

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 28.09.2021 года номер 140-И*

Обзор инфляции/3

*Программа денежно-кредитной политики,
3-й квартал 2020 г*



*Отчет о выполнении программы денежно-кредитной
политики 2-го квартала 2020 г.*

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

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

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

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

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

Прогнозы в настоящем отчете составлены с использованием всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 14 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	4
2. Прогноз, изменения прогноза и риски	6
2.1. Внешняя среда	6
2.2. Прогнозы	10
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	10
2.2.2. Экономическая активность	12
2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом	16
2.2.4. Основные суждения и риски	20
Врезка 1. Итоги опроса домашних хозяйств и субъектов финансовой системы относительно их ожиданий	20
3. Фактические развития за второй квартал 2020 года	26
3.1. Инфляция	26
3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции	26
3.1.2. Цены	28
Врезка 2. Тарифы на международные контейнерные перевозки ..	31
3.2. Экономические развития	33
3.2.1. Позиция экономики	33
3.2.2. Сфера расходов экономики	33
3.2.3. Производственная сфера экономики	36
3.2.4. Рынок труда	37
3.3. Развитие финансового рынка	38
4. Резюме	41
Основные макроэкономические показатели	42
Графики	44
Таблицы	45

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

В третьем квартале 2021 года 12-месячная инфляция продолжала расти, достигнув в августе 8,8%. Согласно базовому сценарию Центрального банка РА, высокая инфляционная среда сохранится в ближайшие кварталы. Таким образом, в условиях ожидания сохранения влияния высокой инфляции на международных товарно-сырьевых рынках и опережающего роста внутреннего спроса по сравнению с расширением производственных мощностей еще продолжается ускорение инфляции и инфляционных ожиданий, в связи с чем ЦБ повысил процентную ставку политики на данном этапе.

На фоне текущей денежно-кредитной политики и ожидаемых экономических развитий, 12-месячная инфляция останется на высоком уровне, затем в 2022 году она приблизится к целевому показателю в 4% и в среднесрочной перспективе укрепитесь вблизи этого уровня.

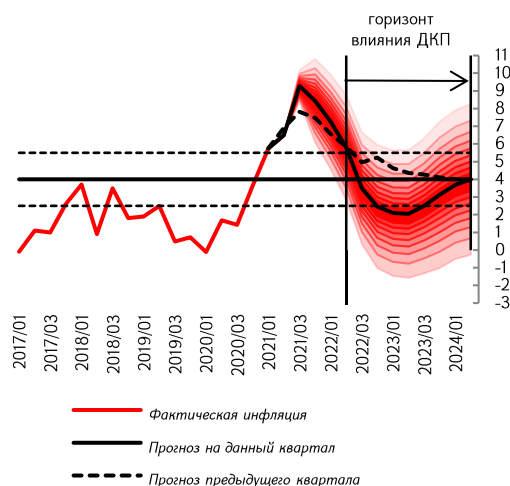
Согласно базовому сценарию краткосрочного прогноза ЦБ, в связи с ожидаемым более высоким уровнем внутреннего спроса, был пересмотрен прогнозный годовой показатель экономического роста. Прогнозируемая траектория экономического роста в среднесрочной перспективе существенно не изменилась: она немного замедлится и стабилизируется вблизи долгосрочного равновесного уровня.

Пересмотренный экономический рост в 2021 году будет в основном обусловлен ожидаемым более высоким ростом объемов выпуска в сфере услуг и в сельскохозяйственном секторе, который будет сопровождаться более быстрым ростом валового спроса, особенно частного потребления. В среднесрочной перспективе замедление экономического роста будет сопровождаться предсказуемой максимально слабой инвестиционной активностью, обусловленной лишь постепенным снижением экономической и политической неопределенности, а также постепенной стабилизацией опережающего роста частного потребления на фоне фискальной и денежно-кредитной политик.

В прогнозном горизонте риски отклонения от прогнозируемой траектории инфляции равновесные, а с точки зрения

График 1

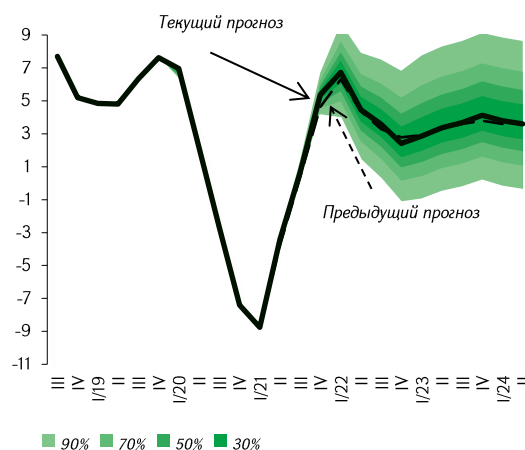
Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте



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

График 2

Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)¹ роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

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

экономического роста несколько доминируют риски в сторону более высокого роста (подробнее см. в подразделе «2.2.4. Основные суждения и риски»). Центральный банк осуществляет постоянный мониторинг изменений макроэкономической ситуации, и в случае возникновения инфляционного риска в любом направлении готов адекватно отреагировать в целях достижения цели по обеспечению ценовой стабильности цен в среднесрочном периоде.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

Восстановление мировой экономики продолжится, но к концу года ожидается более медленное восстановление экономического роста. Последнее, несмотря на широкое использование вакцин, связано с быстрым распространением в мире нового “Дельта” штамма коронавируса, и в этом случае прогнозируется замедление роста в сфере услуг. Распространение нового штамма оказывает влияние также на товарные рынки, особенно на рынок нефти, где из-за ожиданий замедления спроса цены несколько снизятся в краткосрочной перспективе, но все же останутся выше, чем прогнозировалось ранее.

Восстановление мировой экономики продолжится, но к концу года ожидается более медленное восстановление экономического роста.

Из основных препятствий на пути восстановления мировой экономики продолжают оставаться новые мутации вируса и медленный процесс вакцинации в развивающихся странах. Среди стран-партнеров Армении в США и в Европейском Союзе по состоянию на сентябрь доля вакцинированных людей хотя бы одной дозой в общей численности населения составляла около 65%, а в России – около 30%.

Экономические события в США. Текущие события в экономике США указывают на почти ожидаемое восстановление экономики. По данным Бюро экономического анализа Министерства торговли США, во втором квартале 2021 года в экономике США был зарегистрирован близкий к предусмотренному в предыдущей программе ЦБ рост на 12,2% в годовом исчислении, что в основном было обусловлено высоким ростом частного потребления, на которое положительное влияние оказали пакеты мер поддержки экономики. В итоге оценка экономического роста в 2021 году осталась близкой к прежнему уровню и ожидается, что рост составит около 6,0%.

В среднесрочной перспективе темп экономического роста США будет несколько выше, чем прогнозировалось в предыдущей программе, что вызвано, в основном оценкой положительного влияния недавно одобренных Сенатом США долгосрочных инфраструктурных программ развития (примерно 550 миллиардов долларов дополнительных капитальных вложений в течение следующих 5 лет) на потенциал роста.

В третьем квартале 2021 года уже наблюдается более быстрое, чем ожидалось, улучшение условий на рынке труда (безработица составляла 5,4% в июле), а также устойчивое снижение числа претендентов на еженедельное пособие по безработице, и в этом случае

восстановление экономики в краткосрочной перспективе будет происходить немного более быстрыми темпами, несмотря на распространение нового штамма вируса. Предполагается, что наблюдаемые в последние месяцы быстрые темпы восстановления на рынке труда замедлятся из-за ограниченного улучшения ситуации в сфере здравоохранения, а к докризисному уровню занятости населения можно будет вернуться во второй половине 2022 года.

В США во втором квартале 2021 года средняя квартальная инфляция личных потребительских расходов² продолжила ускоряться, достигнув 3,9% в годовом исчислении (в июле ускорилась до 4,2%). Во втором квартале инфляция в США была выше, чем ожидалось в предыдущей программе, в основном из-за роста цен, вызванного возобновлением производства после ограничений из-за пандемии (цены на авиабилеты), а также растущим спросом на подержанные автомобили, влияние которого продолжится в краткосрочной перспективе. В краткосрочной перспективе высокие цены на эти товары и восстанавливаемый уровень спроса будут продолжать оказывать содействие сохранению инфляции на высоком уровне. Рост цен на указанные товарные категории обусловлен как нарушением глобальных производственно-сбытовых цепочек из-за прямого влияния пандемии, так и увеличением предложения, не соответствующего быстро растущему спросу в контексте быстрого возобновления внутренней экономики. Однако в такой ситуации долгосрочные инфляционные ожидания остаются привязанными к целевому показателю инфляции. В среднесрочной перспективе, наряду с нейтрализацией воздействия факторов предложения и стимулирующей налогово-бюджетной политики, инфляция начнет замедляться, приближаясь к целевому уровню.

Для обеспечения непрерывности восстановления рынка труда и стабильной работы финансовых рынков, а также незначительного воздействия текущего ускорения инфляции, в основном из-за факторов предложения, на долгосрочные инфляционные ожидания, предполагается, что Федеральная резервная система США сохранит процентную ставку политики на уровне нуля в краткосрочной перспективе, а программы покупки активов будут продолжаться в текущих объемах до конца 2021 года.

Экономические развития в еврозоне. Отмена мер по борьбе с пандемией в Еврозоне оказала содействие более быстрому, чем ожидалось, восстановлению экономики во втором квартале 2021 года. По

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

оценкам Евростата, во втором квартале 2021 года экономический рост еврозоны составил 14,3% в годовом исчислении, чему в основном оказало содействие активизация сектора услуг, благодаря быстрому восстановлению частного потребления. Несмотря на широкое использование вакцин, рост числа новых случаев заражения новым штаммом будет способствовать более медленному, чем ожидалось, ходу восстановления экономики к концу года. Принимая во внимание фактически более позитивные развития экономического роста, годовой экономический рост в 2021 году в настоящее время прогнозируется выше, чем предполагалось ранее – на уровне 5,2%.

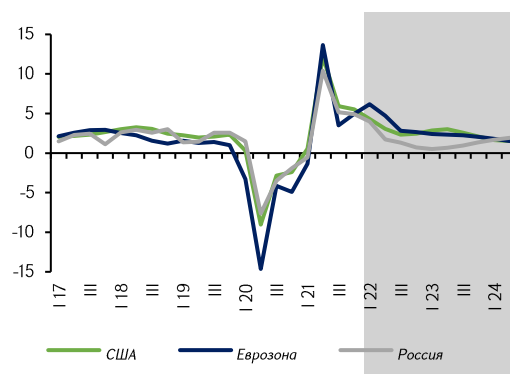
Во втором квартале 2021 года инфляция составила 1,9% в годовом исчислении, что было близко к целевому показателю ЕЦБ, а базовая инфляция во втором квартале 2021 года составила 0,9% в годовом исчислении. В третьем квартале 2021 года инфляция в еврозоне, как и ожидалось, продолжила ускорение, которое, по прогнозам, сохранится до конца года, что вызвано восстанавливающимся спросом и высокими ценами на сырье и продовольственные товары. Инфляционным развитиям продолжает оказывать содействие в основном рост цен на энергоносители.

Хотя внутренний спрос несколько восстановился благодаря возобновлению экономики и успешному ходу процесса вакцинации, он все еще остается слабым и продолжает сдерживать инфляцию. В результате, в этих условиях ЕЦБ сохранит текущие стимулирующие денежно-кредитного условия на протяжении всего прогнозного периода.

Экономические развития в России. Текущие события в российской экономике показывают, что во втором квартале 2021 года продолжилось постепенное восстановление экономики. Согласно оценкам Государственной статистической службы России, во втором квартале 2021 года в российской экономике был зарегистрирован более высокий, чем ожидалось, рост – на 10,3% в годовом исчислении. Текущие тенденции указывают также на сохранение опережающего восстановления спроса. Согласно прогнозам Центрального банка Армении, ожидается, что в 2021 году, в условиях роста мировых цен на нефть и восстановления мировой экономики, а также роста во втором квартале выше ожидаемого, экономический рост в 2021 году составит 5,0%.

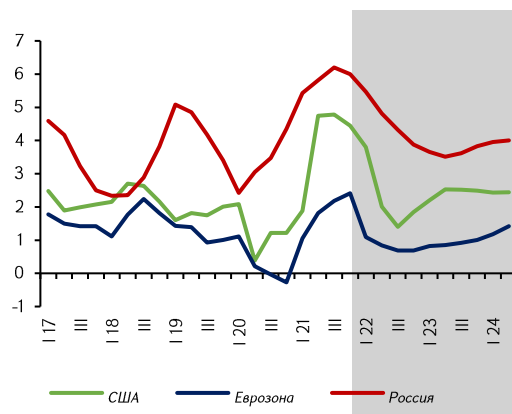
Во втором квартале 2021 года среднеквартальная инфляция в России продолжила ускоряться, составив 6,0% в годовом исчислении вместо инфляции предыдущего квартала в 5,4%, и осталась на уровне выше целевого показателя в 4%. Отметим также, что в июле-

График 3
Экономический рост в странах-партнерах (%)



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

График 4
Инфляция в странах-партнерах (%)



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

августе 2021 года инфляция продолжила ускоряться, достигнув 6,7%. Таким образом, из-за опережающего роста спроса инфляция в России будет на более высоком уровне, чем прогнозировалось ранее. В этом случае, как и в случае высоких инфляционных ожиданий, Банк России продолжит ужесточение денежно-кредитных условий, обеспечивая возврат инфляции к целевому уровню в последней части горизонта. Следует отметить, что в условиях текущего инфляционного давления ЦБ повысил процентную ставку на 0,5 процентного пункта в апреле и июне, а затем на 1,0 процентный пункт в июле, установив ее на уровне 6,5%³.

Развития на рынках сырьевых и продовольственных товаров. На товарных рынках, благодаря стимулирующей экономической политике стран с развитой экономикой, цены на сырьевые и продовольственные товары будут продолжать формироваться на высоких уровнях в течение всего прогнозного горизонта.

На товарных рынках, благодаря стимулирующей экономической политике стран с развитой экономикой, цены на сырьевые и продовольственные товары будут продолжать формироваться на высоких уровнях в течение всего прогнозного горизонта.

На международном рынке меди во втором квартале 2021 года цены продолжали расти, но к концу квартала немного снизились, что обусловлено начатым правительством Китая контролем за запасами меди, в результате чего на рынке появился избыток меди, что способствовало снижению цен. Во втором квартале 2021 года рост мировых цен на медь составил 14,5% кв/кв. В результате прогнозируется, что в краткосрочной перспективе цены на медь будут ниже, чем раньше. По текущим оценкам ЦБ, темпы роста мировых цен на медь в среднесрочной перспективе будут ускоряться за счет масштабных инфраструктурных проектов в экономике США, и в этом случае мировые цены на медь в конце горизонта достигнут 11 тысяч долларов за тонну.

Мировые цены на нефть из-за ожидания замедления спроса вследствие распространения новой волны Ковид-19, в третьем квартале начали снижаться с высоких уровней, сформировавшихся во втором квартале, что, в то же время, превысило оценки ЦБ, предусмотренные в предыдущей программе. Во втором квартале 2021 года рост цен составил 13,3% кв/кв. В результате прогнозы ЦБ как для краткосрочного, так и для среднесрочного периода были пересмотрены в сторону повышения по сравнению с прогнозами предыдущей программы. В конце прогнозного горизонта мировые цены на нефть марки Brent составят около 75 долларов за баррель.

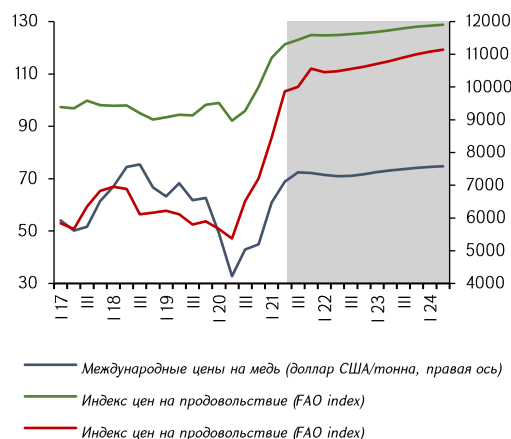
³ На заседании 10 сентября Совет ЦБ России принял решение повысить ставку политики на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 6,75%.

Цены на продукты во втором квартале 2021 года продолжили рост, показав тенденцию к стабилизации в конце квартала, а на некоторых рынках цены даже снизились. В краткосрочной перспективе, в условиях ограниченного урожая и высокого спроса, ожидается, что цены будут колебаться около текущего уровня. Цены на рынке сахара начали расти в начале третьего квартала из-за ожиданий небольших объемов нового урожая в Бразилии, и продолжат расти в краткосрочной перспективе. На рынке зерна ожидания нового урожая были пересмотрены в сторону понижения, что вызвано плохими погодными условиями, в результате в данной товарной категории ожидаются инфляционные развития. На рынках растительного масла не ожидается значительного инфляционного развития. Цены будут продолжать колебаться вокруг текущих уровней.

Мировые цены на продовольствие будут оставаться на высоком уровне в краткосрочной и среднесрочной перспективе в соответствии со сценарием сохранения стимулирующей экономической политики в развитых странах.

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 продолжала расти. Инфляция в августе составила 0,4% в результате показатель 12-месячной инфляции на конец месяца составил 8,8%. В течение этого периода 12-месячный показатель базовой инфляции также несколько повысился, составив 8,0% в августе. Развития как во внешнем, так и во внутреннем секторах экономики продолжают оказывать в основном инфляционное давление на цены. По оценке Центрального банка, в настоящее время необходимо повысить процентную ставку политики на 0,25 процентного пункта.

При более быстром, чем ожидалось, восстановлении роста экономики в странах-партнерах, цены на сырьевые и продовольственные товары продолжают расти, создавая инфляционное давление на внутреннюю экономику. Динамика экономического роста в Республике Армения, согласно текущим показателям, оценивается как более положительная, чем ожидалось, в основном за счет проявлений роста в секторах сельского хозяйства и услуг. С другой стороны, на

Инфляция в августе составила 0,4% в результате показатель 12-месячной инфляции на конец месяца составил 8,8%. В течение этого периода 12-месячный показатель базовой инфляции также несколько повысился, составив 8,0% в августе.

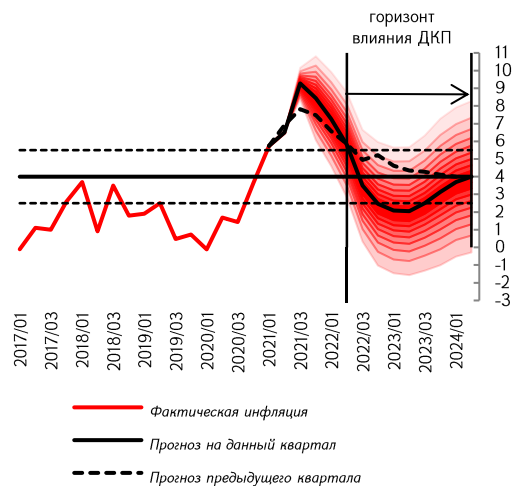
фоне положительных показателей внешнего сектора, а также положительных изменений в денежных переводах в Республику Армения из-за границы, опережающее восстановление потребления во внутренней экономике продолжает способствовать восстановлению частного спроса. В то же время сохраняется относительно медленный рост частных инвестиций. По оценкам, налогово-бюджетная политика в 2021 году будет иметь в основном сдерживающий эффект. В условиях относительно низких темпов расширения производственных мощностей в результате опережающего развития внутреннего спроса разрыв ВВП оценивается в области положительных значений, что создает дополнительное инфляционное давление на цены товаров и услуг. Оценивается, что рост краткосрочных инфляционных ожиданий общества соответствует ожидаемым развитиям и обусловлен как фактическим ускорением инфляции, так и влиянием опережающего восстановления спроса. Соответственно, чтобы управлять рисками их дальнейшего увеличения, **Совет ЦБ считает необходимым на данном этапе поднять процентную ставку политики на 0,25 процентного пункта.** В условиях постепенного ужесточения денежно-кредитных условий в среднесрочной перспективе, а также на фоне налогово-бюджетного небольшого сдерживающего воздействия положительный разрыв ВВП будет нейтрализован. Наблюдаемая девальвация реального обменного курса также будет способствовать регулированию спроса и дальнейшему снижению инфляции.

По оценке Центрального банка, недавнее ужесточение денежно-кредитных условий оказывает достаточно сдерживающее влияние на опережающий предложение рост спроса и, вытекающее из этого инфляционное давление с точки зрения регулирования, в результате чего инфляция уже в 2022 году приблизится к 4% целевому показателю и укрепитесь вблизи этого уровня.

Совет ЦБ считает необходимым на данном этапе поднять процентную ставку политики на 0,25 процентного пункта.

График 6

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



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

Таблица 1

Сроки	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
III кв. 2021	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
IV кв.	0.0%	0.0%	2.1%	13.8%	84.1%
I кв. 2022	0.0%	0.2%	13.6%	29.7%	56.5%
II кв.	0.4%	3.0%	40.1%	31.4%	25.2%
III кв.	9.7%	20.6%	54.9%	11.4%	3.4%
IV кв.	24.5%	26.2%	41.7%	6.0%	1.6%
I кв. 2023	30.6%	26.8%	36.8%	4.6%	1.2%
II кв.	31.6%	26.4%	36.1%	4.6%	1.3%
III кв.	25.8%	24.1%	40.2%	7.2%	2.7%
IV кв.	19.8%	20.2%	42.5%	11.1%	6.3%
I кв. 2024	14.6%	17.4%	43.9%	14.2%	9.9%
II кв.	12.4%	15.8%	43.6%	15.8%	12.5%

По оценке Центрального банка, недавнее ужесточение денежно-кредитных условий оказывает достаточно сдерживающее влияние на опережающий рост спроса по сравнению с предложением с точки зрения регулирования возникающего вследствие этого инфляционного давления, в результате чего инфляция уже в 2022 году приблизится к целевому показателю в 4% и укрепитесь вблизи этого уровня.

2.2.2. Экономическая активность⁴

После глубокого экономического спада, вызванного пандемией в прошлом году и боевыми действиями в Арцахе, ожидается, что в 2021 году экономический рост несколько восстановится, в основном за счет частных расходов.

Сдержанный спрос предыдущего года будет наблюдаться и в текущем году, в основном в виде ускорения частного потребления за счет сокращения частных сбережений. Однако частные сбережения останутся выше докризисного уровня, в случае предупредительного поведения потребителей. Рост частных расходов в 2021 году составит 9,7% за счет увеличения частного потребления на 12% и снижения валового накопления основных средств частного сектора на 4,1%. Таким образом, основной движущей силой спроса будет рост частного потребления, а частные основные средства по-прежнему будут оставаться на относительно низком уровне, обусловленном только постепенным снижением экономической и политической неопределенности в стране, содействие которого будущему экономическому росту будет отрицательным. Содействие государственных расходов экономическому росту будет отрицательным, в то время как содействие чистого экспорта будет слегка отрицательным из-за слегка более быстрого ускорения импорта по сравнению с экспортом. В результате экономический рост в 2021 году будет несколько выше предыдущих прогнозов и составит около 5,4%, в основном за счет пересмотра частных расходов в сторону повышения.

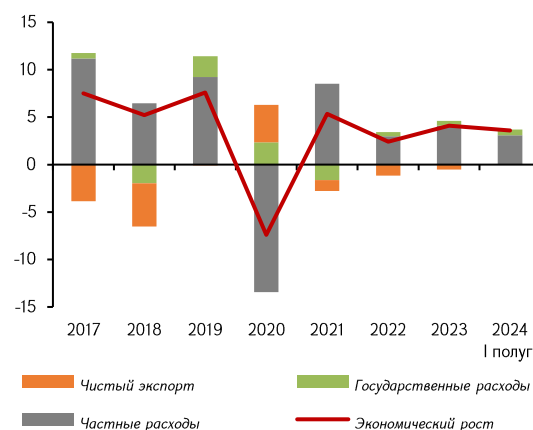
В среднесрочной перспективе экономическая деятельность существенно не пересматривалась по сравнению с предыдущей программой. Рост ВВП несколько замедлится и сформируется вблизи долгосрочного стабильного уровня в 3,5%. Содействие государственных расходов экономическому росту будет умеренным, поскольку Правительство примет фискальную консолидацию в соответствии с фискальными правилами, направленную на постепенное сокращение государственного долга, а чистый экспорт в конце горизонта все еще будет иметь отрицательное значение, вызванное опережающим ростом импорта по сравнению с экспортом в условиях восстановления частного спроса. Ожидается, что международный туризм восстановится, а экспорт и импорт будут расти быстрее.

Внешний спрос. В 2021 году изменения в текущем счете будут происходить в условиях продолжающегося восстановления мировой

После глубокого экономического спада, вызванного пандемией в прошлом году и боевыми действиями в Арцахе, ожидается, что в 2021 году экономический рост несколько восстановится, в основном за счет частных расходов.

График 7

Содействие компонентов спроса росту инфляции (в процентных пунктах)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

Экономический рост в 2021 году будет несколько выше предыдущих прогнозов и составит около 5,4%, в основном за счет пересмотра частных расходов в сторону увеличения.

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

⁵ В показатели спроса не включено изменение резервов нематериальных оборотных средств, поэтому показатели экономического роста, рассчитываемые по предложению и по спросу могут отличаться. См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

и внутренней экономики, сохранения высоких уровней мировых цен на медь, а также объема денежных переводов. В случае этих ожидаемых событий в 2021 году отношение дефицита текущего счета к ВВП несколько снизится по сравнению с предыдущими прогнозами. Пересмотры в основном относятся к торговому балансу, а также к денежным переводам физических лиц. Следует отметить, что мировой туристический сектор по-прежнему будет слабым из-за роста случаев коронавируса, а также непропорциональных возможностей использования вакцин и фактических развитий. Прогнозы реального роста экспорта товаров и услуг для второго полугодия пересмотрены в сторону небольшого увеличения. Указанные развития будут обусловлены сохранением высокого уровня объемов экспорта в условиях высоких уровней внешнего спроса, а также цен на медь. На фоне сохранения высоких цен на медь в горнодобывающем секторе сохранятся положительные тенденции. Показатель экспорта услуг пересмотрен в сторону увеличения, что будет обусловлено более благоприятными, чем ожидалось в предыдущей программе, тенденциями, уже наблюдаемыми в фактических показателях туризма. В результате темпы роста реального экспорта товаров и услуг будут в пределах 7,0-9,0%.

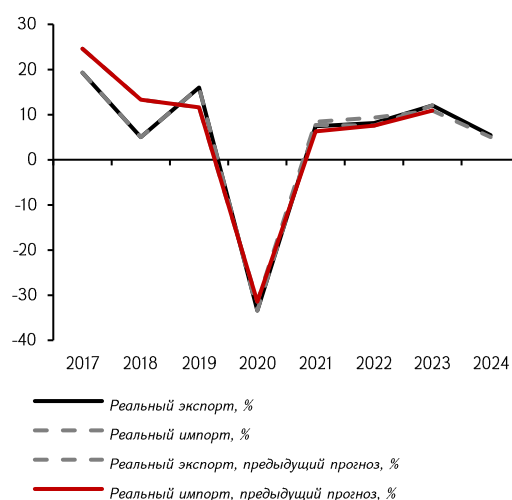
В соответствии с текущими и ожидаемыми изменениями внутреннего спроса, согласно которым восстановление и рост последнего происходит несколько высокими темпами, процесс реального импорта товаров и услуг ускорится и в 2021 году будет в интервале 7,0-9,0%, что выше предыдущих прогнозов. Следует отметить, что, в отличие от экспорта туризма, восстановление импорта туризма будет отставать из-за медленных темпов процесса вакцинации в Армении по сравнению с остальным миром, что выразится в осторожной политике приема туристов из Армении другими странами.

Восстановление экономики России и постепенное ослабление ограничений отразилось в возобновлении сезонной трудовой миграции, что соответствовало развитиям, предусмотренным в предыдущей программе. В этом случае ожидается рост, эквивалентный сценарию предыдущих прогнозов денежных переводов сезонных рабочих. В то же время предполагается, что денежные переводы из США будут выше, чем предполагалось ранее, с учетом более позитивных текущих событий, чем ожидалось. В случае указанных прогнозов чистый приток общих трансфертов в 2021 году увеличится примерно на 23-26%, что выше предыдущих прогнозов.

В случае вышеперечисленных оценок, в 2021 году отношение дефицита текущего счета к ВВП несколько увеличится по сравнению с предыдущим прогнозом, но будет в ранее прогнозируемом интервале 1,0-3,0%.

График 8

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



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

В среднесрочной перспективе отношение дефицита счета текущих операций к ВВП будет постепенно приближаться и укрепится на оцениваемом равновесном уровне 4,0-6-0% при относительно стабильном поведении глобальных тенденций восстановления внутренней экономики и мировых цен.

Налогово-бюджетная политика. Оценка влияния налогово-бюджетной политики на валовой спрос в 2021 году была проведена ЦБ РА на основе показателей закона РА «О государственном бюджете РА на 2020 год», скорректированной бюджетной программы⁶, текущих событий и оценок ЦБ, сделанных в соответствии с ними.

Во втором квартале 2021 года, наряду с восстановлением экономики, налоговые поступления в государственный бюджет имели тенденцию к ускорению роста. Перевыполнение налоговых поступлений по сравнению со скорректированной программой госбюджета на первое полугодие составило 107,6% или около 53,5 млрд драмов. Следует отметить, что параллельно с пересмотром экономического роста Правительством была увеличена и годовая налоговая программа. По итогам года оценка соотношения налогов к ВВП⁷ составит 22,7%, что по сравнению с 2020 годом будет на 0,3 процентных пункта выше. В налоговую оценку также включены ожидаемые доходы от применения экспортной пошлины⁸, которая, по оценкам, к концу года около 35 млрд драмов. Государственные расходы, по оценке ЦБ, составят 98,7% годовой программы, утвержденной Правительством. Низкий уровень исполнения программы по расходам объясняется, главным образом, ожиданием неполного получения капитальных затрат, осуществляемых с внешней поддержкой, и, как следствие, экономией софинансирования, предусмотренного для этих расходов. Таким образом, в январе-июне 2021 года капитальные расходы, осуществляемые за счет внешнего финансирования, составили лишь 51,7% полугодового бюджета. В такой ситуации, по оценке ЦБ, в 2021 году соотношение расходов к ВВП составит 27,6%, сократившись на 3,0 процентных пункта по сравнению с прошлым годом.

По оценкам ЦБ, в 2021 году соотношение дефицита к ВВП в 2021 году составит 3,7%, снизившись на 1,7 процентного пункта по сравнению с 2020 годом. Несмотря на снижение дефицита по сравнению с 2020 годом, однако он будет в среднем выше среднего показателя дефицит/ВВП за последние 20 лет, составившего 3,1%. Исключив из показателей государственных расходов и доходов за 2021 год от

⁶ Пересмотренная программа – это текущая ежеквартальная и годовая программы, пересмотренные решениями Правительства.

⁷ Показатель ВВП за 2021 год является прогнозом ЦБ РА, пересмотренным в сторону роста.

⁸ См. <https://www.e-gov.am/gov-decrees/item/36838/> и <https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?docid=154959>

потоков, не влияющих на валовой спрос, в 2021 году, по сравнению с 2020 годом (когда фискальная политика была значительно расширяющей), влияние доходов будет по оценкам расширяющим на 0,8 процентного пункта (в течение года темп роста ВВП опередит темп роста доходов), а расходы будут сдерживающими на 2,4 процентного пункта.

С точки зрения реализации текущей фискальной политики, так как в 2021 году, согласно показателям закона о государственном бюджете, долг Правительства РА в 2021 году пока еще будет немного выше порога в 60% ВВП, реализация запланированного сценария расходов предполагает, что Правительство в 2021 году окажется в рамках исключительного случая, установленного действующим бюджетным правилом.

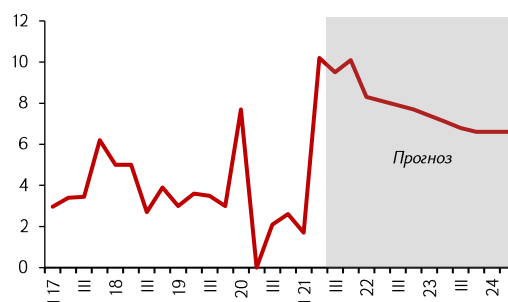
В среднесрочной перспективе, исходя из проекта программы среднесрочных расходов на 2022-2024 годы, ожидается, что параллельно восстановлению экономики Правительство осуществит фискальную консолидацию, обеспечив постепенное сокращение дефицита бюджета и долговой нагрузки в рамках фискальных правил за счет улучшения структуры налоговых доходов и расходов. Для последнего предусматривается постепенное увеличение доли капитальных затрат в ВВП, обеспечивающих долгосрочный экономический рост ВВП, в то же время снижая соотношение текущих расходов к ВВП. В итоге оценивается, что влияние фискальной политики в 2022 году будет сдерживающим, а в 2023 году – нейтральным.

Рынок труда⁹. В 2021 году темпы роста номинальной заработной платы в частном секторе сохраняются на текущем уровне – около 7,9%. В среднесрочной перспективе темпы роста номинальной заработной платы в частном секторе будут соответствовать динамике производительности и инфляции в экономике. В результате в 2022 году, наряду с замедлением инфляции и ее закреплением вблизи целевого показателя, номинальная заработная плата в частном секторе, по прогнозам, вырастет на 8%, а к концу прогнозного горизонта стабилизируется на уровне 6,9%.

Наряду с пересмотром темпов экономического роста, а также вследствие резкого восстановления сезонной миграции в результате снятия ограничений на международные потоки с начала года, в 2021 году ожидается более низкий уровень безработицы, который составит 15,7%. По наблюдениям, миграционные потоки в основном

График 9

Годовой прирост частных номинальных заработных плат (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

⁹ Показатели рынка труда за первый квартал с 2021 по 2024 год являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях первого и второго кварталов 2021 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

сопровождались уменьшением количества безработных и экономически неактивных трудовых ресурсов. При сохранении указанных тенденций в среднесрочной перспективе уровень безработицы будет ниже докризисного уровня, он сохранится на уровне 16,0-17%.

В конце 2021 года рост номинальных затрат предприятий на рабочую силу немного ускорится из-за опережающего роста заработной платы в частном секторе по сравнению с ростом производительности, а в конце горизонта прогноза укрепитесь вблизи своей базовой отметки 4% целевого ориентира инфляции.

Подводя итог отметим, что, в краткосрочной перспективе будет наблюдаться слабое инфляционное давление со стороны рынка труда, которое постепенно нейтрализуется в среднесрочной перспективе в результате ускорения экономического роста и восстановления производительности.

2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом

В контексте быстрого восстановления посткризисной экономики благодаря успешному течению антиковидной вакцинации, прогнозы среднесрочного экономического роста и инфляции всех стран-партнеров были пересмотрены в сторону повышения почти для всего горизонта.

В краткосрочной перспективе экономический рост в США, одного из партнеров РА, будет соответствовать предыдущим прогнозам, а в среднесрочной перспективе, благодаря положительному эффекту субструктурных программ, он будет несколько выше.

Вследствие более высокого внутреннего спроса (и более благоприятной внешней среды), чем предполагалось ранее, а также временных факторов предложения, инфляция в Соединенных Штатах сформировалась и ожидается, что в среднесрочной перспективе будет выше, чем прогнозировалось ранее.

В еврозоне, на фоне успешного процесса вакцинации восстановление внутреннего спроса происходило и будет продолжаться более быстрыми темпами, чем прогнозировалось ранее. Внешний спрос также окажет большее содействие, чем предполагалось ранее. Быстрому восстановлению экономики за счет предложения особенно способствуют сфера услуг и промышленность. Согласно текущим прогнозам ЦБ, валовая продукция еврозоны превысит докризисный уровень в четвертом квартале текущего года.

График 10
Уровень безработицы (%)



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

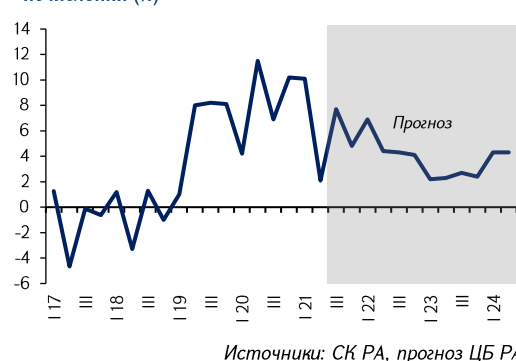


График 12
Прогнозы экономического¹⁰ роста США (%)



¹⁰Валовой внутренний продукт США и исторические ряды экономического роста за 2018–2020 годы были пересмотрены.

В соответствии с описанными выше развитиями, а также вследствие более сильного влияния некоторых факторов, чем ожидалось, инфляция на протяжении всего прогнозного горизонта в еврозоне будет на более высоком уровне по сравнению с предыдущим прогнозом. Однако следует отметить, что после нейтрализации временных факторов предложения в среднесрочной перспективе инфляция значительно замедлится и в последнем отрезке горизонта будет медленно приближаться к целевому уровню.

Экономический рост в России, обусловленный более высоким внешним и внутренним спросом, был пересмотрен в сторону увеличения в краткосрочной перспективе и вниз – в среднесрочной перспективе, в основном под влиянием более жестких условий денежно-кредитной политики, чем предполагалось ранее. Увеличение инфляции на международном рынке нефти окажет более положительное влияние на экономический рост, чем прогнозировалось ранее.

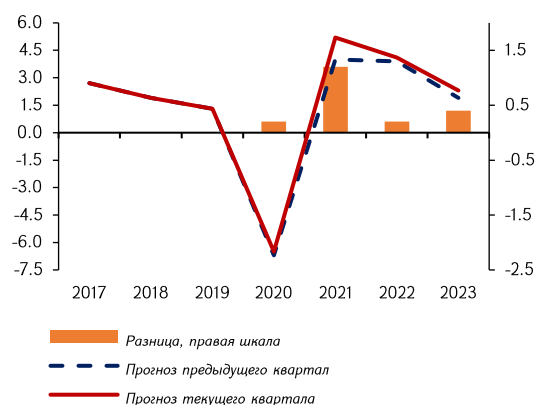
В силу опережающего роста как краткосрочного предложения, так и спроса по сравнению с предложением, в краткосрочной перспективе инфляция в России будет на более высоком уровне, чем ранее прогнозировалось. В среднесрочной перспективе, в результате нейтрализации факторов предложения, а также вследствие ужесточения денежно-кредитных условий, инфляция замедлится, укрепившись вблизи целевого показателя в конце горизонта.

Мировые цены на продовольствие были пересмотрены в сторону повышения в течение прогнозируемого периода в результате более быстрого роста глобального спроса по сравнению с предложением (по сравнению с предыдущими оценками).

Благодаря успешному процессу вакцинации в контексте быстрого восстановления экономики и поддержания ограниченного уровня мировых поставок нефти, цены на нефть выросли и будут в среднесрочной перспективе на более высоком уровне, чем прогнозировалось ранее.

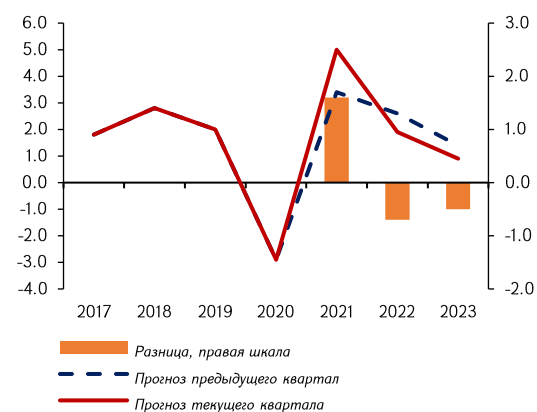
Из-за некоторого насыщения мирового спроса на медь (Китай, крупнейший в мире потребитель меди, ограничил накопление меди на предприятиях), цены на медь упали в краткосрочной перспективе до более низких уровней, чем прогнозировалось ранее. В последнем отрезке прогнозного горизонта из-за масштабных инфраструктурных проектов в США темпы роста цен на медь значительно увеличатся. В результате цены превысят 11 тысяч долларов США за тонну, опередив уровень предыдущих прогнозов.

График 13
Прогнозы экономического роста ЕС (%)



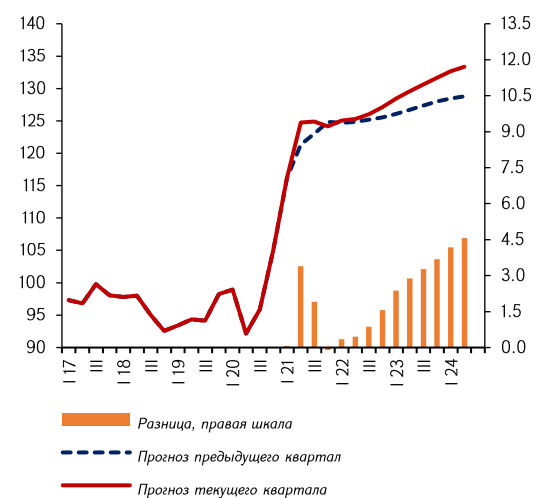
Источники: Евростат, прогноз ЦБ РА

График 14
Прогнозы экономического роста РФ (%)



Источники: Росстат, прогноз ЦБ РА

График 15
Прогноз международных цен на продовольствие



Источники: FAO, прогноз ЦБ РА

Оценки экономического роста Армении на 2021 год были пересмотрены в сторону повышения и не претерпели значительных изменений по всей протяженности прогнозируемого горизонта.

Экономический рост в 2021 году был пересмотрен в сторону повышения – до 5,4% вместо прежних 4,6% в связи с ожидаемым более высоким уровнем внутреннего спроса. Что касается секторов экономики, то основной пересмотр обусловлен ожидаемыми более высокими темпами роста в сфере услуг и сельского хозяйства.

Отрасль промышленности была пересмотрена в сторону небольшого понижения по сравнению с предыдущим прогнозом из-за ожидаемого более низкого роста обрабатывающей промышленности. Однако предполагается, что горнодобывающая промышленность будет оставаться на высоком уровне в течение года, чему будет способствовать сохранение высокого уровня мировых цен на металлы.

Сектор услуг был пересмотрен в сторону роста, в основном из-за тенденций более быстрого, чем ожидалось, восстановления частного потребления. Пересмотру в секторе услуг способствовали также ожидаемые более позитивные тенденции во въездном туризме, а также в выездном туризме, внутренней торговле и замещении услуг.

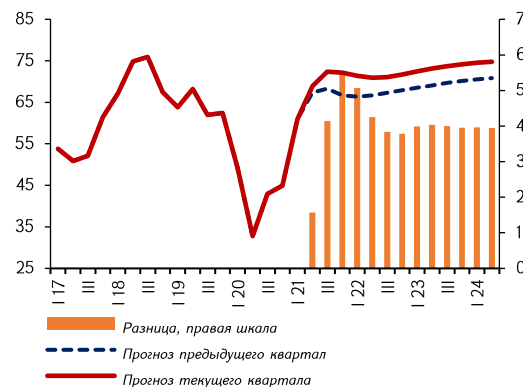
Сектор строительства был пересмотрен в сторону некоторого понижения, так как строительство за счет средств организации фактически не было восстановлено и останется на низком уровне, а строительство за счет госбюджета к концу года несколько ослабнет по сравнению с высоким ростом, зафиксированным в конце прошлого года и в начале текущего года.

Рост сельскохозяйственного сектора был пересмотрен в сторону повышения, в основном из-за фактического высокого роста, зарегистрированного в растениеводстве. Несмотря на это, цены на сезонные товары, которые значительно выросли за последние месяцы, в основном связаны, по оценкам ЦБ, с увеличением экспорта сельскохозяйственных культур.

Прогноз экономического роста на прогнозный горизонт существенно не изменился по сравнению с предыдущим прогнозом. По оценкам, он будет оставаться вблизи своего стабильного уровня.

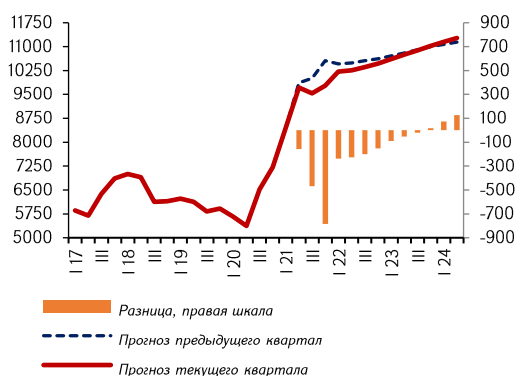
Оценки экономического роста Армении на 2021 год были пересмотрены в сторону повышения и не претерпели значительных изменений по всей протяженности прогнозируемого горизонта.

График 16
Прогноз международных цен на нефть



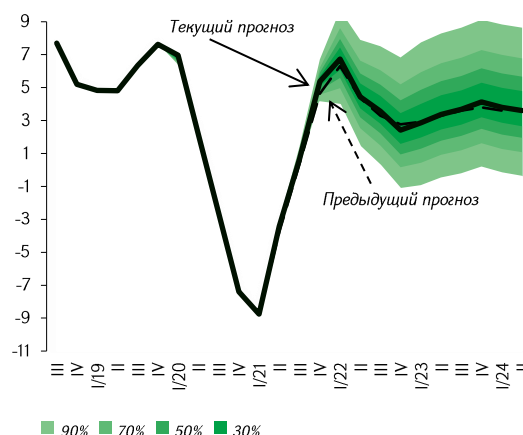
Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 17
Прогноз международных цен на медь



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 18
Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)¹¹ роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹¹ Темп роста каждого квартала рассчитан как кумулятивный темп роста за предыдущие 4 квартала.

Таблица 2

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2021 январь-декабрь / 2020 январь-декабрь	5.1 – 5.7	4.1 – 6.7
2022 январь-декабрь / 2021 январь-декабрь	1.6 – 3.5	(-1.2) – 6.8
2023 январь-сентябрь / 2022 январь-сентябрь	3.2 – 5.3	(-0.2) – 9.1
2024 январь – июнь / 2023 январь – июнь	2.7 – 4.8	(-0.4) – 8.6

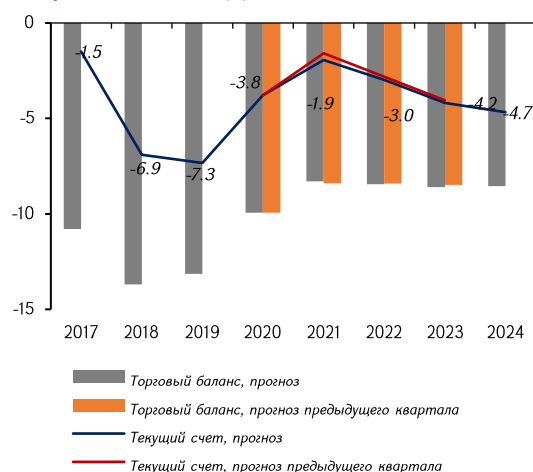
В 2021 году показатель соотношения дефицита текущего счета к ВВП будет выше, чем предусматривалось в предыдущем прогнозе, что обусловлено некоторым ускорением внутреннего спроса, что отразится на ускорении восстановления импорта. Последний в некоторой степени превысит высокий уровень денежных переводов от физических лиц из США, предусмотренный в предыдущей программе.

По сравнению с предыдущим прогнозом, оценка налогово-бюджетного импульса практически не изменилась: ожидается расширение влияние доходов и сдерживающее влияние расходов в случае полного выполнения скорректированного налогового плана и 98,7% скорректированного плана расходов (оценка ЦБ).

Согласно текущему прогнозу, в краткосрочной перспективе общая инфляция будет выше, чем прогнозировалось в предыдущей программе, базовая инфляция – несколько ниже. Высокий уровень инфляции в краткосрочной перспективе будет обусловлен, главным образом, необычно высоким сезонным повышением цен на сезонные сельскохозяйственные продукты, особенно овощи, а передаваемые эффекты инфляции на международных товарных рынках останутся близкими к предыдущим оценкам. С другой стороны, восстановление внутреннего спроса будет происходить более быстрыми темпами, чем ожидалось, что в случае ограниченного восстановления потенциальных мощностей окажет дополнительное инфляционное давление на инфляцию. Соответственно, в краткосрочной перспективе инфляция будет развиваться по более высокой траектории, чем предусматривалось в предыдущей программе, однако в среднесрочной перспективе, вследствие нейтрализации текущих высоких инфляционных эффектов сезонных продуктов питания, а также в случае более низкого уровня базовой инфляции, прогнозируемого на фоне сдерживаемых денежно-кредитных и фискальных условий, инфляция будет снижаться и в конце прогнозного горизонта укрепится вблизи целевого уровня (см. График 1 «Распределение вероятностей прогноза инфляции»).

График 19

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

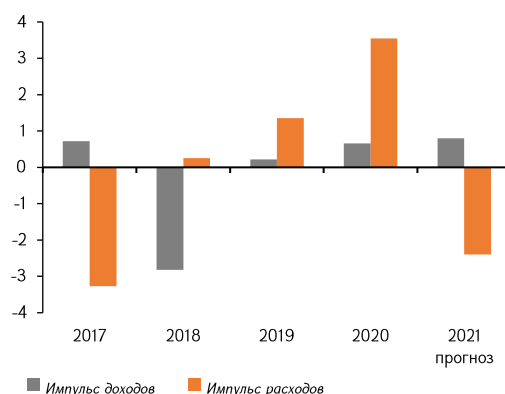


Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

Согласно текущему прогнозу, в краткосрочной перспективе общая инфляция будет выше, чем прогнозировалось в предыдущей программе, базовая инфляция – несколько ниже.

График 20

Прогнозы налогово-бюджетных импульсов (в процентных пунктах)



Источник: оценка ЦБ РА

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 2021 года, и риски реализации этой программы, которые вытекают из развитий внешнего сектора, осуществляемой налогово-бюджетной политики, сформировавшихся тенденций и краткосрочных прогнозов.

Врезка 1

Результаты опросов домашних хозяйств и участников финансового сектора относительно их ожиданий

Краткосрочные инфляционные ожидания в ближайшем будущем будут несколько ниже предыдущего прогноза из-за ожидаемой нисходящей динамики базовой инфляции.

Согласно результатам опросов ЦБ, проведенных во втором квартале 2021 года, инфляционные ожидания домашних хозяйств и организаций финансового сектора относительно некоторых макроэкономических показателей по второму кварталу 2021 года, несколько выросли с точки зрения общих тенденций. В частности, доля опрошенных домохозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте, значительно увеличилась. В то же время, наблюдалось разветвление мнений на тех, кто ожидает высокие цены, и тех, кто ожидает низкие цены, в основном, за счет уменьшения доли опрошенных домохозяйств, ожидавших низкие цены в прошлом. В то же время опросы также показывают, что во втором квартале неуверенность населения относительно ожидаемой инфляции продолжала расти.

График 21

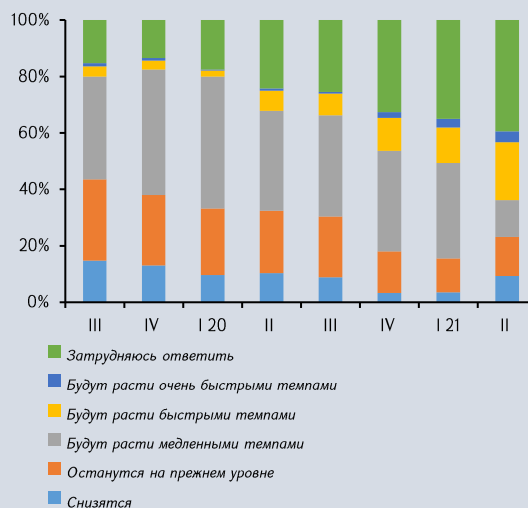
Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: оценка ЦБ РА

График 24

Опросы домохозяйств об инфляционных ожиданиях



Источник: ЦБ РА

Таблица 3

Основные суждения и предположения	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
Несмотря на быстрое распространение нового “Дельта” штамма, как в развивающихся, так и в развитых странах всеобщих экономических ограничений не будет. Крупномасштабные инвестиции в инфраструктуру в США обеспечат дополнительный рост экономического потенциала на 0,5%, что обусловит уровень нейтральной процентной ставки в США, а также некоторое увеличение долгосрочных темпов роста реальных цен на медь. Ускорение инфляции в ведущих странах-партнерах по-прежнему в основном связано с краткосрочными факторами предложения. Стимулирующая экономическая политика в развитых странах будет сохраняться на протяжении почти всего прогнозируемого горизонта.	✓ Экономическое влияние дальнейшего распространения коронавируса на мировую экономику, в частности, на основные страны-партнеры Республики Армения, будет слабым. ✓ Позиция внешнего баланса РА и реальная равновесная ставка будут выше в прогнозном горизонте. ✓ Рост среднесрочных инфляционных ожиданий в ведущих странах будет умеренным, что будет обусловлено сохранением преимущественно стимулирующей денежно-кредитной политики. ✓ Цены на международных рынках сырья и продовольственных товаров останутся высокими.
Премия за риск страны, в условиях сохраняющейся высокой ликвидности на мировых финансовых рынках, в прогнозном горизонте пока останется ниже стабильного долгосрочного уровня.	✓ Премия за риск страны в третьем квартале оценивается несколько ниже предыдущих прогнозов. В среднесрочной перспективе, наряду с медленным сокращением мировой финансовой ликвидности, она восстановится, приблизившись к стабильному долгосрочному уровню.
Монетарная политика для 2021 года: расширяющее влияние доходов и сдерживающее влияние расходов.	✓ В 2021 году ожидаются расширяющее влияние доходов на 0,8 и сдерживающее влияние расходов на 2,4 - в случае полного выполнения оцененного ЦБ плана по налогам и 98,7% выполнения скорректированного правительством плана по расходам (оценка ЦБ). В среднесрочной перспективе, особенно в 2022 году, влияние налогово-бюджетной политики будет сдерживающим, а в 2023 году – нейтральным, согласно оценкам, составленным на основании основных показателей проекта программы среднесрочных расходов на 2022-2024 годы.

Слабое сдерживающее влияние пандемии на экономику РА.	✓ Процесс вакцинации в РА в некоторой степени ускорится с перспективой внедрения программы вакцинации примерно для 20-30% населения к концу года, что не исключает возможности новых вспышек, но даже в случае новой волны эпидемии экономические последствия будут незначительными в течение года, и вероятность жестких ограничений со стороны Правительства невелика. ✓ В условиях постепенной нейтрализации ограничений на въезд в Армению, восстановление въездного туризма в Армении в 2021 году будет в пределах примерно 41,7% от уровня 2019 года, а выездной туризм восстановится медленнее, достигнув примерно 32,5% от уровня 2019 года, принимая во внимание текущие тенденции пандемии и новые ограничения на международные потоки в странах-партнерах.
Есть некоторое негативное содействие добывающих отраслей в рост уровня потенциала ВВП.	✓ Деятельность Амулсарского рудника и Алавердинский медно-молибденового комбината не учитывается в сценарии денежно-кредитной политики. Их потенциальное влияние учитывается в прогнозе рисков. ✓ Из-за логистических проблем, связанных с эксплуатацией Соткского рудника, в течение всего прогнозного горизонта будет осуществляться около 30-35% от довоенного объема всей производственной цепочки по добыче, переработке и экспорту золота.
В связи с внедрением единого таможенного тарифа Евразийского экономического союза ожидаются изменения акцизных и таможенных ставок до 2023 года.	✓ По оценкам, ожидаемое влияние от изменения акцизного налога в 2021-2023 годах составит 0,4 процентного пункта, а влияния изменения ставок таможенных пошлин – до 0,3 процентного пункта ежегодно.
Только постепенное снижение экономической и геополитической неопределенности в Армении окажет определенное сдерживающее влияние на внутренний спрос.	✓ Только при постепенном ослаблении экономической и политической неопределенности в стране отсрочка инвестиций в некоторой степени ограничит внутренний спрос и потенциальный рост ВВП в 2021 году и в среднесрочной перспективе. ✓ Проблемы с логистическими цепочками в Армении не окажут существенного влияния на экономическую активность.

Влияние факторов предложения на инфляцию в краткосрочной перспективе.	✓ Цены на импортные непродовольственные товары в ближайшие месяцы останутся высокими из-за резкого роста международных фрахтовых ставок (см. Врезку 2).
В условиях экономической неопределенности, сбережения, значительно увеличившиеся в 2020 году, будут стремительно сокращаться в течение 2021 года.	✓ Сокращение сбережений положительно скажется на совокупном спросе, тем не менее, в течение прогнозного горизонта уровень сбережений останется выше докризисного уровня из-за наличия «вынужденных» сбережений в условиях сохраняющейся неопределенности.
Некоторое замещение импорта туризма потреблением отечественных товаров и услуг.	✓ На фоне ограниченных услуг выездного туризма из-за эпидемии, наряду с сокращением частных сбережений, наблюдается определенное замещение импорта туризма потреблением отечественных товаров и услуг, которая, по оценкам, сохранится в 2022 году, оказав положительное влияние на развития внутреннего спроса.

Риски прогноза

Несмотря на замедление использования вакцин рядом развитых и развивающихся стран в борьбе с коронавирусом в мире, мировая экономика продолжает быстро восстанавливаться. И хотя различные ограничения и требования, применяемые в рамках противоэпидемических мер в разных странах, по-прежнему содержат определенные риски с точки зрения сдерживания как спроса, так и предложения, их влияние оценивается как ограниченное. Дополнительная неопределенность для экономики Армении, которая ранее была обусловлена определенными политическими проблемами, как и предполагалось, ослабла в результате парламентских выборов. В целом, однако, существует высокая степень неопределенности, особенно в отношении инвестиционного климата и экономических перспектив, которая по-прежнему выражается в виде относительно широких прогнозных диапазонов центральных значений инфляции и других макропоказателей (см. графики 1 и 2 о распределении вероятностей прогнозов инфляции и реального роста ВВП). Соответственно, в условиях сохранения большой неопределенности ниже представляются только наиболее значительные количественные риски, которые сложились вокруг базового сценария.

С точки зрения целостного спроса можно выделить следующие риски:

- Риски внешнего спроса в основном связаны с распространением новых штаммов коронавируса (включая “Дельта”) и степенью опасности, которые будут ключевыми факторами при определении возможности введения определенных ограничений в случае вспышек.
- Инфляционные или дефляционные риски внутреннего спроса, вызванные быстрым или медленным успехом процесса вакцинации в Республике Армения, а также распространением пандемии.
- Несмотря на положительную динамику показателей частного потребления, в инвестиционном климате все еще существуют риски длительного сохранения осмотрительного инвестиционного поведения. Эти развития могут иметь дополнительное сдерживающее воздействие на совокупный спрос, и, оказав давление на последующую динамику вложений в отдельные отрасли, даже вызвать наиболее долгосрочный ущерб с точки зрения уровня потенциала экономики.
- Влияние фискальной политики на совокупный спрос во многом зависит от исполнения государственного бюджета за второе полугодие. В случае сбора налогов, превышающего программный уровень (в случае повышения эффективности налогового администрирования) доходы окажут меньшее расширяющее влияние. В случае более высокого выполнения программы государственных расходов, в частности текущих расходов, общая оценка экономии затрат снизится (текущая оценка экономии ЦБ составляет 1,3% от скорректированной программы расходов, которая предназначена для программ, осуществляющих с внешним финансированием), и в результате затраты будут иметь менее сдерживающий эффект.

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

- В случае непропорционального ужесточения стимулирующих условий в развитых странах и сохранения пограничной напряженности Республики Армения, существуют в основном инфляционные риски чрезмерной реакции финансовых рынков и увеличения премии за риск страны РА.
- Риски, связанные с ценами на сырьевые товары, зависят от скорости восстановления мировой экономики, а также фактических проявлений возможных факторов предложения (например, объемов урожая) на товарно-сырьевых рынках.

Риски отклонения инфляции от прогнозируемой траектории в среднесрочной перспективе оцениваются как сбалансированные, и в целом, все еще большие в количественном отношении (см. график 1 “Распределение вероятностей прогноза инфляции”).

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

- Неопределенности, связанные с эксплуатацией Амулсарского рудника и Алавердинского медно-молибденового комбината, которые обуславливают риск в сторону повышения.
- Реализация проектов в рамках пакета помощи ЕС Восточного партнерства на 2,6 млрд евро, что является риском роста.
- Дополнительные негативные риски сокращения инвестиций в случае экономической и политической неопределенности в Армении и пограничной напряженности.
- Вероятность сокращения трудовых ресурсов из-за возможной эмиграции населения, что является риском в сторону снижения.
- Неопределенность, связанная с определением стратегии Правительства по восстановлению потенциала экономики, масштабами и содержанием возможных реформ, которую можно рассматривать как равнонаправленный риск.

В целом, поскольку имеется большая неопределенность, связанная с дальнейшими политическими и экономическими развитиями, Центральный банк пробует уменьшить риски, обусловленные этой неопределенностью, выстраивая и обсуждая различные сценарии развития ситуации и рассматривая вероятную реакцию на результаты проводимой соответствующей политики, что позволит при наличии уже первых обоснованных признаков материализации этих рисков действовать согласно ситуации.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ПЕРВОГО КВАРТАЛА 2021 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

Денежно-кредитная политика, проводимая в отчетном периоде, основывалась на суждениях о том, что несмотря на то, что в третьем квартале 2020 года, наряду с замедлением распространения эпидемии, наблюдалось определенное восстановление экономики, тем не менее оценивалось, что все еще сохраняющаяся высокая неопределенность, связанная с окончательным преодолением пандемии, будет сдерживать и отсрочит восстановление совокупной внешней и внутренней экономической активности и совокупного спроса. Исходя из сказанного и из-за низкой инфляции центральные банки основных стран-партнеров Республики Армения, включая Центральный банк Армении, будут продолжать проводить стимулирующую денежно-кредитную политику, которая будет сопровождаться значительной стимулирующей фискальной политикой, проводимой правительствами. В случае ожидаемых экономических развитий, Центральный банк намерен и дальше проводить ослабление денежно-кредитных условий, считая, что необходимо будет поддерживать стимулирующую позицию в среднесрочной перспективе, чтобы стабилизировать 12-месячную инфляцию вблизи 4% целевого ориентира.

В первой половине отчетного 12-месячного горизонта, как и ожидалось, сохранилась низкая инфляционная среда. В условиях военного положения, объявленного во второй половине 2020 года в Армении, вызванной этим вспышки новой волны коронавируса, а также большой неопределенности, связанной с экономическими перспективам, сохранилась низкая экономическая активность и слабый валовой спрос. В такой ситуации Правительство провело стимулирующую фискальную политику, направленную на оказание социальной и экономической помощи. Однако в условиях накопившейся большой неопределенности общественность проявила осторожное отношение к потреблению, которое перекрыло ожидаемое воздействие налогово-бюджетных стимулов, что привело к ослаблению внутреннего спроса и поддержанию низкой инфляционной среды в данных условиях.

Вследствие вышеупомянутых событий 12-месячная инфляция до декабря была ниже ожидаемой, составив в конце ноября 1,6%.

Исходя из этого ЦБ пересмотрел свой прогноз по инфляции в сторону снижения.

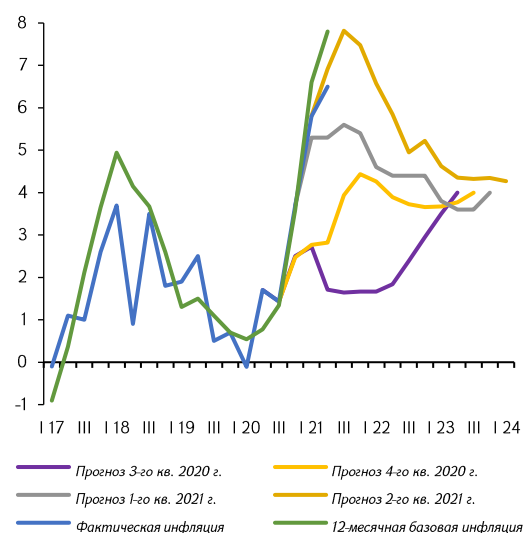
К концу 2020 года позитивные изменения в мировой экономической активности и восстановление внешнего спроса в связи с ожиданиями широкомасштабного использования вакцин против коронавируса, а также ряд проявившихся факторов предложения (прогнозы низкого предложения новых культур, рост транспортных расходов, последствия нарушения производственных цепочек) привели к значительному усилению инфляционной среды на международных товарно-сырьевых рынках. Это также нашло свое отражение в формировании высокой инфляционной среды в основных странах-партнерах Республики Армения, при которой инфляционное давление передалось и экономике РА через ряд импортируемых продовольственных товаров. Во втором квартале 2021 года к факторам предложения, обуславливаемым инфляционным эффектом от влияния международных цен на продукты питания на внутренние цены, прибавились факторы спроса, обусловленные более позитивными изменениями в денежных переводах из-за рубежа и более положительными развитиями в сфере кредитования экономики, а также значительным ростом частного потребления в отношении расширения потенциала производственных мощностей. Последнее рассматривается как шок для быстрого восстановления отложенного спроса, поскольку в указанный период в условиях ускорения инфляции и инфляционных ожиданий наблюдалось резкое увеличение потребительских расходов населения за счет накопленных сбережений. В то же время в условиях военного положения и экономической и политической неопределенности на валютном рынке произошла девальвация армянского драма. Под влиянием указанных факторов во второй половине отчетного периода (декабрь 2020 г. – июнь 2021 г.) в Армении была зафиксирована 12-месячная инфляция выше ожидаемой, достигнув в июне 6,5%. Большая неопределенность, связанная с экономическими перспективами, несколько повысила инфляционные ожидания, что нашло отражение в растущей динамике базовой инфляции. За указанный период 12-месячная базовая инфляция увеличилась более чем на 6,0 процентных пункта, составив в июне 7,8%.

На основании вышеупомянутых развитий, прогнозируемая траектория инфляции в краткосрочном периоде по достижению целевого показателя за последние 2 квартала отчетного года была скорректирована в сторону повышения.

Вследствие неопределенности, вытекающей из распространения коронавируса и введения военного положения в отчетном периоде, на финансовом рынке Армении сформировался высокий спрос на драмовую ликвидность. В результате операций Центрального банка

График 23

В первой половине отчетного периода, как и ожидалось, сохранилась низкая инфляционная среда, а во второй половине 12-месячная инфляция повысилась быстро



Источники: СК РА, ЦБ РА

с использованием своего основного инструмента (7-дневное РЕПО) краткосрочные рыночные процентные ставки адекватно отреагировали на изменения процентной политики и сформировались в основном вблизи этих уровней. В течение 12-месячного отчетного периода, в условиях девальвации армянского драма на валютном рынке Армении, Центральный банк, придерживаясь политики плавающего обменного курса и в обеспечения нормального функционирования финансового рынка, принял ситуативное участие на валютном рынке.

Учитывая сформировавшиеся и ожидаемые возможные инфляционные тенденции в макроэкономической среде в отчетном периоде, Центральный банк РА проводил стимулирующую денежно-кредитную политику. Причем, после непрерывного увеличения объема денежно-кредитного стимулирования в июле-ноябре 2020 г., с декабря 2020 г. по июль 2021 г., учитывая определенное ускорение ожидаемой инфляции и инфляционных ожиданий на фоне значительных инфляционных эффектов, передаваемых из внешнего сектора, и ряда факторов спроса и предложения, проявившихся в экономике Армении, объем стимулирования был значительно сокращен. С этой целью ЦБ повысил ставку рефинансирования в общей сложности на 2,25 процентного пункта. В то же время финансовый рынок был проинформирован о том, что и в дальнейшем Центральный банк будет последовательно нейтрализовать риски ускорения инфляционных ожиданий без ущерба восстановлению внутреннего спроса, насколько это возможно.

3.1.2. Цены

Инфляция ускорилась с конца 2020 года и уже в первой половине 2021 года, как и ожидалось, превысила целевой показатель.

Инфляция ускорилась с конца 2020 года и уже в первой половине 2021 года, как и ожидалось, превысила целевой показатель.

Рост инфляции произошел в основном за счет ускорения базовой инфляции, чему в значительной степени способствовал рост цен на импортные продовольственные и непродовольственные товары. На инфляцию повлияли как цены на продовольственные товары на международных рынках, так и девальвация обменного курса. Таким образом, из-за воздействий, передаваемых с международных рынков, во внутренней экономике наблюдался резкий рост цен на товарные категории “Хлебобулочная продукция и крупы”, “Масла-жиры” и “Сахарный песок”. Повышение мировых цен на энергоносители

повлияло на цены на топливо. 12-месячной инфляции также в значительной степени способствовал рост цен на фармацевтические товары, который почти полностью обусловлен высоким спросом во время пандемии. Значительное повышение тарифов на воздушный транспорт особенно повлияло на ускорение базовой инфляции в конце 2020 года, что обусловлено ростом спроса на авиационные перевозки, опережающим предложение, после того, как были ослаблены ограничения на авиовоздушное движение, введенные некоторыми странами для предотвращения пандемии. Примечателен также резкий рост международных фрахтовых ставок, который оказал прямое влияние на инфляцию импортных товаров (особенно электроприборов, одежды и обуви, а также предметов личной гигиены) (см. Врезку 2).

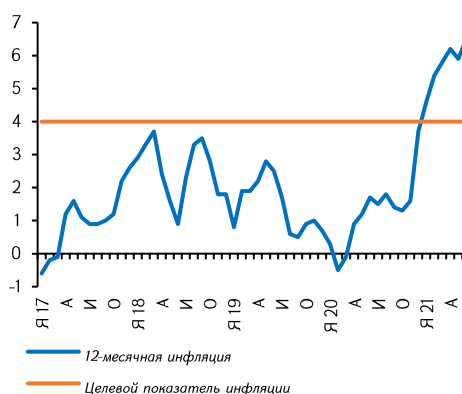
В первом полугодии 2021 года на основных товарно-сырьевых рынках продолжались инфляционные тенденции, обусловленные влиянием позитивных ожиданий восстановления спроса и ряда факторов предложения, которые также возымели непосредственный эффект на рост инфляции ввозимых в РА продовольственных товаров. В то же время, наряду с более быстрым, чем ожидалось, восстановлением спроса в экономике Армении, ускорилось повышение цен на товары и услуги местного производства, в соответствии с которым были скорректированы тарифы на ряд услуг с жесткими ценами (медицинские, парикмахерские, юридические, почтовые услуги).

Тарифы на регулируемые услуги продемонстрировали слабую инфляцию в течение года. Рост во втором квартале 2021 года составил 0,3% в годовом исчислении.

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

График 24

Начиная с конца 2020 г. инфляция ускорилась и уже в 1-ой половине 2021 г., как и ожидалось, превысила целевой показатель



Источник: СК РА

Таблица 4

Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие			
Товарная категория	Вес	12-месячная инфляция, по состоянию на июнь 2021 г.	Содействие
Базовая инфляция	74.39	7.83	5.82
Хлебобулочная продукция и крупы	7.68	8.13	0.62
Мясо	9.66	6.56	0.63
Масла и жиры	2.25	36.52	0.82
Сахарный песок	0.44	43.17	0.19
Алкогольные напитки	2.87	8.70	0.25
Табачные изделия	1.59	9.00	0.14
Одежда	2.45	7.05	0.17
Обувь	1.56	5.75	0.09
Бытовые приборы	0.52	11.74	0.06
Медикаменты, медицинское оборудование и приборы	3.97	11.11	0.44
Топливо	6.01	12.73	0.80
Пассажирские воздушные перевозки	0.56	65.63	0.37
Амбулаторное лечение	2.94	3.58	0.11
Сезонные продовольственные товары	9.59	6.98	0.67
Яйца	1.28	41.38	0.53
Фрукты	3.65	-9.03	-0.33
Овощи	4.67	17.52	0.82
Регулируемые услуги	15.98	0.31	0.05

Тарифы на международные контейнерные перевозки

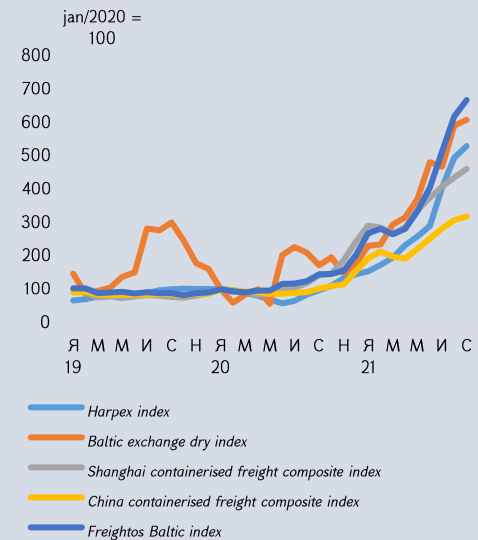
Мировая экономическая активность, благодаря реализации существенной стимулирующей монетарной и фискальной политик, накопила значительный импульс восстановления, что выражается также и в регулярном пересмотре официальными органами оценки¹² глобального экономического роста. Однако восстановление происходит неравномерно в различных отраслях экономики, в частности, в условиях пандемии туризм и социальные услуги возобновляются медленнее, в то время как восстановление промышленности и международной торговли гораздо более выражено. Под влиянием последнего резко вырос спрос на международные грузоперевозки, в результате чего тарифы на глобальные контейнерные грузы достигли уровней, которых не было со времен мирового кризиса 2008 года.

В частности, с конца 2020 года контейнерные перевозки демонстрируют устойчивый рост, и в сентябре 2021 года, для межконтинентальных перевозок необходимо заплатить примерно в 3-5 раз больше, чем в сентябре прошлого года (см. График 25). Помимо быстрого восстановления спроса, такому резкому повышению тарифов также способствовал ряд проблем со стороны предложения, в частности, временное прекращение работы в некоторых портах из-за карантина, снижение производительности из-за требований гигиены и социальной удаленности, а также такие временные факторы, как закрытие Суэцкого канала в марте 2021 года.

Резкий рост тарифов, конечно, поднимает вопрос о том, в какой степени изменения транспортных расходов отражаются на поведении импортных товаров и внутренней инфляции. Опросы, проведенные в основном для развитых стран, показывают, что влияние на инфляцию весьма ограничено. В частности, согласно анализу, увеличение индекса грузоперевозок «harpex» на 50% по истечении года приводит к росту инфляции в США на 0,25%¹³. Аналогичный анализ для стран-членов ОЭСР показывает, что изменение контейнерных тарифов на 50% по истечении одного года приводит к увеличению ИПЦ в среднем на 0,2%¹⁴. Примечательно, что влияние на инфляцию также зависит от видов перевозимых товаров. Воздействие на относительно габаритные недорогие товары (например, мебель), конечно, более значимо, чем на мелкие дорогие товары, где транспортные расходы составляют очень небольшую часть розничной

График 25

Сводные индексы контейнерных перевозок



Источник: <https://www.harperpetersen.com/>,
<https://en.sse.net.cn/>, <https://tradingeconomics.com/>,
<https://fbx.freightos.com/>.

¹² <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>,
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO>

¹³ Herriford T., Johnson E., Sly N. and Lee Smith A., How Does a Rise in International Shipping Costs Affect U.S. Inflation?, Macro Bulletin, Federal Reserve Bank of Kansas City, pages 1-3, December 2016.

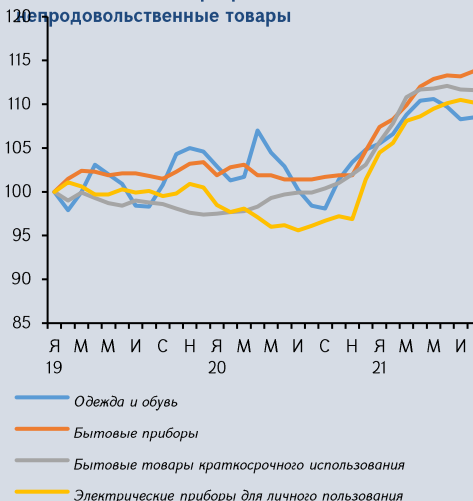
¹⁴ OECD economic outlook, Volume 2021, Issue 1.

цены товаров¹⁵. Однако для многих производителей транспортные расходы составляют небольшую часть общих затрат, и резкое повышение тарифов по-прежнему допустимо. Кроме того, есть факты, что изменение цен не влияет на перевозки по заранее заключенным договорам¹⁶.

Чтобы оценить влияние резкого изменения тарифов на международные перевозки грузов на потребительскую корзину Республики Армения, был проведен эконометрический анализ импортных товаров. Отфильтровав влияние обменного курса и других факторов, было подсчитано, что влияние изменений фрахтовых ставок (harpex) является слабым для импортируемых продуктов питания, но значительным для непродовольственных товаров. Например, повышение мировых ставок контейнерных перевозок на 50% приводит к увеличению общей инфляции на **0,14%** через шесть месяцев. Результаты показывают, что влияние на инфляцию в Армении слабее, чем в США или странах-членах ОЭСР, что логично, учитывая, что во внешнем товарообороте Армении важную роль играют автомобильные и железнодорожные грузовые, а контейнерные перевозки в основном имеют косвенное влияние, вызывая рост цен на товары в странах-торговых партнерах РА.

Следует отметить, что влияние изменения ставок фрахта в основном наблюдается по товарным категориям: бытовая техника, одежда, обувь, а также предметы личной гигиены (см. График 26). В целом в 2021 году влияние изменения тарифов на международные перевозки грузов на показатель 12-месячной инфляции в июле оценивается в 0,17 процентного пункта.

График 26
Индекс цен на экспортируемые
продовольственные товары

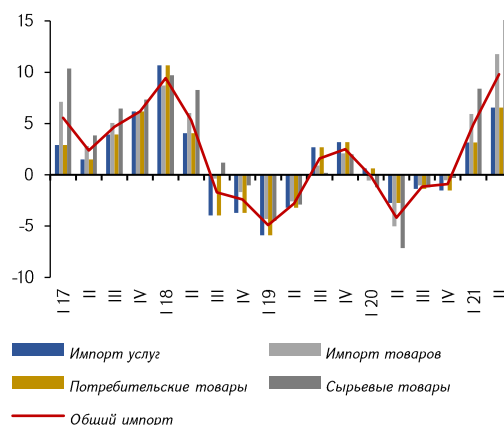


Источник: СК РА

Цены на импорт. Во втором квартале 2021 года цены на продукты питания в мировой экономике несколько стабилизировались на уровне предыдущего квартала, что отразилось на замедлении роста долларовых импортных цен в Армении. Однако эти цены по-прежнему выше уровня того же квартала прошлого года. Долларовые цены на импорт в Армении во втором квартале выросли на 0,6% по сравнению с предыдущим кварталом, при этом рост цен по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составил 9,8% в годовом исчислении. Во втором квартале долларовые цены на товары промежуточного использования в основном выросли.

График 27

Во 2-м кв. 2021 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились по сравнению с аналогичным кварталом прошлого года (в годовом исчислении, %)



Источник: расчеты ЦБ РА

¹⁵ <https://transportgeography.org/contents/chapter5/intermodal-transportation-containerization/container-shipping-costs-value/>

¹⁶ <https://www.economist.com/finance-and-economics/a-perfect-storm-for-container-shipping/21804500>

Что касается развитий по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, то рост на 9,8% в годовом исчислении в основном обусловлен ростом цен на нефть, пшеницу и сахар. В том числе рост в годовом исчислении отмечен практически по всем импортируемым товарам промежуточного использования. Рост потребительских цен по сравнению с предыдущим годом в основном был обусловлен ростом долларовых цен на потребительские товары из Европы, Китая и России.

3.2. Экономические развития

3.2.1. Позиция экономики

В течение отчетного периода разрыв ВВП оставался в области положительных значений. Во втором квартале 2021 года экономический рост составил 13,2% (см. раздел 3.2.3), что выше предыдущего прогноза Центрального банка, в основном из-за более быстрого, чем ожидалось, восстановления частного спроса (см. раздел 3.2.2). В этом отношении восстановление спроса в краткосрочной перспективе идет быстрее, чем рост производственных возможностей экономики с точки зрения предложения, что отражается в том, что частные инвестиции относительно ограничены в потреблении. В результате разрыв ВВП оценивается в области положительных значений, что способствует расширению инфляционной среды на потребительском рынке. Формированию растущего спроса способствовали более высокий, чем ожидалось, рост денежных переводов и стимулирующий эффект государственного бюджета.

Во втором квартале 2021 года экономический рост составил 13,2%, что выше предыдущего прогноза Центрального банка, в основном из-за более быстрого, чем ожидалось, восстановления частного спроса.

3.2.2. Расходная сторона экономики

Во втором квартале 2021 года экономический рост составил 13,2%, что выше предыдущих оценок ЦБ и указывает на более быстрое восстановление экономики, чем ожидалось. Отклонение в сторону повышения по части спроса было обусловлено более высокими фактическими показателями потребления оценками как частного потребления, так и валового накопления частных основных средств. Высокий рост частного потребления объясняется быстрым прекращением ранее ограниченного спроса из-за войны и постепенным сокращением накопленных предупредительных сбережений.

Несмотря на рост показателя частных инвестиций, превышающий прогнозируемый уровень, он все еще остается относительно низким, поскольку влияние текущей экономической и политической неопределенности в основном отражается на развитии частных инвестиций. Вклад чистого экспорта государственных расходов в экономический рост также был несколько ниже. Рост частного потребления составил 16,2% за счет 15,4% частного потребления и роста частных основных средств на 22,6%. Следует отметить, что отклонению частного потребления в сторону повышения способствовали сокращение частных сбережений по сравнению с предыдущим годом, а также превысившие ожидания показатели денежных переводов.

По оценкам ЦБ, в отчетном квартале частный спрос оказал определенное инфляционное воздействие, хотя факторы предложения продолжают способствовать ускорению инфляции.

Во втором квартале 2021 года наиболее позитивные развития из ожиданий относительно мировой и внутренней экономики выразились в динамике экспорта-импорта. Реальное восстановление экспорта и импорта было слегка выше прогнозов Центрального банка Армении. В то же время следует отметить, что потребление внутренних услуг, в частности, тенденция замещения выездного туризма внутренним, продолжилась во втором квартале.

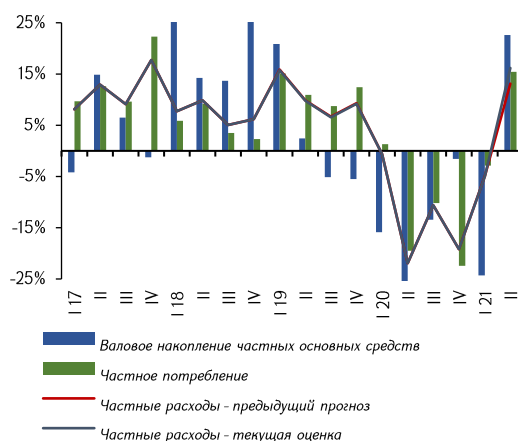
Во втором квартале 2021 года рост реального экспорта товаров и услуг составил 20,0% в годовом исчислении, а рост реального импорта товаров и услуг - 22,3%. Увеличение экспорта и импорта по сравнению с предыдущим годом в основном связано с негативными последствиями медицинских и экономических ограничений, введенных в том же периоде предыдущего года. Более того, развития в сфере экспорта туризма были более позитивными, чем прогнозы ЦБ.

Подводя итог, можно сказать, что вклад чистого реального экспорта в ВВП во втором квартале оказался более отрицательным, чем ожидалось.

Во втором квартале 2021 года долларовые объемы чистых денежных переводов физических лиц (включая оплату труда трудовых мигрантов и личные трансферты), по оценкам, увеличились на 69,0% в годовом исчислении, что выше прогнозов, представленных в программе ЦБ РА на второй квартал. Восстановление было выше, чем показатели по США и Других стран, рассматриваемых как группа. Высокий рост был обусловлен внешними проявлениями возобновления сезонной миграции, как и ожидалось.

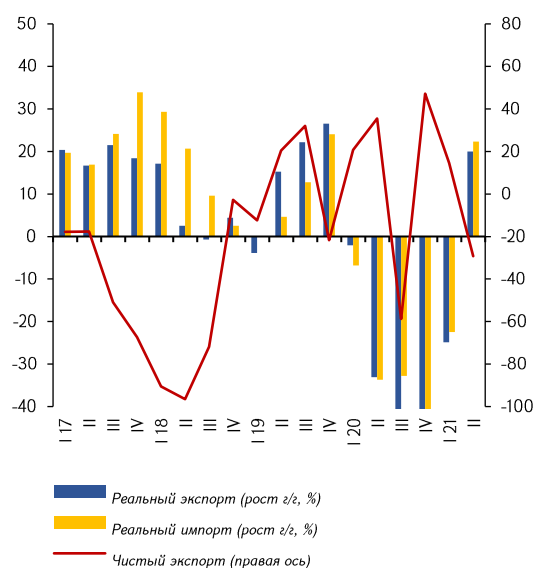
В результате вышеуказанных развитий в первом квартале 2021 года, согласно оценкам, соотношение дефицита текущего счета к ВВП снизилось примерно на 6,0 процентного пункта, что обусловлено предполагаемыми положительными изменениями баланса частных денежных переводов и услуг.

График 28
Структура частных расходов (рост в годовом исчислении)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 29
Позиция чистого экспорта ослабела во 2-м кв. 2021 г.
(чистый реальный экспорт, рост г/г, %, положительное значение - улучшение)



Источник: СК РА

Налогово-бюджетная политика¹⁷. Во втором квартале 2021 года фактические доходы бюджета оказались выше прогнозов ЦБ¹⁸, а расходы – в рамках прогноза. По сравнению с предыдущим кварталом, согласно оценке импульса¹⁹, доходы немного увеличились в зависимости от совокупного спроса, в то время как расходы имели нейтральный эффект. Следует отметить, что для второго квартала был оценен небольшой сдерживающий эффект в 0,3 как для доходов, так и для расходов. Несмотря на то, что доходы были немного выше прогнозов ЦБ, в том же квартале рост ВВП превысил ожидания ЦБ и темп роста доходов, в результате чего импульс доходов несколько расширился. Импульс расходов оказался в пределах прогноза.

Во втором квартале 2021 года фактические доходы бюджета составили 101,3% от оценки ЦБ²⁰, в основном за счет несколько более высоких налоговых поступлений. Следует отметить, что во втором квартале 2021 года, по сравнению с первым кварталом, уменьшился единый налоговый счет (около 6,1 млрд драмов), который учитывается как уже поступившие от экономики суммы и включается в расчет импульса. В целом, в первом полугодии единый налоговый счет уменьшился по сравнению с концом 2020 года на 19,4 млрд драмов. Импульс доходов был расширяющим на 0,7 процентного пункта по отношению к первому кварталу 2021 года.

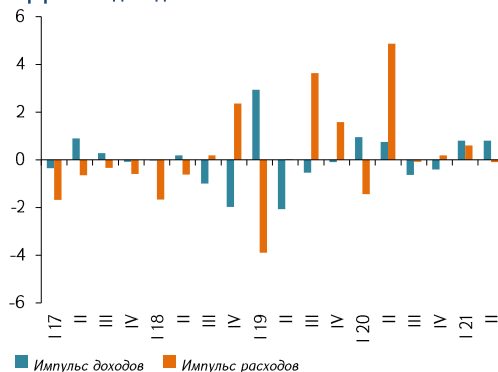
Чистое кредитование экономики соответствовало прогнозу ЦБ, в частности, сумма в размере 25 млрд драмов (в запланированном объеме) из выданных кредитов была предоставлена ЗАО «Армянская АЭС». В структуре расходов государственного бюджета **государственное потребление** и фактические расходы **по части нефинансовых активов** осуществлялись в соответствии с прогнозом ЦБ.

В результате государственные расходы оказали нейтральное влияние на валовой спрос по сравнению с предыдущим кварталом.

В условиях вышеуказанного исполнения доходов и расходов во втором квартале образовался дефицит государственного бюджета в

График 30

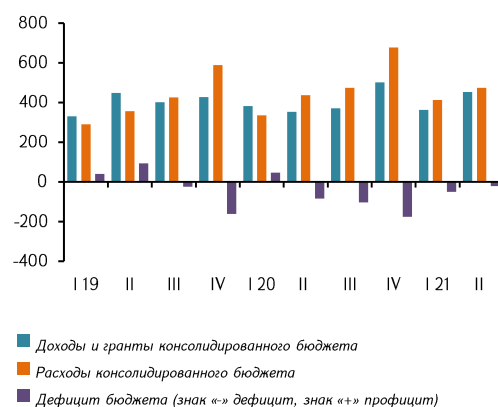
Во 2-м кв. 2021 г. небольшой расширяющий эффект монетарной политики обусловлен расширяющим эффектом доходов



Источник: оценка ЦБ РА

График 31

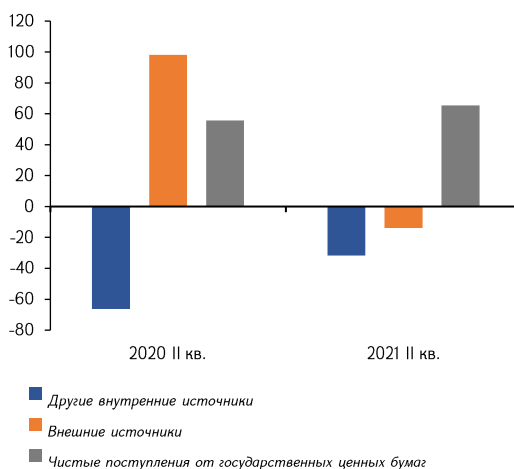
Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов)



Источник: СК РА

График 32

Во 2-м кв. 2021 г. сформировался дефицит госбюджета, финансируемый за счет внутренних источников (млн драмов РА)



Источник: Минфин РА

¹⁷ Анализ налогово-бюджетного сектора составлен на базе фактических показателей совокупного бюджета за второй квартал.

¹⁸ Оценка квартальной программы по доходам основана на реальных тенденциях сбора налогов и ежемесячных оперативных программ Министерства финансов РА. Прогноз расходов является оценкой ЦБ.

¹⁹ В расчет импульса внесены методологические изменения. В предыдущем методе импульс рассчитывался по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, а согласно новому методу – по отношению к предыдущему кварталу.

²⁰ Годовая программа Центрального банка по доходам совпадает с текущей годовой скорректированной программой Правительства, которая также включает изменения, внесенные в соответствии с законодательством в течение отчетного периода. Тем не менее квартальные прогнозы доходов – это оценка ЦБ, основанная на текущих развитиях и представляемых Министерством финансов РА ежемесячных программ.

размере 19,8 млрд драмов, что является небольшим отклонением вниз от показателя дефицита, рассчитанного Центральным банком. При этом дефицит консолидированного бюджета составил 20,6 млрд драмов.

Дефицит финансировался из внутренних источников: в частности, чистый доход от размещения государственных ценных бумаг составил 65,4 млрд драмов.

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

По итогам первого полугодия 2021 года общие доходы государственного бюджета составили 790,9 млрд драмов, увеличившись на 10,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а налоги и пошлины составили 750,2 млрд драмов, увеличившись на 10,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Расходы госбюджета составили 866,4 млрд драмов, увеличившись на 13,2%²¹ по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, включая расходы на ликвидацию последствий войны, реализацию антикризисных программ в связи с распространением коронавируса, и увеличение расходов на здравоохранение. В результате в первом полугодии сформировался дефицит государственного бюджета в размере 75,5 млрд драмов против 48,9 млрд драмов за аналогичный период прошлого года. Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в первой половине 2021 года, оценивается как слегка расширяющее.

Во втором квартале 2021 года с точки зрения влияния на спрос и на инфляцию, были зарегистрированы небольшое расширяющее влияние государственных доходов и нейтральное влияние государственных расходов.

3.2.3. Производственная сторона экономики

Во втором квартале 2021 года рост ВВП составил 13,2%, что выше прогноза ЦБ. В промышленности был зарегистрирован меньший, чем ожидалось, рост - 6,2%, в основном из-за более низкого роста обрабатывающего сектора, в то время как опережающий рост горнодобывающей промышленности все еще продолжается, в основном из-за сохранения высокого уровня мировых цен на медь. Более низкий, чем ожидалось, рост был зарегистрирован и в строительном

Во втором квартале 2021 года рост ВВП составил 13,2%, что выше прогноза ЦБ.

²¹ В январе-июне текущего года из-за распространения коронавируса было реализовано программ на 19,8 млрд драмов по смягчению негативных социально-экономических последствий, а расходы на ликвидацию последствий войны составили около 41,1 млрд драмов, из которых около 39,0 млрд драмов было выделено на расходы по социальной защите. Источник: Отчет Министерства финансов РА об исполнении государственного бюджета за 1-е полугодие 2021 года.

секторе, составивший 6,7%. Следует отметить, что рост строительства в последнее время происходит в основном за счет средств государственного бюджета, а строительство за счет средств компаний значительно отстает от докризисного уровня, что отражает низкие инвестиции в условиях текущей неопределенности. По сравнению с прогнозом, высокий рост был зарегистрирован в сельскохозяйственном секторе, в основном за счет растениеводства. Рост сектора услуг составил 15,2%, что также было выше ожиданий, чему оказали положительное содействие почти все подотрасли, за исключением подотрасли «Культура, развлечения и досуг». Относительно высокий рост в оптовом секторе также внес положительный вклад, в то время как розничный сектор рос более медленными темпами. Более значительному, чем ожидалось, росту сектора услуг способствуют более позитивные сдвиги в частном потреблении. Кроме того, в результате осторожной политики стран-партнеров, обусловленной пандемией, количество туристических посещений из Армении с начала года было относительно небольшим, в результате чего выездной туризм был частично замещен потреблением внутренних услуг и товаров (см. раздел 3. 2. 2).

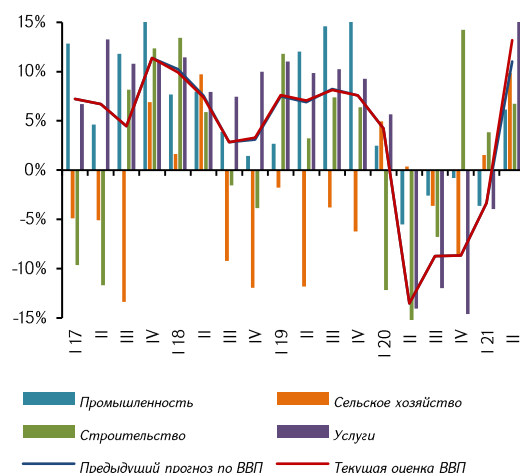
3.2.4. Рынок труда

Во втором квартале 2021 года темп роста номинальной заработной платы в частном секторе составил 10,2%, что немного выше предыдущих прогнозов ЦБ и говорит о том, что экономическая активность и спрос восстановятся быстрее, чем ожидалось. Темп роста реальной заработной платы в частном секторе во втором квартале составил около 4%.

Во втором квартале 2021 года уровень безработицы оценивается в 14,9%, что на 2 процентных пункта ниже предыдущего прогноза ЦБ. Оценка основана на тенденции более быстрого восстановления экономического роста и спроса, в том числе спроса на рабочую силу. По оценкам ЦБ, это связано с резким возобновлением трудовой миграции в результате ослабления ограничений на поездки с начала года, что в основном сопровождалось сокращением числа экономически неактивных и незанятых трудовых ресурсов.

В отчетном периоде, несмотря на высокие темпы роста заработной платы в частном секторе, рост удельных затрат на рабочую силу

График 33
Отраслевая структура ВВП (годовой прирост, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 34
Номинальная зарплата частного сектора (годовой прирост, %)



Источники: ЦК РА, оценка ЦБ РА

График 35
Расходы на рабочую силу (годовой прирост, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

²² Производительность в общих затратах на рабочую силу оказала отрицательное содействие:

на предприятиях несколько замедлился, в основном за счет ускорения объема производства на единицу рабочей силы в результате более быстрого, чем ожидалось, восстановления экономической активности. В результате в отчетном квартале заметно ослабились инфляционные давления со стороны рынка труда.

3.3. Развития финансового рынка

Во втором квартале 2021 года Совет ЦБ дважды поднимал ставку рефинансирования на 0,5 процентного пункта, установив на уровне 6,5%.

Принимая во внимание сложившуюся макроэкономическую ситуацию, а также вытекающие из этого ожидаемые инфляционные эффекты со стороны внешней и внутренней экономики, Совет ЦБ оценил необходимость постепенной нейтрализации стимулирующей позиции, повышения ключевой процентной ставки. В результате в мае и июне Совет ЦБ принял решение повысить ставку рефинансирования на 0,5 процентного пункта, одновременно объявив о последовательной политике по нейтрализации любых рисков ускорения инфляционных ожиданий в будущем.

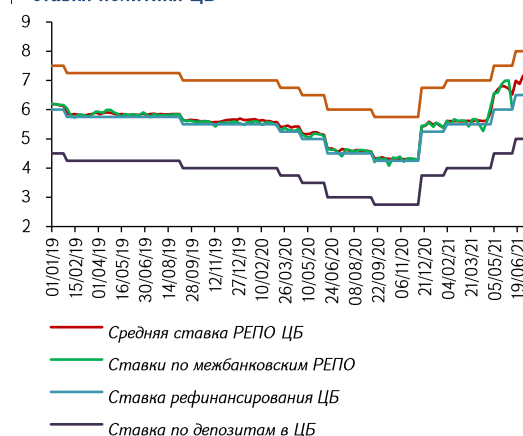
Таблица 5

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА								
Показатели	29.07.20-15.09.20	16.09.20-27.10.20	28.10.20-15.12.20	16.12.20-02.02.21	03.02.21-16.03.21	17.03.21-04.05.21	05.05.21-15.06.21	16.06.21-03.08.21
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	4.50	4.25	4.25	5.25	5.5	5.5	6.0	6.5
Ставка РЕПО ЦБ	4.60	4.33	4.31	5.47	5.61	5.67	6.7	6.97
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	4.50	4.25	4.29	5.49	5.54	5.62	6.59	6.9
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (по состоянию на конец квартала)								
Краткосрочные облигации (1 год)	5.63	5.59	5.94	6.6	6.83	6.81	7.15	7.59
Среднесрочные облигации (5 лет)	6.96	6.92	7.36	8.18	8.19	8.24	8.37	8.75
Долгосрочные облигации (30 лет)	8.54	8.71	8.98	9.32	9.17	9.25	9.45	9.55

Во втором квартале 2021 года Совет ЦБ дважды поднимал ставку рефинансирования на 0,5 процентного пункта, установив на уровне 6,5%.

График 36

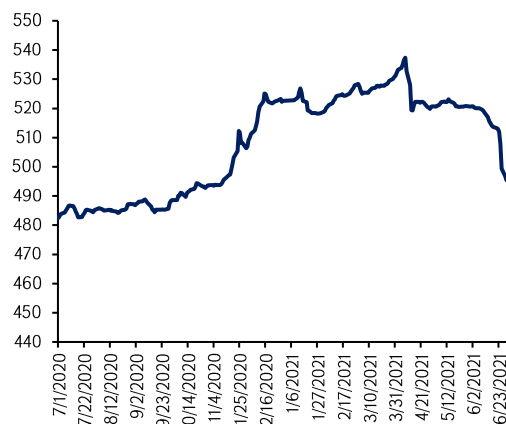
В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться вблизи процентной ставки политики ЦБ



Источник: ЦБ РА

График 37

Динамика обменного курса USD/AMD за июль 2020 г. - июнь 2021



Источник: ЦБ РА

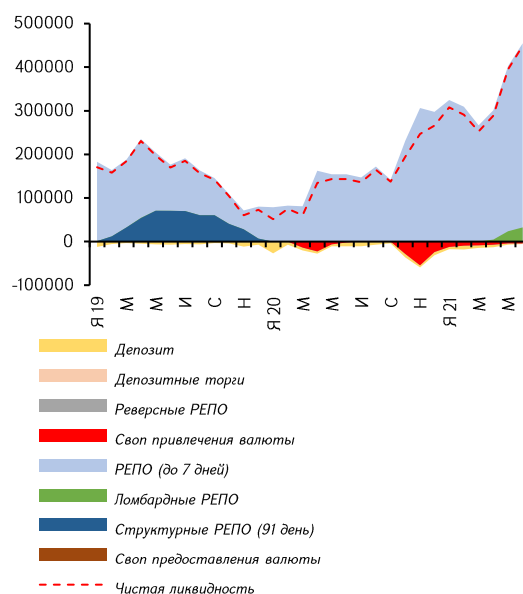
Во втором квартале 2021 года на финансовом рынке наблюдался небольшой рост спроса на краткосрочную ликвидность, отчасти из-за изменения норматива обязательных резервов. Хотя Центральный банк предоставил банковской системе необходимую ликвидность в дополнение к основному инструменту 7-дневного РЕПО через корректирующий инструмент, и банки все чаще прибегали к использованию инструмента ломбардного РЕПО, тем не менее, в условиях высокого спроса на ликвидность рост краткосрочных рыночных процентных ставок был выше, незначительно отклоняясь от процентной ставки ЦБ.

В течение квартала на валютном рынке обменный курс драма к доллару демонстрировал девальвационную динамику: среднеквартальное повышение обменного курса составило 0,79% по сравнению с предыдущим кварталом. Учитывая важность обеспечения нормального функционирования финансового рынка, с целью корректировки временных сбоев на валютном рынке ЦБ и в этом квартале провел интервенцию, продав на валютном рынке в общей сложности 67,7 миллиона долларов, а также применил инструмент валютного свопа.

Что касается рынка государственных облигаций, то здесь доходность, на которую повлияло повышение процентной ставки ЦБ, показала тенденцию роста по всей кривой доходности, но в долгосрочной перспективе реакция была более слабой. В результате в конце июня наблюдалось небольшое снижение наклона кривой доходности.

График 38

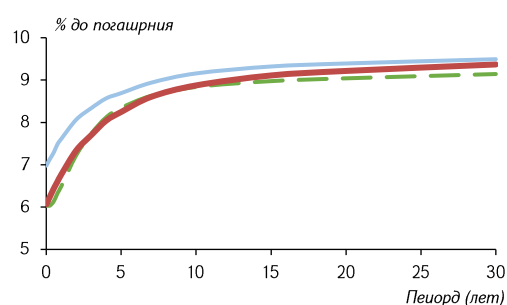
Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ РА (средний месячный запас, млн драмов РА)



Источник: ЦБ РА

График 39

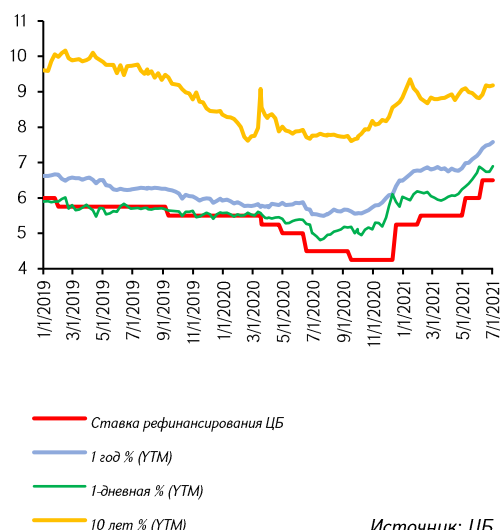
Во 2-м кв. 2021 г. доходность краткосрочных ГО была адекватна политике ЦБ



Источник: ЦБ РА

График 40

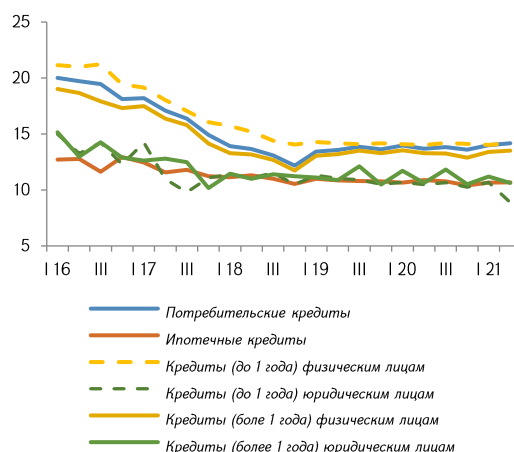
Динамика ставок рефинансирования и доходности ГО



Источник: ЦБ РА

График 41

Во 2-м кв. 2021 г. продолжился рост ставок по кредитам физическим лицам



Источник: ЦБ РА

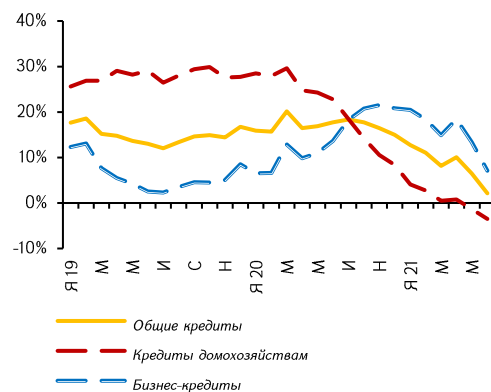
Во втором квартале 2021 года рост кредитования продолжал замедляться, что было обусловлено слабым спросом на кредиты, а также сохранением рисков и неопределенности в отношении экономических перспектив банковской системы. Влияние политики ЦБ на кредитные ставки в основном проявилась на ставках на кредиты физическим лицам.

12-месячный рост общего объема кредитования в июне 2021 года составил 2,1%, при этом значительную роль сыграл рост ипотечного кредитования, составивший 36,3%.

12-месячный рост общего объема кредитования в июне 2021 года составил 2,1%, при этом значительную роль сыграл рост ипотечного кредитования, составивший 36,3%.

График 42

Динамика 12-месячного роста кредитов, предоставленных банками



Источник: ЦБ РА

4. РЕЗЮМЕ

Согласно программе денежно-кредитной политики третьего квартала 2021 года ЦБ РА 12-месячная инфляция до конца года будет оставаться на высоком уровне за счет сохранения инфляционных эффектов, передаваемых через ряд импортируемых товаров, и опережающего роста внутреннего спроса по сравнению с расширением производственных мощностей в экономике Армении. В этой ситуации Центральный банк продолжает повышать процентную ставку политики по нейтрализации позиции денежно-кредитного стимулирования. По мнению Центрального банка, последовательное ужесточение денежно-кредитных условий оказывает достаточное и эффективное влияние на регулирование опережающего спроса, сдерживание инфляции и обеспечение целевого показателя инфляции в среднесрочной перспективе. В 2022 году инфляция будет постепенно снижаться под влиянием постепенной нейтрализации воздействия факторов предложения, а также осуществляемой денежно-кредитной политики, и приблизится к целевому показателю в 4%, укрепившись среднесрочной перспективе вблизи этого показателя.

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

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Показатели	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	програм.	програм.	програм.
Внешний сектор											
Экономический рост США (% <i>реальный рост</i>)	1,8	2,3	2,7	1,7	2,3	2,9	2,3	-3,4	6,0	3,0	2,6
Экономический рост еврозоны (% <i>реальный рост</i>)	-0,2	1,4	1,9	1,8	2,7	1,9	1,3	-6,5	5,2	4,1	2,3
Экономический рост России (% <i>реальный рост</i>)	1,7	0,7	-1,9	0,2	1,8	2,8	2,0	-2,9	5,0	1,9	0,9
Инфляция в США (<i>среднее</i> , %)	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	1,8	1,2	4,0	2,3	2,4
Инфляция в еврозоне (<i>среднее</i> , %)	1,3	0,4	0,0	0,2	1,5	1,7	1,2	0,3	1,9	0,8	0,9
Инфляция в России (<i>среднее</i> , %)	6,6	7,5	14,4	6,8	3,6	2,8	4,4	3,3	5,9	4,6	3,7
Цены на нефть (<i>доллар-баррель</i>)	120,1	115	53,5	45,0	54,6	71,4	64,1	42,5	68,6	71,3	73,4
Цены на медь (<i>доллар/тонна</i>)	7357,3	6825,9	5497,4	4867,6	6201,5	6544,7	6024,1	6191,2	9371,7	10325,2	10814,9
Индекс ФАО	108,8	99,3	93,0	91,9	98,0	95,9	95,0	98,0	122,5	125,9	130,1
Внутренняя экономика											
Цены											
Инфляция (<i>в годовом выражении, конец периода</i> , %)	5,6	4,6	-0,1	-1,1	2,6	1,8	0,7	3,7	8,4	2,3	3,1
Индекс потребительских цен (<i>в годовом выражении, среднее</i> , %)	5,8	3	3,7	-1,4	1,0	2,5	1,5	1,2	7,3	4,6	2,3
Базовая инфляция (<i>в годовом выражении, среднее</i> , %)	5,8	1,9	5,1	-2,0	0,8	4,0	1,2	1,3	7,1	4,1	3,6
Совокупный продукт											
ВВП (<i>млрд драмов РА</i>)	4555,6	4828,6	5043,6	5067,3	5568,9	6017,0	6543,3	6181,7	6936,2	7315,8	7920,4
ВВП (% <i>реальный рост</i>)	3,3	3,6	3,2	0,2	7,5	5,2	7,6	-7,4	5,4	2,4	4,1
Предложение											
Промышленность (% <i>реальный рост</i>)	6,3	-0,9	6,2	7,7	11,7	4,9	12,0	-1,7	2,5	3,2	5,0
Сельское хозяйство (% <i>реальный рост</i>)	7,6	6,1	13,2	-5,0	-5,1	-6,9	-5,8	-4,1	4,2	1,5	2,9
Строительство (% <i>реальный рост</i>)	-7,4	-4,5	-3,1	-14,1	2,8	0,6	6,5	-6,7	-6,0	4,5	4,8
Услуги (% <i>реальный рост</i>)	3,1	6,7	1,6	3,2	10,6	9,1	10,0	-9,7	8,2	2,3	4,1
Налоги, нетто (% <i>реальный рост</i>)	3,6	1,8	-5,1	-3,7	9,7	8,0	7,1	-10,0	6,2	1,1	3,5
Спрос											
Потребление (% <i>реальный рост</i>)	2,3	1,2	-6,0	-2,1	11,6	3,8	11,7	-10,1	9,2	3,0	4,0
Государственное потребление (% <i>реальный рост</i>)	7,6	-1,2	4,7	-2,4	-2,1	-3,0	12,9	15,2	-3,9	1,8	1,6
Частное потребление (% <i>реальный рост</i>)	1,7	1,6	-7,5	-2,1	14,0	4,8	11,5	-13,9	12,0	3,2	4,5
Валовое накопление основных средств* (% <i>реальный рост</i>)	-7	-2,2	2,5	-11,4	9,7	4,8	4,4	-8,6	-9,7	4,8	5,8
Государственные вложения** (% <i>реальный рост</i>)	-13,8	10	13,6	5,0	31,7	-37,4	31,1	15,6	-26,6	6,8	8,6
Совокупное накопление частных основных средств (% <i>реальный рост</i>)	-7,8	-3,4	1,2	-13,9	6,2	19,6	-0,5	-14,5	-4,1	4,4	5,2
Экспорт товаров и услуг (% <i>реальный рост</i>)	8,6	6,4	4,9	21,3	19,3	5,0	16,0	-33,4	7,4	8,1	12,0
Импорт товаров и услуг (% <i>реальный рост</i>)	0	-2,7	-15,3	6,3	24,6	13,3	11,6	-31,4	8,4	9,3	10,9
Текущий счет											
Торговый баланс (<i>млн долларов США</i>)	-2196,2	-2055,4	-1186,4	-976,9	-1400,9	-1724,4	-1727,9	-1356,2	-1340,8	-1480,6	-1579,5
Баланс услуг (<i>млн долларов США</i>)	-124,3	-113	-96,4	70,4	159,4	24,7	-66,9	100,1	238,2	246,0	218,2
Денежные переводы (<i>млн долларов США</i>)	1755,1	1616,1	1098,3	1009,4	1179,3	1136,2	1143,8	1040,2	1298,9	1247,2	1144,4
Текущий счет (<i>млн долларов США</i>)	-812,9	-883,1	-284,7	-107,9	-173,9	-875,9	-1002,3	-478,7	-257,7	-435,2	-664,6
Торговый баланс (<i>вес в ВВП, %</i>)	-19,7	-17,8	-12,2	-8,6	-10,8	-13,7	-13,1	-9,9	-8,3	-8,4	-8,6
Баланс услуг (<i>вес в ВВП, %</i>)	-1,1	-1	-0,9	0,7	1,4	0,2	-0,5	0,8	1,8	1,7	1,4
Денежные переводы (<i>вес в ВВП, %</i>)	15,8	14	10,4	9,5	10,2	9,1	8,4	8,2	9,8	8,5	7,2
Текущий счет (<i>вес в ВВП, %</i>)	-7,3	-7,6	-2,7	-1,0	-1,5	-7,0	-7,3	-3,8	-1,9	-3,0	-4,2

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Показатели	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	програм.	програм.	програм.
Государственный сектор ***											
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	1071,4	1144,8	1167,7	1171,1	1237,8	1341,7	1559,1	1560,4	1658,7	1882,5	1966,7
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	1000,9	1064,1	1067,9	1079,7	1158,0	1258,1	1464,3	1385,2	1574,5	1796,7	1889,9
Расходы (млрд драмов РА)	1142,9	1235,1	1409,0	1449,1	1504,8	1447,1	1623,0	1894,3	1916,2	2096,9	2135,5
Дефицит (млрд драмов РА)	-71,5	-90,3	-241,3	-278,0	-267,0	-105,4	-63,9	-333,9	-257,5	-214,4	-168,8
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	23,5	23,7	23,2	23,1	22,2	22,3	23,8	25,2	23,9	25,7	24,8
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	22	22	21,2	21,3	20,8	20,9	22,4	22,4	22,7	24,6	23,9
Расходы (доля в ВВП, %)	25,1	25,6	28,0	28,6	27,0	24,1	24,8	30,6	27,6	28,7	27,0
Дефицит (доля в ВВП, %)	-1,6	-1,9	-4,8	-5,5	-4,8	-1,8	-1,0	-5,4	-3,7	-2,9	-2,1
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (в годовом выражении, конец периода, %)	14,8	8,3	10,8	17,5	18,5	7,5	11,2	9,0	-	-	-
Драмовая масса (в годовом выражении, конец периода, %)	14,9	-3,5	5,2	24,8	28,9	13,2	21,5	14,8	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом выражении, конец периода, %)	12,9	20,8	-3,3	6,0	16,5	17,2	18,5	14,3	-	-	-
Доллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	409,6	415,9	477,9	480,5	482,7	483,0	480,4	489,0	-	-	-
* Отныне вместо вместо совокупного накопления ЦБ будет представлять только показатели по совокупному накоплению основных средств, поскольку показатель изменения запасов материальных оборотных средств рассчитывается со стороны СК в качестве балансовой статьи и не отражает реальные объемы совокупного накопления. См https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf ** Фактические показатели по государственным вложениям, являются капитальными расходами совокупного бюджета, а в прогнозах используются данные программы среднесрочных расходов на 2022-2024 гг. *** Показатели по государственному бюджету на 2021 год являются показателями закона РА "О государственном бюджете на 2021 год". Показатели на 2022-2023 годы представлены в пересмотренной макроэкономической структуре.											

ГРАФИКИ

График 1	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	4
График 2	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	4
График 3	Экономический рост в странах-партнерах	8
График 4	Инфляция в странах-партнерах	8
График 5	Международные цены на сырьевые и продовольственные товары	10
График 6	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	11
График 7	Содействие компонентов спроса росту инфляции	12
График 8	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг	13
График 9	Годовой прирост частной номинальной заработной платы	15
График 10	Уровень безработицы	16
График 11	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении	16
График 12	Прогнозы экономического роста США	16
График 13	Прогнозы экономического роста ЕС	17
График 14	Прогнозы экономического роста России	17
График 15	Прогнозы международных цен на продовольствие	17
График 16	Прогнозы международных цен на нефть	18
График 17	Прогнозы международных цен на медь	18
График 18	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	18
График 19	Среднесрочные прогнозы показателя "Текущий счет / ВВП" (%)	19
График 20	Прогнозы налогово-бюджетных импульсов (в процентных пунктах)	19
График 21	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий (%)	20
График 22	Опросы домохозяйств об инфляционных ожиданиях	20
График 23	В первой половине отчетного периода, как и ожидалось, сохранилась низкая инфляционная среда, а во второй половине 12-месячная инфляция повысилась быстрыми темпами, превысив 4% целевой показатель	27
График 24	Начиная с конца 2020 г. инфляция ускорилась и уже в 1-ой половине 2021 г., как и ожидалось, превысила целевой показатель	29
График 25	Сводные индексы контейнерных перевозок	31
График 26	Индекс цен на экспортированные непродовольственные товары	32
График 27	Во 2-м кв. 2021 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг повысились по сравнению с аналогичным кварталом прошлого года (в годовом исчислении)	32
График 28	Структура частных расходов	34
График 29	Позиция чистого экспорта ухудшилась во 2-м кв. 2021 г. (чистый реальный экспорт, рост г/г, %, положительное значение - улучшение)	34
График 30	Во 2-м кв. 2021 г. небольшой расширяющий эффект монетарной политики обусловлен расширяющим эффектом доходов	35
График 31	Основные показатели консолидированного бюджета	35
График 32	Во 2-м кв. 2021 г. сформировался дефицит госбюджета, который финансировался за счет внутренних источников	35

График 33	Отраслевая структура ВВП	37
График 34	Номинальная зарплата частного сектора	37
График 35	Расходы на рабочую силу	37
График 36	В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться вблизи процентной ставки политики ЦБ	38
График 37	Динамика обменного курса USD/AMD за июль 2020 г. – июнь 2021 г.	38
График 38	Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ РА (средний месячный запас, млн драмов РА)	39
График 39	Во 2-м кв. 2021 г. доходность краткосрочных ГО была адекватна политике ЦБ	39
График 40	Динамика ставки рефинансирования ЦБ и доходности ГО	39
График 41	Во 2-м кв. 2021 г. продолжился рост ставок по кредитам физическим лицам	39
График 42	Динамика 12-месячного роста ставок по кредитам, предоставленным банками	40

ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	11
Таблица 2	Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП	19
Таблица 3	Логика составления прогноза	21
Таблица 4	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие инфляции	30
Таблица 5	Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА	38