

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 25.09.2020 года номер 162-И*

Обзор инфляции /3

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



*Отчет о выполнении программы денежно-
кредитной политики за 2-й квартал 2020 г.*

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

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

Второй раздел состоит из отчета о выполнении программы денежно-кредитной политики за предыдущий одногодичный период, где представляются результаты осуществленной денежно-кредитной политики и фактических экономических развитий.

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

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

Прогнозы в настоящем отчете составлены с использованием всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 15 сентября 2020 года, с учетом результатов опросов Центрального банка и суждений о будущих макроэкономических развитиях, сформировавшихся на базе имеющейся информации.

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

Содержание

1. Краткий обзор	5
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	7
2.1. Внешняя среда	7
2.2. Прогнозы	10
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	10
2.2.2. Экономическая активность	12
Врезка 1. Влияние коронавируса в РА на доходы экономики по секторам	16
2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом	23
Врезка 2 Оценка среднесрочных экономических влияний в США и РА, обусловленных неопределенностью преодоления пандемии	27
2.2.4. Основные суждения и риски	31
Врезка 3. Итоги опроса домашних хозяйств и субъектов финансовой системы относительно их ожиданий	31
3. Фактические развития за второй квартал 2020 года	37
3.1. Инфляция	37
3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции	37
3.1.2. Цены	38
3.2. Экономические развития	41
3.2.1. Позиция экономики	41
3.2.2. Сфера расходов экономики	41
3.2.3. Производственная сфера экономики	43
3.2.4. Рынок труда	44
3.3. Развития финансового рынка	45
4. Резюме	47
Основные макроэкономические показатели	48
Графики	49
Таблицы	50

УВЕДОМЛЕНИЕ

Основанием для прогнозов в настоящем Обзоре послужила фактическая информация, имеющаяся до дня установления уровня ставки рефинансирования – 15-го сентября 2020 года. В результате начатого Азербайджаном широкомасштабного военного нападения вдоль всей линии соприкосновения Арцаха (Нагорный Карабах) и Азербайджана 27-го сентября 2020 года, а также введения решением Правительства РА от 27-го сентября 2020 года номер 1586-Н военного положения на всей территории Армении, в экономических развитиях и макроэкономической политике могут произойти изменения. Очевидно, что к моменту опубликования настоящего Обзора уже имеются новые сведения, которые не были учтены в прогнозах. Руководствуясь принципом обеспечения максимальной прозрачности денежно-кредитной политики и необходимостью представления широкой общественности логику принятия решения об уровне ставки рефинансирования, Центральный банк публикует настоящий Обзор инфляции, одновременно признавая, что в результате военных действий уже возможны определенные отклонения от предусмотренного Программой базового сценария. Поэтому Центральный банк следит за развитиями событий в режиме реального времени, проводит работу по разработке альтернативных сценариев с целью реагирования соответствующим образом и обеспечения стабильности цен при любом развитии событий.

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

После зафиксированного глубокого спада экономической активности в мире и в Армении во втором квартале 2020 года, вызванного существенным ускорением темпов распространения коронавируса, в третьем квартале наблюдалось определенное оживление. Тем не менее, сохраняющаяся пока большая неопределенность относительно сроков окончательного преодоления пандемии снизит и задержит восстановление внешней и внутренней активности и валового спроса. Исходя из указанных развитий и сохраняющейся низкой инфляционной среды большая часть центральных банков, включая центральные банки стран-партнеров, в течение квартала продолжили осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики наряду с проводимой правительствами стимулирующей налогово-бюджетной политикой.

Согласно базовому сценарию ЦБ РА в третьем квартале сохраняется низкая инфляционная среда, на фоне которой Центральный банк РА продолжает осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики.

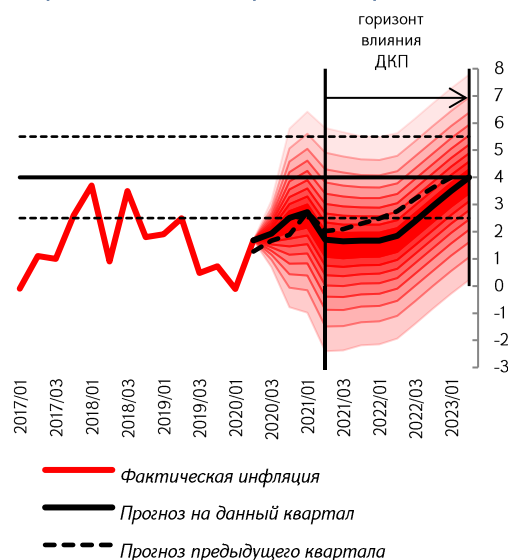
В условиях ожидаемых экономических развитий 12-месячная инфляция в ближайшее время пока останется на низком уровне, поскольку, несмотря на стимулирующие денежно-кредитную и налогово-бюджетную политики, пока доминирует влияние слабого частного спроса на цены, который сохраняется из-за неопределенности относительно преодоления пандемии. Для обеспечения прогнозного уровня инфляции, учитывая ожидания сохранения низкой инфляции в ближайшее время и неинфляционных давлений из внешнего сектора, **ЦБ увеличил размер стимулирования, снизив ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 4,25%.** В условиях ожидаемых экономических развитий Совет ЦБ настроен на дальнейшее ослабление денежно-кредитных условий, считая, что необходимо сохранить стимулирующую позицию и в среднесрочном периоде. По оценкам ЦБ, на фоне сохранения стимулирующих денежно-кредитных условий, в прогнозном горизонте инфляция постепенно повысится и в конце прогнозного горизонта закрепится вблизи 4% целевого показателя.

Согласно базовому сценарию краткосрочных прогнозов, вследствие большой неопределенности относительно экономических последствий распространения пандемии и длительностью их преодоления, рост экономики в 2020 году окажется в области отрицательных значений, а в среднесрочном периоде восстановится, однако возвращение к равновесному долгосрочному уровню будет более медленным.

Экономический рост в 2020 году окажется в области отрицательных значений, а в среднесрочном периоде восстановится, однако возвращение к равновесному долгосрочному

График 1

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



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

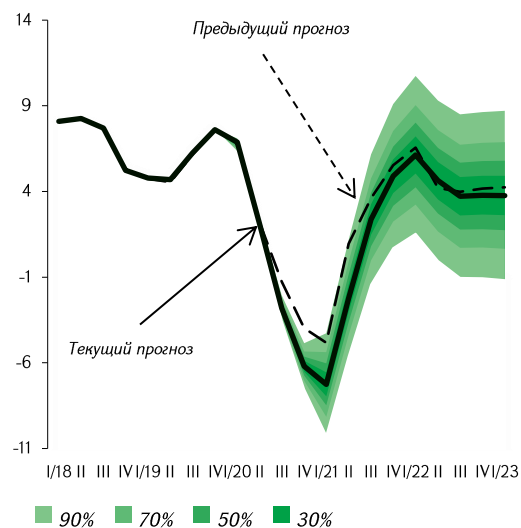
Согласно базовому сценарию ЦБ РА в третьем квартале сохраняется низкая инфляционная среда, на фоне которой Центральный банк РА продолжает осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики.

Решением Совета ЦБ от 15-го сентября 2020 года ЦБ увеличил размер стимулирования, снизив ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, устанавливая ее на уровне 4,25%.

Экономический спад в 2020 году, в основном, будет обусловлен значительным сокращением частных расходов. В среднесрочном периоде, параллельно уменьшению неопределенности, большое содействие восстановлению спроса окажет именно стимулирующая денежно-кредитная политика.

Риски отклонения инфляции и экономического роста в прогнозном горизонте двусторонние и, в основном, равнонаправленные (подробнее см. в подразделе «2.2.4. Основные суждения и риски»). В целом, поскольку имеется чрезвычайно большая неопределенность вокруг ситуации со здравоохранением, и, вытекающая из этого неопределенность относительно дальнейших развитий экономики, Центральный банк пробует уменьшить риски, обусловленные этой неопределенностью, выстраивая и обсуждая различные сценарии развития ситуации и рассматривая вероятную реакцию на результаты проводимой соответствующей политики. Это позволит в случае материализации этих рисков скорректировать денежно-кредитные условия соответствующим образом для обеспечения стабильности цен в среднесрочном периоде.

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



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹ Темп роста каждого квартала рассчитан как кумулятивный темп роста за предыдущие 4 квартала.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

Пандемия коронавируса оказала существенное влияние на мировую экономику, в том числе, на экономику как развитых, так и развивающихся стран. Во втором квартале 2020 года большая часть стран, включая и основных партнеров РА, зафиксировали исторически глубокий спад экономики, который несколько восстановится во второй половине года благодаря постепенному ослаблению ограничений, которые были введены в целях пресечения распространения эпидемии. В то же время, в передовых странах и основных торговых партнерах РА – в США, странах еврозоны и России, сохраняется неопределенность относительно длительности пандемии и ее возможным отрицательным влиянием на экономику как в краткосрочном, так и среднесрочном периодах.

Во втором квартале 2020 года большая часть стран, включая и основных партнеров РА, зафиксировали исторически глубокий спад экономики, который несколько восстановится во второй половине года благодаря постепенному ослаблению ограничений, которые были введены в целях пресечения распространения коронавирусной эпидемии.

Экономические развития в США. Согласно оценке Бюро анализа Министерства торговли США, во втором квартале 2020 года в экономике Соединенных Штатов Америки был зафиксирован спад на 9,5% в годовом исчислении. Несмотря на проводимые правительством США мероприятия, во всех отраслях экономики зафиксирован спад. Он сопровождался ощутимым снижением частного спроса, в частности, сокращение составило 10,1%, а частные вложения сократились на 8,5%. Во втором квартале 2020 года уровень безработицы резко повысился до 13,0%, вместо показателя в 3,8% за предыдущий квартал. Отметим, что в третьем квартале наблюдается определенное восстановление экономической активности, а уровень безработицы в июле снизился и составил 10,2%. В 2020 году, в условиях сдержанного частного потребления и его медленного восстановления ожидается 5,3% спад экономики США.

В США во втором квартале 2020 года инфляция личных потребительских расходов² сформировалась на уровне 0,6% в годовом исчислении, что значительно ниже среднесрочного целевого уровня ФРС, и слегка повысилась в июле до 1,0%, в основном вследствие восстановления цен на энергоносители. В условиях текущих развитий экономического роста и сохранения неопределенности, ФРС

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

США сохранила во втором квартале 2020 года ставку политики в принятом в марте интервале 0,0-0,25%, а также объявила о продолжении программы количественного расширения в большом объеме. Указанные мероприятия направлены на удовлетворение большого спроса финансовых рынков на ликвидность, возникшего вследствие экономической неопределенности, вызванной коронавирусом. Несмотря на определенное восстановление цен на энергоносители, ожидается, что имеющийся слабый спрос продолжит оказывать содействие сохранению слабой инфляционной среды. В этих условиях, а также в целях стимулирования экономической активности и, особенно, занятости на рынке труда, ФРС США продолжит в рамках объявленной в августе новой денежно-кредитной стратегии³ осуществление политики низких ставок в течение наиболее долгого временного горизонта.

Экономические развития в еврозоне. Ограничения, введенные в целях предотвращения пандемии, оказали существенное влияние на экономические развития в еврозоне. Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический спад в еврозоне во втором квартале 2020 года составил 15,0% в годовом исчислении, выразившись в существенном сокращении внешней торговли, частого потребления и вложений. Краткосрочные ведущие показатели говорят о некотором оживлении экономики в третьем квартале, что главным образом вызвано положительным влиянием ослабления ограничений. Тем не менее, на фоне сохранения неопределенности относительно преодоления пандемии, в отдельных странах еврозоны сохраняется глубокий спад и риски медленного восстановления экономик. Ожидается, что в 2020 году спад экономики составит 7,9%. Уровень безработицы в еврозоне во втором квартале вырос по сравнению с 7,3% в предыдущем квартале, составив 7,7%.

Средняя квартальная инфляция в еврозоне во втором квартале 2020 года, обусловленная, в основном, низкими ценами на энергоносители и слабым спросом, составила 0,3% в годовом исчислении, что значительно ниже целевого ориентира ЕЦБ, а базовая инфляция составила, в среднем, 1,1%. В условиях ожидания низкой инфляции, а также экономического спада, ЕЦБ объявил, что продолжит осуществление политики низких ставок с сохранением отрицательного значения ставки политики, осуществляя программу ежемесячных покупок активов в объеме 20,0 млрд евро.

³ 27-го августа с.г. председатель Федрезерва Дж. Фауэл объявил об обновлении долгосрочных целей и стратегии денежно-кредитной политики. Согласно этой стратегии ФРС США переходит к гибкому таргетированию инфляции, то есть таргетированию среднего уровня инфляции, что является, по существу, стратегией наиболее эффективного сдерживания инфляционных ожиданий.

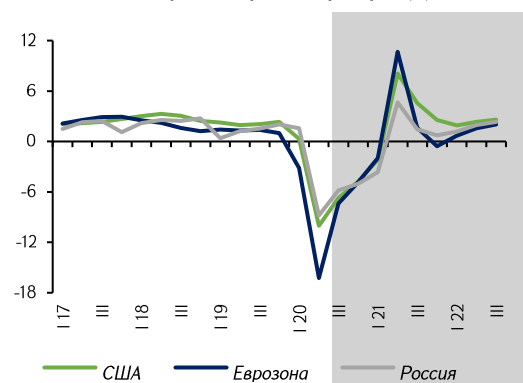
Экономические развития в России. Согласно предварительным оценкам Федеральной службы государственной статистики РФ, во втором квартале 2020 года экономический спад в России составил 8,5% в годовом исчислении, главным образом из-за отсрочки частных расходов и сокращения сферы услуг. Уровень безработицы в России во втором квартале повысился: с 4,6%, зафиксированном в предыдущем квартале, до 6,0%. В течение третьего квартала наблюдается тенденция восстановления экономики, хотя риски снижения экономического роста, обусловленные развитиями мировой экономики, сохраняются. В 2020 году спад экономики России составит 4,5%.

Во втором квартале 2020 года средняя квартальная инфляция в России ускорилась, составив 3,1% в годовом исчислении вместо 2,4% в предыдущем квартале, и пока остается ниже 4% целевого уровня. Ускорение темпов инфляции обусловлено, главным образом, ростом цен на сезонные продовольственные товары и ослаблением российского рубля. В условиях сохранения дефляционных рисков под влиянием имеющейся неопределенности и слабого спроса, Банк России снизил в течение второго квартала 2020 года ставку политики на 1,5 процентного пункта, а в июле еще на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 4,25%. Учитывая дальнейшие развития инфляции и экономики, а также ожидания медленного восстановления глобальной экономики, предполагается, что Банк России в прогнозном горизонте продолжит осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики.

Развития на рынках сырьевых и продовольственных товаров. Во втором квартале 2020 года товарно-сырьевые рынки продолжали ощущать на себе влияние распространяющейся с начала года пандемии, обусловленное введением ограничений в странах, разрывом производственных цепей, а также существенным спадом мировой экономики. В результате во втором квартале 2020 года цены на товары крупных сырьевых и продовольственных групп снизились по сравнению с предыдущим кварталом, однако начиная с июня на рынках сырья наблюдалось восстановление цен.

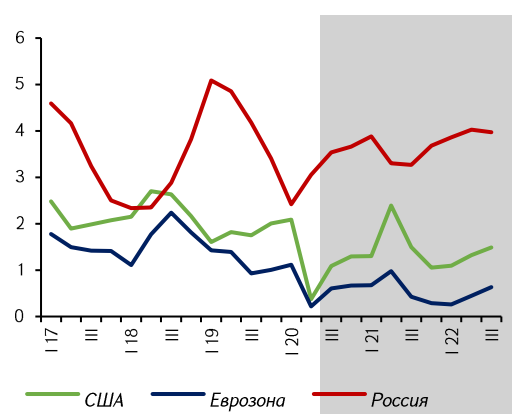
Восстановление экономики Китая во втором квартале, вызвавшее резкий рост объемов импорта меди, способствовало росту цен на медь в конце квартала. В результате на международном рынке меди во втором квартале 2020 года была зафиксирована 5,1% дефляция в квартальном исчислении, которая меньше ожиданий ЦБ РФ. Международные цены на нефть снизились по сравнению с предыдущим кварталом на 38,0%, что главным образом вызвано существенным сокращением мирового спроса. Однако следует отметить, что во

График 3
Экономический рост в странах-партнерах (%)



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

График 4
Инфляция в странах-партнерах (%)



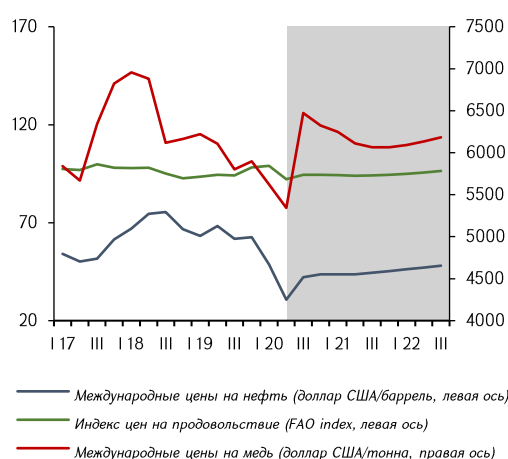
Источники: Бюро статистики труда США (BLS), Евростат, Росстат, прогноз ЦБ РФ

втором квартале на международном рынке равновесие предложения и спроса на нефть обеспечивалось достигнутой договоренностью между странами - членами ОПЕК+ по вопросу сокращения объемов выработки нефти. В результате в июне-июле наблюдалось восстановление международных цен на нефть. Ожидается, что во втором полугодии 2020 года международные цены на сырьевые товары, особенно, на нефть и медь повысятся, причем на медь – более быстрыми темпами.

Во втором квартале 2020 года почти на всех рынках продовольственных товаров был зафиксирован небольшой спад цен, а начиная с июня цены начали расти. В частности, на рынке сахарного песка, под влиянием роста цен на нефть, была зафиксирована инфляция, так как большая часть сахарного тростника была использована не для производства сахара, а для заменителя нефти – этанола. В результате на рынке сахарного песка наблюдается сокращение объемов предложения. Цены на рынке зерна остались вблизи уровней предыдущих месяцев, что обусловлено, с одной стороны, небольшим сокращением спроса, с другой - корректировкой прогноза объема предложения на 2020-2021 маркетинговый год в сторону небольшого уменьшения. В краткосрочном периоде слабый мировой спрос будет содействовать формированию текущих низких уровней цен в основных продовольственных товарных группах.

График 5

Международные цены на сырьевые и продовольственные товары



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

2.2. Прогнозы

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

В текущем квартале инфляция пока продолжает оставаться на относительно низком уровне. Как уже отмечалось, сохранение неопределенности, вызванной пандемией, задержит и отложит восстановление валового спроса в странах-партнерах РА, что, наряду со слабыми инфляционными развитиями, имеющимися на товарно-сырьевых рынках, не вызовет инфляционных давлений на экономику РА из внешнего сектора. В то же время, согласно текущим оценкам, прежний прогноз роста экономики РА на 2020 год в 2-4,0% снижен до -6,2%, что обосновывается осторожным инвестиционным и потребительским поведением на фоне сохраняющейся неопределенности. Такое поведение будет вызвано ожиданием наиболее

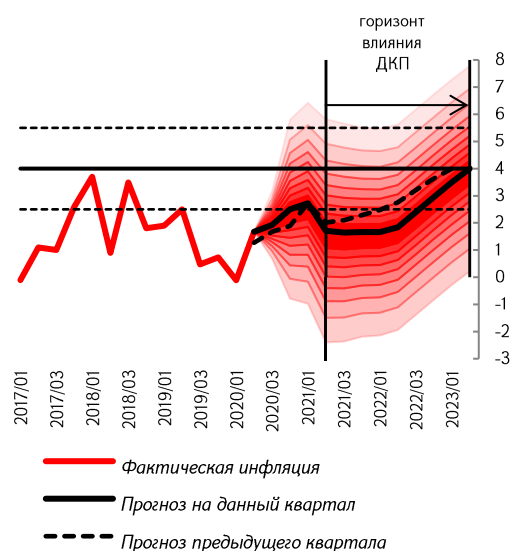
Согласно текущим оценкам, прежний прогноз роста экономики РА на 2020 год в 2-4,0% снижен до -6,2%, что обосновывается осторожным инвестиционным и потребительским поведением на фоне сохраняющейся неопределенности.

медленного темпа восстановления экономической активности и валового спроса во втором полугодии, и, как следствие, определенными дефляционными влияниями. В сложившихся условиях ЦБ оценивает, что необходимо продолжить ослабление денежно-кредитных условий, снизив ставку политики на 0,25 процентного пункта, что послужит дополнительным стимулом для восстановления валового спроса. По оценкам, инфляция в ближайшие месяцы, оставаясь ниже целевого уровня, в среднесрочном периоде постепенно повысится и закрепится близи него.

По текущим оценкам ЦБ, в третьем квартале сохранится низкая экономическая активность, что обусловлено влияниями факторов как предложения, так и спроса. Спад с точки зрения предложения обусловлен, главным образом, наблюдаемым большим, чем ожидалось, сокращением объема выпуска в сфере услуг. Спад с точки зрения спроса, в случае максимально затяжного сохранения неопределенности, будет обусловлен задержкой и отсрочкой частных затрат. В то же время, влияние налогово-бюджетной политики в третьем квартале 2020 года и в течение всего года будет стимулирующим. В результате оценка разрыва ВВП в третьем квартале остается отрицательной. В 2021 году, под влиянием стимулирующей денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик, разрыв ВВП постепенно закроется, в условиях которого дефляционное давление на инфляцию также постепенно нейтрализуется. На фоне вышеизложенных перспектив налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик инфляция, оставаясь на протяжении ближайших кварталов на низком уровне, начнет постепенно восстанавливаться. Оценивается, что на фоне увеличения текущей неопределенности и ожиданий ослабления восстановления спроса краткосрочные инфляционные ожидания населения несколько снизились. Тем не менее ожидается, что параллельно восстановлению инфляции инфляционные ожидания в среднесрочном периоде увеличатся, а существующая большая неопределенность относительно ожиданий постепенно нейтрализуется вместе со стабилизацией ситуации с коронавирусом. **Учитывая определенную отсрочку восстановления внешнего и внутреннего спроса, а также сохраняющуюся низкую инфляционную среду Совет ЦБ счел целесообразным ослабить денежно-кредитные условия, снизив ставку рефинансирования.** Вместе с этим в условиях ожидаемых макроэкономических развитий Совет ЦБ настроен на ослабление денежно-кредитных условий и в ближайшем будущем. Кроме этого, оценивается, что для достижения целевого уровня инфляции необходимо сохранить стимулирующую позицию и в среднесрочном периоде.

График 1

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



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

Учитывая определенную отсрочку восстановления внешнего и внутреннего спроса, а также сохраняющуюся низкую инфляционную среду Совет ЦБ счел целесообразным ослабить денежно-кредитные условия, снизив ставку рефинансирования.

Таблица 1

Сроки	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
III кв. 2020	10.9%	67.0%	22.1%	0.0%	0.0%
IV кв.	22.6%	27.3%	43.4%	5.5%	1.2%
I кв. 2021	22.2%	23.9%	43.1%	8.0%	2.9%
II кв.	38.5%	23.6%	31.1%	4.8%	2.1%
III кв.	39.3%	24.1%	30.6%	4.3%	1.7%
IV кв.	38.6%	25.1%	31.0%	3.9%	1.3%
I кв. 2022	38.5%	25.3%	31.1%	3.9%	1.3%
II кв.	35.6%	25.5%	33.2%	4.3%	1.4%
III кв.	27.2%	24.6%	39.3%	6.6%	2.3%
IV кв.	19.8%	22.4%	44.4%	9.5%	3.9%
I кв. 2023	13.8%	19.3%	47.6%	12.8%	6.4%
II кв.	9.6%	16.1%	48.6%	16.1%	9.6%

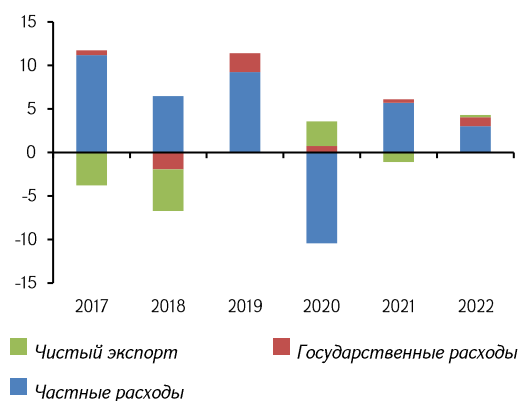
2.2.2. Экономическая активность ⁴

Валовой спрос. В первом полугодии 2020 года экономический спад составил 5,7%, что в основном обусловлено распространением эпидемии, противоэпидемическими мероприятиями, и решениями отсрочки потребления и инвестирования в результате увеличения неопределенности и предупредительного поведения. По оценкам специалистов, пандемия пока не проявила сезонность, и темпы распространения связаны только с имеющимися ограничениями. Обычно, после снятия ограничений эпидемия усиливается, что и наблюдается в настоящее время в ряде европейских стран. В Армении, из-за снятия некоторых ограничений и открытия школ и университетов, случаи заболевания значительно увеличились. По оценкам ЦБ ожидается, что распространение пандемии сохранится до конца года, однако будет управляемым, и необходимости введения дополнительных ограничений не будет. Также считается, что обусловленная пандемией неопределенность и предупредительное поведение экономических агентов сохранятся до конца года, что определенно сдержит экономическую активность. Из-за этого спад частного спроса будет глубже, чем предусматривалось ранее, а экономический спад составит 6,2% вместо 4,0% по предыдущему

В первом полугодии 2020 года экономический спад составил 5,7%, что в основном обусловлено распространением эпидемии, противоэпидемическими мероприятиями, и решениями отсрочки потребления и инвестирования в результате увеличения неопределенности и предупредительного поведения.

График 7

Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

⁴ Прогноз экономического роста в цифрах см. в графике 18 "Распределение вероятностей прогноза ВВП", таблица 2.

прогнозу. По оценкам ЦБ, спад частного потребления составит 9,3%, спад валового накопления частных основных средств составит 20,0%. Содействие чистого экспорта также будет положительным, хотя объемы импорта и экспорта существенно сократятся.

В прогнозном горизонте частные расходы ускорятся и послужат основной движущей силой экономического роста, хотя в среднесрочном периоде как частный спрос, так и экономический рост будут восстанавливаться медленно, что обусловлено замедлением потенциального роста ВВП, вызванного отсрочкой вложений и снижением производительности из-за существующей неопределенности. В результате будут медленно восстанавливаться объемы экспорта и импорта, обусловленные, в том числе, постепенным восстановлением международного туризма. Ожидается, что вместе с восстановлением экономического роста уменьшится содействие государственных расходов и будет нейтральным в среднесрочном периоде.

Внешний спрос. Прогнозы текущего счета на второе полугодие 2020 года были пересмотрены исходя из нижеследующих суждений. Восстановление как мирового, так и внутренней экономик будет слабее, сфера внешнего туризма будет под существенным давлением, обусловленным сохранением ограничений на туризм, а в случае снятия ограничений – увеличением дополнительных расходов. Что касается частных денежных переводов, то здесь тенденция будет более положительная, чем ожидалось.

В результате уменьшение реальных объемов экспорта товаров и услуг предусматривается в интервале 29,0-32,0%, что предполагает максимальный спад по сравнению с предыдущими прогнозами. Пересмотр, на фоне медленного восстановления мировой экономики, будет главным образом обусловлен почти нулевым, по прогнозу, уровнем показателя экспорта туризма. Фактические развития также говорят о том, что в структуре экспорта основной потерпевшей сферой будет туризм. Положительные развития экспорта продукции горнодобывающей промышленности сохранятся в 2020 году на фоне определенного повышения цен на металлы.

В условиях максимально медленного, чем предусматривалось в предыдущем прогнозе, восстановления внутренней экономики объемы реального импорта товаров и услуг также сократятся на 29,0-32,0%. Показатель импорта туризма также почти нулевой.

Оценивается, что обусловленная пандемией неопределенность и предупредительное поведение экономических агентов сохранятся до конца года, что определенно сдержит экономическую активность. Из-за этого спад частного спроса будет глубже, чем предусматривалось ранее, а экономический спад составит 6,2% вместо 4,0% по предыдущему прогнозу.

⁵ В показателях спроса не включено изменение запасов нематериальных оборотных средств, так как этот показатель рассчитывается Статистическим комитетом РА как балансовая статья и не отражает реальный уровень вложений, поэтому показатели экономического роста со стороны предложения и со стороны спроса могут отличаться друг от друга.
https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

По части развитий денежных переводов физических лиц будет зафиксировано определенное улучшение по сравнению с предыдущими прогнозами. В частности, снижение этого показателя во втором квартале было значительно меньше, чем ожидалось. В структуре денежных переводов физических лиц происходят изменения по показателям стран. Сокращенный объем переводов из России восполняется денежными переводами из США и других стран, предположительно, за счет растущих переводов "альтруистического" характера⁶. В случае сохранения данной тенденции сокращение денежных переводов в 2020 году будет меньше, чем предусматривалось ранее, и сформируется в интервале 19,0-22,0%.

В результате вышеперечисленных развитий показатель «дефицит текущего счета/ВВП» в 2020 году улучшится по сравнению с 2019 годом и сформируется в интервале 5,0-6,0%.

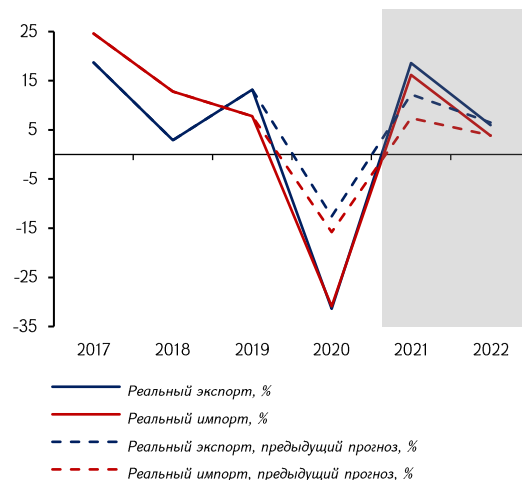
В среднесрочном периоде более медленный, по сравнению с прежними оценками, ход восстановления мировой и внутренней экономик будет обуславливать медленный ход темпов роста экспорта и импорта. Тем не менее, в среднесрочном периоде в результате опережающего роста экспорта показатель «дефицит текущего счета/ВВП» приблизится и укрепитесь вблизи оцененного равновесного интервала 3,0-5,0%.

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

В условиях ожидаемого экономического спада, обусловленного коронавирусной инфекцией, по оценкам⁷, в 2020 году налоговые доходы за 2020 год существенно снизятся по сравнению с показателями, установленными законом РА «О государственном бюджете РА за 2020 год». В результате соотношение «налоги/ВВП»⁸ составит 22,1%, снизившись по сравнению с 2019 годом на 0,2 процентного пункта.

Оценка ЦБ по части государственных расходов, исходя из показателей выполнения бюджета по этой статье в течение нескольких лет и учитывая фактические показатели за первое полугодие 2020 года, составляет 97,5% показателя расходов, утвержденного мартовской корректировкой закона, включая пакеты помощи для эконо-

График 8
Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

⁶ В литературе выделяют две основные мотивации для осуществления трансфертов: "эгоистическая" (self-interest) и "альтруистическая" (altruistic): трансферты "эгоистического" характера осуществляются в основном в целях инвестирования, а "альтруистического" характера - для определенного восполнения сокращения доходов получателя.

⁷ Оценка Правительства РА.

⁸ Показатель ВВП за 2020 год является прогнозом ЦБ РА.

мики. Недовыполнение расходов ожидается особенно по части капитальных расходов с внешними источниками финансирования. В частности, в первом полугодии 2020 года капитальные расходы по программам с внешними источниками финансирования составили всего лишь 19% предусмотренных расходов программ или 14,1 млрд драмов.

В целом, в результате мероприятий Правительства по преодолению последствий коронавируса, в 2020 году в структуре государственных расходов доля текущих расходов по сравнению с капитальными расходами растет, включая осуществление программ социального содействия и рост расходов на здравоохранение.

Показатель соотношения “государственные расходы/ВВП” составит по оценкам ЦБ 29,4%, увеличившись по сравнению с прошлым годом на 4,7 процентного пункта.

Следует отметить, что в 2020 году дефицит бюджета увеличится особенно из-за уменьшения налогов, и достигнет 5,7%, что больше показателя предыдущего года на 4,8 процентного пункта.

Учитывая указанные оценки налогов и расходов, а также исключив из государственных расходов и доходов потоки, не влияющие на внутренний спрос, и включив оценку кредитования экономики⁹, в 2020 году, по сравнению с 2019 годом ожидается, что налогово-бюджетная политика окажет расширяющее влияние на 5,7 процентного пункта. Обусловлено это будет наиболее расширяющим импульсом расходов и кредитования экономики на 5,1 процентного пункта и небольшим расширяющим, на 0,6 процентного пункта, импульсом доходов¹⁰. Здесь следует обратить внимание на то, что учитывая чрезвычайно неравномерное отраслевое распределение экономических последствий пандемии, и общий характер денежно-кредитной политики (см. врезку 1), для восстановления совокупного спроса решающим является осуществление стимулирующей и налогово-бюджетной политики отраслевой направленности.

В подобной ситуации в 2020 году заметно увеличится также государственный долг. В среднесрочном периоде рост показателя “долги правительства/ВВП” вызовет необходимость применения соответствующих налогово-бюджетных правил, установленных действующим законодательством, с вытекающими соответствующими влияниями.

В 2020 году, по сравнению с 2019 годом ожидается, что налогово-бюджетная политика окажет расширяющее влияние на 5,7 процентного пункта.

⁹ В расчет импульса включено кредитование экономики, которое, хотя и не имеет влияния на показатель дефицита, однако, как кредитование, влияет на валовый спрос.

¹⁰ Импульс доходов оценивается как слегка расширяющий, что обусловлено включением, в результате изменений, счета налогов, а также консолидированного счета других доходов и налогов. Для обеспечения сравнения данных за 2020 год с данными за 2019 год, в участвующие в расчете импульса другие доходы включены также внебюджетные средства государственных учреждений, которые, начиная с 2019 года, включаются в расчет показателей закона о бюджете.

В результате, по оценкам ЦБ, **среднесрочное влияние налогово-бюджетной политики будет нейтральное, исходя из предварительного варианта основного сценария программы среднесрочных расходов на 2021-2023 годы.**

Врезка 1 ¹¹

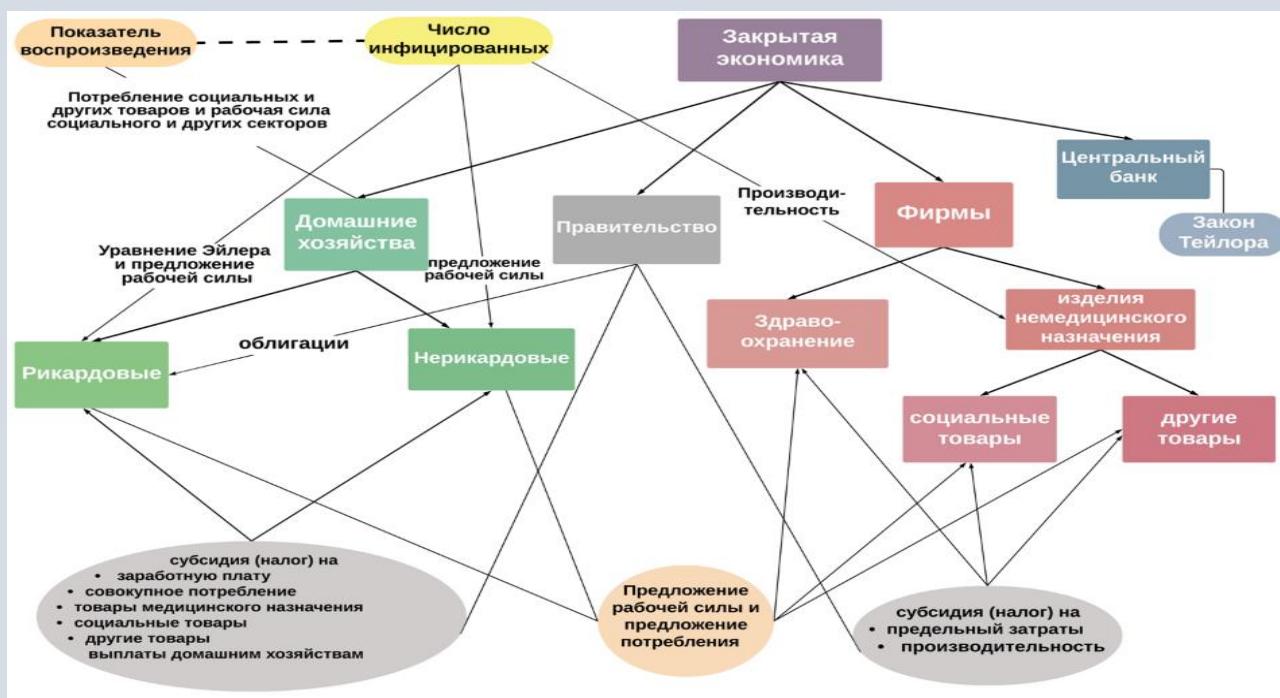
Влияние коронавируса в РА на доходы по секторам экономики

Экономические последствия пандемии отличаются от других кризисов тем, что неравномерное отрицательное влияние особенно испытывают домашние хозяйства с низким уровнем производительности, а люди с высокой производительностью имеют возможность работать в удаленном режиме. Из-за шока наибольшие убытки несут те секторы, где личностные контакты очень велики, например, в сфере обслуживания, общественного питания и др. С этой целью к системе прогнозов ЦБ подключена спутниковая модель для оценки влияния пандемии на различные домашние хозяйства и различные сферы экономики и для анализа политики.

В модели представлены два типа домохозяйств: “рикардовые” и “нерикардовые”. Предполагается, что рикардовые могут при помощи сбережений сгладить свое потребление в течение периода, а нерикардовые полностью расходуют полученные доходы в течение данного периода. Экономика разделена на три сектора: социальную, здравоохранение и другие сферы. Социальная сфера – это та сфера, где степень контакта с клиентом наиболее высокая. К ним относятся, например, гостиничные услуги, рестораны, кинотеатры, и др. В других сферах степень контакта низкая, следовательно, работники этих сфер менее уязвимы к шоку в области здравоохранения, так как могут работать также и удаленно.

Предполагается, что большая часть нерикардовых домохозяйств работает в социальной сфере, и наибольшая часть рикардовых домохозяйств занята в других сферах. Следует отметить, что данные свидетельствуют о том, что уровень производительности в других сферах выше, чем в социальной сфере, что также было заложено в основу построения модели. В модели задействован Центральный банк, осуществляющий политику стабильности цен согласно правилу Тейлора. Правительство в модели представлено через инструменты как агрегирования, так и через многочисленные целевые инструменты (налоги, субсидии и единовременные переводы). Следовательно, модель позволяет оценивать влияния как экономических ограничений, так и государственных программ по оказанию содействия на экономику и ситуацию с пандемией. Схематическое изображение модели представлено в графике 9.

¹¹ Врезка подготовлена специалистами отдела совершенствования моделей Управления денежно-кредитной политики ЦБ РА Айказом Игитяном (haykaz.igityan@cba.am), Ваагном Давтяном (vahagn.davtyan@cba.am), Ованнесом Манукяном (hovhannes.manukyan@cba.am).



Нами смоделировано распространение коронавируса и ее влияние на поведение экономических агентов. В модель введен показатель воспроизводства (R_t), который является возрастающей функцией от занятости в социальной и других сферах ($N_{s,t}$ и $N_{o,t}$) и потребления продукции или пользования услугами этих сфер ($C_{s,t}$ и $C_{o,t}$). Выражается она следующей формулой:

$$\frac{R_t}{R^{ss}} = \left(\frac{C_{s,t}}{C_s^{ss}} \right)^{\kappa_{C,S}} \left(\frac{C_{o,t}}{C_o^{ss}} \right)^{\kappa_{C,O}} \left(\frac{N_{s,t}}{N_s^{ss}} \right)^{\kappa_{N,S}} \left(\frac{N_{o,t}}{N_o^{ss}} \right)^{\kappa_{N,O}} \varepsilon_t^{COVID-19}$$

где

«ss» переменные значения в состоянии стабильности,

$\kappa_{N,S} > \kappa_{C,S} > \kappa_{N,O} > \kappa_{C,O}$ - коэффициенты упругости.

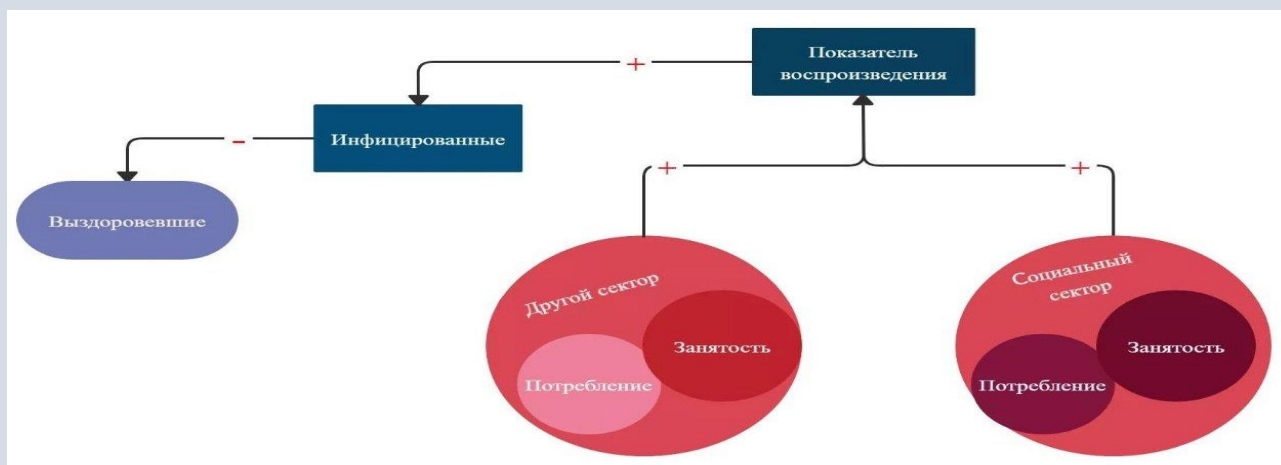
Динамика инфицированных (Inf_t) на данный момент зависит от числа инфицированных за предыдущий момент и новых инфицированных, что представляется следующей формулой:

$$Inf_t = (1 - \delta_{rec})Inf_{t-1} + R_t^\mu$$

где

δ_{rec} - доля выздоровевших,

μ - параметр, который позволяет аппроксимировать новых инфицированных через показатель воспроизводства. Вышеописанный процесс представлен в графике 10.



Домохозяйства максимизируют свою функцию полезности, которая выражается следующей формулой:

$$U_{t+j} = E_t \sum_{j=0}^{\infty} \beta^j \left(\ln f_t^{\omega_i} \frac{C_{i,t+j}^{1-\sigma_i}}{1-\sigma_i} - \ln f_t^{\nu_i} \frac{N_{i,t+j}^{1+\varphi_i}}{1+\varphi_i} \right)$$

где

$i = \{R, NR\}$ индексы рикардовых и нерикардовых домохозяйств. Они получают полезность от потребления ($C_{i,t}$) и отрицательную полезность от работы ($N_{i,t}$). Количество инфицированных с определенными коэффициентами упругости (ω_i и ν_i) включено в функцию полезности, которая характеризует реакцию экономического агента на пандемию. Увидев рост количества инфицированных, домохозяйства сокращают потребление и работают меньше, чтобы сдержать дальнейшее распространение вируса. В основе такого поведения лежит нацеленность на будущее, так как домохозяйства максимизируют полезность всей своей жизни. Сокращая в данном периоде свое потребление, они сдерживают спад будущего потребления, так как в будущем, в результате большого числа инфицированных, экономический спад усилится.

β^j , σ_i и φ_i - другие структурные параметры, характеризующие динамику.

Кривая ограничений бюджета рикардовых домохозяйств представлена следующей формулой:

$$(1 - \tau_{1,t})C_{R,t} + \frac{B_t}{P_t} = (1 + \tau_{2,t}) \frac{W_{R,t}}{P_t} N_{R,t} + \frac{i_{t-1}B_{t-1}}{P_t} + \frac{\Pi_t}{P_t} + \tau_{3,t}$$

где

$C_{R,t}$ - потребление,

$W_{R,t}$ - заработная плата,

$N_{R,t}$ - рабочее время,

B_t - облигации, приобретаемые домохозяйствами,

i_t номинальная процентная ставка,

Π_t - прибыль,

P_t - индекс цен.

Нерикардовое домохозяйство не имеет возможности сгладить свое потребление во времени, и тратит весь свой доход. Его бюджетное ограничение представлено следующей формулой:

$$(1 - \tau_{4,t})C_{NR,t} = (1 + \tau_{5,t})\frac{W_{NR,t}}{P_t}N_{NR,t} + \tau_{6,t}$$

Можно заметить, что определенную роль в бюджетных ограничениях играют также различные правительственные субсидии и трансферты. В частности, $\tau_{1,t}$ и $\tau_{4,t}$ – это потребительские субсидии, $\tau_{2,t}$ и $\tau_{5,t}$ – заработная плата за счет субсидии, а $\tau_{3,t}$ и $\tau_{6,t}$ – единовременные трансферты правительства домохозяйствам.

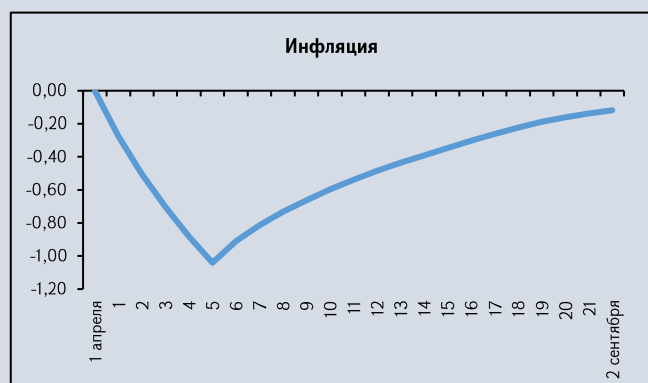
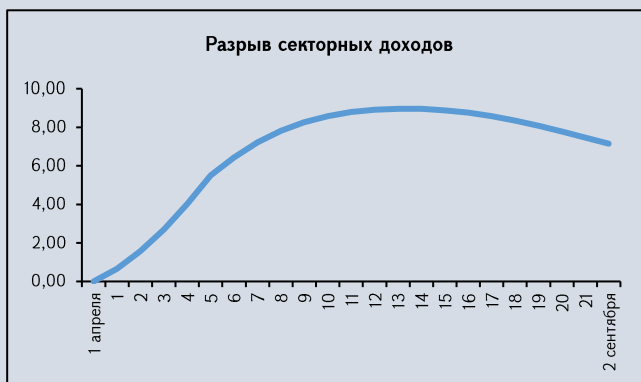
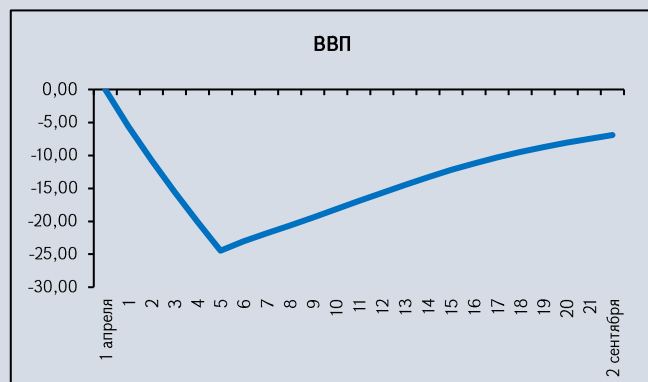
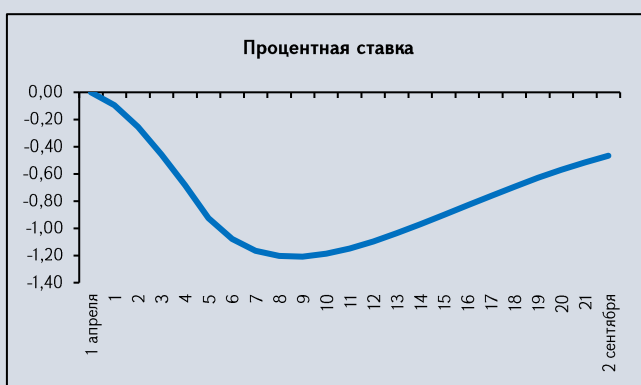
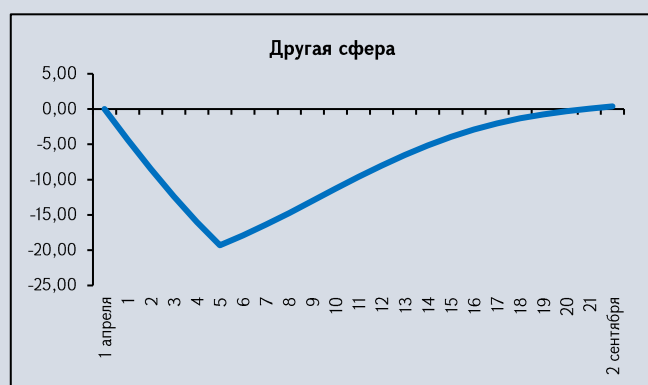
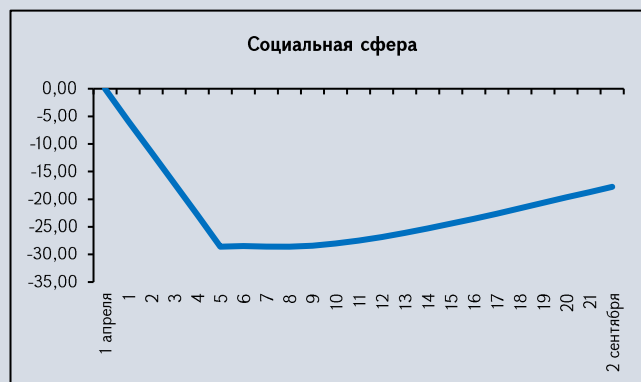
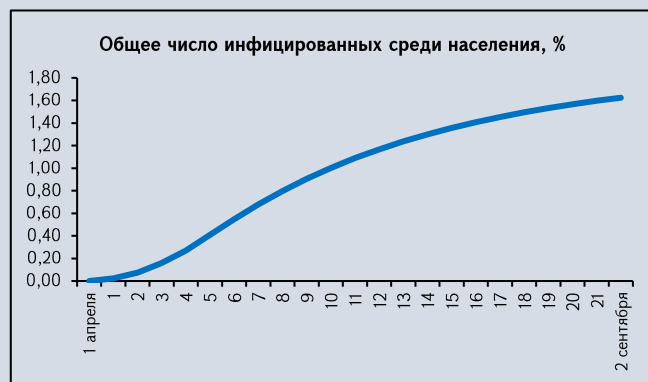
Разрыв отраслевых доходов экономики ($SecIncGap_t$) представлен как соотношение доходов работников других сфер ($W_{O,t}N_{O,t}$) к доходам занятых в социальной сфере ($W_{S,t}N_{S,t}$):

$$SecIncGap_t = \frac{W_{O,t}N_{O,t}}{W_{S,t}N_{S,t}}$$

Модель калибрована для Армении, построена на результатах проведенных ЦБ РА различных исследований. В графике 11 представлено влияние коронавируса на экономику. Горизонтальная ось – это период по неделям. Симуляция начинается с первой недели апреля, с единичным проявлением шока, и построена для будущего периода на предположении прочих равных условий. Следует отметить, что в симуляцию включены как ограничения коменданта, так и программы Правительства РА по нейтрализации экономических последствий коронавируса по соответствующим направлениям. Основами для построения оценок и калибрования шока приняты фактические данные по ВВП и числа инфицированных, из которых выстраиваются и остальные экономические оценки.

В частности, согласно выстроенным оценкам, вызванный пандемией спад экономики во втором квартале составляет 12,9% (на графике представлена усредненная величина еженедельного показателя, который близок к зафиксированному СК РА показателю спада в 13,7%). В то же время, согласно результатам модели, число инфицированных на 2-е сентября составило 1,62% населения, а по фактическим данным – 1,49%.

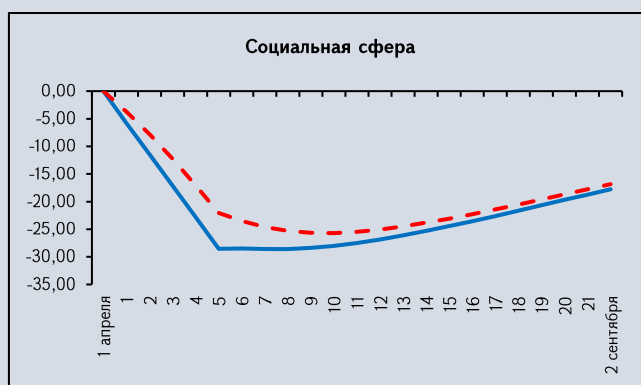
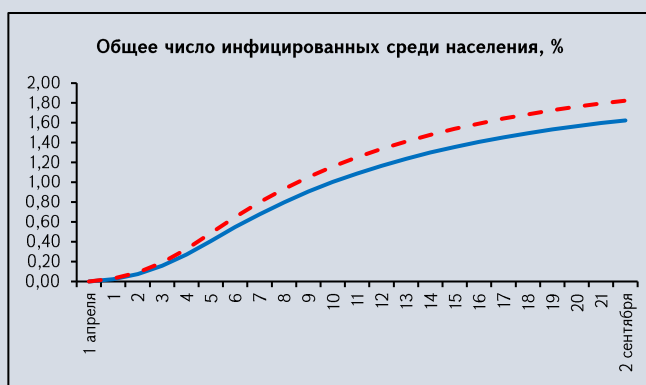
Как видно из представленных оценок (график 11), спад большей частью проявился в социальных сферах, где в течение квартала по оценкам было зафиксировано снижение на 19,2%, тогда как в других сферах экономический спад был относительно меньше, что и является главной отличительной чертой экономических последствий этой пандемии. В результате как и ожидалось от дифференцирования влияния по сферам, в результате пандемии коронавируса разрыв секторных доходов вырос на 8-9%.

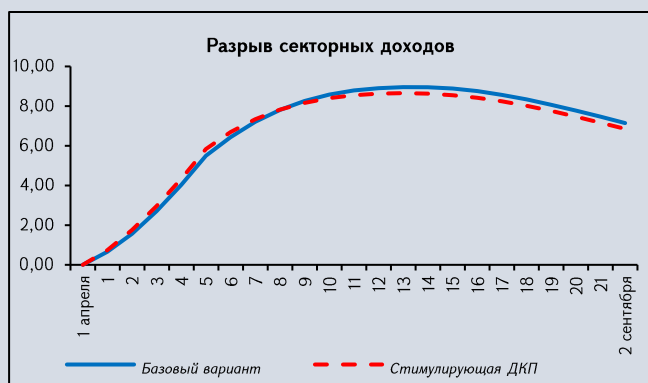
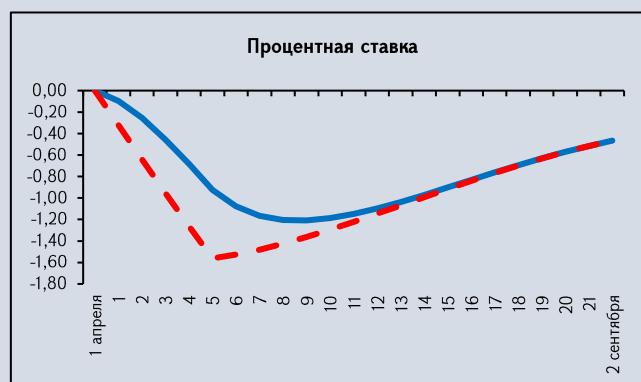
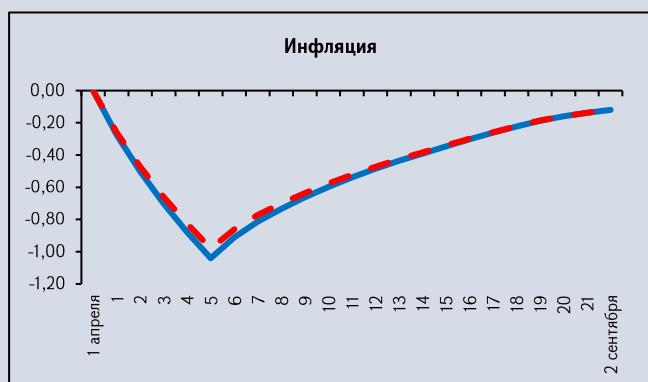
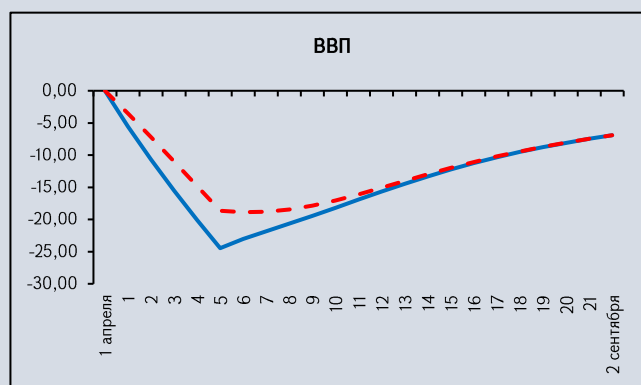
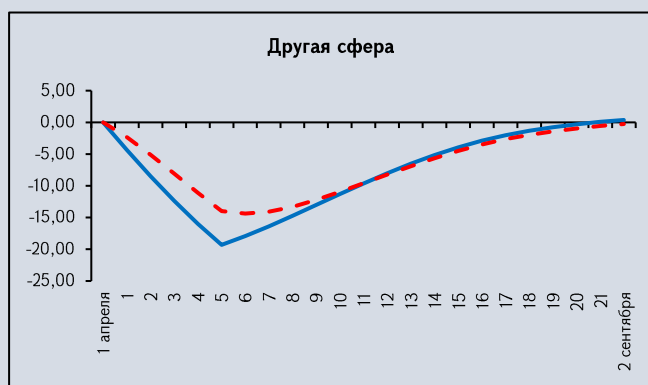


С точки зрения денежно-кредитной политики важно понять, какое, в условиях обусловленного коронавирусом шока, дополнительное стимулирующее влияние (отклонение от правила) будет иметь денежно-кредитная политика на экономику, число инфицированных и разрыв секторных доходов. Предполагается, что здесь ЦБ снижает ставку (на большее значение, чем требует правило), и пробует стимулировать экономическую активность и инфляцию. Сочетание этого симулирования (красный пунктир) с базовым вариантом (синяя линия) представлены в графике 12. В результате дополнительной стимулирующей денежно-кредитной политики спад ВВП бывает ниже по сравнению с базовым вариантом. Причем низкий спад наблюдается как в социальной, так и других сферах. В результате спада экономической активности увеличивается число инфицированных (потребление и занятость меньше сокращаются). Однако, вместе с этим, поскольку ставка является всеобщим макроэкономическим инструментом, то и влияние будет повсеместным на все отрасли экономики. В результате дополнительная стимулирующая денежно-кредитная политика оказывает нейтральное влияние на разрыв секторных доходов и не может влиять на вызванное пандемией неравномерное влияние по секторам. Следовательно, для решения этой проблемы необходимо применение секторных налогово-бюджетные инструментов.

График 12

Результаты сценария, предусматривающего дополнительную стимулирующую денежно-кредитную политику





Рынок труда¹². По оценкам ЦБ, глубокий спад экономики в 2020 году выразится на рынке труда в корректировке отработанных часов и размеров заработных плат, а влияние на занятость будет небольшое, обусловленное осуществлением Правительством соответствующих мер. В 2020 году темп роста номинальной заработной платы в частном секторе останется на низком уровне вблизи 3,1%, обусловленный резким спадом производительности труда, а уже в среднесрочном периоде рост номинальной заработной платы в частном

¹² Показатели рынка труда за период с 2020 по 2023 год являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях первого и второго кварталов 2020 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

секторе будет проходить в соответствии с ростом экономики и развитием инфляции. Таким образом, в 2021 году прогнозируется 3,4% рост заработной платы в частном секторе, а к концу прогнозного горизонта он укрепитесь вблизи 6%.

Параллельно замедлению темпа производительности влияние спада экономики на безработицу будет ограниченным, благодаря мероприятиям Правительства по сохранению рабочих мест в отдельных секторах экономики. Следовательно, в 2020 году ожидается небольшой рост безработицы – до уровня 20,2%. В 2021 году, параллельно сокращению мероприятий по устранению экономических последствий пандемии ожидается постепенное повышение уровня безработицы. В результате прогноз по безработице в 2021 году составляет 21,2%. В среднесрочном периоде, параллельно восстановлению экономической активности, уровень безработицы будет снижаться на 0,5 процентного пункта в год, приблизившись к концу прогнозного горизонта к уровню 20,0%.

В 2020 году ускорится рост номинальных расходов предприятий на единицу рабочей силы, так как спад производительности глубже, чем замедление заработной плат в частном секторе, а к концу прогнозного горизонта укрепитесь вблизи 4% целевого ориентира инфляции.

Резюмируя сказанное отметим, что в краткосрочном периоде из рынка труда будут поступать инфляционные давления, которые постепенно нейтрализуются в среднесрочном периоде в результате ускорения экономического роста и восстановления производительности.

2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом

В течение третьего квартала из-за роста инфицированных коронавирусом (определенного ускорения распространения вируса) в США, Евросоюзе, а также в ряде других стран продолжала оставаться большая неопределенность относительно преодоления пандемии, и следовательно, относительно будущего. В условиях долгосрочного сохранения такой ситуации экономические агенты проявляют наибольшую осторожность, избегают рисков, задерживают или частично снимают инвестиционные программы, тем самым снижают экономическую активность (временное или долгосрочное сокращение предложения рабочей силы), или увеличивают склонность к частным сбережениям.

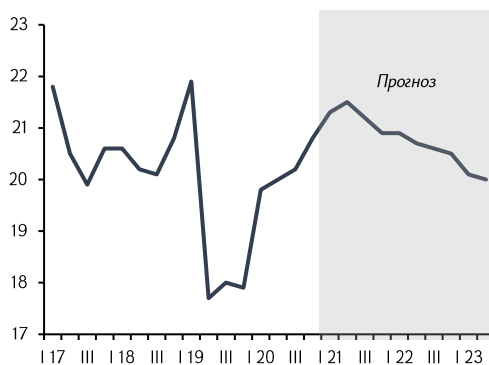
Вышеуказанные факторы, прежние опасения относительно которых стали материализоваться в течение последних месяцев, будут иметь влияние в экономиках основных стран-партнеров РА не только в краткосрочном, но и среднесрочном

График 13
Годовой прирост частных номинальных заработных плат



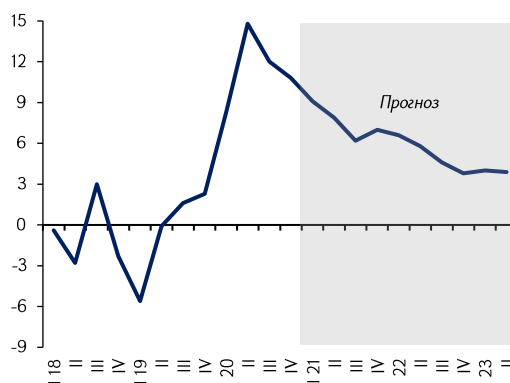
Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 14
Уровень безработицы (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 15
Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

и даже долгосрочном периодах (см. врезку 2), снижая темпы роста производительности и потенциала в указанных экономиках (следовательно, также и темпы реального роста в прогнозном среднесрочном периоде).

В экономике США в текущем году будет зафиксирован определенно меньший, чем ожидался, спад экономики благодаря более стимулирующей налогово-бюджетной политике, а в среднесрочном периоде, на фоне сохранения высокой степени неопределенности, частные расходы пока останутся сдержанными, формируя более медленную траекторию восстановления экономики.

В еврозоне, из-за вышеперечисленных основополагающих факторов, а также более медленного снятия краткосрочных экономических ограничений или введения новых локальных ограничений, вызванных последними развитиями распространения пандемии в некоторых странах, темп реального роста экономики был пересмотрен в направлении снижения по всему прогнозному горизонту. Здесь также необходимо отметить, что независимо от фактического введения или снятия экономических ограничений, в условиях неопределенности относительно хода развития пандемии экономические агенты корректируют свое поведение, влияя на перспективы восстановления экономической активности и спроса.

В России, в отличие от предыдущих экономик, темп реального роста экономики по всему прогнозному горизонту будет слегка выше, что обусловлено темпами более высокого, чем ожидалось, роста и уровня цен на нефть, а также более мягкими, чем ожидалось, экономическими последствиями пандемии.

В вышеуказанных экономиках, обусловленных долгосрочным влиянием сохраняющейся экономической неопределенности (отсрочка инвестиций, снижение производительности и др.), в конце прогнозного горизонта темп реального роста экономики замедлится, укрепившись на более низком, чем ранее, уровне, за исключением России, где влияние указанных факторов компенсировалось ростом цен на нефть. В результате докризисный уровень выпуска будет достигнут только во втором полугодии 2022 года, за исключением Евросоюза, где уровень выпуска еще долгое время останется на низком уровне.

Следует также отметить, что в результате более медленного восстановления спроса, в прогнозном горизонте, после нейтрализации краткосрочных факторов, в США и Евросоюзе будет зафиксирован более низкая, чем ожидалось ранее, а в России – слегка более высокая инфляция.

Цены на сырьевые и продовольственные товары, большей частью обусловленные намного опередившим ожидания восстановлением экономики (промышленности) Китая, а также более слабым долларом США, во всем прогнозном горизонте будут на более высоких уровнях, чем ожидалось.

График 16

Прогнозы экономического роста США (%)

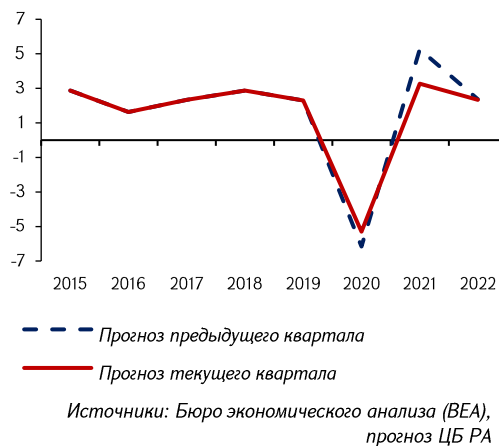


График 17

Прогнозы экономического роста ЕС (%)

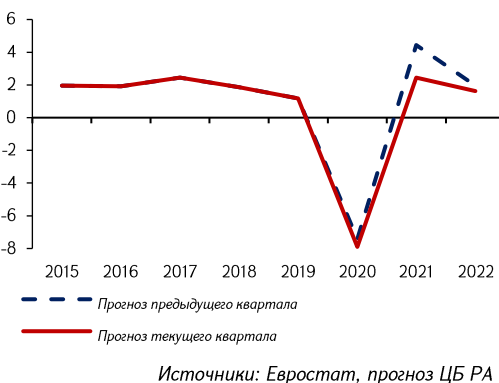
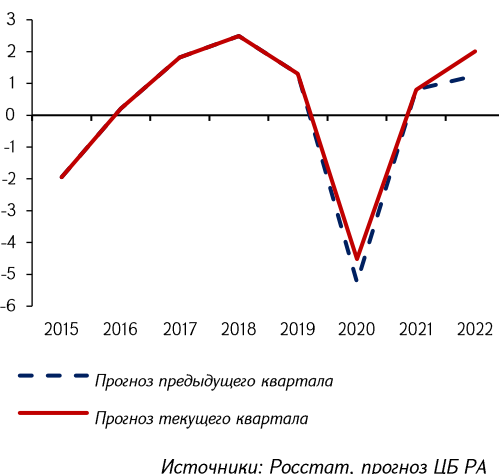


График 18

Прогнозы экономического роста РФ (%)



В текущем квартале, из-за накопленных и ускоряющихся в результате новой вспышки пандемии рисков, в отношении сырьевых и продовольственных товаров, в экономике Китая фиксируется краткосрочный предупредительный дополнительный спрос с соответствующим инфляционным влиянием. В ближайшее время цены на указанные товары или их рост уменьшится, а затем, в среднесрочном периоде приблизятся к долгосрочному устойчивому темпу роста, параллельно восстановлению мирового спроса.

Среднесрочный прогноз цен на рынке продовольственных товаров, в целом существенно не изменился. В ближайшие несколько кварталов цены на продовольственные товары почти во всех продовольственных товарных категориях (за исключением мясных продуктов) будут выше, чем предусматривалось в предыдущих прогнозах, благодаря положительным содействиям, а в среднесрочном периоде, в условиях более слабого мирового спроса, будут повышаться в более медленном, чем прежде, темпе.

Прогноз международных цен на нефть на весь горизонт был пересмотрен в сторону роста, что обусловлено, главным образом, текущими ценами на нефть, которые формируются опережающими предложение темпами восстановления спроса на нефть в результате снятия экономических ограничений. Следует отметить, что в июне между странами - членами ОПЕК+ и их партнерами была достигнута договоренность о продлении 1-го этапа сокращения добычи нефти еще на 1 месяц, до 31-го июля. Тогда же была достигнута договоренность о том, что страны, не сумевшие на 100% выполнить взятые на себя обязательства в мае и июне, компенсируют несокращенные объемы добычи в июле, августе и сентябре в дополнение к уже согласованным объемам по сокращению добычи в эти месяцы. Указанные факторы, а также неуклонный рост эффективности исполнения соглашения за последние месяцы оказали существенное влияние на цены на нефть, сдержав целостный спрос. В течение прогнозного горизонта, цены на нефть марки Brent составят 40-50 долларов США за баррель.

Международные цены на медь, обусловленные быстрым восстановлением экономики Китая, сформировались на уровнях, существенно превышающих предыдущие прогнозы. По текущим оценкам ЦБ, цены на нефть, после ослабления имеющихся в настоящее время краткосрочных факторов, значительно снизятся, а затем, в соответствии с мировым спросом, вернутся на траекторию долгосрочного устойчивого роста и составят в конце горизонта в пределах 6300 долларов США за тонну.

График 19
Прогноз международных цен на продовольствие



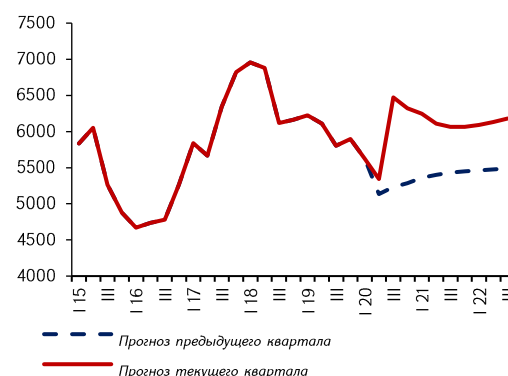
Источники: FAO, прогноз ЦБ РА

График 20
Прогноз международных цен на нефть



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 21
Прогноз международных цен на медь



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

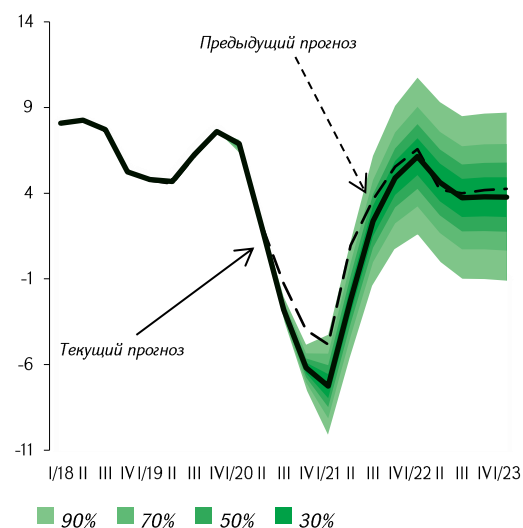
Оценки экономического роста РА на весь прогнозный горизонт пересмотрены в сторону снижения.

Экономическая активность в 2020 году пересмотрена в сторону существенного спада и в настоящее время оценивается в -6,2%. Пересмотр был вызван как июльскими низкими показателями фактической экономической активности, так и представлениями о восстановлении экономики. В частности, предполагается, что в условиях текущей тенденции пандемии неопределенность в экономике и предупредительное поведение сохранятся дольше, кроме этого, восстановление международного туризма будет происходить более медленными темпами, а внутренний туризм только частично компенсирует этот спад. В результате сфера услуг и строительство, хотя и восстановятся в некоторой мере во второй половине года, однако останутся на низком уровне. В промышленности и сельском хозяйстве существенного замедления не ожидается, что обусловлено как текущими высокими темпами экспорта горнодобывающей и перерабатывающей отраслей промышленности, так и благодаря госпрограммам развития сельского хозяйства и ограниченным влиянием пандемии на сельское хозяйство.

В прогнозном горизонте экономический рост останется ниже уровня долгосрочного устойчивого роста вследствие как отсрочки текущих инвестиций и их низкого уровня, что отрицательно отразится в ближайшем периоде на рост потенциала экономики, так и снижения производительности в результате сохранения неопределенности. (см. врезку 2).

График 22

Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)¹³ роста ВВП в 3-годичном прогнозном



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

Таблица 2

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2020 январь-декабрь / 2019 январь- декабрь	(-6.5) - (-5.9)	(-7.5) - (-4.8)
2021 январь-декабрь / 2020 январь-декабрь	3.9 – 5.9	0.7 – 9.1
2022 январь-декабрь / 2021 январь-декабрь	2.6 – 4.9	(-1.1) - 8.6
2023 январь-декабрь / 2022 январь-декабрь	2.7 – 5.0	(-1.1) – 8.8

¹³ Темп роста за каждый квартал рассчитан как темп кумулятивного роста за последние 4 квартала.

**Оценка среднесрочных экономических влияний в США и РА,
обусловленных неопределенностью преодоления пандемии,**

Вызванный вспышкой пандемии коронавируса наблюдается существенный рост неопределенности относительно ее преодоления и экономических последствий как в развитых, так и развивающихся странах. Неопределенность обычно является антициклическим явлением и увеличивается во время кризисов. Имеется довольно широкая специальная литература¹⁵, посвященная оценкам отрицательного влияния неопределенности на экономический рост.

Есть также различные экономические исследования, которые раскрывают характер связи между неопределенностью и экономическим ростом. Неопределенность влияет на рост экономики в основном по трем основным направлениям – реальные опционы¹⁶, надбавка за риск¹⁷ и сбережения из предосторожности¹⁸. Одно из направлений реальных опционов работает по реакции предприятий¹⁹: когда неоп-

¹⁴ Врезка подготовлена специалистом отдела совершенствования моделей Управления денежно-кредитной политики ЦБ РА Айказом Игитяном (haykaz.igityan@cba.am).

¹⁵ Ramey, Gary and Valerie Ramey (1995). "Cross-country evidence on the link between volatility and growth". *The American Economic Review* 85(5), pp. 1138–1151, Baker, Scott and Nicholas Bloom (2013). "Does uncertainty reduce growth? Using disasters as natural experiments". NBER Working Paper 19475, Bloom, Nicholas (2009). "The impact of uncertainty shocks". *Econometrica* 77(3), pp. 623–685, Handley, Kyle and Limao, Nuno (2012), "Trade and Investment under policy uncertainty: Theory and Firm Evidence", NBER working paper 17790, и др.

¹⁶ Bernanke, Ben (1983). "Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment". *The Quarterly Journal of Economics* 98(1), pp. 85–106., Dixit, Avinash and Robert Pindyck (1994). "Investment under uncertainty". Princeton: Princeton University Press., Carroll, Chris and William Dunn (1997). "Unemployment expectations, jumping (s,S) triggers, and household balance sheets". In NBER Macroeconomics Annual 1997, Volume 12, NBER Chapters, pp. 165–230. National Bureau of Economic Research, Inc., Bertola, Giuseppe, Luigi Guiso, and Luigi Pistaferri (2005) "Uncertainty and consumer durables adjustment" *The Review of Economic Studies* 72(4), pp. 973–1007., и др.

¹⁷ Arellano, Cristina, Bai, Yan and Patrick Kehoe (2010), "Financial markets and fluctuations in Uncertainty", Federal Reserve Bank of Minnesota Research Department Staff Report., Christiano, Lawrence, Roberto Motto, and Massimo Rostagno (2014). "Financial factors in economic fluctuations", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 104(1), pages 27–65, January., Ilut, Cosmin and Martin Schneider (2011). "Ambiguous business cycles", NBER WP 17900, и др.

¹⁸ Fernandez-Villaverde, Jesus, Pablo Guerron-Quintana, Juan Rubio-Ramirez, and Martin Uribe (2011). Risk matters: the real effects of volatility shocks. *The American Economic Review* 101(6), 2530–2561., Leduc, Sylvan and Liu, Zhang, (2012), "Uncertainty shocks are aggregate demand shocks", Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2012-10., Basu, Susanto and Brent Bundick (2011), "Uncertainty shocks in a model of effective demand", Boston College Working Papers in Economics 774, и др.

¹⁹ King, Robert and Sergio Rebelo (1999), "Resuscitating Real Business Cycles", in *Handbook of Macroeconomics*, John B. Taylor and Michael Woodford (eds.), Elsevier., Bloom, Nicholas, Max Floetotto, Nir Jaimovich, Itay Saporta-Eksten, and Stephen Terry (2012). "Really uncertain business cycles", NBER WP 18245.

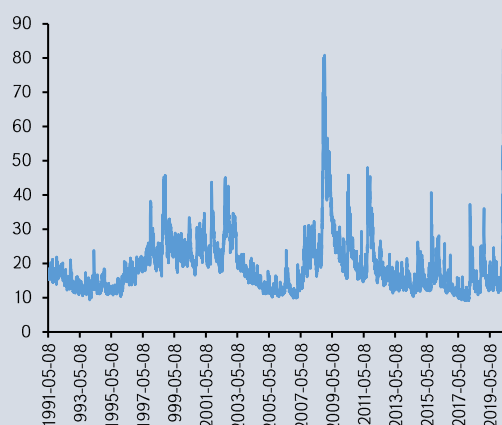
ределенность большая, фирмы с высокой производительностью неохотно идут на расширение, а предприятия с низкой производительностью меньше всего проявляют стремление к сокращению. Это сдерживающе влияет на перераспределение ресурсов между фирмами, что при прочих равных условиях может повысить или сохранить уровень производительности. Поскольку перераспределение ресурсов между фирмами является одним из основных факторов роста производительности, высокая степень неопределенности вызывает спад производительности. Суть механизма надбавки за риск состоит в том, что неопределенность увеличивает цену долга, чтобы компенсировать высокий уровень риска. В результате увеличивается вероятность дефолта, что вызывает отрицательную обратную связь между неопределенностью и ростом экономики. Логика третьего направления состоит в том, что в условиях роста неопределенности домохозяйства сокращают свое потребление и увеличивают сбережения из предосторожности, пытаясь застраховать себя от будущего сокращения доходов, что отрицательно сказывается на экономическом росте.

В качестве показателя, характеризующего неопределенность в экономике США, взят распространенный в литературе индекс VIX²⁰.

В период коронавируса средняя величина индекса примерно на 100% больше величины индекса, характерного для обычного периода. Этот индекс и принят в качестве величины шока для текущей неопределенности.

Для оценки влияния шока на потенциальный экономический рост США используется модель Аскара и Сбординея (2014)²¹, которая скалибрована для экономики США. Неопределенность смоделирована как шок стандартного отклонения шока производительности²². Примечательно, что экономическое влияние неопределенности носит нелинейный характер, и это явление можно наблюдать с помощью аппроксимации модели третьей категории Тейлора. Вследствие шока неопределенности падает производительность фирм. В условиях неопределенности возникает также разброс цен, что создает дополнительные условия для спада производительности (см. график 22). Таким образом, судя по результатам модели, в условиях имеющихся в настоящее время оценок неопределенности, в среднесрочном периоде потенциальный рост экономики США будет ниже докризисного показателя в среднем на 0,8-1,0 процентного пункта в год.

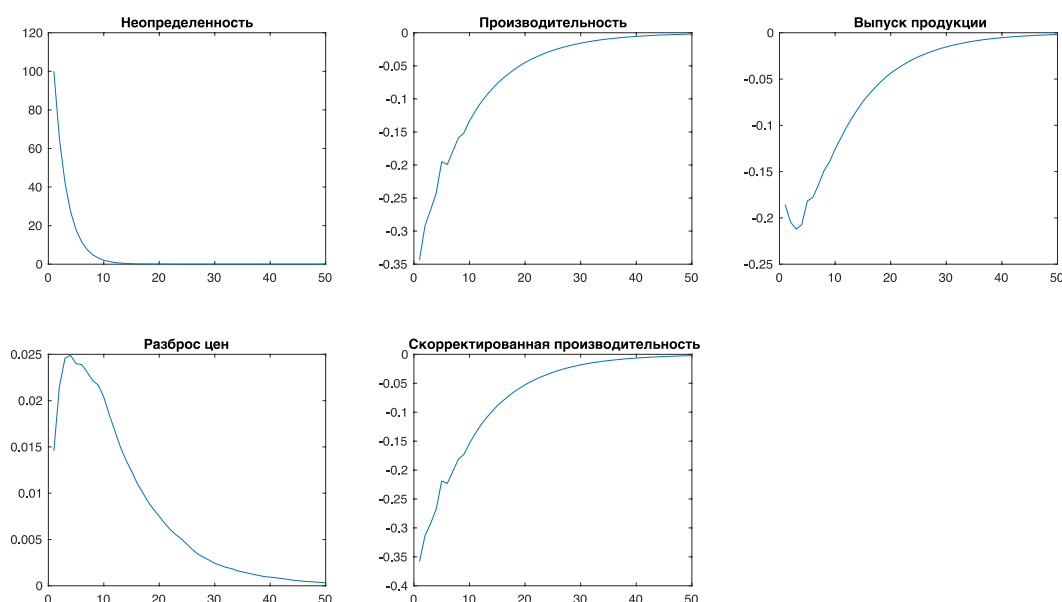
График 23
Индекс волатильности (VIX)



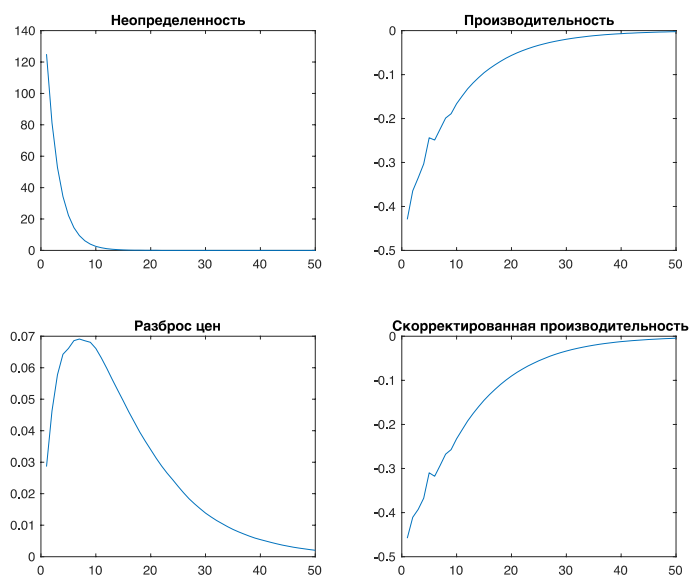
²⁰ Рыночный индекс, рассчитываемый в реальном времени, показывает ожидаемые колебания в течение 30 последующих дней, и рассчитывается на основе индекса S&P 500.

²¹ Ascari, Guido, and Argia M. Sbordone (2014), "The Macroeconomics of Trend Inflation." *Journal of Economic Literature*, 52 (3): 679-739

²² Born, Benjamin, and Johannes Pfeifer. 2014. "Risk Matters: The Real Effects of Volatility Shocks: Comment." *American Economic Review*, 104 (12): 4231-39., Leduc, Sylvan and Liu, Zhang, (2012), "Uncertainty shocks are aggregate demand shocks", *Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper* 2012-10



Далее, данная модель была калибрована для Армении с использованием результатов проведенных в ЦБ РА различных исследований. За размер шока неопределенности принимается относительное колебание облигаций развивающихся стран (BB) по отношению к колебаниям облигаций частных фирм США с тем же рейтингом. Это соотношение составило за последние 5 лет 1,25. Следовательно, шок в Армении калиброван в размере 125% в условиях 100% шока в США, представленного выше. Вследствие роста неопределенности сокращается рост производительности, а также происходит наибольший рост разброса цен по сравнению с изменением размера шока. Объясняется это, в основном, наибольшим показателем целевого уровня инфляции (4%) в Армении по сравнению с 2% уровнем целевой инфляции США. В результате среднесрочный рост производительности в Армении, по представленным оценкам, будет ниже докризисного (или долгосрочного равновесного) темпа роста примерно на 1,2-1,4 процентного пункта. Влияние шока на экономику представлено в графике 25.

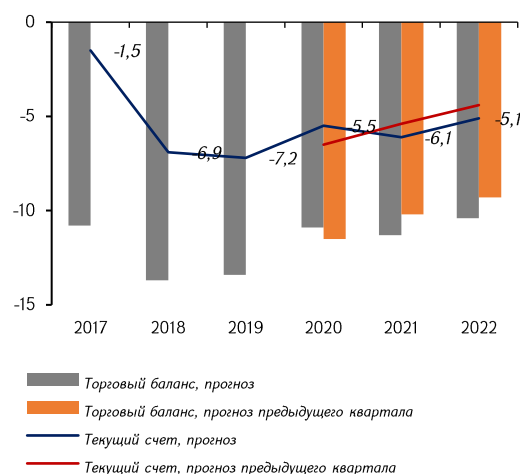


В 2020 году показатель «дефицит текущего счета/ВВП» будет ниже, чем предусматривалось ранее, в основном, вследствие улучшения торговых условий, пересмотром трансфертов физических лиц и более слабым внутренним спросом.

В 2020 году, по сравнению с прежним прогнозом ожидается большее, на 5,7 процентного пункта, расширяющее влияние налогово-бюджетной политики на валовый спрос (в результате осуществления правительственных противокризисных мер ожидается рост расходов и кредитования экономики и значительное уменьшение налогов). В результате оценивается, что разрыв ВВП останется в ближайшие кварталы пока в области отрицательных значений, однако параллельно уменьшению неопределенности, а также под влиянием проводимой в настоящее время и в будущем стимулирующей денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик, разрыв закроется в прогнозном горизонте, и дефляционные давления из реального сектора нейтрализуются. Согласно текущей оценке, 12-месячная инфляция в краткосрочном периоде будет слегка выше, чем предусматривалось ранее, составив к концу года 2,5%, что исключительно обусловлено определенным повышением цен на сезонные продовольственные товары, а базовая инфляция, по сравнению с предыдущими прогнозами, даже слегка ослабевает, оставаясь на низком уровне до конца года. В среднесрочном периоде

График 26

Текущий счет / Среднесрочные прогнозы показателя ВВП (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

восстановление инфляции обуславливаться влиянием растущих дополнительных давлений, ожидаемых извне, а также, на фоне роста неопределенности, наиболее медленного восстановления внутреннего спроса. Исходя из этого, для достижения целевого уровня инфляции необходимо увеличить стимулирующее влияние денежно-кредитной политики, что будет продолжать оказывать содействие ходу восстановления валового спроса, в результате которого в конце прогнозного горизонта инфляция укрепитесь вблизи целевого ориентира (см. график 1 “Распределение вероятностей прогноза инфляции”).

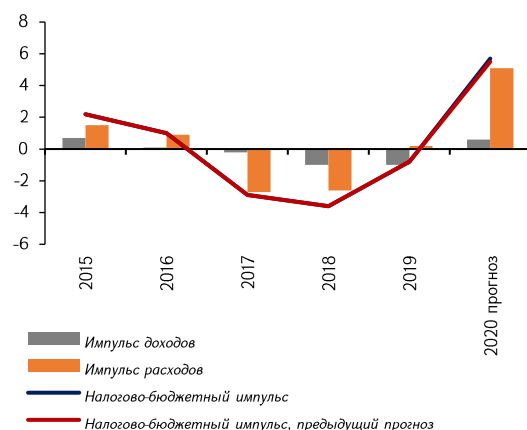
Краткосрочные инфляционные ожидания будут находиться в ближайшее время значительно ниже уровней, предусмотренных прежними прогнозами, что обусловлено перспективой относительно медленного восстановления базовой инфляции.

2.2.4. Основные суждения и риски

В данном разделе представляются основные суждения, послужившие основанием для разработки денежно-кредитной программы ЦБ РА на третий квартал 2020 года, и риски реализации этой программы, которые вытекают из развитий внешнего сектора, осуществляемой налогово-бюджетной политики, тенденций и краткосрочных прогнозов.

График 27

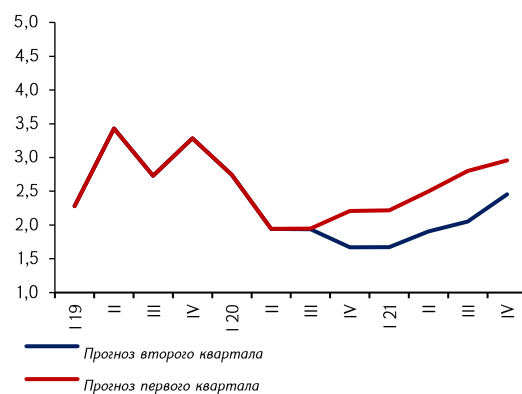
Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)



Источник: оценка ЦБ РА

График 28

Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: оценка ЦБ РА

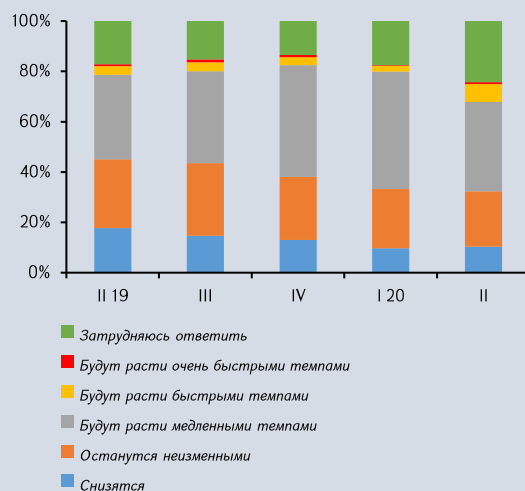
Врезка 3

Результаты опросов домашних хозяйств и участников финансового сектора относительно их ожиданий

Согласно результатам опросов ЦБ, проведенных во втором квартале 2020 года среди домашних хозяйств и участников финансового сектора относительно некоторых макроэкономических показателей, инфляционные ожидания во втором квартале продолжали сохранять устойчивость и по сравнению с показателями предыдущего квартала существенно не изменились. В частности, доля опрошенных домохозяйств, которые ожидают высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте, продолжает оставаться пока очень небольшой. В то же время, результаты опроса показывают, что во втором квартале определенно увеличилась неопределенность людей относительно ожидаемой инфляции.

График 29

Опрос об инфляционных ожиданиях домохозяйств



Источник: ЦБ РА

Таблица 3

Основные суждения и предположения	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
Распространение пандемии в странах партнерах усилится, однако будут введены лишь секторные и локальные экономические ограничения. Пандемия и обусловленный ею высокий уровень неопределенности сохранятся по крайней мере до конца года. Сохранение высокого уровня неопределенности окажет свое понижательное влияние на производительность и нейтральные ставки, что вызовет замедление восстановления экономик. Члены ОПЕК+ и их партнеры обеспечат выполнение обязательств по сокращению добычи нефти.	✓ Хотя в краткосрочном периоде наметятся определенные признаки экономической активности, сохранение высокой степени неопределенности в условиях продолжающегося роста распространения пандемии обусловит медленное восстановление экономики как США и еврозоны, так и мировой экономики в среднесрочном периоде. ✓ В условиях более долгого сохранения сдержанного спроса на фоне низкой инфляционной среды, медленного восстановления прежних условий на рынке труда, а также высокой степени неопределенности развитые страны будут проводить политику низких ставок в течение более долгого периода. ✓ В условиях глубокого спада мирового спроса на рынках основных сырьевых товаров, а также прогнозов медленного восстановления в будущем, ожидается низкая инфляционная среда. ✓ На фоне определенного роста цен на нефть, обусловленного более эффективным ограничением предложения, а также укрепления этих цен на более высоком уровне спад экономики России в краткосрочном периоде будет меньше, а в среднесрочном периоде темпы восстановления будут быстрее.
Надбавка за риск будет находиться пока ниже долгосрочного стабильного уровня.	✓ Уровень надбавки за риск РА находится ниже долгосрочного стабильного уровня. Ожидается, что в условиях повышения, по оценкам, долга страны показатель определенно повысится в среднесрочном периоде и вернется к долгосрочному стабильному уровню постепенно в течение прогнозного горизонта.
Уменьшение инфляционных ожиданий.	✓ Согласно оценкам, краткосрочные инфляционные ожидания населения определенно снизились, что обусловлено текущим спадом спроса и перспективой медленного восстановления в будущем.
В 2020 году – максимально стимулирующая налогово-бюджетная политика.	✓ В 2020 году влияние налогово-бюджетной политики будет по оценкам, значительно расширяющим на 5,7 процентного пункта при наличии полного выполнения антикризисных программ, разработанных правительством РА, и недовыполнения расходов с внешними источниками финансирования. Оценка стимулирующего влияния основана на следующих базовых предположениях: существенное снижение налоговых доходов и рост государственных расходов и кредитования экономики. В среднесрочном периоде, основываясь на оценках основного сценария предварительного варианта среднесрочной программы расходов на 2021–2023 гг., оценка влияния налогово-бюджетной политики на спрос в основном нейтральная.

Влияние пандемии в РА сохранится до конца года.	✓ Ожидается, что распространение пандемии, даже медленными темпами, сохранится до конца года, однако это не вызовет необходимости дополнительных ограничений, ситуация будет находиться под контролем, хотя обусловленная пандемией неопределенность и предупредительное поведение также сохранятся до конца года, влияя на частный спрос и производительность. ✓ Ожидается также, что объем международного туризма будет очень небольшим до конца 2020 года (около нуля) и лишь к концу 2021 года постепенно достигнет докризисного уровня.
Меры, содействующие росту уровня потенциала ВВП.	✓ В сценарии денежно-кредитной политики нет расчетов, основанных на деятельности амулсарского рудника и медеплавильного завода в Алаверди. Их вероятное влияние рассматривается в рисках реализации прогноза.
Сохранение естественных темпов роста кредитования.	✓ Несмотря на то, что в ближайшее время ожидается определенный рост “плохих” кредитов”, тем не менее, в прогнозном горизонте действия макроprudенциальной политики будут направлены на осуществление банками естественного процесса кредитования.

Риски прогноза

В некоторых странах говорится о вспышке так называемой второй волны после снятия ограничений, а часть специалистов считает, что во многих случаях даже первая волна не преодолена. Очень высокая степень неопределенности продолжает выражаться в существенном расширении интервалов допустимых колебаний инфляции и других важных макропоказателей от своих центральных значений (см. графики 1 и 2 “Распределение вероятностей прогноза инфляции и роста экономики”). Риски и неопределенность относительно развития экономики по прогнозному базовому сценарию обусловлены многочисленными факторами, среди которых можно выделить продолжительность пандемии и ее интенсивность в РА, а также эффективность противоэпидемических мероприятий, проводимых во всем мире, вероятное изменение продолжительности, краткосрочное и долгосрочное влияние на экономику, изменение структуры спроса и предложения, потребительского поведения домохозяйств, и другое. Учитывая сказанное, далее приводятся наиболее значительные по количеству риски.

С точки зрения целостного спроса можно выделить следующие риски:

- Внешний спрос может еще больше ослабеть и долго оставаться на низком уровне, что обусловлено дальнейшими развитиями ситуации с пандемией в мире, и эффективностью осуществляемой налогово-бюджетной и денежно-кредитной противоэпидемической политики.
- С другой стороны, в качестве противовеса указанных выше отрицательных рисков ЦБ рассмотрел сценарий существенно оптимистических развитий с начала следующего года. За основу сценария взят вероятный риск значительного восстановления экономического роста и спроса на фоне благоприятных развитий пандемии в РА. При прочих равных условиях на фоне указанных развитий нейтрализация инфляционных давлений может произойти еще раньше, и даже могут возникнуть определенные инфляционные риски. В данном случае отпадет необходимость продолжительного сохранения стимулирующей позиции ЦБ, а инфляция вернется к целевому уровню более быстрыми темпами, чем предусматривается базовым сценарием.
- Непрерывная корректировка потребительского поведения с точки зрения альтернативы “потребления” или “сбережения”, а также переход от товаров вторичного спроса к товарам первой необходимости. В случае, если пандемия будет продолжаться долго, эти структурные изменения могут приобрести более продолжительный характер, чем предполагалось в базовом сценарии, что может привести к относительному изменению цен.
- Хотя со стороны коменданта снята большая часть ограничений на определенные виды экономической деятельности, в некоторых отраслях остается чрезвычайно низкий уровень спроса, обусловленный, в основном, предупредительным поведением населения. Поэтому те домохозяйства, которые получали свой основной доход от деятельности в наиболее пострадавших сферах (туризм, ресторанный бизнес, др.), в ближайшие месяцы могут столкнуться с проблемами реализации, что может привести к дополнительному сокращению спроса данных субъектов. Причем, возможно, что спад спроса на эти услуги может носить наиболее длительный характер, а восстановление может происходить довольно медленно. Конечно, размер этого риска главным образом зависит также от развитий ситуации с пандемией в стране, а также от объема, эффективности и непрерывности противоэпидемических мероприятий правительства РА, осуществляемых для этих групп. С другой стороны, длительное сохранение дефицита спроса может повлиять на уровень потенциала уже и в этих отраслях, снизив его, а также может повлечь за собой цепную реакцию в других отраслях экономики.

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

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

- В краткосрочном периоде с точки зрения предложения инфляционные риски уже оцениваются как равновесные.
- В краткосрочном периоде с точки зрения цен на сырьевые и продовольственные товары риски равнонаправленные. С одной стороны, сохраняется определенное общие дефляционные риски, обусловленные понижательными рисками мировой экономики. С другой стороны, в краткосрочном периоде имеются определенные инфляционные риски по части сырьевых и продовольственных товаров, обусловленные определенным повышением спроса в некоторых странах, в частности, Китае, на эти товары на мировых рынках.

В среднесрочном периоде риски отклонения инфляции от прогнозной траектории, по оценкам, равновесные и в целом их достаточно много (см. график 1 “Распределение вероятностей прогноза инфляции”).

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

- Неопределенности относительно дальнейшей эксплуатации рудника в Амулсаре и медеплавильного завода в Алаверди.
- Вследствие неопределенности относительно продолжительности и хода пандемии и противоэпидемических мероприятий может сформироваться низкий уровень потребительского доверия и деловой среды, что в случае сохранения в течение довольно продолжительного периода вызывает дополнительные риски для среднесрочного уровня потенциала ВВП.
- В случае длительного сохранения пандемии возможны изменения в структуре потребления, в частности, в потреблении может уменьшиться доля услуг, требующих социальные контакты, что в среднесрочном периоде с точки зрения перераспределения трудовых ресурсов содержит дополнительные риски и может способствовать росту структурной безработицы.

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

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

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ВТОРОГО КВАРТАЛА 2020 ГОДА

3.1. Инфляция

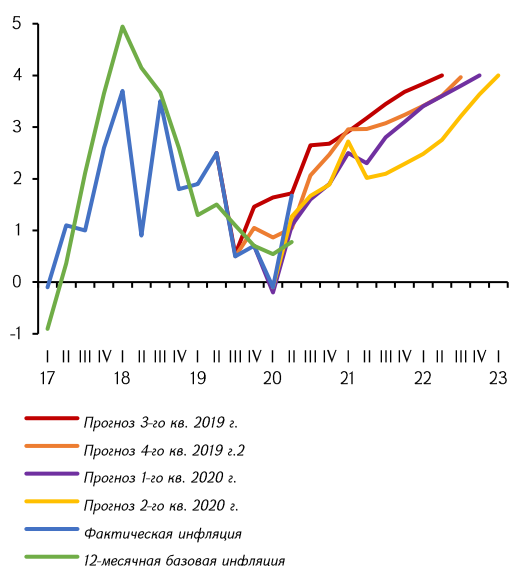
3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

Для одногодичного периода, предшествующего третьему кварталу 2020 года, согласно программе денежно-кредитной политики третьего квартала 2019 года, прогнозировалась низкая инфляционная среда, обусловленная ожидаемым слабым валовым спросом. Спрос же, в свою очередь, должен был оставаться низким в результате осуществляемой сдерживающей налогово-бюджетной политики и сохраняющейся низкой инфляционной среды во внешнем секторе. В этих условиях Центральный банк предусматривал осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики, отдавая предпочтение постепенному восстановлению инфляции. В подобных условиях 12-месячная инфляция в краткосрочном периоде должна была оставаться на низком уровне, а в среднесрочном – приблизиться и укрепиться вблизи 4% целевого показателя.

Вследствие дефляционных развитий, проявившихся в отчетном периоде, сформировалась более низкая, чем ожидалась, инфляционная среда, и 12-месячная инфляция отклонилась от запланированной траектории в направлении вниз. Отклонение было вызвано проявившимися в этом периоде факторами как спроса, так и предложения. В частности, во втором полугодии 2019 года Правительство осуществило более сдерживающую, чем ожидалось, налогово-бюджетную политику. Тем не менее в этом периоде был зафиксирован превысивший ожидания высокий рост внутреннего спроса, за счет высокого роста частного спроса, что, в свою очередь, было обусловлено довольно большим увеличением объема потребительских кредитов, предоставленных финансовой системой экономике на фоне осуществляемой стимулирующей денежно-кредитной политики. Сдерживанию инфляции во втором полугодии 2019 года способствовали также некоторые факторы предложения, как например, влияние на внутренние цены, обусловленное сформировавшимися во внешнем секторе низкими ценами, рост эффективности использования ресурсов в неэкспортном секторе экономики, непрерывно растущая конкурентность на товарных рынках, которая меняет ценообразовательное поведение предприятий и приводит к снижению надбавок. Исходя из этого, ЦБ пересмотрел квартальные прогнозы инфляции и пути ее восстановления.

График 30

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



Источник: СК РА, ЦБ РА

В первом полугодии 2020 года инфляционные развития происходили под влиянием вспышки коронавируса (COVID-19) во многих странах. В РА, как и в многочисленных странах мира, вирус быстро распространился в первой половине марта, и на начальном этапе влияние пандемии выразилось в одновременном сокращении валового предложения и спроса, не оказывая существенного влияния на текущие развития инфляции. Во втором квартале, несмотря на осуществляемую стимулирующую налогово-бюджетную политику, на фоне вызванной пандемией неопределенности наблюдалось ослабление внутреннего и внешнего спросов, в результате которого инфляционная среда продолжала оставаться слабой.

В отчетном периоде, учитывая существующую ситуацию с низкой инфляцией, и сохраняющийся слабый валовой спрос, ЦБ РА проводил стимулирующую денежно-кредитную политику, продолжая отдавать предпочтение постепенному восстановлению инфляции, поскольку по оценкам ЦБ, низкая инфляция в сформировавшейся макроэкономической ситуации способствует закреплению долгосрочных инфляционных ожиданий и росту доверия населения к проводимой ЦБ денежно-кредитной политике. В течение отчетного годовичного периода ЦБ снизил ставку рефинансирования в целом на 1,25 процентного пункта, где 1 процентный пункт обусловлен ожиданиями медленного восстановления внешнего и внутреннего спросов на фоне распространения пандемии.

В то же время, реагируя на существенный рост спроса на драмовую ликвидность и, в результате этого, определенное повышение ставок на рынке ГО, ЦБ, используя свой основной инструмент, ввел в систему драмовую ликвидность в необходимом количестве, в результате краткосрочные ставки сформировались вблизи ставки политики ЦБ. В отчетном периоде ЦБ постоянно посылал финансовому рынку импульсы о том, что при наличии ожидаемых макроэкономических развитий стимулирующие условия будут сохранены так долго, как это будет необходимо для достижения целевого ориентира в среднесрочном периоде.

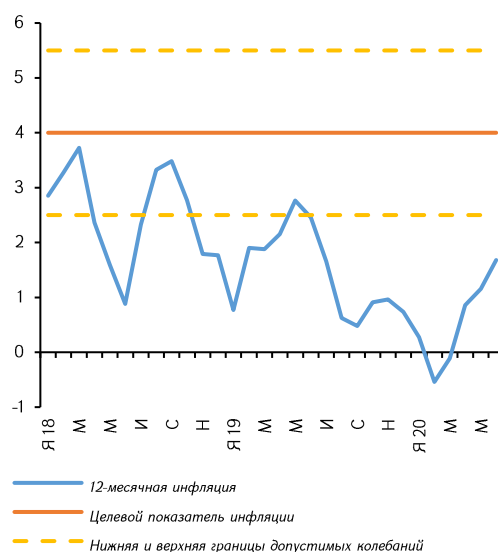
3.1.2. Цены

В течение годовичного периода, предшествующего третьему кварталу 2020 года, 12-месячная инфляция сохранялась на низком уровне, проявив некоторую волатильность, обусловленную изменениями цен на сельхозпродукцию. В частности, во втором полугодии 2019 года и уже в начале 2020 года, спад цен на сезонные продукты

оказал, в целом, отрицательное содействие инфляции, в результате в марте она составила -0.1% в годовом исчислении. Уже во втором квартале 2020 года, было зафиксировано определенное восстановление инфляции, вновь в результате повышения цен на сельхозпродукты, в особенности, на фрукты. Вместе с этим, показатель 12-месячной инфляции слегка снизил и на июнь 2020 года составил 0,8%, а рост тарифов на регулируемые услуги и цен на сезонные продовольственные товары в годовом исчислении составил соответственно 1,5% и 7,9%. Изменение цен на сезонные продовольственные товары произошло за счет повышения цен на категории товаров “Овощи” и “Фрукты” соответственно на 4,6% и 14,2% в годовом исчислении, и снижения цен в категории “Яйца” на 19,2% в годовом исчислении. Базовая инфляция в основном была обусловлена ростом цен на товарные категории “Хлебобулочная продукция и крупы”, “Алкогольные напитки” и “Табачная продукция” соответственно на 3,49%, 11,98% и 8,78% в годовом исчислении, ростом тарифов на услуги “Амбулаторное лечение”, “Больничные услуги”, “Образование” соответственно на 2,87%, 1,8% и 3,57% в годовом исчислении, а также снижение цен на категории “Мясо”, “Сахарный песок” и “Топливо” соответственно на 3,35%, 5,25% и 5,59% в годовом исчислении. Рост цен в категориях “Табачная продукция” и “Алкогольные напитки” обусловлен продолжающимся инфляционным влиянием изменения таможенных ставок в начале года, и, как и ожидалось, составил примерно 0,2 процентного пункта.

График 31

За последний одногодичный период сохранилась низкая инфляционная среда



Источник: СК РА

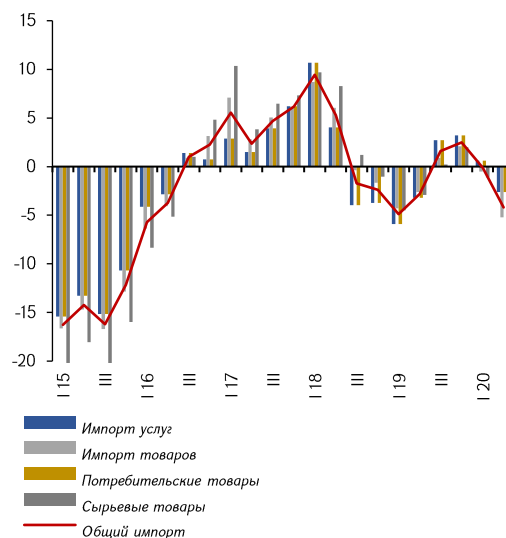
Таблица 4

Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие			
Товарная категория	Вес	12-месячная инфляция	Содействие
Базовая инфляция	72.7	0.78	0.57
Хлебобулочная продукция и крупы	7.73	3.49	0.27
Мясо	9.58	-3.35	-0.32
Масла и жиры	2.37	-0.31	-0.01
Сахарный песок	0.53	-5.25	-0.03
Алкогольные напитки	2.79	11.98	0.33
Табачные изделия	1.39	8.78	0.12
Одежда	2.45	1.38	0.03
Обувь	1.32	3.12	0.04
Медикаменты, медицинское оборудование и приборы	4.62	1.32	0.06
Топливо	5.29	-5.59	-0.3
Пассажирские воздушные перевозки	0.48	-13.66	-0.07
Образование	3.14	3.57	0.11
Услуги больниц	2.66	1.80	0.05
Амбулаторное лечение	2.37	2.87	0.07
Сезонные продовольственные товары	11.47	7.90	0.91
Яйца	1.15	-19.19	-0.22
Фрукты	4.19	14.19	0.59
Овощи	6.13	4.63	0.28
Регулируемые услуги	15.88	1.51	0.24

Цены на импорт. Сформировавшиеся на внешнем рынке во втором квартале 2020 года долларové цены на импорт оказали на внутренние цены РА дефляционное влияние. Долларové цены на импорт товаров и услуг в РА снизились по сравнению с предыдущим кварталом на 3,9%, в результате снижение цен в годовом исчислении составило 4,2%. Снижение зафиксировано долларových ценах как на потребительские товары, так и на товары промежуточного использования. Снижение в годовом исчислении цен на потребительские товары в основном обусловлено ослаблением в годовом исчислении евро, российского рубля и турецкой лиры. Снижение цен на товары промежуточного использования по сравнению со вторым кварталом предыдущего года вызвано формированием существенной дефляционной среды на товарно-сырьевых рынках, в том числе, особенно снижением цен на нефть, алюминий и сахарный песок.

График 32

Во 2-м квартале 2020 г. долларové цены на импорт товаров и услуг слегка снизились по сравнению с тем же кварталом предыдущего года



Источник: СК РА

3.2. Экономические развития

3.2.1. Позиция экономики

В отчетном квартале разрыв ВВП оставался в области отрицательных значений. Во втором квартале 2020 года экономический спад (см. раздел 3.2.3) составил 13,7%, что обусловлено сокращением как валового предложения, так и валового спроса (см. раздел 3.2.2). Из-за накопленной неопределенности и поведения “из предосторожности” спад спроса был глубже, в результате отрицательный разрыв ВВП углубился по сравнению с предыдущим кварталом, увеличив дефляционное влияние на потребительском рынке. Следует отметить, что влияние на потенциал ВВП в текущем квартале частично оценивается временным, и восстановится в ближайшие кварталы, однако в среднесрочном периоде пока останется ниже устойчивого уровня (см. раздел 2.2.4). Отрицательный разрыв ВВП является следствием, в основном, замедления частного спроса, и выражается слабой инфляционной средой (см. раздел 2.2.1), а стимулирующее содействие государственного бюджета имело положительное влияние на разрыв ВВП.

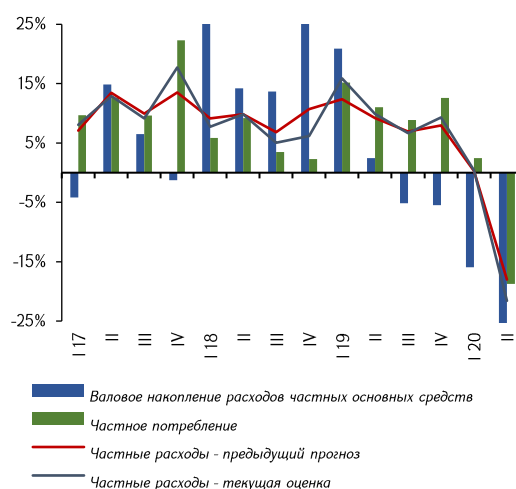
Во втором квартале 2020 года экономический спад составил 13,7%, что обусловлено сокращением как валового предложения, так и валового спроса.

3.2.2. Расходная сторона экономики

Экономическому спаду во втором квартале 2020 в основном содействовало сокращение частных расходов, что явилось следствием обусловленного распространением пандемии увеличения неопределенности, наличия поведения “из предосторожности” и решений об отсрочке сроков инвестирования. Следует отметить, что спад частного потребления и валового накопления основных средств был глубже, чем ЦБ прогнозировал, составив соответственно 18,8% и 41,9%, что очень наглядно показывает глубину кризиса и изменение поведения частного сектора. Спад частных расходов определенным образом был смягчен стимулирующим влиянием государственного бюджета. Спаду частных расходов в отчетном квартале содействовало также сокращение притока денежных переводов. Таким образом, частные расходы существенно замедлились: спад составил 21,6% вместо прогноза в 18,0%.

По вышеперечисленным оценкам ЦБ, влияние частного спроса дефляционное, однако, вследствие некоторых факторов в отчетном квартале дефляции потребительских товаров зафиксировано не было. В частности, обусловлено это было сложностью зафиксировать уровень инфляции в период экономических ограничений вследствие отсутствия заключения сделок в некоторых видах экономической деятельности, также реагированием хозяйствующих

График 33
Структура частных расходов
(в годовом исчислении, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

субъектов определенным лагом на развития спроса в условиях усиления неопределенности.

Вследствие глубокого спада мировой и внутренней экономики во втором квартале 2020 года, а также ограничений в сфере туризма, было зафиксировано существенное сокращение реальных объемов экспорта и импорта товаров и услуг. Причем уменьшение реальных объемов импорта слегка превысило уменьшение реальных объемов экспорта. В результате содействие чистого реального экспорта ВВП было положительное. В частности, во втором квартале 2020 года уменьшение реального экспорта товаров и услуг составило 34,7% в годовом исчислении, а уменьшение реального импорта товаров и услуг – 35,7% в годовом исчислении. Уменьшение экспорта обусловлено спадом мирового спроса, а также превентивными мероприятиями во внутренней экономике, хотя добыча и экспорт меди превысили прогнозы. Уменьшение импорта обусловлено существенным сокращением внутреннего спроса.

Уменьшение во втором квартале 2020 года долларовых объемов чистых денежных переводов физических лиц (включая вознаграждение трудовых мигрантов и личные трансферты) во втором квартале 2020 года, по оценкам, было меньше, чем ожидалось, составив 28,0% в годовом исчислении. В денежных переводах физических лиц произошли структурные перемещения по странам: сокращение переводов из России почти компенсировались ростом переводов из США и других стран. Сокращение денежных переводов вызвано, в основном, введением ограничений на миграционные потоки.

По оценкам, во втором квартале 2020 года, показатель “дефицит текущего счета/ВВП” увеличился примерно на 1,3 процентного пункта, что обусловлено, в основном, большим сокращением ВВП во втором квартале. Следует отметить, что параллельно сокращению денежных переводов физических лиц, уменьшение экспорта и импорта товаров и услуг по туризму компенсировали друг друга, оказывая нейтральное влияние на текущий счет.

Налогово-бюджетная политика²⁴. Во втором квартале 2020 года фактические доходы бюджета отклонились от запрограммированного показателя²⁵ в сторону недовыполнения, а показатель выполненных расходов соответствовал оценке ЦБ для второго квартала. Оценка по кварталу влияния налогово-бюджетной политики на валовый спрос составила расширяющее на 8,8 процентного пункта вместо предусмотренного расширяющего на 8,4 процентного пункта, вследствие отклонения, в основном, доходов.

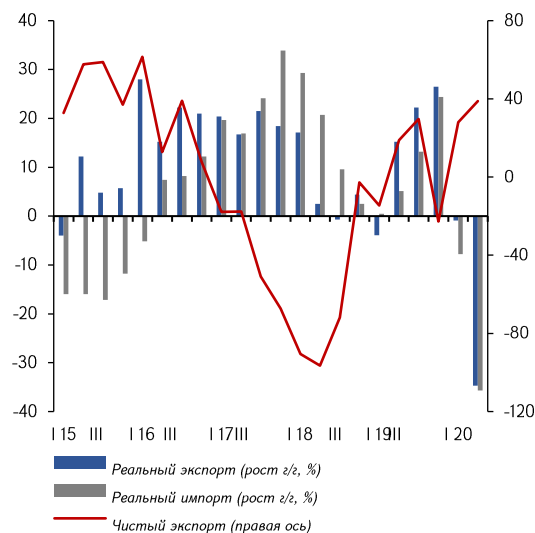
²³ Показатели по расходам на 2018-2019 годы пересмотрены СК РА.

²⁴ Анализ налогово-бюджетного сектора составлен с использованием фактических показателей совокупного бюджета за второй квартал.

²⁵ Базой для программы доходов послужила скорректированная программа правительства РА на 2020 год.

График 34

Позиция чистого экспорта улучшилась во 2-м квартале 2020 года, что вызвано опережающим снижением импорта по отношению к снижению экспорта (чистый реальный экспорт, % в годовом исчислении, положительный знак - улучшение)



Источник: СК РА

Оценка по второму кварталу влияния налогово-бюджетной политики на валовый спрос составила расширяющее на 8,8 процентного пункта вместо предусмотренного расширяющего на 8,4 процентного пункта

Фактические доходы бюджета во втором квартале 2020 года составили 93,3% программного показателя, вследствие, в основном, меньшего сбора налоговых доходов. В результате импульс доходов был расширяющим на 0,5 процентного пункта вместо предусмотренного прогнозом сдерживающего на 0,4 процентного пункта.

Расходы государственного бюджета соответствовали прогнозам ЦБ, а импульс расходов был расширяющим на 8,2 процентного пункта, вместо 8,8 процентного пункта по прогнозу (в условиях новой оценки потенциала ВВП). В структуре текущих расходов государственного бюджета некоторые статьи были перевыполнены, а **государственное потребление** составило 97,0% прогнозного показателя. Фактические расходы по статье «Операции с нефинансовыми активами» составили 86,0% прогноза. Обусловлено это неполным получением средств, предусмотренных для капитальных расходов, осуществляемых за счет внешнего финансирования.

В результате вышеуказанных развитий по части доходов и расходов во втором квартале сформировался дефицит бюджета на 88,0 млрд драмов, что превышает оцененный ЦБ показатель. В источниках финансирования дефицита преобладали внешние источники, из которых 135,6 млрд драмов составил кредит МВФ на прямое финансирование государственного бюджета с целью финансирования социально-экономических мероприятий по смягчению экономических последствий пандемии.

Во втором квартале был зафиксирован профицит в бюджетах общин, в результате дефицит совокупного бюджета составил 83,7 млрд драмов.

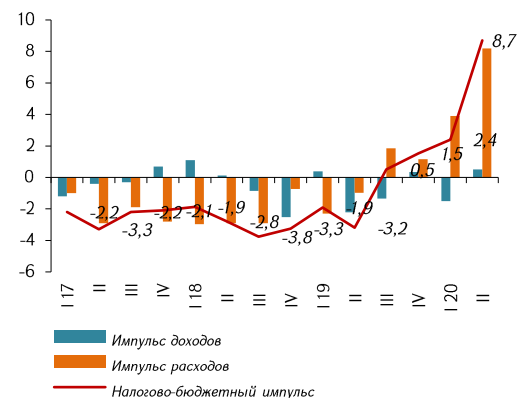
Резюмируя, можно сказать, что налогово-бюджетная политика оказала во втором квартале 2020 года немного более расширяющее, чем ожидалось, влияние на спрос и предложение.

3.2.3. Производственная сторона экономики

Во втором квартале 2020 года спад ВВП составил 13,7%, что совпадает с прогнозами ЦБ, однако отклонения были зафиксированы на отраслевых уровнях. В частности, спад строительства и чистых не прямых налогов был глубже, чем ожидалось, составив соответственно 39,5% и 21,6%. В строительстве особенное уменьшение было зафиксировано в строительстве, осуществляемом за счет средств населения и организаций, что обусловлено решениями отсрочки инвестирования в результате роста неопределенности. А спад в сфере услуг на 1 процентный пункт был мягче, чем предусматривалось предыдущим прогнозом, составив -14,4%. Следует

График 35

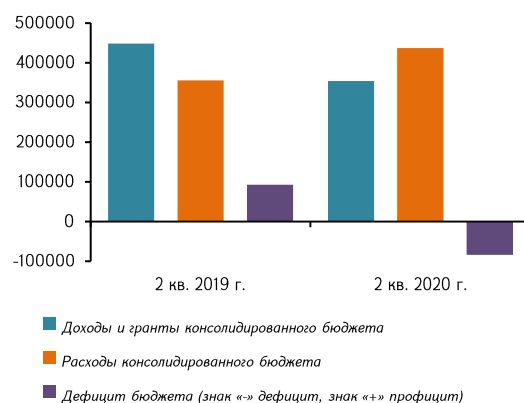
Во 2-м кв. 2020 г. расширяющее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено, главным образом, расширяющим влиянием расходов



Источник: оценка ЦБ РА

График 36

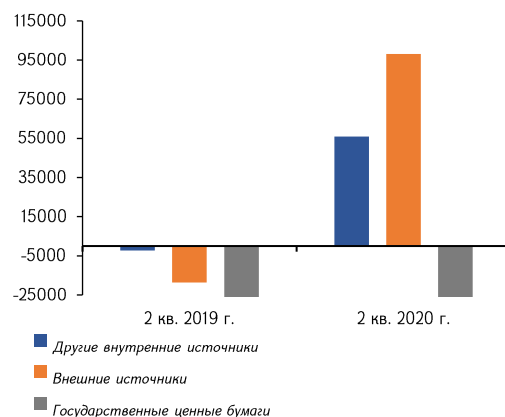
Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов РА)



Источник: СК РА

График 37

Во 2-м квартале 2020 года сформировался дефицит госбюджета, а в финансовых источниках увеличился объем внешнего финансирования и чистых поступлений от государственных ценных бумаг (млн драмов РА)



Источник: Минфин РА

отметить, что в сфере услуг самые большие показатели спада были зафиксированы в деятельности гостиниц и других мест временного пребывания и деятельности предприятий общественного питания, в административной деятельности и сопутствующих дополнительных услугах, так как в указанных областях экономические ограничения были строже и подверженной большему риску распространения пандемии, потребители особенно воздерживались от пользования этими услугами. По сравнению с другими отраслями экономики сравнительно меньший спад был зафиксирован в промышленности, составив 5,6% благодаря росту горнодобывающей отрасли в течение квартала на 22,4%, а меньше всего пострадало от распространения коронавируса сельское хозяйство, где рост составил 0,3%.

В июле, по сравнению с июнем спад экономической активности несколько углубился и составил 10,2%, чему оказали содействие спады в строительстве на 23,3%, торговле – на 10,4%, услуг – на 21,6%, промышленности – на 2,3% и сельском хозяйстве – на 4,0%.

3.2.4. Рынок труда

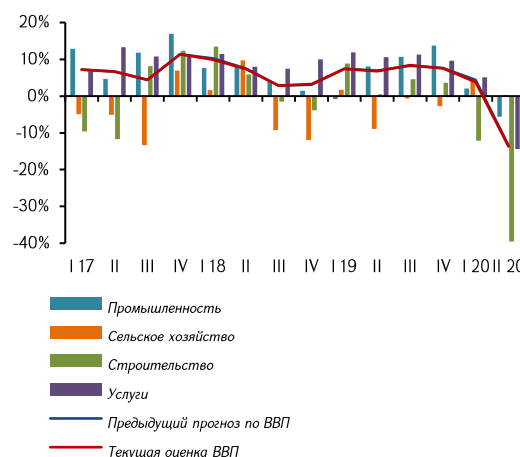
Во втором квартале 2020 года экономический рост сопровождался спадом производительности труда на 14,8%, что отрицательно повлияло на темп роста зарплат частного сектора, составив, по оценкам 0%, что ниже предыдущих прогнозов ЦБ. В результате темп роста реальных зарплат частного сектора был выше производительности, вызвав инфляционные давления со стороны рынка труда, которые сопровождалась спадом спроса.

На фоне вышеизложенных развитий экономического роста и производительности уровень безработицы во втором квартале 2020 года составил 20%, что ниже предыдущих прогнозов ЦБ.

Показатель в основном обусловлен влиянием антикризисных мер Правительства, направленных на сохранение рабочих мест, и в этом случае, согласно данным СК РА²⁶, число зарегистрированных работников в июне было гораздо больше, чем в докризисный период. В результате замедление экономического роста сопровождалось не столько сокращением числа занятого населения, сколько корректировкой отработанных часов и заработных плат.

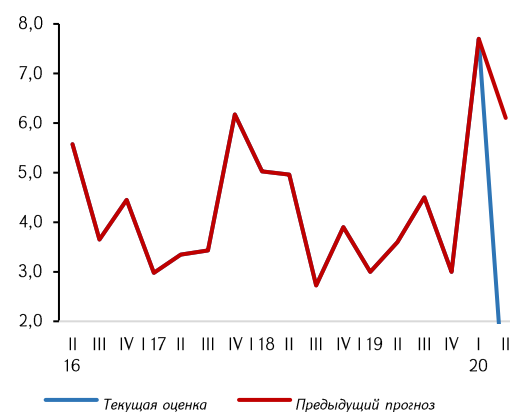
В отчетном периоде расходы предприятий на единицу рабочей силы увеличились на 14,8%, отразив замедление темпов роста выпуска в расчете на единицу рабочей силы по сравнению с темпом роста частной заработной платы.

График 38
Отраслевая структура ВВП (годовой прирост, %)



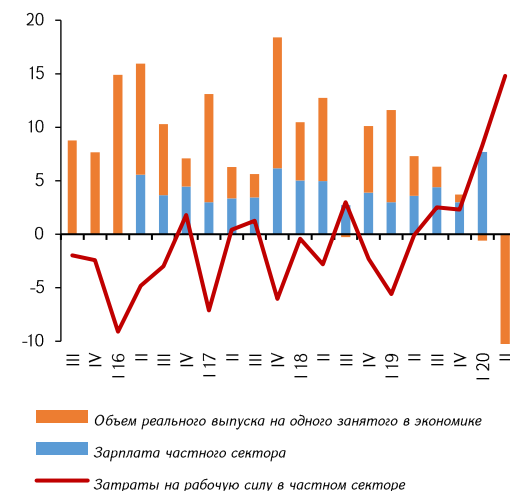
Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 39
Номинальная зарплата частного сектора (годовой прирост, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 40
Расходы на единицу рабочей силы (годовой прирост, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

²⁶ https://www.armstat.am/file/article/sv_06_20a_141.pdf

3.3. Развитие финансового рынка

Учитывая высокий уровень неопределенности, сформировавшийся вследствие кризиса в области здравоохранения в течение второго квартала 2020 года, наличие слабой инфляционной среды и сохранение в последующем периоде слабого спроса, Совет ЦБ дважды – в апреле и в июне увеличил размер денежно-кредитного стимулирования, снизив ставку рефинансирования соответственно на 0,25 и 0,5 процентного пункта.

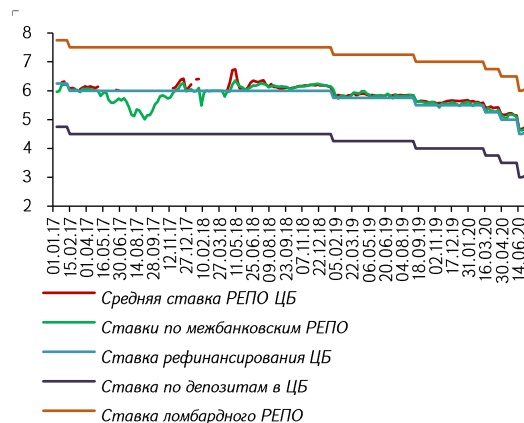
Отрицательные последствия распространения коронавируса в финансовом секторе, как и ожидалось, очень сильно проявились и в Армении, особенно во втором квартале. Параллельно антикризисным мерам Правительства РА, в условиях сохранения высокой степени неопределенности, Совет ЦБ также счел целесообразным расширить стимулирующую денежно-кредитную позицию, неоднократно снижая ставку рефинансирования. Важным фактором, содействующим принятию решений и осуществлению соответствующих действий явилось то, что в условиях закрепившейся на фоне проводимой до этого политики низкой инфляции инфляционных ожиданий можно было отреагировать стимулирующей политикой на ослабление валового спроса. Кроме этого, Совет ЦБ придерживался того мнения, что ослабление денежно-кредитных условий в настоящее время окажет положительное влияние также на финансовую стабильность.

Совет ЦБ также послал участникам финансового рынка импульсы о готовности ЦБ к соответствующему реагированию при возникновении любых развитий и проявлении любых рисков с целью обеспечения стабильности цен в среднесрочном периоде.

Совет ЦБ РА дважды – в апреле и в июне увеличил размер денежно-кредитного стимулирования, снизив ставку рефинансирования соответственно на 0,25 и 0,5 процентного пункта.

График 41

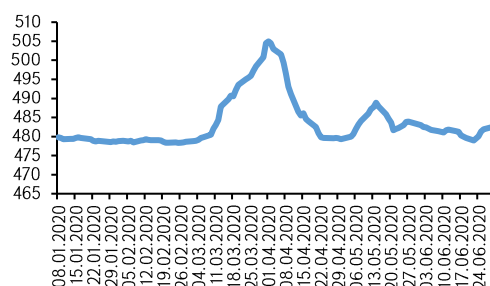
В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться вблизи процентной ставки политики ЦБ



Источник: ЦБ РА

График 42

Динамика обменного курса USD/AMD в течение 2020 года



Источник: ЦБ РА

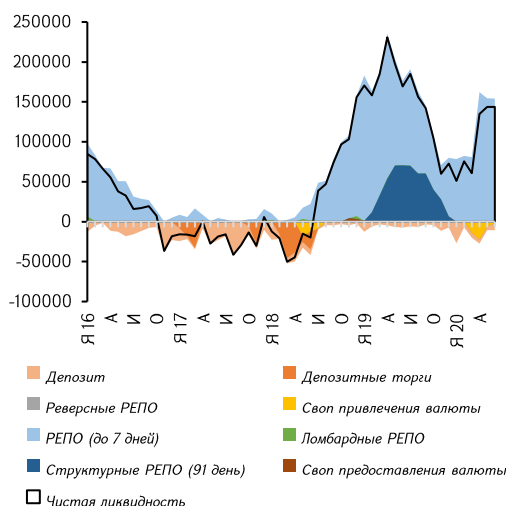
Таблица 5

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатели	II кв. 19	III кв. 19	IV кв. 19	I кв. 20	II кв. 20
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	5.75	5.50	5.50	5.25	4.5
Ставка РЕПО ЦБ	5.86	5.80	5.63	5.57	5.16
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	5.86	5.78	5.54	5.52	5.04
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (по состоянию на конец квартала)					
Краткосрочные облигации (1 год)	6.36	6.26	6.01	5.83	5.8
Среднесрочные облигации (5 лет)	8.39	7.99	7.44	6.90	6.98
Долгосрочные облигации (30 лет)	11.13	10.99	10.46	9.93	9.04

Объявления ЦБ, сделанные как в течение отчетного, так и третьего квартала, и примененные им инструменты были направлены на смягчение отрицательных влияний вируса на финансовый рынок и обеспечение стабильности рынков. Спрос на драмовую

График 43

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



Источник: ЦБ РА

ликвидность был удовлетворен при помощи основного инструмента ЦБ, что также сопровождалось формированием краткосрочных процентных ставок вблизи ставки политики ЦБ.

Действия ЦБ весьма смягчили влияния краткосрочного большого спроса на ликвидность на валютном рынке, который сформировался еще с конца первого квартала и выразился также формированием давлений ослабления обменного курса. Достаточно высокий спрос на инвалютную ликвидность наблюдался в основном, в апреле, который большей частью был удовлетворен при помощи инструмента валютного свопа, а также осуществления ЦБ в течение квартала сделок купли-продажи долларов США (объем чистой продажи составил 23,9 млн долларов США). Предоставление инвалютной ликвидности указанными путями создало возможность обеспечить нормальное функционирование валютного рынка.

Снижение ЦБ уровня ставки рефинансирования, полное удовлетворения спроса на драмовую ликвидность определенным образом стабилизировали ситуацию в финансовой системе. Несмотря на высокий уровень неопределенности, в течение квартала спрос участников финансового рынка был высокий на государственные среднесрочные и долгосрочные облигации, где в течение квартала было зафиксировано постепенное снижение доходности. Что касается краткосрочного сектора рынка облигаций, рост неопределенности определенно ослабил влияние политики ЦБ на принятие решений участниками рынка, и только в результате снижения ставки рефинансирования на большой “шаг” в июне сделало заметным снижение ставок в краткосрочном отрезке кривой доходности.

В течение второго квартала 2020 года отрицательное влияние пандемии было довольно большим на рынке кредитования. Несмотря на кредитные каникулы, предоставленные банками и кредитными организациями своим заемщикам, были существенно ужесточены условия предоставления новых кредитов, вызванные в основном, пессимистичными ожиданиями экономической активности. Тем не менее по части бизнес-кредитов отрицательное влияние было значительно смягчено введением государственных программ содействия, и в результате сокращения кредитования в этом направлении зафиксировано не было. Более того, в течение квартала была зафиксирована тенденция роста кредитования, и в июне 12-месячный рост бизнес-кредитов составил 13,6%. Неопределенность относительно будущих доходов клиентов выразилась, в основном, в сокращении объемов потребительских кредитов.

Объемы общего кредитования постепенно восстановились в мае-июне и в июне 2020 года 12-месячный рост составил 17,5%.

График 44

Во 2-м квартале 2020 года доходность ГО существенно снизилась в долгосрочном отрезке кривой доходности

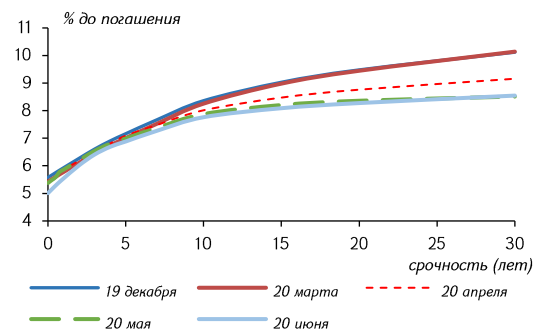


График 45

Динамика ставок рефинансирования и доходности ГО

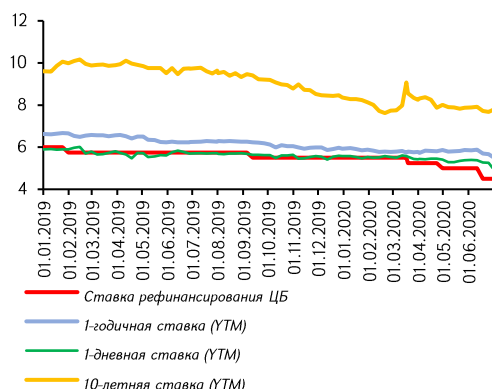


График 46

Динамика 12-месячного роста кредитов, предоставленных банками

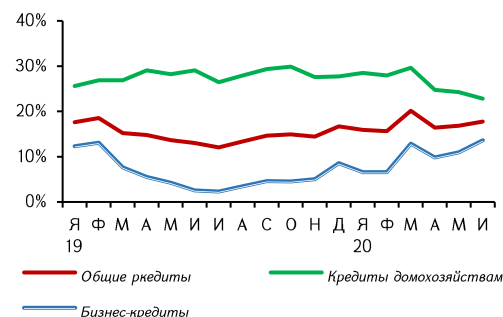
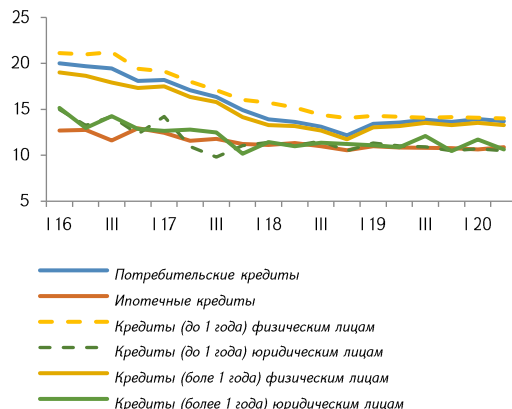


График 47

Динамика ставок по драмовым кредитам



Источник: ЦБ РА

4. РЕЗЮМЕ

Согласно программе денежно-кредитной политики ЦБ на третий квартал 2020 года, в ближайшее время сохранится низкая инфляционная среда, обусловленная сохранением преобладающего влияния слабого частного спроса из-за высокой степени неопределенности относительно сроков окончательного преодоления влияния пандемии на внутренние цены. Исходя из этого, параллельно осуществляемой стимулирующей налогово-бюджетной политике ЦБ продолжит осуществления стимулирующей денежно-кредитной политики и сохранит эту в среднесрочном периоде.

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

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019***	2020	2021	2022
Показатели	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	програм.	програм.	програм.
Цены											
Инфляция (в годовом выражении, конец периода, %)	3,2	5,6	4,6	-0,1	-1,1	2,6	1,8	0,7	2,5	1,7	3,0
Индекс потребительских цен (в годовом выражении, среднее, %)	2,6	5,8	3,0	3,7	-1,4	1,0	2,5	1,5	1,5	1,9	2,2
Базовая инфляция (в годовом выражении, среднее, %)	5,3	5,8	1,9	5,1	-2,0	0,8	4,0	1,2	1,0	1,6	2,5
Совокупный продукт											
ВВП (млрд драмов РА)	4266,5	4555,6	4828,6	5043,6	5067,3	5568,9	6017,0	6569,0	6130,9	6559,9	7013,4
ВВП (% реальный рост)	7,2	3,3	3,6	3,2	0,2	7,5	5,2	7,6	-6,2	4,9	3,8
Предложение											
Промышленность (% реальный рост)	6,4	6,3	-0,9	6,2	7,7	11,7	4,9	8,3	-2,0	4,9	5,1
Сельское хозяйство (% реальный рост)	9,5	7,6	6,1	13,2	-5,0	-5,1	-6,9	-2,6	-1,1	3,2	2,6
Строительство (% реальный рост)	4,5	-7,4	-4,5	-3,1	-14,1	2,8	0,6	3,7	-18,7	9,1	1,9
Услуги (% реальный рост)	6,3	3,1	6,7	1,6	3,2	10,6	9,1	10,7	-6,1	4,2	3,8
Налоги, нетто (% реальный рост)	9,9	3,6	1,8	-5,1	-3,7	9,7	8,0	7,1	-12,1	8,5	4,3
Спрос											
Потребление (% реальный рост)	7,7	2,3	1,2	-6,0	-2,1	11,6	3,8	11,8	-7,2	4,8	3,4
Государственное потребление (% реальный рост)	-1,4	7,6	-1,2	4,7	-2,4	-2,1	-3,0	12,5	7,4	1,0	4,2
Частное потребление (% реальный рост)	9,1	1,7	1,6	-7,5	-2,1	14,0	4,8	11,7	-9,4	5,5	3,3
Валовое накопление основных средств* (% реальный рост)											
Государственные вложения** (% реальный рост)	-1,9	-7,0	-2,2	2,5	-11,4	9,7	4,8	4,4	-17,5	10,0	4,9
Совокупное накопление частных основных средств (% реальный рост)	-22,4	-13,8	10,0	13,6	5,0	31,7	-37,4	31,1	-6,9	9,5	13,6
Совокупное накопление основных средств (% реальный рост)	0,9	-7,8	-3,4	1,2	-13,9	6,2	19,6	-0,5	-20,0	10,3	2,7
Экспорт товаров и услуг (% реальный рост)	12,0	8,6	6,4	4,9	21,3	19,3	5,0	16,0	-31,4	18,6	6,0
Импорт товаров и услуг (% реальный рост)	4,7	0,0	-2,7	-15,3	6,3	24,6	13,3	12,0	-30,9	16,2	3,8
Внешний сектор											
Անկտրային հաշվեկշիռ (մլն ԱՄՆ դոլար)	-2111,9	-2196,2	-2055,4	-1186,4	-944,4	-1376,1	-1789,1	-2051,2	-1454,0	-1527,5	-1542,8
Ծախսոյութեան հաշվեկշիռ (մլն ԱՄՆ դոլար)	-101,6	-124,3	-113,0	-94,5	-71,4	-35,6	-157,8	79,9	36,5	15,9	58,3
Торговый баланс (млн долларов США)	1539,8	1755,1	1616,1	1082,4	989,6	1179,3	1136,2	1157,3	931,1	1013,2	1073,9
Баланс услуг (млн долларов США)	-1057,9	-812,9	-883,1	-279,1	-238,1	-344,4	-1165,3	-1118,4	-710,3	-814,2	-726,2
Денежные переводы (млн долларов США)	-19,9	-19,7	-17,8	-11,3	-8,9	-12,2	-15,7	-14,4	-10,9	-11,3	-10,4
Текущий счет (млн долларов США)	-1,0	-1,1	-1,0	-0,9	-0,7	-0,3	-1,3	0,6	0,3	0,1	0,4
Торговый баланс (млн долларов США)	14,6	15,8	14,0	10,3	9,3	10,2	9,1	8,5	7,2	7,6	7,5
Баланс услуг (млн долларов США)	-10,0	-7,3	-7,6	-2,7	-2,2	-3,0	-9,4	-8,2	-5,5	-6,1	-5,1
Государственный сектор											
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	946,2	1071,4	1144,8	1167,7	1171,1	1237,2	1341,7	1559,1	1451,6	-	-
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	878,4	1000,9	1064,1	1067,9	1079,7	1158,1	1258,1	1464,3	1355,9	-	-
Расходы (млрд драмов РА)	1006,1	1142,9	1235,1	1409,0	1449,1	1503,9	1447,1	1623,0	1803,1	-	-
Дефицит (млрд драмов РА)	-59,9	-71,5	-90,3	-241,3	-278,0	-266,7	-105,4	-63,9	-351,5	-	-
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	22,2	23,5	23,7	23,2	23,1	22,2	22,3	23,7	23,7	-	-
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	20,6	22,0	22,0	21,2	21,3	20,8	20,9	22,3	22,1	-	-
Расходы (доля в ВВП, %)	23,6	25,1	25,6	28,0	28,6	27,0	24,1	24,7	29,4	-	-
Дефицит (доля в ВВП, %)	-1,4	-1,6	-1,9	-4,8	-5,5	-4,8	-1,8	-1,0	-5,7	-	-
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (в годовом выражении, конец периода, %)	19,5	14,8	8,3	10,8	17,5	18,5	7,4	11,2	-	-	-
Драмовая масса (в годовом выражении, конец периода, %)	11,9	14,9	-3,5	5,2	24,8	28,9	13,2	21,5	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом выражении, конец периода, %)	27,6	12,9	20,8	-3,3	6,0	16,5	17,2	18,5	-	-	-
Доллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	401,8	409,6	415,9	477,9	480,5	482,7	483,0	480,4	-	-	-
* Отныне вместо вместо валового накопления ЦБ будет представлять только показатели по валовому накоплению основных средств, поскольку Статистический комитет рассчитываеа показатель изменения запасов материальных оборотных средств рассчитывается как балансовая статья и не отражает реальных объемов валового накопления. См https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf											
** Фактические показатели по государственным вложениям являются капитальными расходами совокупного бюджета, а в прогнозах используются данные программы среднесрочных расходов на 2021-2023 гг.											
*** Показатели госбюджета на 2020 год являются показателями пересмотренного закона.											

ГРАФИКИ

График 1	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	5
График 2	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	6
График 3	Экономический рост в странах-партнерах	9
График 4	Инфляция в странах-партнерах	9
График 5	Международные цены на сырьевые и продовольственные товары	10
График 6	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	11
График 7	Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)	12
График 8	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке	14
График 9	Схематическое изображение модели	17
График 10	Поведение инфицированных	18
График 11	Влияние шока коронавируса на экономику	20
График 12	Результаты сценария, предусматривающего дополнительную стимулирующую денежно-кредитную политику	21
График 13	Годовой прирост частных номинальных заработных плат	23
График 14	Уровень безработицы	23
График 15	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении	23
График 16	Прогнозы экономического роста США	24
График 17	Прогнозы экономического роста ЕС	24
График 18	Прогнозы экономического роста РФ	24
График 19	Прогноз международных цен на продовольствие	25
График 20	Прогноз международных цен на нефть	25
График 21	Прогноз международных цен на медь	25
График 22	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	26
График 23	Индекс волатильности	28
График 24	Влияние неопределенности на производительность США	29
График 25	Влияние неопределенности на производительность РА	30
График 26	Текущий счет / Среднесрочные прогнозы показателя ВВП	30
График 27	Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)	31
График 28	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий	31
График 29	Опрос об инфляционных ожиданиях домохозяйств	31
График 30	По прогнозам ЦБ, в краткосрочном периоде сохранится низкая инфляционная среда, а в среднесрочном периоде постепенно повысится, а в конце прогнозного горизонта 12-месячная инфляция укрепится вблизи целевого ориентира	37
График 31	За последний одногодичный период сохранилась низкая инфляционная среда	39
График 32	Во 2-м квартале 2020 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг слегка снизились по сравнению с тем же кварталом предыдущего года	40
График 33	Структура частных расходов	41
График 34	Позиция чистого экспорта улучшилась во 2-м квартале 2020 года, что вызвано опережающим снижением импорта по отношению к снижению экспорта	42
График 35	Во 2-м кв. 2020 г. расширяющее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено, главным образом, расширяющим влиянием расходов	43

График 36	Основные показатели консолидированного бюджета	43
График 37	Во 2-м квартале 2020 года сформировался дефицит госбюджета, а в финансовых источниках увеличился объем внешнего финансирования и чистых поступлений от государственных ценных бумаг.	43
График 38	Отраслевая структура ВВП	44
График 39	Номинальная зарплата частного сектора	44
График 40	Расходы на единицу рабочей силы	44
График 41	В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться вблизи процентной ставки политики ЦБ	45
График 42	Динамика обменного курса USD/AMD в течение 2020 года	45
График 43	Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ РА (средний месячный запас)	45
График 44	Во 2-м квартале 2020 года доходность ГО существенно снизилась в долгосрочном отрезке кривой доходности	46
График 45	Динамика ставок рефинансирования и доходности ГО	46
График 46	Динамика 12-месячного роста кредитов, предоставленных банками	46
График 47	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	26
Таблица 3	Логика составления прогноза	32
Таблица 4	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие инфляции	40
Таблица 5	Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА	45