в экономике, а есть только некоторое представление о распределении цен, то при корректировке цен они устанавливают цену выше средней, потому что цены жесткие, и если цена устанавливается ниже реальной совокупной цены, то впоследствии компания может понести убытки. Следовательно, в результате растущей неопределенности фирмы создают инфляционное давление. В зависимости от структуры экономики, характера экономических потрясений и неопределенностей окончательное воздействие может быть как инфляционным, так и дефляционным⁴. В Армении из-за рисков, связанных как с развитием пандемии коронавируса, так и с экономическими и политическими проблемами, возникшими во время военных действий в Арцахе и в послевоенный период, неопределенность в отношении будущих экономических развитий значительно возросла как у домашних хозяйств, так и у компаний. Уровень сбережений домохозяйств, который в 2020 году значительно вырос за счет противозидемических мероприятий, стал уменьшаться с начала 2021 года за счет роста частного потребления. Таким образом, влияние неопределенности на развития инфляции с начала года с точки зрения предохраняющих сбережений и частного потребления можно оценить как очень ограниченное (не инфляционное). В то же время значительный рост экономической неопределенности гораздо более четко отражается на поведении фирм, которые вносят опережающие, часто очень неадекватные корректировки цен. В то же время у домохозяйств возросла неопределенность, связанная с будущей траекторией инфляции. Из-за неопределенности, связанной с экономическими перспективами, на валютном рынке РА также наблюдалась значительная волатильность, которая, особенно на фоне ослабления драма, имела дополнительный инфляционный эффект на потребительские цены.

В результате ослабления драма РА и опережающего, нелинейного и дифференцированного поведения фирм в процессе ценообразования в условиях описанных факторов предложения, в том числе, роста мировых цен на продовольственные и сырьевые товары, и сформировавшейся неопределенности, инфляция значительно ускорилась в последние месяцы (см. график 8).

Что касается ответных мер ЦБ на шоки предложения, денежно-кредитная политика, обычно следуя заранее объявленному правилу, реагирует на инфляцию или инфляционные ожидания (в новокейнсианской среде ЦБ обычно реагирует на инфляционные ожидания). Например, отрицательный шок производительности (шок предложения) снижает объем производства, в то же время повышая цены на сырьевые товары по мере увеличения предельных затрат. Центральный банк, руководствуясь стандартным правилом Тейлора, реагирует на высокую инфляцию повышением номинальной процентной ставки⁵. Однако, если инфляционный шок является разовым и в

График 8

Основные факторы, влияющие на инфляцию



⁴ Born, Benjamin, and Johannes Pfeifer. "Uncertainty-driven business cycles: Assessing the markup channel." *Quantitative Economics* 12.2 (2021): 587-623.

⁵ Galí, Jordi. "Monetary policy, inflation, and the business cycle." *Princeton UP* (2007).

следующий момент он равен нулю (что характерно для инфляции, обусловленной факторами предложения), и денежно-кредитная политика, которая является полностью рациональной в соответствии с новокейнсианским предположением, реагирует на ожидаемую инфляцию, то в этом случае ЦБ просто не меняет процентную ставку, поскольку инфляционные ожидания остаются неизменными.

Когда мы говорим об инфляционных ожиданиях, которые являются одними из наиболее важных переменных для политики, мы можем оценить степень закреплённости этих ожиданий. В зависимости от степени устойчивости и закреплённости инфляционных ожиданий реакция политики будет разной. Таким образом, ответные меры центральных банков на шок одинаковой интенсивности в странах, где инфляционные ожидания слабо закреплёны, должны быть более решительными, чтобы ограничить вероятность дальнейшей дестабилизации инфляционных ожиданий и предотвратить дальнейшее и непрерывное ускорение фактической инфляции⁶. Таким образом, в случае инфляции, вызванной факторами предложения, интенсивность и направление деятельности центрального банка зависят от динамики инфляционных ожиданий.

Говоря об особенностях реакции центральных банков, интересно рассмотреть ситуацию, когда события во внешнем мире, в частности, изменение цен на товарном рынке являются источником шока со стороны предложения, создающего условия для инфляции. Здесь можно выделить два варианта: первый, когда товар является и товаром, готовым к потреблению, и фактором производства⁷, и второй вариант, когда он является только потребительским товаром⁸. В первом случае повышение цены на этот товар (например, рост цен на нефть) отражается как в снижении реальных доходов домохозяйств, поскольку их потребительская корзина дорожает, так и в увеличении предельных издержек компаний, что вызывает вторичные условия для повышения уровня инфляции. В результате таких шоков происходит сокращение производства и инфляция, что чрезвычайно усложняет альтернативу реакции центрального банка. И если текущая инфляция влияет также и на инфляционные ожидания, центральный банк в ответ повышает процентную ставку. Во втором случае, когда товар является всего лишь потребительским товаром, шок излишка импортного продукта, хотя и приводит к инфляции и сокращению потребления, с точки зрения индекса интенсивности выпуска может не только не привести к снижению, а даже к росту. Это связано с тем, что, во-первых, у импортного продукта есть заменители на местном рынке, а во-вторых, потребление за

⁶ Alich, Ali, et al. "Inflation targeting under imperfect policy credibility." IMF Working Papers (2009): 1-30.

⁷ Soto, Claudio, and Juan Pablo Medina. "Oil shocks and monetary policy in an estimated DSGE model for a small open economy." Documentos de Trabajo (Banco Central de Chile) 353 (2005): 1

⁸ Christiano, Lawrence J., Mathias Trabandt, and Karl Walentin. "Introducing financial frictions and unemployment into a small open economy model." Journal of Economic Dynamics and Control 35.12 (2011): 1999-2041.

счет экономии не вызывает большого сокращения. В результате влияния этих двух факторов спрос на местные продукты растет, что, в свою очередь, увеличивает уровень производства. Поэтому в такой ситуации центральный банк не сталкивается с проблемой выбора реакции.

В заключение отметим, что принимая во внимание динамику цен на товарных рынках РА в течение последних кварталов, их особенности, описанные выше, реакция Центрального банка РА на отмеченные развития, рассматриваемые как временные факторы предложения, была умеренной. Она была направлена на предотвращение возможного усиления вторичного влияния на инфляцию и увеличения инфляционных ожиданий в результате этих шоков, а также на предотвращение инфляционных развятий в условиях неопределенности относительно будущей траектории инфляции, стараясь при этом сохранить относительно благоприятные условия для восстановления спроса.

2.2.2. Экономическая активность⁹

Ожидается, что после глубокого экономического спада, предшествующего 2021 году, рост ВВП несколько восстановится, в основном за счет ускорения частного потребления. Частное потребление было довольно сдержанным в прошлом году в результате пандемии, резкого увеличения неопределенности из-за боевых действий в Арцахе и роста частных сбережений. «Отсроченный» спрос в предыдущем году будет определенно проявляться в 2021 году, что отразится на сокращении сбережений, которое уже частично произошло, исходя из фактических показателей первого квартала (см. раздел 3.2.2). Ожидается, что частные сбережения будут продолжать уменьшаться в течение года, но по-прежнему останутся выше уровня 2019 года при наличии “предохранительных” сбережений¹⁰. А частные инвестиции останутся сдержанными в течение года из-за сохранения экономической и политической неопределенности. В результате рост частных расходов в 2021 году станет основной движущей силой экономического роста в текущем году и составит 8,5% за счет увеличения частного потребления на 10,9%, в то время как валовое накопление основных средств частного сектора

Ожидается, что после глубокого экономического спада, предшествующего 2021 году, рост ВВП несколько восстановится, в основном за счет ускорения частного потребления.

⁹ Прогноз экономического роста см. в цифрах в графике 18 “Распределение вероятностей прогноза ВВП”, таблица 2.

¹⁰ Реакция населения на высокий уровень неопределенности в экономике и политике в стране. То есть потребитель, вместо того, чтобы потратить сегодня деньги на потребление, предпочитает накапливать их для дальнейшего применения в более определенном будущем. Более подробно см. в “Обзоре инфляции”, 2-й квартал 2020 года, врезка 2 “Влияние усиления неопределенности на экономику (на примере США)”.

сократится на 5,9%. Государственные расходы окажут отрицательное содействие экономическому росту за счет стабильной консолидации бюджета в текущем году после значительного стимулирования в предыдущем, а чистое содействие экспорта будет нейтральным из-за ускорения темпов роста как импорта, так и экспорта. Импорт и экспорт несколько восстановятся в течение года, но по-прежнему останутся значительно ниже докризисных уровней, в основном из-за низких показателей международного туризма в сфере услуг.

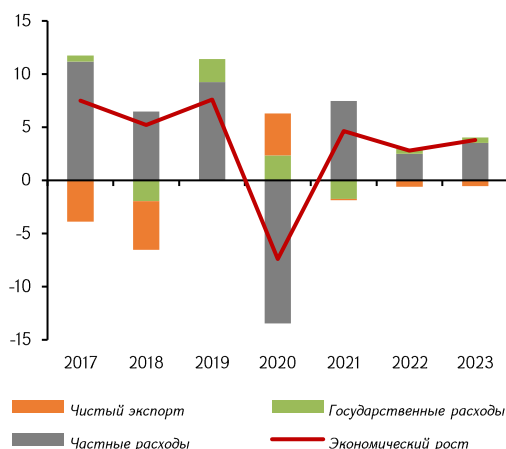
В прогнозном среднесрочном горизонте, по мере роста производительности, экономическая активность будет медленно восстанавливаться, в основном за счет частных расходов, но в конце прогнозного горизонта уровень частных инвестиций будет по-прежнему ниже докризисного уровня из-за воздействия текущей экономической и политической неопределенности. В результате в конце прогнозного горизонта показатель прироста ВВП сформируется вблизи долгосрочного стабильного уровня 3,5%–4,0%.

Ожидается, что содействие государственных расходов экономическому росту будет незначительно положительным (после отрицательного содействия в 2021 году) за счет стабильной бюджетной консолидации, которая будет направлена на сокращение дефицита и снижение государственного долгового бремени. В среднесрочной перспективе, по мере повышения производительности, а также восстановления международного туризма, ускорится рост экспорта и импорта, но содействие чистого экспорта экономическому росту будет, по оценкам, слегка отрицательным.

Внешний спрос. В 2021 году развитие текущего счета РА будет проходить в условиях более быстрого восстановления мировой и внутренней экономики, сохранения международных цен на медь, а также трансфертов на высоком уровне. В случае этих ожидаемых развитий в 2021 году показатель соотношения дефицита текущего счета к ВВП значительно снизится по сравнению с предыдущими прогнозами. Корректировки в основном касаются торгового баланса, а также денежных переводов физических лиц. Следует отметить, что мировой туристический сектор будет оставаться слабым до тех пор, пока возможности для вакцинации и фактические развития в этой сфере неравномерно распределены между странами. В связи с этим очень важное место отводится консолидированной политике стран в области безопасности туризма.

В конце прогнозируемого горизонта показатель прироста ВВП сформируется вблизи долгосрочного стабильного уровня 3,5%–4,0%.

График 9
Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹¹ В спрос не включается изменение резервов оборотного капитала, так как он рассчитывается КО РА как статья баланса и не отражает реальный уровень инвестиций, поэтому показатели экономического роста, рассчитываемые по спросу и по предложению, могут отличаться. См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

Прогнозы реального роста экспорта товаров и услуг были пересмотрены в сторону улучшения, что будет обусловлено более быстрым восстановлением мировой экономики, а также более высоким, чем ожидалось, ростом объема экспорта в условиях сохранения высоких цен на медь. Обусловленный последним, горнодобывающий сектор сохранит положительные тенденции. В то же время экспорт пищевой продукции и алкогольных напитков при благоприятных условиях внешнего спроса также будет выше предыдущих прогнозов. Показатель экспорта услуг был пересмотрен в сторону повышения, что, помимо положительных сдвигов в экспорте товаров, будет обусловлено более благоприятными тенденциями в туризме, которые уже наблюдаются в фактических показателях, чем ожидалось по предыдущей программе. В результате темпы роста реального экспорта товаров и услуг будут выше предыдущего прогноза и составят 7,0-9,0%.

Согласно новым прогнозам внутреннего спроса, по которым восстановление и рост последнего происходит более высокими темпами, процесс реального импорта товаров и услуг несколько ускорится в 2021 году и будет в пределах 5,0-7,0%. Следует отметить, что возобновление импорта туризма, в отличие от экспорта, будет отставать из-за относительно медленных темпов вакцинации в РА, что отразится на осторожной политике других стран (особенно в Европейском Союзе) в вопросе приема туристов из Армении.

Восстановление экономики России и постепенное ослабление ограничительных мер нашло отражение в возобновлении сезонной трудовой миграции, и в этом случае ожидается адекватный с предыдущим прогнозным сценарием рост сезонных денежных переводов. В то же время предполагается, что денежные переводы из США будут на более высоком уровне, чем прогнозировалось ранее. В случае указанных прогнозов чистый приток общих трансфертов в 2021 году увеличится примерно на 15,0-18,0%.

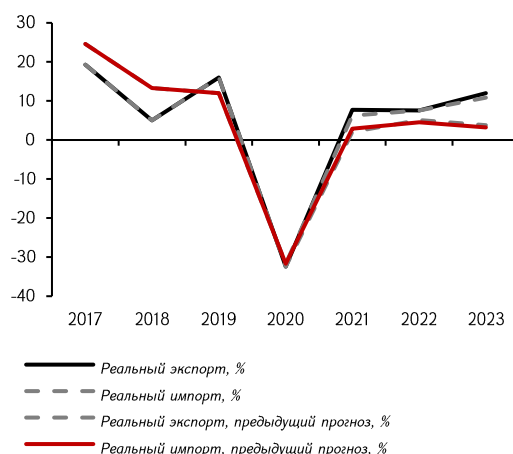
В случае вышеперечисленных прогнозов, в 2021 году показатель соотношения дефицита текущего счета к ВВП улучшится как по сравнению с предыдущими прогнозами, так и 2020 годом, и будет в пределах 1,0-3,0%.

В среднесрочной перспективе, в условиях относительно стабильной динамики тенденций восстановления глобальной и внутренней экономики и международных цен, соотношение дефицита текущего счета к ВВП постепенно приблизится и укрепитя в равновесном интервале 4,0-6,0%.

Налогово-бюджетная политика. Оценка влияния налогово-бюджетной политики на валовой спрос в 2021 году была проведена

График 10

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



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

ЦБ РА на базе показателей закона РА «О государственном бюджете РА на 2021 год», текущих корректировок, внесенных в закон¹², и основанных на этом оценок ЦБ РА.

В условиях реальных развитий в январе-мае 2021 года - восстановления экономической активности и роста импорта, а также зафиксированной инфляции, налоговых доходов в государственный бюджет было собрано больше по сравнению с квартальными пропорциями, в результате была также пересмотрена годовая налоговая программа на 2021 год в сторону увеличения примерно на 49,0 млрд драмов. В результате соотношение налоги/ВВП¹³ составит 22,1%, что меньше показателя за 2020 год на 0,3 процентного пункта.

Государственные расходы, по оценкам ЦБ, составят 97,8% годовой программы, скорректированной решениями Правительства. Низкий показатель исполнения расходов обусловлен, в частности, ожиданием неполного исполнения капитальных расходов, осуществляемых за счет внешнего финансирования, и вытекающим из этого экономией софинансирования по части этих расходов. Таким образом, в январе-апреле 2021 года капитальные расходы, осуществляемые за счет внешнего финансирования, составили лишь 25,9% полугодовой программы бюджетных расходов. В такой ситуации, по оценкам ЦБ, в 2021 году соотношение расходов к ВВП составит 27,5%, сократившись на 3,1 процентного пункта по сравнению с прошлым годом.

По оценкам ЦБ, в 2021 году показатель соотношения дефицита к ВВП составит 4,4%, что меньше показателя 2020 года на 1,0 процентного пункта. Несмотря на достаточно высокий уровень дефицита, после корректировки государственных расходов и доходов от потоков, не влияющих на совокупный спрос, оценивается, что в 2021 году, по сравнению с 2020 годом, влияние доходов будет на 1,0 процентного пункта расширяющим, а влияние расходов – на 2,3 процентного пункта сдерживающим.

С точки зрения реализации текущей налогово-бюджетной политики, так как в 2021 году, согласно закону о государственном бюджете задолженность государства перед ВВП превысит предусмотренный порог в 60% и будет реализован запланированный сценарий, предполагается, что и в текущем году сохранится исключительный случай, установленный действующими налогово-бюджетными правилами.

В 2021 году, по сравнению с 2020 годом, влияние доходов будет на 1,0 процентного пункта расширяющим, а влияние расходов – на 2,3 процентного пункта сдерживающим.

¹² Скорректированная программа - это текущая ежеквартальная и годовая программа, обновленная постановлениями Правительства в течение данного периода.

¹³ Показатель ВВП за 2021 год является прогнозом ЦБ РА, пересмотренным в сторону роста.

В среднесрочной перспективе, исходя из программы среднесрочных расходов на 2022-2024 годы, ожидается, что параллельно с восстановлением экономики Правительство осуществит налогово-бюджетную консолидацию. В рамках налогово-бюджетных правил это обеспечит постепенное сокращение дефицита бюджета и долговой нагрузки за счет роста налоговых поступлений и улучшения структуры расходов. В результате по оценкам, влияние налогово-бюджетной политики в 2022 году будет сдерживающим, а в 2023 году – нейтральным.

Рынок труда¹⁴. В 2020 году ожидается примерно 9,7% рост номинальной заработной платы в частном секторе, обусловленный как результатами налогового администрирования Комитета государственных¹⁵ доходов РА по правильному декларированию заработной платы со стороны хозяйствующих субъектов, так и, параллельно восстановлению частного спроса, реальным ростом заработных плат в частном секторе. В результате слабый рост реальный заработной платы будет сопровождаться слабым инфляционным давлением со стороны затрат на рабочую силу на предприятиях. Начиная с 2022 года и в среднесрочном прогнозе рост номинальной заработной платы в частном секторе прогнозируется примерно на 6,5% в соответствии с динамикой производительности и инфляции в экономике.

Наряду с пересмотренным вверх экономическим ростом, в случае более высоких темпов роста производительности, в 2021 году ожидается более низкий уровень безработицы, который составит 17,9%. В среднесрочном отрезке уровень безработицы будет ежегодно снижаться по 0,3-0,4 процентного пункта, приблизившись к концу прогнозного периода к 17,2%.

В 2021 году рост номинальных затрат предприятий на рабочую силу замедлится вместе с ускорением экономического роста и в конце прогнозного горизонта укрепитесь вблизи своей базовой отметки – 4% целевого ориентира инфляции. В краткосрочной перспективе инфляционное давление из рынка труда сохранится и постепенно нейтрализуется в среднесрочной перспективе в результате ускорения экономического роста и восстановления производительности.

График 11

Годовой прирост частных номинальных заработных плат



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 12

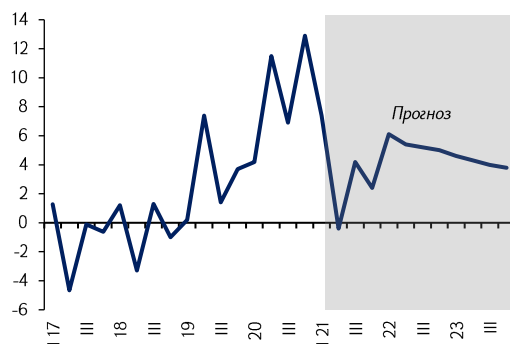
Уровень безработицы (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 13

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



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹⁴ Показатели рынка труда за период с 2020 по 2023 год являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях второго и третьего кварталов 2020 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹⁵ Отчет председателя КГД на заседании Постоянной комиссии по финансово-кредитным и бюджетным вопросам НС РА (2 часа 15 минут после начала заседания) <https://www.youtube.com/watch?v=sr3zmOLUlcE>

2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом

Вследствие значительно более позитивного влияния положительных ожиданий домохозяйств, обусловленных более быстрым, чем ожидалось, преодолением коронавируса, и благодаря стимулирующей экономической политике, (особенно мерам фискального стимулирования), прогнозы среднесрочного экономического роста всех стран-партнеров пересмотрены в сторону повышения.

Экономический рост США, одних из ключевых партнеров Армении, в краткосрочной перспективе был пересмотрен в сторону значительного повышения из-за более быстрого восстановления спроса. Вследствие сформировавшихся более высоких цен на товарных рынках, чем в предыдущих прогнозах, а также более быстрого восстановления внутреннего спроса по сравнению с предложением, инфляция в США значительно ускорилась и будет на более высоком уровне, чем прогнозировалось ранее, на протяжении почти всего прогнозного горизонта.

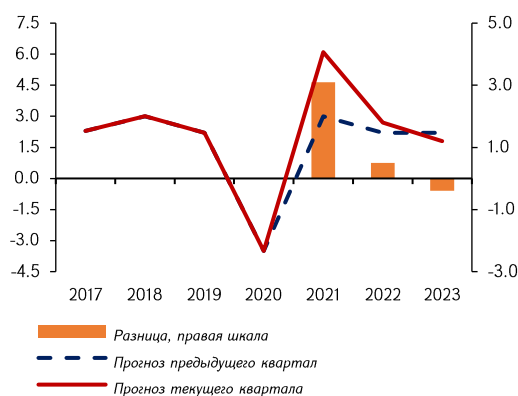
В еврозоне снятие ряда экономических ограничений в результате ускорения вакцинации, а также более благоприятная внешняя среда (особенно быстрое восстановление спроса в США) будут способствовать более высокому экономическому росту, чем прогнозировалось ранее. В конце прогнозного горизонта, по мере постепенного ослабления экономических стимулов США, экономический рост в еврозоне замедлится почти до долгосрочных стабильных уровней.

В краткосрочной перспективе инфляция в еврозоне в некоторой степени ускорится, в основном из-за более значительного инфляционного воздействия на товарно-сырьевые рынки, после нейтрализации которого она вернется к более низким уровням, чем целевой показатель. Внутренний спрос будет иметь меньшее сдерживающее влияние на инфляцию в краткосрочной перспективе по сравнению с предыдущим сценарием, и окажет положительное влияние только в последнем отрезке прогнозного горизонта. В условиях перечисленных разрывов, текущие монетарные стимулы будут сохранены на протяжении всего горизонта.

Экономический рост в России был пересмотрен в сторону повышения почти на весь прогнозный горизонт, с более быстрым восстановлением внутреннего спроса из-за позитивных ожиданий преодоления коронавируса, более благоприятной внешней среды и более высоких цен на сырьевые товары (особенно на нефть), чем прогнозировалось ранее.

График 14

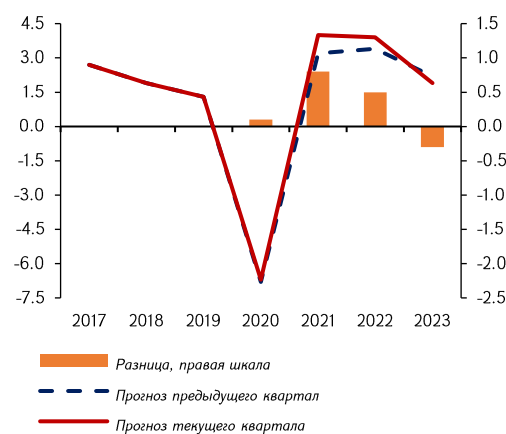
Прогнозы экономического роста США (%)



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

График 15

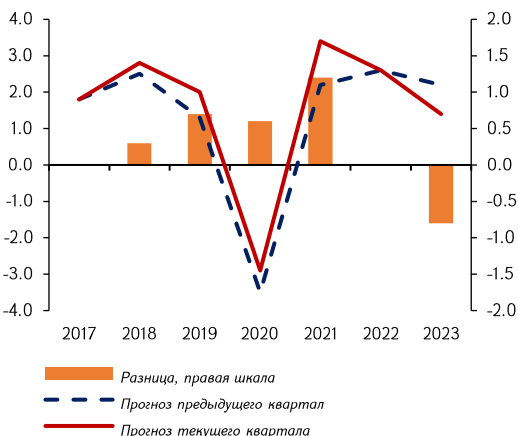
Прогнозы экономического роста ЕС (%)



Источники: Евростат, прогноз ЦБ РА

График 16

Прогнозы экономического роста РФ (%)



Источники: Росстат, прогноз ЦБ РА

¹⁶ Исторические ряды валового внутреннего продукта и экономического роста России за 2018-2020 годы были пересмотрены Государственной статистической службой России.

В силу краткосрочных факторов спроса и предложения инфляция в России в краткосрочной перспективе ускорится и сформируется на несколько более высоком уровне, чем прогнозировалось ранее. В этом случае Центральный банк России нормализует денежно-кредитные условия быстрее, чем прогнозировалось ранее, обеспечивая возврат инфляции к целевому уровню в последнем отрезке горизонта.

Мировые цены на продовольствие выросли в краткосрочной перспективе в результате значительного опережающего роста спроса по сравнению с предложением, и в среднесрочной перспективе они также останутся выше, чем прогнозировалось ранее.

Цены на нефть продолжали расти и находятся на более высоких уровнях, чем предполагалось ранее, благодаря, с одной стороны открытию экономической деятельности, подстегиваемой успешным процессом вакцинации, постепенному восстановлению въездного и выездного туризма, с другой стороны – значительному ограничению предложения в соответствии с Меморандумом о взаимопонимании между ОПЕК и странами, не входящими в ОПЕК.

В связи с восстановлением мировой экономики и особенно более быстрого роста тех отраслей, где использование меди является важным компонентом (производство батарей, полупроводников и т. д.), международные цены на медь значительно выросли и сформировались на несколько более высоких уровнях, чем прогнозировалось ранее.

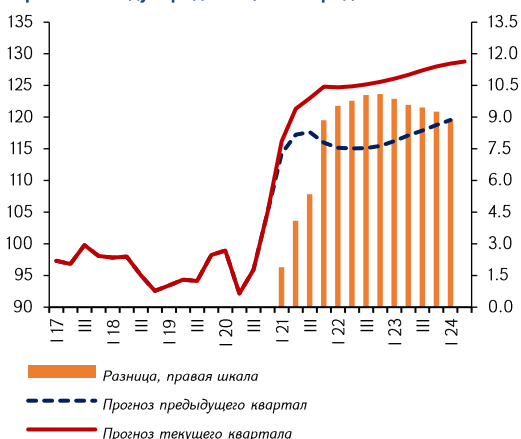
Оценки экономического роста РА были пересмотрены в сторону повышения по всей протяженности прогнозируемого горизонта.

В 2021 году экономический рост был пересмотрен в сторону значительного повышения: по сравнению с предыдущими 1,4%, в настоящее время он оценивается в 4,6%, что связано с ожидаемым более высоким уровнем как внутреннего, так и внешнего спроса.

Более быстрое, чем ожидалось, восстановление экономической активности в странах-партнерах, а также сохранение высоких мировых цен на металлы будут способствовать более быстрому восстановлению отрасли промышленности в течение года, что уже наблюдается в текущих фактических показателях 2021 года. И во втором

График 17

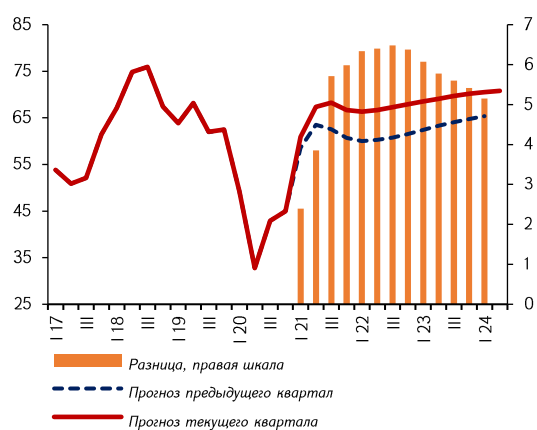
Прогноз международных цен на продовольствие



Источники: FAO, прогноз ЦБ РА

График 18

Прогноз международных цен на нефть

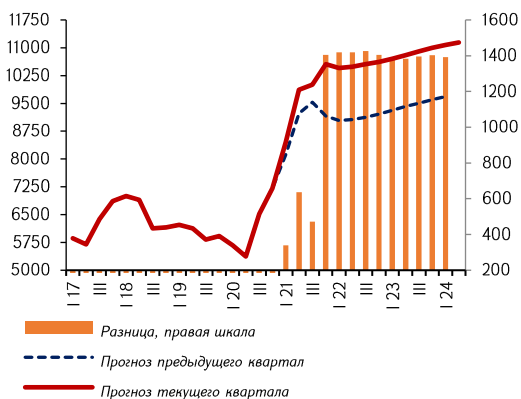


Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

В 2021 году экономический рост был значительно пересмотрен в сторону повышения: по сравнению с предыдущими 1,4%, в настоящее время он оценивается в 4,6%, что связано с ожидаемым более высоким уровнем как внутреннего, так и внешнего спроса.

График 19

Прогноз международных цен на медь



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

полугодии объем производства в промышленности сохранится на текущем высоком уровне, но значительного ускорения по сравнению с первым полугодием не ожидается, поскольку инвестиционная активность в экономике все еще находится на более низком уровне, чем в прошлом году.

Сектор услуг также был существенно пересмотрен в сторону роста, в основном из-за тенденции сокращения частных сбережений быстрее, чем ожидалось, и более быстрого восстановления частного потребления. Пересмотру в секторе услуг способствовали ожидаемые более позитивные сдвиги в международном туризме, а также возможности для заменяемости выездного туризма, внутренней торговли и услуг в случае высоких показателей потребления.

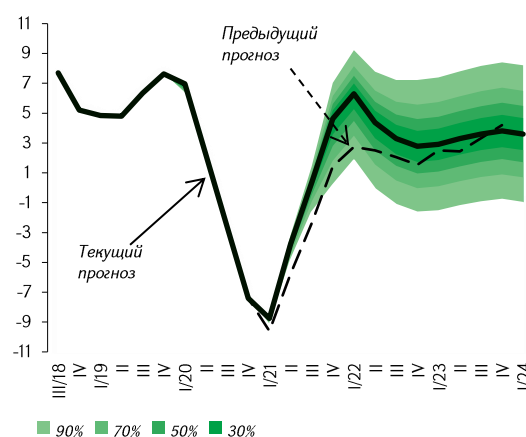
Рост сельскохозяйственного сектора был пересмотрен в сторону понижения. Ожидается, что ущерб растениеводству из-за неблагоприятных погодных условий в текущем квартале повлияет на сельскохозяйственный сектор на 0,7 процентного пункта.

В секторе строительства ожидается меньший рост по сравнению с предыдущей программой, поскольку ожидается, что рост, зарегистрированный в начале года, будет постепенно снижаться, кроме того, рост будет в основном обеспечен за счет средств государственного бюджета, а строительство за счет организаций и населения будет по-прежнему оставаться на низком уровне из-за отсрочки частных инвестиций, вызванной неопределенностью.

Экономический рост в прогнозном горизонте был пересмотрен в сторону повышения по сравнению с предыдущим прогнозом (график 18) из-за тенденций к более быстрому восстановлению производительности, чем ожидалось.

График 20

Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)¹⁶ роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

Таблица 2

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2021 январь-декабрь / 2020 январь-декабрь	3.6 – 5.2	0.2 – 7.0
2022 январь-декабрь / 2021 январь-декабрь	1.7 – 3.8	(-1.7) – 7.2
2023 январь-сентябрь / 2022 январь-сентябрь	2.7 – 4.9	(-0.8) – 8.4

¹⁷ Темпы роста за каждый квартал рассчитываются как совокупные темпы роста за последние 4 квартала.

В 2021 году показатель соотношения дефицита текущего счета к ВВП будет ниже, чем предусматривалось в предыдущем прогнозе, в основном, вследствие сокращения торгового дефицита в результате улучшения условий торговли, более высокого уровня денежных переводов от физических лиц из Соединенных Штатов, а также ожидаемых более позитивных сдвигов в экспорте туризма.

По сравнению с небольшим расширяющим влиянием предыдущего прогноза, ожидаются расширяющее влияние доходов и сдерживающее влияние расходов – в случае полного выполнения скорректированного плана по налогам и выполнения 97,8% скорректированного плана по расходам (оценка ЦБ).

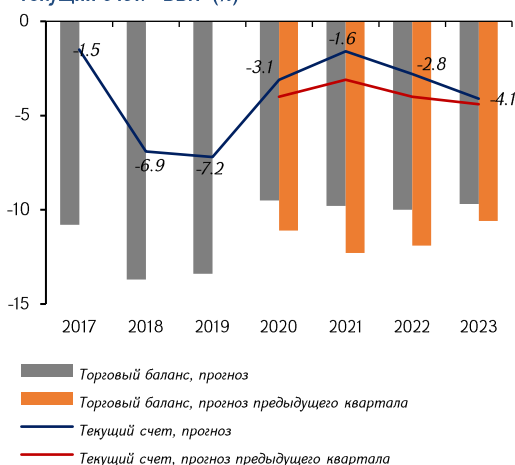
Согласно текущему прогнозу, в краткосрочной перспективе динамика как общей, так и базовой инфляции будет несколько выше, чем прогнозировалось в предыдущей программе. Высокий уровень инфляции в краткосрочной перспективе будет по-прежнему обусловлен ростом инфляционных развитий на международных товарно-сырьевых рынках и их давлением на внутреннюю экономику, а также сохранением влияния развитий, уже имеющих место на валютном рынке. С другой стороны, восстановление внутреннего спроса будет быстрее, чем ожидалось, что окажет дополнительное давление на инфляцию. Соответственно, инфляция будет выше, чем в предыдущей программе, и стабилизируется в среднесрочной перспективе, а в конце горизонта прогноза укрепитесь вблизи целевого уровня (см. график 1. “Распределение вероятностей прогноза инфляции”).

2.2.4. Основные суждения и риски

В данном разделе представляются основные суждения, послужившие основанием для разработки денежно-кредитной программы ЦБ РА на второй квартал 2021 года, и риски реализации этой программы, которые вытекают из развитий внешнего сектора, осуществляемой налогово-бюджетной политики, сформировавшихся тенденций и краткосрочных прогнозов.

График 21

Среднесрочные прогнозы показателя "Текущий счет/ ВВП" (%)

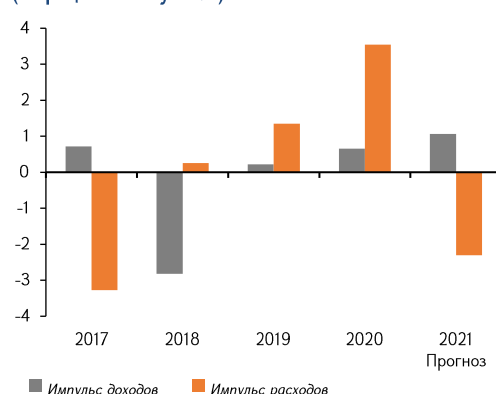


Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

Инфляция будет выше, чем в предыдущей программе, и стабилизируется в среднесрочной перспективе, а в конце прогнозного горизонта сформируется вблизи целевого уровня.

График 22

Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)



Источник: оценка ЦБ РА

Врезка 2

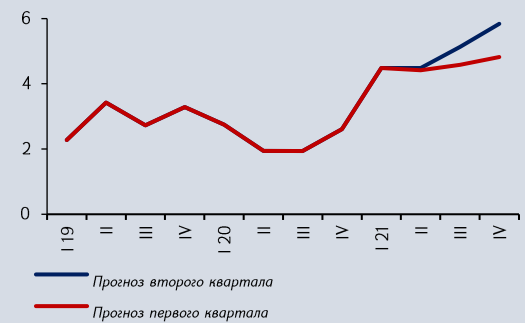
Результаты опросов домашних хозяйств и участников финансового сектора относительно их ожиданий

Краткосрочные инфляционные ожидания в ближайшем будущем будут на более высоком уровне, чем предыдущие прогнозы, в связи с текущей динамикой базовой инфляции и некоторым усилением спроса.

Инфляционные ожидания несколько выросли согласно результатам опросов ЦБ, проведенных в первом квартале 2021 года среди домашних хозяйств и участников финансового сектора относительно некоторых макроэкономических показателей. В частности, доля опрошенных домохозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте, значительно увеличилась. В то же время опросы также показывают, что в первом квартале неуверенность населения относительно ожидаемой инфляции продолжала расти.

График 23

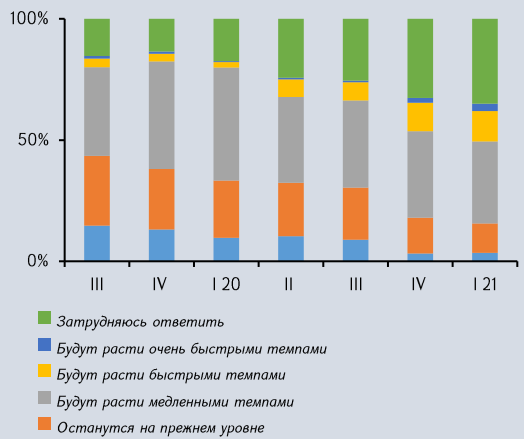
Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: оценка ЦБ РА

График 24

Опросы домохозяйств об инфляционных ожиданиях



Источник: ЦБ РА

Таблица 3

Основные суждения и предположения	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
В условиях широкого применения вакцинации против коронавируса в развитых странах, до третьего квартала 2021 года процесс вакцинации приблизится к “финишу”, тогда как в развивающихся странах отрицательные последствия пандемии из-за медленных темпов вакцинации продолжатся до конца 2021 года, хотя влияние будет относительно слабым. Федеральная резервная система США и центральные банки ведущих стран мира будут продолжать проводить значительную расширяющую денежно-кредитную политику на протяжении всего прогнозного периода, несмотря на краткосрочные ускорения инфляции и инфляционных ожиданий. Положительное влияние “Программы Байдена” по финансированию экономики США с точки зрения расширения внутреннего спроса в США будет больше, чем предполагалось ранее, и сохранится на протяжении 1–1,5-годового горизонта.	✓ Быстрое восстановление спроса в странах-партнерах отразится на значительном расширении инфляционной среды. ✓ В условиях сохранения мировой расширяющей финансовой среды, цены на международных товарно-сырьевых рынках останутся на высоком уровне на протяжении всего прогнозного горизонта. ✓ Ожидаемый большой объем притока денежных переводов из США сохранится в течение 2021 года.
Премия за риск страны, в условиях сохраняющейся высокой ликвидности на мировых финансовых рынках, в прогножном горизонте пока останется ниже стабильного долгосрочного уровня.	✓ Премия за риск страны во втором квартале соответствовала предыдущим прогнозам. В среднесрочной перспективе, наряду с медленным снижением мировой финансовой ликвидности, она несколько восстановится, находясь слегка на более высоких уровнях, чем текущий уровень.
Ускорение инфляционных ожиданий.	✓ По оценкам, краткосрочные инфляционные ожидания населения определенно увеличились из-за передаваемого влияния продолжающихся инфляционных развитий на международных рынках. Более быстрые, чем ожидалось, темпы восстановления частного спроса также способствовали росту инфляционных ожиданий. В свою очередь, рост инфляционных ожиданий несколько повысил уровень нейтральной процентной ставки.

Монетарная политика для 2021 года: расширяющее влияние доходов и сдерживающее влияние расходов.	✓ В 2021 году ожидаются расширяющее влияние доходов на 1,0 и сдерживающее влияние расходов на 2,3 - в случае полного выполнения скорректированного плана по налогам и 97,8% выполнения скорректированного плана по расходам (оценка ЦБ). В среднесрочной перспективе, особенно в 2022 году, влияние налогово-бюджетной политики будет сдерживающим, а в 2023 году – нейтральным согласно оценкам, составленным на основании основных показателей проекта программы среднесрочных расходов на 2022-2024 годы.
Медленные процесс вакцинации в РА продолжит оказывать определенное негативное влияние на восстановление экономики и туризма.	Ожидается, что процесс вакцинации будет проходить медленными темпами, с перспективой реализации программы вакцинации примерно для 10% населения к концу года, однако экономические последствия в течение года будут незначительными и будут постепенно нейтрализоваться за счет широкой вакцинации за границей и развития группового иммунитета в Республике Армения. ✓ В условиях постепенной нейтрализации ограничений на въезд в Армению восстановление въездного и выездного туризма в Армении в 2021 году будет в пределах примерно 37% от уровня 2019 года, с учетом прогнозов мирового туризма, а также непропорционального внедрения процесса вакцинации во всем мире. Кроме того, будет введена замена иностранного туризма внутренним, что будет способствовать восстановлению внутреннего спроса.
Изменение механизма норматива обязательного резервирования окажет определенное влияние на рост кредитных ставок.	✓ В результате изменения норматива обязательного резервирования коммерческие банки формируют дополнительный 10% резерв в драмах по ряду инвалютных средств, а в дальнейшем и 8% резерв в иностранной валюте. В результате норматив эффективного резервирования в драмах увеличился примерно на 5 процентных пунктов, в результате чего оцениваемый рост процентных ставок по драмовым кредитам составит 1,16 процентного пункта (см. врезку 3).

Ущерб, нанесенный стихийными бедствиями в областях Армавир и Гегаркуник, окажет слабое влияние на объем сельскохозяйственной продукции и инфляцию.	✓ Предполагается, что ущерб, нанесенный неблагоприятными погодными условиями, окажет влияние на сельскохозяйственный сектор в размере 0,6-0,7 процентного пункта и на инфляцию в размере 0,1 процентного пункта.
Добывающие отрасли оказали отрицательное содействие росту потенциального уровня ВВП.	✓ Деятельность Техутского и Амулсарского рудников и Алавердинского медно-молибденового комбината не учитывается в сценарии денежно-кредитной политики. Их потенциальное влияние учитывается в прогнозе рисков. ✓ Из-за логистических проблем, связанных с эксплуатацией Соткского рудника, в течение всего прогнозного горизонта будет осуществляться около 30-35% от бывшего общего объема всей производственной цепочки по добыче, переработке и экспорту золота.
В связи с таможенными процессами Евразийского экономического союза, а также обязательствами перед МВФ в отношении налоговых изменений, до 2023 года ожидаются ежегодные постепенные корректировки, которые будут иметь некоторые инфляционные влияния.	✓ По оценкам, ожидаемое влияние от изменения акцизного налога в 2021-2023 годах составит 0,4 процентного пункта, а влияния изменения тарифов таможенных пошлин – до 0,3 процентного пункта ежегодно.
Внутренняя экономическая и политическая неопределенность в Армении будет иметь сдерживающее влияние на внутренний спрос в течение всего 2021 года.	✓ Задержки инвестиций вследствие политической неопределенности в стране в некоторой степени ограничат внутренний спрос.
Более чем обычная реакция инфляции на факторы предложения.	✓ В фактических развитиях инфляции наблюдались явления опережающей, нелинейной реакции или увеличения дополнительных стимулов. Они нейтрализуются лишь частично или незначительно путем дальнейших корректировок, и по большей части сохраняются в виде единовременной корректировки уровня цен в сторону повышения.
В условиях экономической неопределенности, сбережения, значительно увеличившиеся в 2020 году, стремительно сокращаются в первом и втором кварталах 2021 года (часть «вынужденных» сбережений).	✓ Сокращение сбережений окажет положительное содействие целостному спросу. ✓ Ожидается, что в течение года сбережения сократятся, но в прогножном горизонте все равно будут выше докризисного уровня из-за наличия «предохраняющих» сбережений.

Влияние норматива обязательного резервирования на процентные ставки рынка кредитования¹⁸

Центральные банки ряда развивающихся стран заострили свое внимание на проблемах финансовой стабильности особенно после финансово-экономического кризиса 2008-2009 годов. Они стали широко применять норматив обязательного резервирования. После мирового финансово-экономического кризиса обязательное резервирование стало активным инструментом макропруденциальной политики¹⁹, однако он широко используется центральными банками также в качестве инструмента регулирования ликвидности, а в некоторых случаях – и в качестве инструмента монетарной политики.

Следует отметить, что высокий уровень долларизации является одним из препятствий на пути реализации эффективных монетарной и фискальной политик в ряде развивающихся стран. При высоком уровне долларизации финансовая система становится чувствительной к внешним шокам, особенно к волатильности обменного курса. Чтобы купировать риски, обусловленные внешними шоками, многие центральные банки используют норматив обязательного резервирования, чтобы сдерживать высокий уровень долларизации или связанные с этим риски ликвидности, в основном за счет установления высоких требований к резервированию по инвалютным активам²⁰. В некоторых случаях норматив обязательного резервирования используется для регулирования ликвидности финансовой системы²¹, способствуя приближению уровня рыночных процентных ставок к операционной цели политики центрального банка. Примечательно, что случаи использования обязательного резервирования в качестве инструмента монетарной политики в рамках стратегии инфляционного таргетирования четко не сформулированы и недостаточно изучены. Исследования в большей части относятся к изучению применения механизма обязательного резервирования в вопросах управления потоками капитала или влияния на кривую доходности, направленного на сдерживание как монетарных рисков, так и рисков финансовой стабильности.

Независимо от цели применения, изменения в механизме обязательного резервирования оказывают определенный эффект на трансмиссионный механизм монетарной политики, рыночные ставки кредитования и целостный спрос. В данной работе сделана попытка выяснить масштаб влияния норматива обязательного резервирования в РА на рыночные процентные ставки по кредитам, а также дается описание трансмиссионного механизма. Нами были изучены следующие уравнения:

¹⁸ Авторы: Айк Тервердян (Управление экономических исследований), Карен Бабалян (Управление финансовой стабильности и развития), и Ваче Казарян (Управление денежно-кредитной политики).

¹⁹ Claessens (2014) and Kashyap et al. (2011).

²⁰ Galac and Kraft (2012), Castillo et al. (2016).

²¹ Robitaille (2011).

$$i_{i,t}^{AMD} = \beta_0 + \mu_t + \beta_1 i_{i,t-1} + \beta_2 RR_{i,t-1} + \beta_3 PR_{i,t-1} + \beta_4 LR_{i,t-1} + \beta_5 RR_{i,t-1} \\ \times LR_{i,t-1} + \beta_6 npl_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$i_{i,t}^{USD} = \beta_0 + \mu_t + \beta_1 i_{i,t-1} + \beta_2 RR_{i,t-1} + \beta_3 DR_{i,t} + \beta_4 LR_{i,t-1} + \beta_5 RR_{i,t-1} \\ \times LR_{i,t-1} + \beta_6 npl_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

где $i_{i,t}^{AMD}$ и $i_{i,t}^{USD}$ – это ставки по драмовым и инвалютным кредитам соответственно, а в качестве независимых переменных рассматриваются норматив обязательного резервирования, норматив общей ликвидности, доля просроченных кредитов в общем объеме кредитов, и процентные ставки по депозитам. Данные, используемые в модели, являются панельными (по банкам) и включают период с января 2013 года по апрель 2021 года. В течение этого периода размер обязательных резервов по привлеченным средствам как в драмах, так и в иностранной валюте в Республике Армения периодически пересматривался Центральным банком Армении в соответствии с основными принципами политики дедолларизации и финансового регулирования (см. график 25).

Уравнение денежной процентной ставки оценивалось методом авторегрессионного процесса первого порядка (AR(1) fixed effects), а для долларовых процентных ставок – обобщенным методом моментов (GMM).

С использованием оцененных уравнений был изучен трансмиссионный механизм норматива обязательного резервирования, который выражается в представленных уравнениях в коэффициентах β_2 и β_5 . Картина трансмиссионного механизма выглядит следующим образом:

ОР $\uparrow \Rightarrow$ ликвидность $\downarrow \Rightarrow$ ставка депозита $\uparrow \Rightarrow$ ставка кредита $\uparrow \Rightarrow$ объем кредитов $\downarrow$

В случае такого трансмиссионного механизма используется величина позиции ликвидности банков. Если позиция ликвидности данного банка достаточно высокая, то данный банк устанавливает низкие процентные ставки по кредитам (см. графики 26 и 27).

Представленный трансмиссионный механизм существует, если $\beta_2 > 0$, $\beta_5 < 0$. В результате чистое влияние обязательного резервирования можно представить как:

Чистое влияние $= \beta_2 + \beta_5 \cdot \text{ликвидность}$

В результате оценки уравнений получают следующие значения коэффициентов:

Значение коэффициента	Ставка по драмовым кредитам	Ставка по инвалютным кредитам
β_2	0.446	0.338
β_5	-0.008	-0.009

Из таблицы можно сделать вывод, что представленный трансмиссионный механизм существует в случае как драмовых, так и валютных кредитов. С помощью полученных коэффициентов можно также рассчитать тот максимальный уровень ликвидности, когда изменение норматива обязательного резервирования явно оказывает

График 25

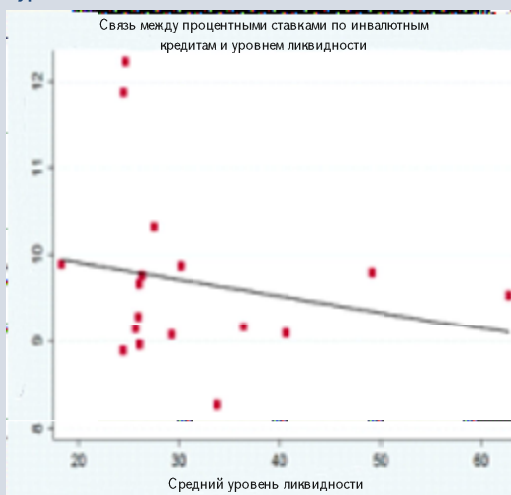
Норматив обязательного резервирования



Источник: ЦБ РА

График 26

Связь между ставками по инвалютным кредитам и уровнем ликвидности



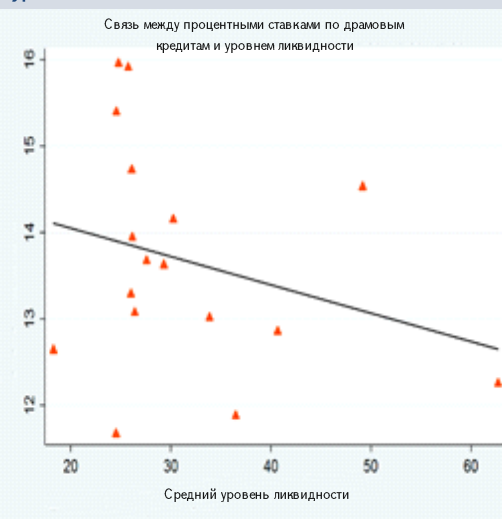
Источник: Расчеты автора

влияние на процентные ставки банков с ликвидностью ниже этого уровня. В частности, согласно полученным оценкам, по состоянию на апрель 2021 года этот показатель составляет 56% по драмовым кредитам и 38% по валютным кредитам. В текущих условиях ликвидности чистое влияние изменения норматива обязательного резервирования на процентные ставки по драмовым кредитам равно 0,23 процентного пункта, а на процентные ставки по кредитам в иностранной валюте - 0,09 процентного пункта.

В апреле 2021 года Центральный банк в соответствии с принципами последовательной политики по снижению уровня долларизации, изменил порядок обязательного резервирования, увеличив норму резервирования по средствам, привлеченным в драмах, на 2%, установив ее на уровне 4%. Был изменен также размер резервов по некоторым привлеченным средствам в иностранной валюте (см. приведенную ниже таблицу).

График 27

Связь между ставками по драмовым кредитам и уровнем ликвидности



Источник: Расчеты автора

**Измененные ставки резервирования привлеченных в апреле 2021 года средств (облигаций)
установлены в размере 10%**

		2-4 года		4 года и более	
Привлеченные средства	Инвесторы	Ставка		Ставка	
		драмы РА	инвалюта	драмы РА	инвалюта
Облигации, выпущенные на иностранных биржах	не менее 50% участников и аффилированных лиц	0%	0%	0%	0%
	в других случаях		4.5%		2.25%
Облигации, выпущенные на внутренних биржах	не более 50% участников и аффилированных лиц		2.25%		0%
	в других случаях		4.5%		2.25%
- Из международных финансовых организаций - Из банков с рейтингом А- и выше - Из банков или банковских групп с 50% и более участием					4.5%

В результате этого изменения банки формируют дополнительный 10% резерв в драмах по ряду инвалютных средств, а в дальнейшем и 8% резерв в иностранной валюте. Согласно оценкам ЦБ, в результате этих изменений норматив эффективного резервирования в драмах увеличился примерно на 5 процентных пунктов, что окажет влияние на повышение процентных ставок по драмовым кредитам на 1,16 процентного пункта. Таким образом, вышеупомянутые изменения в механизме обязательного резервирования, помимо реализации основных задач, повышения эффективности трансмиссионного механизма монетарной политики, также оказывают определенное дополнительное влияние сдерживающей монетарной политики на совокупный спрос.

Риски прогноза

Рост объемов вакцинации за последние месяцы в ряде развитых и развивающихся стран в рамках борьбы с пандемией коронавируса вселил некоторый оптимизм в прогнозы развития мировой экономики. Дополнительная неопределенность для экономики Армении, обусловленная ситуацией в стране, сложившейся вследствие боевых действий в конце прошлого года, и экономическими и политическими проблемами, продолжает сохраняться, хотя ожидается, что они будут постепенно ослабевать в результате досрочных парламентских выборов. В целом, все еще высокий уровень неопределенности по-прежнему выражается в виде наиболее широких прогнозных диапазонов центральных значений инфляции и других важных макропоказателей (см. графики 1 и 2 о распределении вероятностей прогнозов инфляции и реального роста ВВП). Соответственно, в условиях сохранения большой неопределенности ниже представляются только наиболее значительные количественные риски, которые сложились вокруг базового сценария.

С точки зрения целостного спроса можно выделить следующие риски

- Существующие для развития внешнего спроса как положительные, так и отрицательные риски будут обусловлены возможностями, объемом и эффективностью вакцинации населения от коронавируса, а также степенью и длительностью монетарного и фискального стимулирования в развивающихся странах. Следует отметить, что из-за медленного процесса вакцинации существуют определенные риски для продолжения восстановления спроса, особенно в развивающихся странах, в том числе, в одной из основных торговых партнеров Армении - в Российской Федерации. С другой стороны, все еще существуют некоторые риски с точки зрения достижения необходимого объема вакцинации, обеспечения долгосрочности эффективности вакцин и формирования коллективного иммунитета, которые, тем не менее, считаются ограниченными.
- Благодаря эффективному осуществлению вакцинации и мерам по борьбе с коронавирусом в РА, уровень доверия населения и организаций, а также возможное увеличение уровня их расходов, содержит положительные риски для более быстрого восстановления совокупного спроса и экономического потенциала. Несмотря на положительную динамику показателей частного потребления, связанных с инвестиционным климатом, все еще существуют риски длительного сохранения осмотрительного инвестиционного поведения. Эти развития могут иметь дополнительное сдерживающее воздействие на совокупный спрос, и, оказав давление

на последующую динамику вложений в отдельные отрасли, даже вызвать наиболее долгосрочный ущерб с точки зрения уровня потенциала экономики.

- Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос во многом зависит от исполнения государственного бюджета. В случае сбора налогов, превышающего программный уровень (в случае повышения эффективности налогового администрирования) доходы окажут нейтральный или в некоторой степени сдерживающий эффект на оцененную расширяющую политику. В случае большей экономии государственных расходов (текущая оценка ЦБ составляет 2,2% от скорректированного плана расходов), расходы будут иметь более сдерживающее влияние. Учитывая процесс исполнения бюджета прошлых лет (среднее исполнение государственных расходов за последние 10 лет по сравнению с скорректированной программой составило 95,3%), и исполнение расходов за первые пять месяцев текущего года, где было зарегистрировано невыполнение расходов, особенно по части расходов с внешним финансированием, можно предположить, что существуют значительные риски с точки зрения полного выполнения программы расходов, скорректированной решениями Правительства.

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

- В случае возможного непропорционального ужесточения денежно-кредитных условий, стимулирующих расширение инфляционной среды в развитых странах, в развивающихся странах резко возрастут премии за риск, отток капитала и, главным образом, инфляционные риски.
- Риски, связанные с ценами на сырьевые товары, равнонаправленные и зависят от скорости восстановления мировой экономики, а также фактических проявлений возможных факторов предложения (например, объемов урожая) на товарно-сырьевых рынках.
- В результате изучения динамики цен на некоторые товары в условиях текущего развития инфляции в последние месяцы, наблюдались явления корректировки и опережающей, нелинейной реакции внутренних цен на внешние шоки предложения и на ослабление номинального курса драма. Хотя в основном сценарии предполагается, что эти корректировки останутся как разовое изменение уровня цен, существуют некоторые дефляционные риски с точки зрения вероятности их обратной корректировки в ближайшие месяцы.

- В отрасли сельского хозяйства есть риски снижения и инфляции сельхозпродукции, вытекающие из погодных условий. Максимальный ущерб, нанесенный стихией посевам и теплицам в областях Армавир и Гегаркуник, оценивается в 20%, что окажет влияние на сельское хозяйство максимум на 1,5 процентного пункта, а на инфляцию – на 0,3 процентного пункта.

Таким образом, можно заключить, что риски отклонения инфляции от прогнозируемой траектории в среднесрочной перспективе равнонаправленные, и в целом все еще очень высокие (см. график 1 “Распределение вероятностей прогноза инфляции”).

В дополнение вышеуказанным инфляционным рискам, по части экономического роста имеются также связанные с потенциалом дополнительные среднесрочные двусторонние риски, с преобладанием рисков в сторону снижения. В частности, риски обусловлены следующими внутренними факторами:

- Неопределенности, связанные с эксплуатацией Амулсарского рудника и Алавердинского медно-молибденового комбината, которые обуславливают риск в сторону повышения.
- В случае затягивания и сохранения экономической и политической неопределенности в РА возникнут дополнительные негативные риски сокращения инвестиций, что отрицательно скажется также на среднесрочном росте потенциала.
- Вероятность сокращения трудовых ресурсов из-за возможной эмиграции населения, что является риском в сторону снижения.
- Неопределенность, связанная с определением стратегии Правительства по восстановлению потенциала экономики, масштабами и содержанием возможных реформ, которую можно рассматривать как равнонаправленный риск.

В целом, поскольку имеется большая неопределенность, связанная с дальнейшими политическими и экономическими развитиями, 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 действовать согласно ситуации.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ПЕРВОГО КВАРТАЛА 2021 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

В начале отчетного периода, во втором квартале 2020 года, темпы распространения коронавируса во всем мире, в том числе в Армении, быстро росли, и в результате ограничительных мер, введенных правительствами в связи с этим, в мире, и в том числе в РА, были зарегистрированы значительное снижение экономической активности, ослабление совокупного спроса и существенные дефляционные проявления на основных товарно-сырьевых рынках. Вместе с этим возросла неопределенность, связанная с перспективами длительности пандемии и экономического развития, что оказало дополнительное давление на совокупный спрос. В подобной ситуации признанные международные финансовые организации и центральные банки, включая Центральный банк РА, пересмотрели свои оценки по макроэкономическим показателям в сторону снижения, и в соответствии с этим планировали проводить более стимулирующую денежно-кредитную политику, с целью восстановления спроса и обеспечения стабильности цен. Во втором квартале 2020 года, согласно базовому сценарию прогнозов ЦБ РА, 12-месячная инфляция в краткосрочной перспективе должна была остаться на низком уровне, поскольку влияние слабого частного спроса перевесило бы размер фискального стимулирования. В среднесрочной перспективе, в результате мер монетарного стимулирования, осуществляемых параллельно преодолению последствий пандемии и восстановлению спроса, инфляция должна была постепенно повыситься и к концу прогнозного горизонта укрепитесь вблизи 4% целевого ориентира.

В первом полугодии отчетного года, как и ожидалось, сохранилась низкая инфляционная среда. Во втором и третьем кварталах 2020 года наблюдалось резкое снижение экономической активности, выразившееся в значительном сокращении во всех секторах экономики. Ослабление экономической активности было вызвано ограничительными мерами в здравоохранении и экономике, введенными с целью преодоления последствий пандемии, а также большой неопределенностью, связанной с экономическими перспективами. В такой

ситуации Правительство проводило достаточно стимулирующую фискальную политику, направленную на оказание социальной и экономической помощи. Однако в условиях накопившейся большой неопределенности общественность проявила осторожное поведение, которое перекрыло влияние фискального стимулирования, что привело к ослаблению внутреннего спроса и поддержанию низкой инфляционной среды в данных условиях.

Под влиянием макроэкономической среды, сформировавшейся в результате вышеуказанных событий, 12-месячная инфляция в этих кварталах оказались ниже ожидаемого уровня, достигнув в конце сентября 1,4%, в результате чего Центральный банк периодически пересматривал прогнозируемое направление инфляции в сторону снижения.

В четвертом квартале 2020 года, дополнительную неопределенность в отношении перспектив восстановления экономики и развития инфляции создали введенное 27 сентября в Армении военное положение, вспышка новой волны коронавируса и быстрое распространение числа инфицированных. Это оказало дополнительное негативное влияние на медленно восстанавливающийся частный спрос, ускорив темпы экономического спада. С другой стороны, в конце года положительные изменения в мире и ожидания экономической активности и восстановления внешнего спроса, а также ряд факторов предложения (прогнозы низкого предложения нового урожая, рост расходов на грузоперевозки, нарушение производственных цепочек) привели к значительному усилению инфляционной среды. Это также выразилось в формировании высокой инфляционной среды в основных странах-партнерах РА, в условиях которой инфляционное давление передалось и в экономику Республики Армения через ряд импортируемых продуктов питания. В то же время в условиях военного положения и экономической и политической неопределенности, на валютном рынке наблюдалась девальвация армянского драма. Эти тенденции сохранились и в первом квартале 2021 года, оказав влияние на факторы предложения, из-за которых во второй половине отчетного периода (с октября 2020 года по март 2021 года) в РА был зарегистрирован превысивший ожидания уровень 12-месячной инфляции, который достиг в марте 5,8%. Также повысились и инфляционные ожидания.

Исходя из указанных развитий, прогнозируемая траектория инфляции по достижению целевого показателя за последние 2 квартала отчетного года была представлена в краткосрочном отрезке с корректировкой в направлении ожидаемого роста.

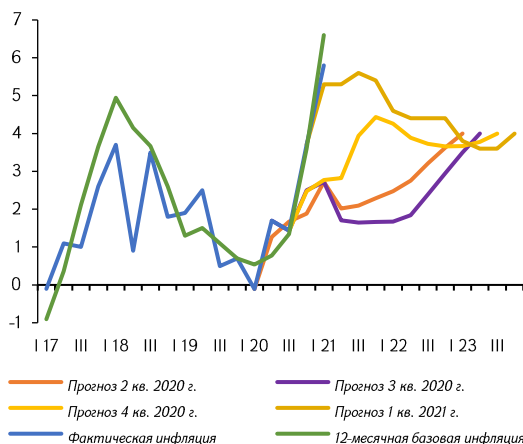
Вследствие неопределенности, вытекающей из распространения коронавируса и введения военного положения в отчетном периоде,

на финансовом рынке Армении сформировался высокий спрос на драмовую ликвидность. В результате операций Центрального банка с использованием своего основного инструмента (7-дневное РЕПО) краткосрочные рыночные процентные ставки отреагировали на изменения ставок политики адекватно и сформировались в основном вблизи этих уровней. В условиях неопределенности, связанной с экономической и политической перспективами, в течение года на валютном рынке Армении было зафиксировано определенное ослабление армянского драма. Оставаясь приверженным политике плавающего обменного курса, Центральный банк принял ситуативное участие на валютном рынке для обеспечения нормального функционирования финансового рынка.

В течение отчетного периода, принимая во внимание возможные инфляционные тенденции в условиях слабого совокупного спроса, Центральный банк РА проводил стимулирующую денежно-кредитную политику. Однако если размер стимулирования до декабря увеличивался путем постепенного снижения ставки рефинансирования в целом на 1 процентный пункт, то с декабря по апрель 2021 года, исходя прогноза определенного ускорения инфляции и инфляционных ожиданий на фоне ожидаемых инфляционных воздействий из внешнего сектора, в декабре ставка основного инструмента была снижена на более широкий шаг – на 1 процентный пункт, а уже в феврале она была повышена на 0,25 процентного пункта, сохраняя при этом стимулирующую денежно-кредитную позицию. В то же время финансовый рынок был проинформирован о том, что Центральный банк в ближайшем будущем будет последовательно нейтрализовать любой риск ускорения инфляционных ожиданий, без ущерба для восстановления внутреннего спроса, насколько это возможно.

График 28

В первой половине отчетного периода, как и ожидалось, сохранилась низкая инфляционная среда, а во второй половине 12-месячная инфляция повысилась быстрыми темпами, превысив 4% целевой 4%



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

В течение отчетного периода, принимая во внимание возможные инфляционные тенденции в условиях слабого валового спроса, Центральный банк РА проводил стимулирующую денежно-кредитную политику.

3.1.2. Цены

Начиная со второго квартала 2020 года было зафиксировано слабое восстановление инфляции, чему во многом способствовало некоторое повышение цен на сезонную сельскохозяйственную продукцию, особенно на фрукты. Затем в конце года инфляция ускорилась, и уже в первом квартале 2021 года превысила целевой показатель.

Начиная со второго квартала 2020 года было зафиксировано слабое восстановление инфляции, чему во многом способствовало некоторое повышение цен на сезонную сельскохозяйственную продукцию, особенно на фрукты. Затем в конце года инфляция ускорилась, и уже в первом квартале 2021 года превысила целевой показатель.

Рост инфляции с конца года в основном был обусловлен ускорением базовой инфляции, чему в значительной степени способствовала инфляция импортных продовольственных и непродовольственных товаров. На инфляцию повлияли как цены на продовольственные товары на международных рынках, так и девальвация драма. В частности, из-за воздействий, передаваемых с международных рынков, во внутренней экономике наблюдался рост цен на товарные категории “Хлебобулочная продукция и крупы”, “Масла-жиры” и “Сахарный песок”. Повышение мировых цен на энергоносители повлияло на цены на топливо. 12-месячной инфляции также в значительной степени способствовал рост цен на фармацевтические товары, который почти полностью был обусловлен высоким спросом во время пандемии. Резкое повышение тарифов на воздушный транспорт в конце года особенно способствовало ускорению базовой инфляции, что нашло отражение в ослаблении ограничительных мер на воздушное движение, введенных некоторыми странами для предотвращения пандемии.

В первом квартале 2021 года на основных товарно-сырьевых рынках продолжали фиксироваться инфляционные тенденции, обусловленные влиянием позитивных ожиданий восстановления спроса и ряда факторов предложения, которые также возымели непосредственный эффект на рост инфляции ввозимых в РА продовольственных товаров.

Тарифы на регулируемые услуги продемонстрировали слабую инфляцию в течение года, в первом квартале 2021 года рост составил 0,9%.

Из числа значимых факторов предложения в условиях слабого спроса можно выделить также высокий рост цен на наиболее подверженные специфическим рыночным шокам сезонные продукты – на фрукты и, особенно, яйца, а также рост цен в товарных категориях “Алкогольные напитки” и “Табачная продукция”, на которые, как и оценивалось, повлияло инфляционное воздействие изменений ставки акцизного налога в начале года.

График 29

Начиная со 2-го кв. 2020 г. было зафиксировано слабое восстановление инфляции, которая ускорила к концу года и уже в 1-ом кв. 2021 г. превысила целевой показатель



Источник: СК РА

Таблица 4

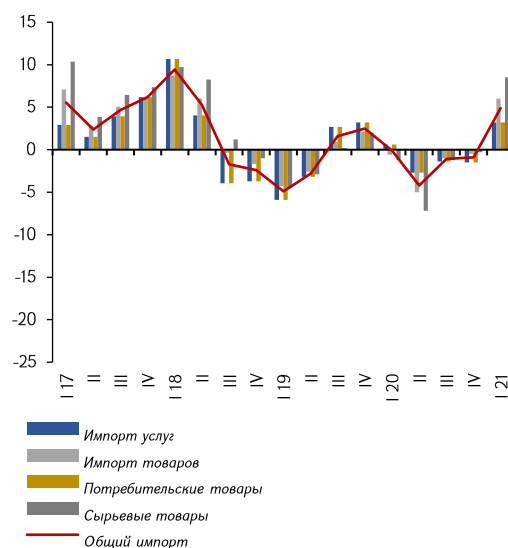
Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие			
Товарная категория	Вес	12-месячная инфляция, по состоянию на март 2021 г.	Содействие
Базовая инфляция	74.43	6.6	4.9
Хлебобулочная продукция и крупы	7.68	9.4	0.7
Мясо	9.66	3.4	0.3
Масла и жиры	2.25	24.6	0.6
Сахарный песок	0.44	40.9	0.2
Алкогольные напитки	2.87	9.0	0.3
Табачные изделия	1.59	9.6	0.1
Одежда	2.43	6.4	0.2
Обувь	1.55	8.2	0.1
Медикаменты, медицинское оборудование и приборы	3.97	12.2	0.5
Топливо	6.25	6.5	0.4
Пассажирские воздушные перевозки	0.56	77.2	0.4
Образование	3.18	2.1	0.1
Услуги больниц	2.68	0.7	0.0
Амбулаторное лечение	2.94	3.2	0.1
Сезонные продовольственные товары	9.59	9.6	0.9
Яйца	1.28	78.2	1.0
Фрукты	3.65	10.9	0.4
Овощи	4.67	1.4	0.1
Регулируемые услуги	15.98	0.9	0.1

Цены на импорт. В первом квартале 2021 года ускорение инфляции продовольственных товаров в мировой экономике отразилось на росте цен на импорт в РА. Долларовые цены на импорт в РА повысились по сравнению с предыдущим кварталом на 4,5%, в результате рост цен по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составил 4,9% в годовом исчислении. В течение первого квартала был зарегистрирован рост долларовых цен, как на потребительские товары, так и на товары промежуточного использования.

Что касается развития по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, то содействие росту на 4,9% в годовом исчислении

График 30

В 1-ом кв. 2021 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились по сравнению с аналогичным кварталом прошлого года (в годовом исчислении, %)



Источник: расчеты ЦБ РА

оказал, главным образом, рост цен на нефть и пшеницу. Практически по всем ввозимым товарам промежуточного использования был зарегистрирован рост потребительских цен в годовом исчислении, причем рост потребительских цен по сравнению с предыдущим годом был вызван в основном ростом долларовых цен на потребительские товары из Европы и Китая.

3.2. Экономические развития

3.2.1. Позиция экономики

Отрицательный разрыв ВВП прошлых кварталов закрылся и в отчетном периоде он уже оценивается в области положительных значений. В первом квартале 2021 года экономический спад составил 3,3% (см. подраздел 3.2.3), что выше предыдущего прогноза ЦБ, в основном из-за более быстрого, чем ожидалось, восстановления частного спроса (см. подраздел 3.2.2). В условиях слабой инвестиционной активности в предыдущих кварталах, оценивается, что рост производственных возможностей экономики в краткосрочном отрезке ограничен, восстановление спроса идет быстрее, чем восстановление предложения. В результате отрицательный разрыв ВВП, оцененный в предыдущих кварталах, закрылся и находится в настоящее время в области положительных значений, и как следствие, на потребительском рынке, помимо инфляции, вызванной факторами предложения (см. раздел 2.2.1), также увеличилось инфляционное давление со стороны спроса. Положительному разрыву ВВП способствовали также стимулирующее влияние государственного бюджета и рост денежных переводов в первом квартале.

В первом квартале 2021 года экономический спад составил 3,3%, что выше предыдущего прогноза ЦБ, в основном из-за более быстрого, чем ожидалось, восстановления частного спроса.

3.2.2. Расходная сторона экономики

В первом квартале 2021 года экономический спад составил 3,3%, что намного выше предыдущих оценок, и указывает на более быстрое восстановление, чем ожидалось. С точки зрения спроса основное отклонение в сторону повышения связано с более высокими фактическими показателями потребления. По оценкам, это связано с

оживлением ранее накопленного спроса и тратой “предохранительных” сбережений, сформировавшихся в результате пандемии и военных действий в Арцахе. Содействие государственных расходов и чистого экспорта экономическому росту оказалось выше, чем ожидалось. Снижение частных расходов составило 4,9% и обусловлено снижением частного потребления на 2,9% и сокращением частных основных средств на 24,3%. Следует отметить, что ранее, из-за экономической и политической неопределенности, в первой половине года ожидалось определенное сдерживающее воздействие на частный спрос, но фактические события показывают, что неопределенность в основном повлияла на частные инвестиции, а частное потребление восстановилось быстрее, чем ожидалось. Увеличению частного потребления также способствовали денежные переводы, превысившие ожидания.

По оценкам ЦБ, частный спрос на потребительском рынке имел инфляционное влияние, способствуя ускорению инфляции в отчетном квартале. Содействие инфляции оказывают не только факторы спроса, но и факторы предложения.

В течение первого квартала 2021 года развитие внутренней экономики мира отразилось на экспортно-импортной динамике. Восстановление экспорта было несколько выше прогнозов Центрального банка в условиях более опережающего ожидания восстановления мировой экономики. Восстановление импорта замедлилось по сравнению с прогнозами ЦБ, несмотря на более быстрое, чем ожидалось, восстановление внутренней экономики. Обусловлено это определенным ростом потребления внутреннего туризма (фактор заменяемости), а также тратой накопленных ранее сбережений.

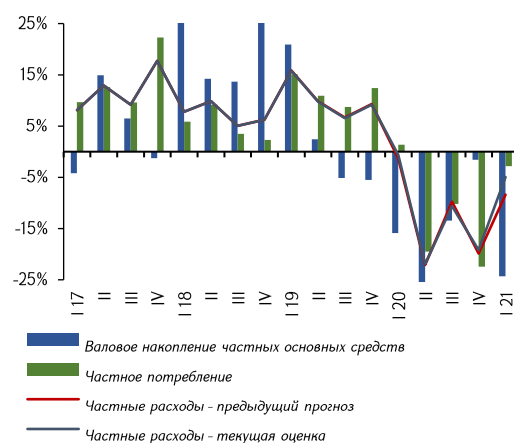
В первом квартале 2021 года снижение реального экспорта товаров и услуг составило 21,9% в годовом исчислении, а снижение реального импорта товаров и услуг - 21,7% в годовом исчислении. Снижение экспорта и импорта по сравнению с предыдущим годом является, в основном, следствием влияния базовых показателей предыдущего года (основные ограничения имели место в марте прошлого года). Вместе с этим следует отметить, что развития экспорта туризма были более положительные, чем прогнозировалось ранее.

В заключение следует отметить, что в результате в первом квартале содействие чистого реального экспорта росту ВВП было более положительное, чем прогнозировалось.

В первом квартале 2021 года долларовые объемы чистых денежных переводов физических лиц (включая оплату труда трудовых мигрантов и личные трансферты), по оценкам, увеличатся на 32,0%

График 31

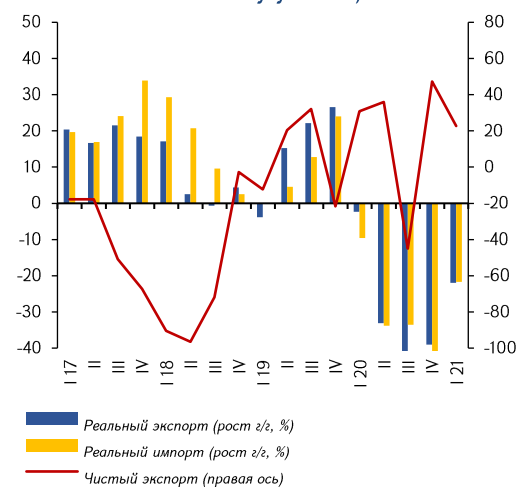
Структура частных расходов (рост в годовом исчислении)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 32

Позиция чистого экспорта улучшилась в 1-ом кв. 2021 г. (чистый реальный экспорт, рост г/г, %, положительное значение - улучшение)



Источник: СК РА

в годовом исчислении, что выше прогнозов, сделанных в программе ЦБ РА предыдущего квартала. Особенно высокие показатели были зафиксированы в переводах из России и США.

В результате вышеуказанных развитий в первом квартале 2021 года, согласно оценкам, соотношение дефицита текущего счета к ВВП снизилось примерно на 7,3 процентного пункта, что обусловлено улучшением торгового баланса, а также высоким ростом частных денежных переводов.

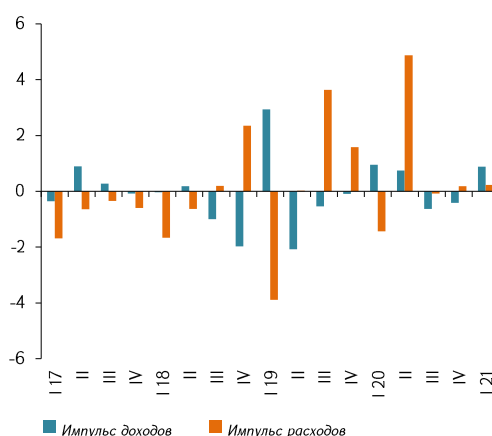
Налогово-бюджетная политика²². В первом квартале 2021 года фактические доходы бюджета отклонились от прогнозов ЦБ²³ в направлении роста сборов, а расходы - в направлении роста исполнения. Несмотря на более высокий сбор доходов по сравнению с предыдущим кварталом, согласно оценке импульса²⁴, доходы оказали на совокупный спрос расширяющее влияние (темпы роста ВВП превышали темпы роста налогов), а расходы имели нейтральное влияние.

В первом квартале 2021 года фактические доходы бюджета составили 105,8% от скорректированного программного показателя²⁵, в основном за счет увеличения налоговых поступлений. Следует отметить, что квартальная программа по части налогов была консервативной, уже в марте восстановление экономической активности положительно сказалось на перевыполнении квартальных налоговых поступлений. В первом квартале существенно уменьшился единый налоговый счет (на примерно 13,2 млрд драмов), который рассматривается как уже поступившие от налогоплательщиков суммы и включается в расчет импульса. Прочие доходы также были перевыполнены, составив 137,6% от скорректированного программного показателя, в основном из-за больших поступлений процентных доходов от использования временно свободных средств. Импульс доходов был расширяющим на 0,9 процентного пункта по отношению к четвертому кварталу 2020 года.

В первом квартале 2021 года долларовые объемы чистых денежных переводов от физических лиц, по оценкам, увеличатся на 32,0% в годовом исчислении.

График 33

В 1-ом кв. 2021 г. расширяющий эффект монетарной политики обусловлен, главным образом, расширяющим эффектом доходов



Источник: оценка ЦБ РА

²² Анализ налогово-бюджетного сектора составлен на базе фактических показателей совокупного бюджета за первый квартал.

²³ Основой для программы доходов послужила скорректированная на данный момент программа Правительства РА на 2021 год. Прогноз по части расходов является оценкой ЦБ.

²⁴ В расчет импульса внесены методологические изменения. В предыдущем методе импульс рассчитывался по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, а согласно новому методу – по отношению к предыдущему кварталу. Поэтому в настоящем отчете, из-за несовместимости значений, сравнение импульса с предыдущим прогнозом не представлено.

²⁵ Программа ЦБ по части доходов совпадает с ежеквартальной скорректированной программой Правительства, в которую включены также изменения, внесенные в соответствии с законодательством в течение отчетного периода.

Расходы государственного бюджета в первом квартале превысили прогноз ЦБ примерно на 22% как по текущим, так и по капитальным затратам. Увеличение расходов включает в себя расходы на ликвидацию последствий Арцахской войны, реализацию антикризисных программ в связи с распространением коронавируса и рост расходов на здравоохранение. Чистое кредитование экономики оказалось ниже прогнозов ЦБ. В структуре расходов государственного бюджета **государственное потребление** осуществлялось в соответствии с прогнозом ЦБ. Фактические расходы по части **нефинансовых активов** превысили прогноз ЦБ примерно в 2,3 раза за счет увеличения расходов, осуществляемых за счет внутреннего финансирования, в частности, расходов на оборону. Импульс расходов был почти нейтральным по отношению к четвертому кварталу 2020 года.

В условиях вышеуказанного исполнения доходов и расходов в первом квартале образовался дефицит государственного бюджета в размере 55,6 млрд драмов, что превысило показатель дефицита, рассчитанный Центральным банком. При этом дефицит консолидированного бюджета составил 50,6 млрд драмов.

Дефицит финансировался за счет внешних источников, в частности, за счет чистой прибыли в 378,7 млрд драмов от выпуска и размещения валютных облигаций, в результате чего во внутренних источниках финансирования был зарегистрирован рост свободных бюджетных средств.

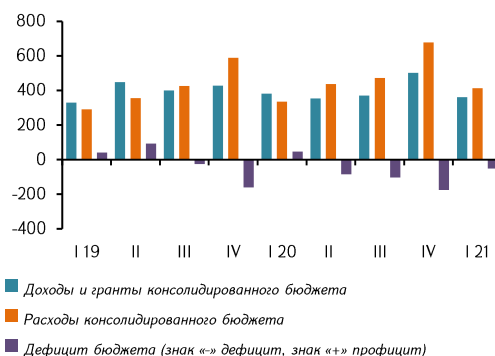
Подводя итоги отметим, что в первом квартале 2021 года с точки зрения влияния на спрос и на инфляцию, были зарегистрированы расширяющее влияние доходов и нейтральное влияние расходов.

3.2.3. Производственная сторона экономики

В первом квартале 2021 года спад ВВП составил -3.3%, что было мягче прогноза ЦБ. Был зафиксирован меньший, чем ожидалось, спад в сфере услуг, составив -4,0%, в частности, здравоохранение, государственное управление, информация и связь оказали положительное содействие, в то время как сфера культуры, отдыха и развлечений, торговля, жилищное строительство, общественное питание и транспорт оказали существенное отрицательное содействие. Меньшее, чем ожидалось, снижение в сфере услуг в основном связано с более позитивными развитиями в частном потреблении (см. раздел 3.2.2). По сравнению с предыдущим прогнозом рост отрасли сельского хозяйства был значительным - 1,5%, что превысило рост выпуска в отрасли за счет более низкого роста промежуточного потребления. Спад в отрасли промышленности был меньше

График 34

Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов)

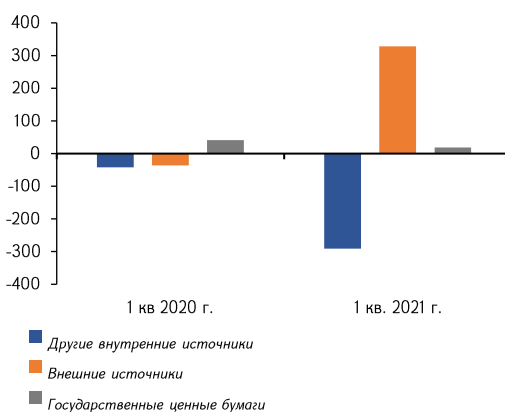


Источник: СК РА

В первом квартале 2021 года с точки зрения влияния на спрос и на инфляцию, были зарегистрированы расширяющее влияние доходов и нейтральное влияние расходов.

График 35

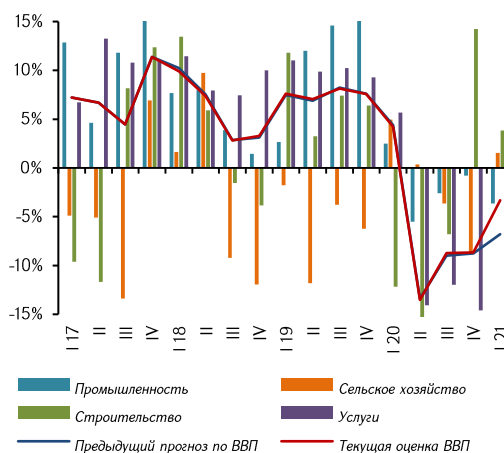
В 1-м кв. 2021 г. сформировался дефицит госбюджета, а в финансовых источниках преобладала доля источников внешнего финансирования (млн драмов РА)



Источник: Минфин РА

График 36

Отраслевая структура ВВП (годовой прирост, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

предыдущих прогнозов, составив -3,6%, что в основном было связано с более высокими международными ценами на металлы и более позитивными изменениями, чем ожидалось, в горнодобывающей промышленности. По сравнению с прогнозом, в строительстве зафиксирован довольно небольшой рост - 3,8%, что связано с низким уровнем строительства, осуществляемого за счет средств населения и организаций. На строительство влияют неопределенность и отложенные инвестиции. При этом строительство, финансируемое из государственных источников, продолжает оставаться на высоком уровне.

3.2.4. Рынок труда

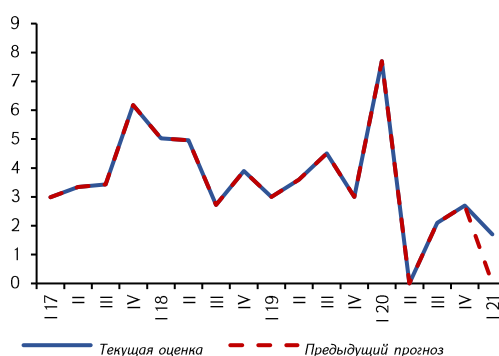
В первом квартале 2021 года темп роста номинальной заработной платы в частном секторе составил 1,7%, что выше предыдущих прогнозов ЦБ, в основном за счет более высокой экономической активности, чем ожидалось, а также благодаря налоговому администрированию Комитета государственных доходов РА по правильному декларированию заработной платы со стороны хозяйствующими субъектами²⁶. Тем не менее в первом квартале 2021 года темп роста реальной заработной платы в частном секторе был отрицательным и составил -3,4%.

В первом квартале 2021 года уровень безработицы оценивается в 19,3%, что на 0,6 процентного пункта ниже предыдущего прогноза ЦБ. Оценка основана на тенденции более быстрого восстановления экономического роста и спроса, в том числе спроса на рабочую силу.

В отчетном периоде рост затрат предприятий на рабочую силу замедлился до 7,4%, отразив ускорение темпов роста частной заработной платы по сравнению со снижением объема производства на единицу рабочей силы. В результате в отчетном квартале заметно ослабились инфляционные давления со стороны рынка труда.

График 37

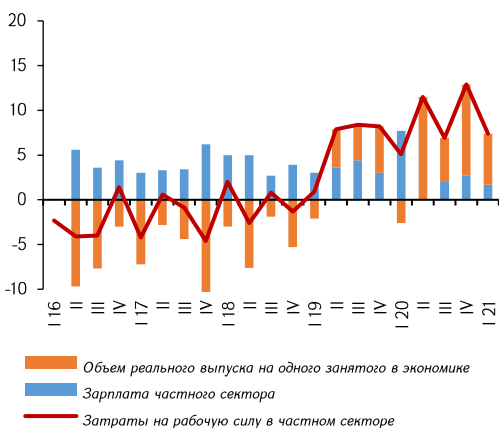
Номинальная зарплата частного сектора (годовой прирост, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 38

Расходы на рабочую силу (годовой прирост, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

3.3. Развитие финансового рынка

В первом квартале 2021 года Совет ЦБ повысил ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 5,5%.

В первом квартале 2021 года Совет ЦБ повысил ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 5,5%.

²⁶ Отчет председателя КГД на заседании постоянной комиссии по финансово-кредитным вопросам НС (2 часа 15 минут после начала заседания). <https://www.youtube.com/watch?v=sr3zmOLUlcE>

Таблица 5

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА								
Показатели	29.04.20-16.06.20	17.06.20-28.07.20	29.07.20-15.09.20	16.09.20-27.10.20	28.10.20-15.12.20	16.12.20-02.02.21	03.02.21-16.03.21	17.03.21-04.05.21
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	5.00	4.50	4.50	4.25	4.25	5.25	5.25	5.50
Ставка РЕПО ЦБ	5.19	4.64	4.60	4.33	4.31	5.47	5.61	5.67
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	5.08	4.58	4.50	4.25	4.29	5.49	5.54	5.62
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (по состоянию на конец квартала)								
Краткосрочные облигации (1 год)	5.84	5.57	5.63	5.59	5.94	6.6	6.83	6.81
Среднесрочные облигации (5 лет)	7.01	6.94	6.96	6.92	7.36	8.18	8.19	8.24
Долгосрочные облигации (30 лет)	8.67	8.53	8.54	8.71	8.98	9.32	9.17	9.25

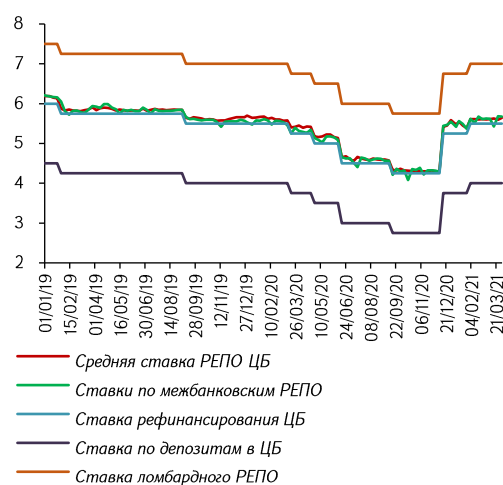
Принимая во внимание, с одной стороны, инфляционные влияния, передаваемые из внешнего сектора, и некоторое ускорение инфляционных ожиданий в экономике Армении, с другой стороны, сохранение слабого спроса, Совет ЦБ в феврале принял решение об повышении ставки рефинансирования на 0,25 процентного пункта. Дальнейшее ужесточение денежно-кредитных условий в течение квартала Совет не осуществил, посчитав, что предыдущие шаги, предпринятые для сдерживания инфляции и инфляционных ожиданий, уже были достаточными. В то же время Совет проинформировал участников финансового рынка о своей готовности принять меры для нейтрализации любого риска ускорения инфляционных ожиданий.

В течение первого квартала 2021 года реакция краткосрочных процентных ставок на финансовом рынке на политику, проводимую Центральным банком, была адекватной. В то же время предоставление Центральным банком необходимой ликвидности банковской системе продолжало способствовать тому, что краткосрочные процентные ставки сформировались вблизи ставки политики Центрального банка.

Что касается валютного рынка, то в условиях экономической и политической неопределенности он продемонстрировал некоторую волатильность в течение квартала. Среднеквартальное ослабление обменного курса драма к доллару США составило 3,95% по

График 39

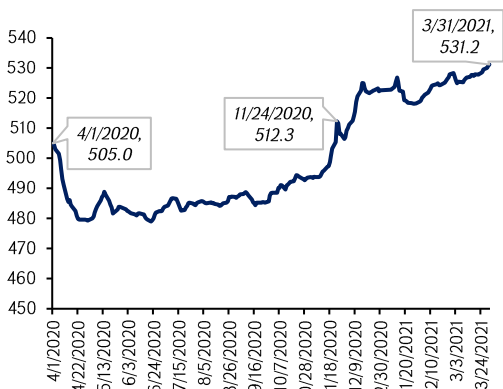
В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться вблизи процентной ставки политики ЦБ



Источник: ЦБ РА

График 40

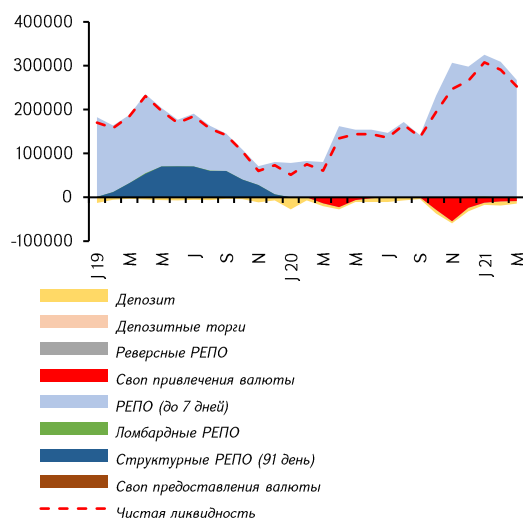
Динамика обменного курса USD/AMD за март 2020 г. - апрель 2021 г.



Источник: ЦБ РА

График 41

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



Источник: ЦБ РА

отношению к предыдущему кварталу. Учитывая важность нормального функционирования финансового рынка, с целью корректировки временных сбоев на валютном рынке в этом квартале ЦБ провел небольшую интервенцию, продав на валютном рынке в общей сложности 81,6 миллиона долларов, а также применил инструмент валютного свопа.

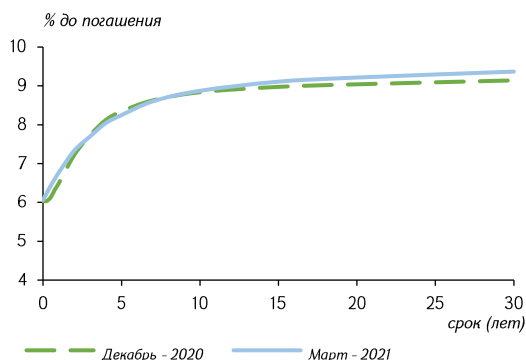
На рынке государственных облигаций процентные ставки повысились, но не до такой степени, как импульс политики. Изменения в инвестиционных решениях участников рынка, отчасти из-за проявления осторожного подхода на рынке кредитования, способствовали росту спроса на государственные облигации. И хотя доходность краткосрочных облигаций продолжала оставаться выше ставки рефинансирования ЦБ, с февраля высокий спрос на облигации сопровождался некоторым снижением доходности. В результате повышение процентных ставок почти по всей длине кривой доходности в конце марта было незначительным по сравнению с концом года.

В условиях сохраняющейся неопределенности в первом квартале 2021 года рост кредитования продолжал замедляться почти по всем видам кредитов, что сопровождалось повышением ставок. Вместе с этим банки и кредитные организации продолжали работать со значительно более жесткими подходами к оценке кредитоспособности и осуществляли осмотрительное кредитование, в основном по потребительским кредитам.

Однако с учетом более позитивных развитий, чем ожидалось, общий объем кредитования увеличился в течение квартала, и в марте 2021 года 12-месячный рост составил 8,3%.

График 42

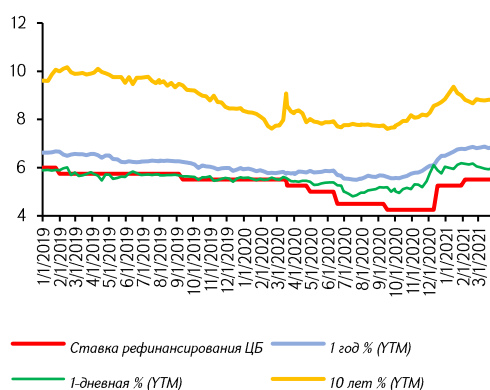
В 1-ом кв. 2021 г. изменение доходности ГО по сравнению с концом года не было существенным



Источник: ЦБ РА

График 43

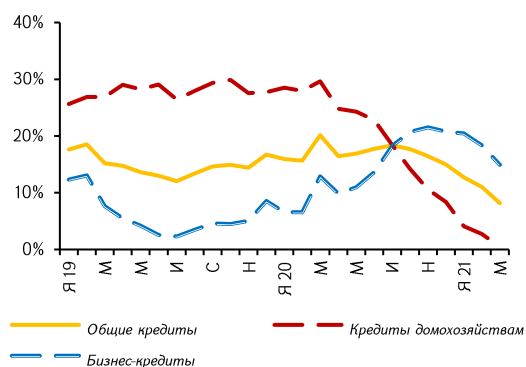
Динамика ставок рефинансирования и доходности ГО



Источник: ЦБ РА

График 44

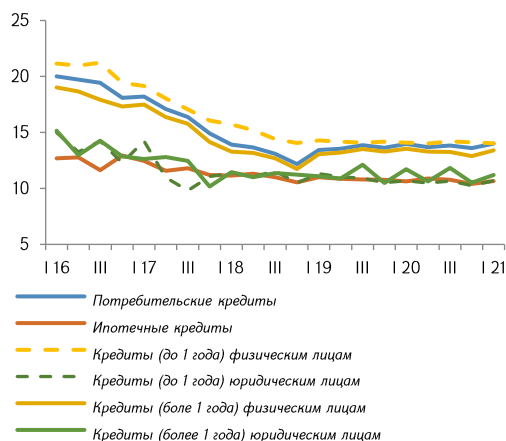
Динамика 12-месячного роста кредитов, предоставленных банками



Источник: ЦБ РА

График 45

Динамика ставок по драмовым кредитам



Источник: ЦБ РА

4. РЕЗЮМЕ

Согласно программе денежно-кредитной политики второго квартала 2021 года ЦБ РА в ближайшее время 12-месячная инфляция будет оставаться на высоком уровне и в среднесрочной перспективе приблизится к целевому показателю. В краткосрочной перспективе инфляция будет обуславливаться как факторами предложения, связанными с инфляционными влияниями, передаваемыми через ряд импортируемых товаров, так и факторами спроса – быстрым восстановлением совокупного спроса. В этой ситуации Центральный банк продолжает повышать процентную ставку политики, а также рассматривает возможность дальнейшего ужесточения монетарных условий в условиях сохранения рисков ускорения инфляционных ожиданий в ближайшем будущем и своей приверженности к нейтрализации этих рисков. В среднесрочной перспективе инфляция будет постепенно снижаться под влиянием сдерживающей налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики и в конце горизонта прогноза ***укрепится вблизи 4% целевого уровня.***

Риски отклонения инфляции от прогнозов в прогнозном горизонте, в целом, равновесные, и в случае их любого проявления Центральный банк готов отреагировать соответствующим образом для обеспечения стабильности цен в среднесрочной перспективе.

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Показатели	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	програм.	програм.	програм.
Цены											
Инфляция (в годовом выражении, конец периода, %)	5.6	4.6	-0.1	-1.1	2.6	1.8	0.7	3.7	7.4	5.2	4.3
Индекс потребительских цен (в годовом выражении, среднее, %)	5.8	3.0	3.7	-1.4	1.0	2.5	1.5	1.2	6.8	5.8	4.6
Базовая инфляция (в годовом выражении, среднее, %)	5.8	1.9	5.1	-2.0	0.8	4.0	1.2	1.3	7.4	5.6	4.5
Совокупный продукт											
ВВП (млрд драмов РА)	4555.6	4828.6	5043.6	5067.3	5568.9	6017.0	6543.3	6181.7	6746.7	7213.0	7786.6
ВВП (% реальный рост)	3.3	3.6	3.2	0.2	7.5	5.2	7.6	-7.4	4.6	2.8	3.8
Предложение											
Промышленность (% реальный рост)	6.3	-0.9	6.2	7.7	11.7	4.9	12.0	-1.7	4.5	5.2	4.9
Сельское хозяйство (% реальный рост)	7.6	6.1	13.2	-5.0	-5.1	-6.9	-5.8	-4.1	2.3	2.4	2.5
Строительство (% реальный рост)	-7.4	-4.5	-3.1	-14.1	2.8	0.6	6.5	-6.7	-0.2	2.0	3.2
Услуги (% реальный рост)	3.1	6.7	1.6	3.2	10.6	9.1	10.0	-9.7	6.1	2.2	3.8
Налоги, нетто (% реальный рост)	3.6	1.8	-5.1	-3.7	9.7	8.0	7.1	-10.0	3.4	2.0	3.4
Спрос											
Потребление (% реальный рост)	2.3	1.2	-6.0	-2.1	11.6	3.8	11.7	-10.1	7.9	2.4	3.4
Государственное потребление (% реальный рост)	7.6	-1.2	4.7	-2.4	-2.1	-3.0	12.9	15.2	-6.1	1.9	1.6
Частное потребление (% реальный рост)	1.7	1.6	-7.5	-2.1	14.0	4.8	11.5	-13.9	10.9	2.5	3.7
Валовое накопление основных средств* (% реальный рост)	-7.0	-2.2	2.5	-11.4	9.7	4.8	4.4	-8.6	-9.4	5.0	5.8
Государственные вложения** (% реальный рост)	-13.8	10.0	13.6	5.0	31.7	-37.4	31.1	15.6	-20.4	6.5	8.3
Совокупное накопление частных основных средств (% реальный рост)	-7.8	-3.4	1.2	-13.9	6.2	19.6	-0.5	-14.5	-5.9	4.6	5.2
Экспорт товаров и услуг (% реальный рост)	8.6	6.4	4.9	21.3	19.3	5.0	16.0	-32.4	7.8	7.6	12.0
Импорт товаров и услуг (% реальный рост)	0.0	-2.7	-15.3	6.3	24.6	13.3	11.6	-31.7	6.3	7.5	10.9
Внешний сектор											
Торговый баланс (млн долларов США)	-2196.2	2055.4	-1186.4	-976.9	-1400.9	-1759.0	-1805.5	-1326.8	-1349.3	-1384.2	-1487.2
Баланс услуг (млн долларов США)	-124.3	-113.0	-96.4	70.4	159.4	56.7	-23.4	146.5	260.5	228.2	231.0
Денежные переводы (млн долларов США)	1755.1	1616.1	1098.3	1009.4	1179.3	1136.2	1143.8	1040.2	1215.6	1131.2	1017.1
Текущий счет (млн долларов США)	-812.9	-883.1	-284.7	-107.9	-173.9	-860.0	-987.5	-394.2	-205.9	-386.4	-600.8
Торговый баланс (вес в ВВП, %)	-19.7	-17.8	-12.2	-8.6	-10.8	-13.7	-13.4	-9.3	-8.4	-8.4	-8.5
Баланс услуг (вес в ВВП, %)	-1.1	-1.0	-0.9	0.7	1.4	0.5	-0.2	1.2	2.0	1.7	1.6
Денежные переводы (вес в ВВП, %)	15.8	14.0	10.4	9.5	10.2	9.1	8.4	8.2	9.4	8.2	6.9
Текущий счет (вес в ВВП, %)	-7.3	-7.6	-2.7	-1.0	-1.5	-6.9	-7.2	-3.1	-1.6	-2.8	-4.1
Государственный сектор***											
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	1071.4	1144.8	1167.7	1171.1	1237.8	1341.7	1559.1	1560.4	1562.9	1709.8	1823.1
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	1000.9	1064.1	1067.9	1079.7	1158.0	1258.1	1464.3	1385.2	1488.7	1617.4	1759.6
Расходы (млрд драмов РА)	1142.9	1235.1	1409.0	1449.1	1504.8	1447.1	1623.0	1894.3	1858.1	1871.1	1973.7
Дефицит (млрд драмов РА)	-71.5	-90.3	-241.3	-278.0	-267.0	-105.4	-63.9	-333.9	-295.2	-161.3	-150.6
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	23.5	23.7	23.2	23.1	22.2	22.3	23.8	25.2	23.2	23.7	23.4
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	22.0	22.0	21.2	21.3	20.8	20.9	22.4	22.4	22.1	22.4	22.6
Расходы (доля в ВВП, %)	25.1	25.6	28.0	28.6	27.0	24.1	24.8	30.6	27.5	25.9	25.3
Дефицит (доля в ВВП, %)	-1.6	-1.9	-4.8	-5.5	-4.8	-1.8	-1.0	-5.4	-4.4	-2.2	-1.9
Дефицит (доля в ВВП, %)											
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (в годовом выражении, конец периода, %)	14.9	-3.5	5.2	24.8	28.9	13.2	21.5	14.8	-	-	-
Драмовая масса (в годовом выражении, конец периода, %)	12.9	20.8	-3.3	6.0	16.5	17.2	18.5	14.3	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом выражении, конец периода, %)	409.6	415.9	477.9	480.5	482.7	483.0	480.4	489.0	-	-	-

* Отныне вместо валового накопления ЦБ будет представлять только показатели по валовому накоплению основных средств, поскольку Статистический комитет рассчитывает 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 прогнозы основаны на имеющихся на данный момент скорректированных рамках макроэкономической политики на 2022-2024 гг.

*** Показатели госбюджета на 2021 год являются показателями закона "О государственном бюджете на 2021 г.". Показатели 2022-2023 гг. являются корректировками рамок макроэкономической политики.

ГРАФИКИ

График 1	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годовом прогнозном горизонте	4
График 2	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годовом прогнозном горизонте	5
График 3	Экономический рост в странах-партнерах	8
График 4	Инфляция в странах-партнерах	8
График 5	Международные цены на сырьевые и продовольственные товары	10
График 6	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годовом прогнозном горизонте	11
График 7	Вес товарных групп в потребительской корзине РА, зарегистрировавших изменение цен более чем на 1%	13
График 8	Основные факторы, влияющие на инфляцию	14
График 9	Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)	17
График 10	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке (%)	18
График 11	Годовой прирост частных номинальных заработных плат	20
График 12	Уровень безработицы	20
График 13	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении (%)	20
График 14	Прогнозы экономического роста США	21
График 15	Прогнозы экономического роста ЕС	21
График 16	Прогнозы экономического роста России	21
График 17	Прогнозы международных цен на продовольствие	22
График 18	Прогнозы международных цен на нефть	22
График 19	Прогнозы международных цен на медь	22
График 20	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годовом прогнозном горизонте	23
График 21	Среднесрочные прогнозы показателя "Текущий счет / ВВП" (%)	24
График 22	Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)	24
График 23	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий (%)	25
График 24	Опросы домохозяйств об инфляционных ожиданиях	25
График 25	Норматив обязательного резервирования	30
График 26	Связь между ставками по валютным кредитам и уровнем ликвидности	30
График 27	Связь между драмовыми кредитами и уровнем ликвидности	31
График 28	В первой половине отчетного периода, как и ожидалось, сохранилась низкая инфляционная среда, а во второй половине 12-месячная инфляция повысилась быстрыми темпами, превысив 4% целевой 4%	37
График 29	Начиная со 2-го кв. 2020 г. было зафиксировано слабое восстановление инфляции, которая ускорилась к концу года и уже в 1-ом кв. 2021 г. превысила целевой показатель	38
График 30	В 1-ом кв. 2021 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились по сравнению с аналогичным кварталом прошлого года (в годовом исчислении, %)	39
График 31	Структура частных расходов	41
График 32	Позиция чистого экспорта улучшилась в 1-ом кв. 2021 г. (чистый реальный экспорт, рост г/г, %, положительное значение - улучшение)	41
График 33	В 1-ом кв. 2021 г. расширяющий эффект монетарной политики обусловлен, главным образом, расширяющим эффектом доходов	42

График 34	Основные показатели консолидированного бюджета	43
График 35	В 1-м кв. 2021 г. сформировался дефицит госбюджета, а в финансовых источниках преобладала доля источников внешнего финансирования	43
График 36	Отраслевая структура ВВП	43
График 37	Номинальная зарплата частного сектора	44
График 38	Расходы на рабочую силу	44
График 39	В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться вблизи процентной ставки политики ЦБ	45
График 40	Динамика обменного курса USD/AMD за март 2020 г. - апрель 2021 г.	45
График 41	Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ РА (средний месячный запас, млн драмов РА)	45
График 42	В 1-ом кв. 2021 г. изменение доходности ГО по сравнению с концом года не было существенным	46
График 43	Динамика ставок рефинансирования и доходности ГО	46
График 44	Динамика 12-месячного роста кредитов, предоставленных банками	46
График 45	Динамика ставок по драмовым кредитам	46

ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	12
Таблица 2	Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП	23
Таблица 3	Логика составления прогноза	26
Таблица 4	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие инфляции	39
Таблица 5	Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА	45