

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
номер 216-И от 29.12.2020 года*

Обзор инфляции /4

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



*Отчет о выполнении программы денежно-
кредитной политики за 3-й квартал 2020 г.*

Важной составляющей политики инфляционного таргетирования Центрального банка является обеспечение связей с общественностью, одним из способов которого 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 другим макроэкономическим показателям. 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 населения к Центральному банку РА. Центральный банк РА убежден, что понятная 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, сформировавшаяся в результате планирования направлений денежно-кредитной политики, публикуется в виде графиков распределения вероятностей прогноза для 12-квартального временного горизонта.

Прогнозы в настоящем отчете составлены с использованием всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 15 декабря 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 относящиеся к денежно-кредитной политике все 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	9
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	9
2.2.2. Экономическая активность	11
2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом	16
2.2.4. Основные суждения и риски	19
Врезка 1. Итоги опроса домашних хозяйств и субъектов финансовой системы относительно их ожиданий	20
3. Фактические развития за третий квартал 2020 года	25
3.1. Инфляция	25
3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции	25
3.1.2. Цены	27
3.2. Экономические развития	29
3.2.1. Позиция экономики	29
3.2.2. Сфера расходов экономики	29
3.2.3. Производственная сфера экономики	32
3.2.4. Рынок труда	32
3.3. Развития финансового рынка	33
4. Резюме	35
Приложение	
Основные макроэкономические показатели	36
Графики	37
Таблицы	38

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

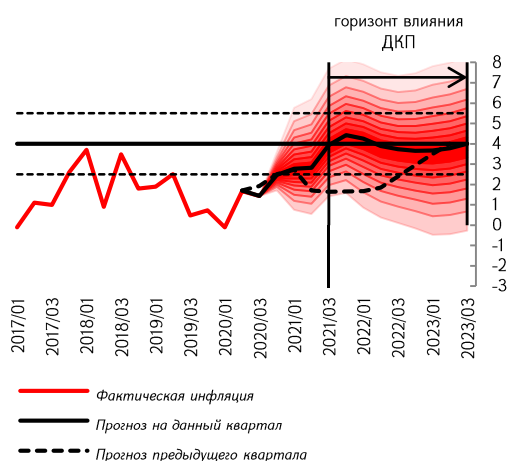
Макроэкономическая среда формировалась в четвертом квартале 2020 года под влиянием новой вспышки коронавируса в Армении и в мире и военного положения, объявленного в республике в результате начатого Азербайджаном 27-го сентября широкомасштабного военного нападения на Республику Арцах. Согласно оценкам, указанные факторы повысили уровень неопределенности в экономических перспективах, что в значительной мере сыграет сдерживающую роль и отсрочит восстановление экономической активности и совокупного спроса как в мире, так и в РА. Вместе с этим, на фоне положительных ожиданий, связанных с использованием года в различных странах вакцины против коронавируса с начала 2021, на международных товарно-сырьевых рынках наблюдается рост цен, создающий определенные инфляционные давления на внутренние цены.

Согласно базовому сценарию ЦБ РА, в ближайшие кварталы подъем инфляции продолжится, однако инфляционная среда сформируется ниже целевого уровня, и в этих условиях Центральный банк продолжит сохранение стимулирующей позиции денежно-кредитной политики, предусматривая ее постепенную нейтрализацию в дальнейшем.

В условиях осуществляемой денежно-кредитной политики и ожидаемых экономических развитий 12-месячная инфляция в ближайшее время приблизится и в среднесрочном отрезке укрепитс вблизи 4% целевого показателя. Обусловлено это будет большой неопределенностью вместе со слабым частным спросом, вызванным внешними инфляционными тенденциями, определенным ослаблением драма на валютном рынке и увеличением инфляционных ожиданий, а также влиянием осуществляемых стимулирующих денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик. Учитывая ожидаемые из внешнего сектора инфляционные влияния и перспективу ускорения инфляции на фоне фактического ослабления валютного курса и роста премии за риск страны, **ЦБ принял решение повысить ставку рефинансирования на 1,0 процентного пункта, сохранив пока стимулирующую позицию денежно-кредитной политики.** Совет также оценивает, что в условиях ожидаемых экономических развитий возникнет необходимость сокращения стимулирующей денежной-кредитной позиции для обеспечения в среднесрочном отрезке укрепления инфляции вблизи целевого ориентира.

График 1

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



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

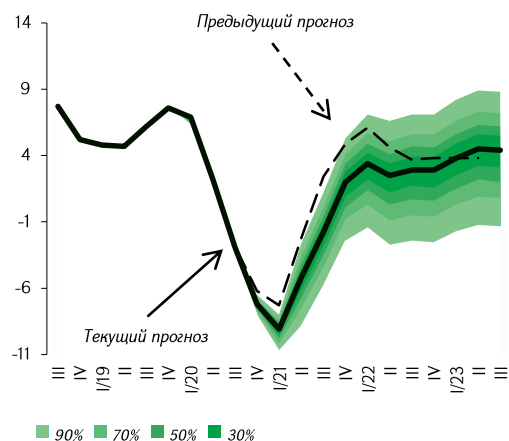
Согласно базовому сценарию краткосрочных прогнозов ЦБ, в четвертом квартале, в условиях распространения новой волны коронавируса, действующего военного положения и повышения в сложившейся ситуации уровня неопределенности относительно перспектив экономики, в 2020 году экономический рост останется в области отрицательных значений, в среднесрочном периоде постепенно восстановится и укрепится вблизи равновесного долгосрочного уровня, оцениваемого в настоящее время ниже уровня предыдущего прогноза.

Экономический спад в 2020 году будет обусловлен, в основном, значительным сокращением объема выпуска сферы услуг, сопровождаемого также сохранением слабого частного спроса. В среднесрочном периоде восстановлению экономического роста будут содействовать, главным образом, осуществляемые стимулирующие денежно-кредитная и налогово-бюджетная политики, а также постепенная нейтрализация отрицательных факторов спроса.

В прогнозном горизонте краткосрочные риски отклонения инфляции с намеченной траектории направлены вверх, а риски отклонения экономического роста от прогнозного показателя главным образом направлены вниз (подробнее см. в подразделе «2.2.4. Основные суждения и риски»). В условиях большой неопределенности в области здравоохранения, политической и экономической ситуациях Центральный банк продолжает непрерывно следить за развитиями событий и, в случае проявления этих рисков, готов реагировать соответствующим образом для обеспечения стабильности цен в среднесрочном отрезке.

График 2

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



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

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

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

В 2020 году мировая экономика зафиксировала беспрецедентный спад, обусловленный пандемией коронавируса и экономическими последствиями его распространения. После зафиксированного во втором квартале 2020 года глубокого спада экономики в большей части стран, включая и основных партнеров РФ - в США, Еврозоне и России, в течение третьего квартала наблюдалась тенденция постепенного восстановления, обусловленная, главным образом, снятием или ослаблением карантинных ограничений и запретов. Тем не менее в конце года во многих странах восстановление экономики будет сдерживаться новой волной распространения коронавируса, что окажет отрицательное влияние на спрос потребителей и на вложения. А уже с начала следующего года ожидаются положительные тенденции, связанные с созданием и использованием вакцин против Covid-19.

В 2020 году мировая экономика зафиксировала беспрецедентный спад, обусловленный пандемией и экономическими последствиями распространения коронавируса.

Экономические развития в США. Согласно оценке Бюро анализа Министерства торговли США, в третьем квартале 2020 года в экономике Соединенных Штатов Америки был зафиксирован спад на 3,0% в годовом исчислении, что ниже прогноза ЦБ, предусмотренного в предыдущей программе. В третьем квартале на экономику положительно повлияла нейтрализация применяемых государством ограничений, введенных с целью предотвращения распространения коронавируса. В третьем квартале 2020 года активность экономики сопровождалась также снижением уровня безработицы, которая составила 8,8%, вместо 13,0 предыдущего квартала. Следует отметить, что в четвертом квартале, несмотря на новую волну коронавируса в стране, новых ограничений введено не было, что положительно сказалось на дальнейшем восстановлении экономической активности и снижении уровня безработицы, составившем в ноябре 6,9%. В 2020 году ожидается, что спад экономики США будет меньше предыдущего прогноза ЦБ: он составит 3,7%, что обусловлено более быстрым, чем ожидалось, восстановлением экономической активности в третьем и четвертом кварталах.

Ожидаются положительные развития, связанные с созданием вакцины против коронавируса и эффективностью ее использования.

В США в третьем квартале 2020 года инфляция личных потребительских расходов² слегка ускорилась вследствие определенного восстановления спроса и роста цен на энергоносители, однако сформировалась на уровне 1,2% в годовом исчислении, что ниже среднесрочного целевого уровня ФРС. В условиях текущих развитий

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

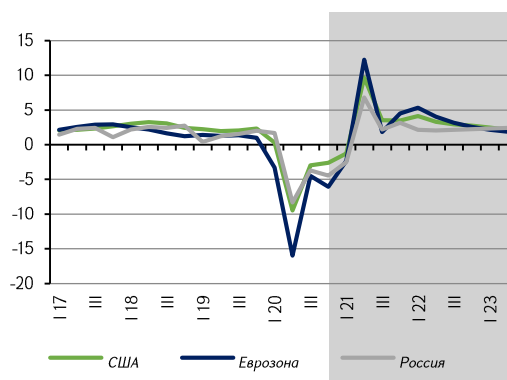
экономического роста ФРС США сохранила в третьем квартале 2020 года ставку политики в интервале 0,0-0,25%, принятом в первом квартале 2020 года, а также объявила о продолжении программы количественного расширения. Несмотря на рост цен на энергоносители, ожидается, что слабое восстановление спроса продолжит оказывать содействие низкой инфляционной среде в текущем году. В этих условиях, а также в целях стимулирования экономической активности ФРС США продолжит осуществление политики низких ставок в течение наиболее долгого временного горизонта.

Экономические развития в Еврозоне. В третьем квартале 2020 года, благодаря ослаблению ограничений, направленных на предотвращение пандемии, экономика в Еврозоне проявила тенденцию восстановления по сравнению с предыдущим кварталом. Согласно предварительным оценкам Евростата, экономический спад в Еврозоне в третьем квартале 2020 года составил 4,4% в годовом исчислении. Как показывают краткосрочные ведущие показатели, эта тенденция восстановления, видимо, замедлится в течение четвертого квартала, так как для предотвращения распространения второй волны коронавируса, входящие в Еврозону крупные страны уже начали вводить карантинные ограничения как локального, так и широкого масштаба. В результате в 2020 году годовой экономический спад составит 7,5%. Тем не менее, последние новости о вакцинах против коронавируса сформировали положительные ожидания в отношении перспектив дальнейшего развития экономики, и уже с начала 2021 года ожидается оживление экономики Еврозоны.

Средняя квартальная 12-месячная инфляция в Еврозоне в третьем квартале 2020 года была равна 0%, что значительно ниже целевого показателя ЕЦБ, а базовая инфляция в течение третьего квартала составила 0,7% в годовом исчислении. Нулевая инфляция была обусловлена главным образом весьма слабым спросом и укреплением евро в годовом исчислении. В условиях ожидания слабой инфляции, а также экономического спада, ЕЦБ объявил, что продолжит осуществление политики низких ставок, осуществляя вместе с этим программу ежемесячных покупок активов в объеме 20,0 млрд евро.

Экономические развития в России. Согласно предварительным оценкам Федеральной службы государственной статистики РФ, в третьем квартале 2020 года экономика России, несмотря на определенное восстановление отрасли сельского хозяйства и частного потребления, зафиксировала спад в 3,6% в годовом исчислении. После определенного оживления экономики в течение третьего квартала, в четвертом квартале вновь ожидается замедление экономики, содействие которому окажет новая вспышка коронавируса в стране.

График 3
Экономический рост в странах-партнерах (%)



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

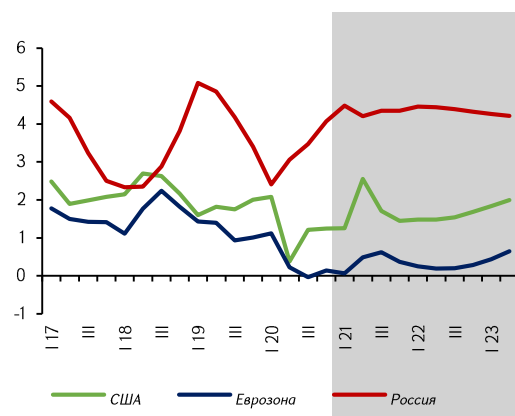
В этих условиях предусматривается, что спад экономики России в 2020 году составит 3,7%, а начиная с 2021 года будет наблюдаться определенное восстановление.

В третьем квартале 2020 года средняя квартальная инфляция в России ускорилась, составив 3,5% в годовом исчислении, вместо 3,1% в предыдущем квартале, что пока ниже 4% целевого уровня. Уже в октябре инфляция превысила 4% порог и сформировалась на уровне 4,1%. Ускорению темпов инфляции способствовало, главным образом, ослабление российского рубля, что обусловило также ускорение инфляционных ожиданий. Банк России, в условиях сохранения дефляционных давлений из-за слабого спроса, снизил в начале третьего квартала 2020 года – в июле – ставку политики на 0,25 процентного пункта, а затем, в условиях ускорения темпов инфляции, на заседаниях, прошедших в сентябре и декабре, оставил уровень ставки на прежнем 4,25% уровне. Учитывая тенденцию ускорения инфляции и прогнозируемые развития экономики, а также восстановление глобальной экономики, предполагается, что Банк России в ближайшем будущем станет проводить постепенную сдерживающую денежно-кредитную политику.

Развития на рынках сырьевых и продовольственных товаров. В течение третьего квартала 2020 года товарно-сырьевые рынки оказались под влиянием восстановления экономической активности, обусловленной снятием ограничений. В результате в третьем квартале 2020 года цены на товары крупных сырьевых и продовольственных групп повысились по сравнению с предыдущим кварталом, чему, кроме восстановления мирового спроса, оказал содействие также ряд факторов предложения. В краткосрочном отрезке на товарно-сырьевых рынках в условиях ограниченных объемов предложения ожидается сохранение тенденции восстановления цен.

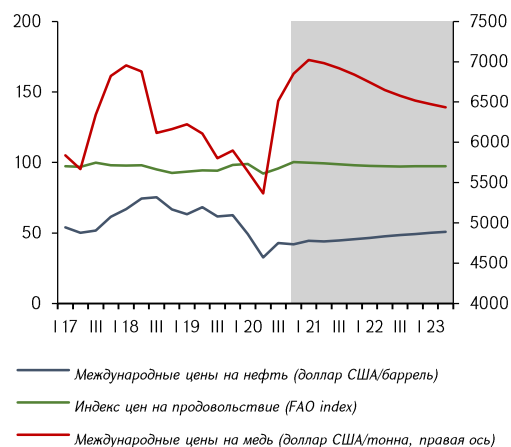
Ускорение экономической активности Китая в третьем квартале, а также вызванное коронавирусом сокращение производства меди в Чили – крупнейшем производителе меди в мире, способствовали росту международных цен на медь. В результате на международном рынке меди в третьем квартале 2020 года был зафиксирован 12,5% рост цен в годовом исчислении. Ожидается, что цены в краткосрочном отрезке продолжат расти, вследствие как высокого роста отрасли промышленности Китая, так и постепенного восстановления мирового спроса. В третьем квартале 2020 года был зафиксирован 39,0% международный рост цен на нефть. Рост цен на нефть был обусловлен как достигнутой договоренностью между странами – членами ОПЕК+ по вопросу сокращения объемов выработки нефти, так и определенным восстановлением мирового спроса. Отметим также, что создание вакцины против коронавируса и положительные

График 4
Инфляция в странах-партнерах (%)



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

График 5
Международные цены на сырьевые и продовольственные товары



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

новости о ее применении в ближайшем будущем, а также ожидания продления сроков сохранения договоренности между странами - членами ОПЕК+ окажут содействие дальнейшему росту цен на нефть.

В третьем квартале 2020 года почти на всех рынках продовольственных товаров был зафиксирован рост цен. В частности, инфляция на рынке сахарного песка была обусловлена ожиданиями плохого урожая в основных странах по производству сахара – в Бразилии и Таиланде. На рынке зерна также был зафиксирован рост цен, обусловленный ожиданиями сокращения объемов предложения из-за засухи в ряде стран. В краткосрочном периоде, определенное восстановление мирового спроса, а также сокращение объемов предложения отдельных товарных групп окажут содействие прогнозируемому росту уровней цен в основных продовольственных товарных группах.

2.2. Прогнозы

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

В текущем квартале инфляция проявила определенный рост, однако пока продолжает оставаться ниже целевого ориентира. Вместе с этим ускорилась также 12-месячная базовая инфляция, составив в ноябре 2%. Центральный банк оценивает, что несмотря на определенное ослабление внешнего спроса в четвертом квартале, вызванное влиянием второй волны коронавируса, в результате положительных ожиданий относительно проведения в различных странах с начала 2021 года вакцинирования, на товарно-сырьевых рынках наблюдается рост цен, который окажет определенные инфляционные давления на экономику РА. С другой стороны, прогнозы годового роста экономики РА на 2020 год не были существенным образом пересмотрены. Спад в отраслях экономики на фоне дополнительной неопределенности, вызванной военным положением и коронавирусом, в целом соответствовал предусматриваемым ЦБ развитиям, а целостному спросу продолжала оказывать положительное содействие расширяющая налогово-бюджетная политика. В создавшихся условиях ЦБ, реагируя на поступающие из внешнего сектора инфляционные давления и ожидаемое ускорение инфляции на фоне ослабления драма на валютном рынке, а также рост премии за риск страны, повысил ставку рефинансиро-

12-месячная базовая инфляция ускорилась, составив в ноябре 2%.

вания на 1,0 процентного пункта. Тем не менее, учитывая ослабление обменного курса, усиление инфляционных ожиданий и сохранение, даже после этого повышения ставки, низких уровней процентных ставок, ЦБ пока считает денежно-кредитную позицию стимулирующей³. В результате инфляция в течение ближайших кварталов ускорится и укрепится вблизи 4% целевого ориентира, и вследствие этого в среднесрочном отрезке возникнет необходимость постепенной нейтрализации стимулирующей денежно-кредитной позиции.

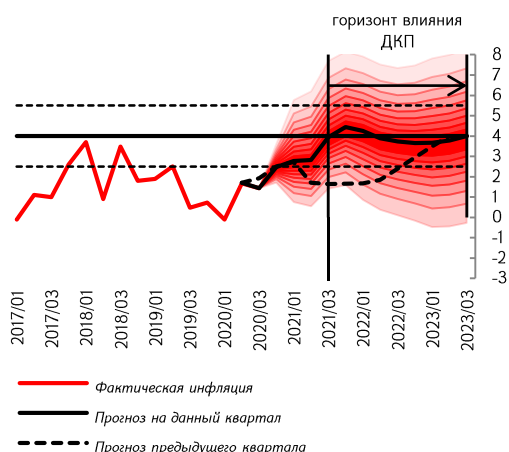
По текущим оценкам ЦБ, в четвертом квартале, в условиях военного положения, высоких темпов распространения второй волны коронавируса, а также роста уровня неопределенности на фоне вышеперечисленных факторов, сохранятся низкая экономическая активность и слабый спрос. Спад с точки зрения предложения будет наблюдаться во всех отраслях экономики. Особенно значительное отрицательное содействие окажет спад объема выпуска в сфере услуг. Слабый спрос будет обусловлен, в основном, проявлением пассивного потребительского и инвестиционного поведения в условиях высокого уровня неопределенности. С другой стороны, определенное противовесное влияние на спрос окажет проведение налогово-бюджетной политики, влияние которой будет существенно стимулирующим, как в четвертом квартале 2020 года, так и в течение всего года. В результате оценка разрыва ВВП в четвертом квартале продолжает оставаться отрицательной. В краткосрочном отрезке, в условиях стимулирующего влияния налогово-бюджетной политики на целостный спрос, значительного роста денежных переводов из-за границы, а также стимулирующей денежно-кредитной среды, разрыв ВВП временно сократится, вызвав ослабление дефляционных давлений со стороны спроса. Начиная с 2021 года, некоторые отрицательные факторы, в частности, возможное ослабление темпа роста финансового посредничества, а также предусматриваемое слабое сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики, вновь в определенной степени сдержат спрос, вызвав отрицательный разрыв ВВП. Разрыв ВВП закроется в конце прогнозного горизонта в результате постепенной нейтрализации вышеуказанных факторов и проводимой денежно-кредитной политики. Инфляция, на фоне вышеизложенного сценария денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик, ускорится к концу 2020 года, тем не менее останется ниже целевого ориентира. Оценивается, что на фоне увеличения текущей неопределенности, ослабления драма на валютном рынке и фактического повышения инфляции краткосрочные

³ Подробнее об ориентире для оценки позиции денежно-кредитной политики см. “Обзор инфляции 2019/4”, врезка 4, стр. 20-25.

инфляционные ожидания населения также повысились. Тем не менее ожидается, что в результате осуществления намеченной денежно-кредитной политики инфляционные ожидания в среднесрочном отрезке стабилизируются, и существующая большая неопределенность в ожиданиях постепенно нейтрализуется. Указанное отразится и на динамике инфляции, которая, приблизившись в ближайшие кварталы к целевому ориентиру, в условиях пока еще слабого спроса укрепитесь вблизи этого показателя. Учитывая ожидаемое ускорение инфляции на фоне имеющихся инфляционных давлений из внешних товарно-сырьевых рынков и фактического ослабления обменного курса, а также рост премии за риск страны, **Совет ЦБ принял решение повысить ставку политики, при этом денежно-кредитные условия пока еще останутся стимулирующими. В то же время, на фоне ожидаемых макроэкономических развитий Совет ЦБ намерен постепенно сокращать стимулирующую позицию денежно-кредитной политики для достижения целевого уровня инфляции.**

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%
IV кв. 2020	0.1%	42.0%	57.9%	0.0%	0.0%
I кв. 2021	6.0%	27.2%	58.8%	6.9%	1.2%
II кв.	7.5%	25.3%	55.7%	9.0%	2.5%
III кв.	2.2%	11.8%	56.5%	18.8%	10.8%
IV кв.	1.9%	9.2%	52.9%	21.7%	14.2%
I кв. 2022	5.4%	13.4%	51.5%	18.6%	11.0%
II кв.	8.5%	16.7%	51.2%	15.6%	8.0%
III кв.	10.7%	18.1%	50.1%	14.2%	6.8%
IV кв.	12.6%	18.3%	47.7%	13.9%	7.5%
I кв. 2023	14.4%	17.6%	44.5%	14.1%	9.4%
II кв.	13.9%	17.0%	44.1%	14.6%	10.4%
III кв.	12.4%	15.8%	43.6%	15.8%	12.5%

2.2.2. Экономическая активность⁴

В 2020 году экономическая активность существенно ослабла и, в основном, выразилась в ослаблении частного спроса. В первую очередь, сдерживание частного спроса было обусловлено распространением коронавируса с марта 2020 года, в результате, в условиях неопределенности и предупредительного поведения, наблюдалась

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

задержка потребления и вложений. Спад частного спроса еще более просел в результате начатой Азербайджаном 27-го сентября войны против Республики Арцах, которая усилила неопределенность и добавила психологический фактор, влияющий на экономическую деятельность людей. В результате в 2020 году показатель экономической активности был пересмотрен вниз, и по оценкам ЦБ, спад экономической активности составит 7,2%. В этих условиях спад частного спроса составит 10,1%, в том числе, частное потребление сократится на 9,3%, а валовое накопление частных основных средств – на 15,3%. Государственные расходы и чистый экспорт окажут положительное содействие ВВП, хотя как импорт, так и экспорт существенно сократятся.

В прогнозном горизонте ожидается медленное восстановление экономической активности – в основном за счет частных расходов. Однако, по оценкам, рост ВВП останется ниже уровня 5,0% стабильного роста, предусматриваемого ранее для долгосрочной перспективы, что вызвано отрицательным влиянием военных действий в Арцахе и накопившейся неопределенностью. В 2021 году отрицательное воздействие на рост экономики окажут государственный бюджет и чистый экспорт, но в среднесрочной перспективе их влияние будет положительным.

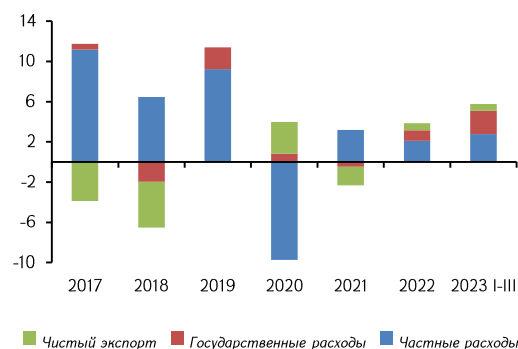
Внешний спрос. В 2020 году показатель соотношения дефицита текущего счета и ВВП по оценкам улучшится по сравнению с 2019 годом, и его уровень составит примерно 5,0% вместо 5,5% по предыдущему прогнозу ЦБ. Следует отметить, что прогнозы на четвертый квартал 2020 года были пересмотрены из-за причин, вытекающих из военного положения. В частности, в четвертом квартале уменьшение экспорта будет больше, чем предусматривалось в предыдущем прогнозе, главным образом, из-за пересмотра вниз объемов экспорта золота и медного концентрата. Денежные переводы физических лиц пересмотрены вверх, учитывая превысивший оценки объем переводов за третий квартал. Наблюдаемый в течение года высокий рост денежных переводов из США и “Других стран” (группа) сохранится до конца года. В результате указанных пересмотров показатель соотношения дефицита текущего счета и ВВП значительно уменьшится по сравнению с предыдущим прогнозом.

В 2021 году рост реальных объемов экспорта товаров и услуг прогнозируется в интервале 4,0-6,0%, что, предположительно, будет меньше, чем предусматривалось ранее. Несмотря на то, что в 2021 году в некоторой степени ускорится восстановление мирового спроса, медленный рост экспорта будет обусловлен низким уровнем экспорта туризма, а также ограничениями добычи и экспорта золота и меди из-за обстоятельств, вызванных военным положением.

В 2020 году показатель экономической активности был пересмотрен вниз, и по оценкам ЦБ, спад экономической активности составит 7,2%.

График 7

Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

Наиболее пострадавшей сферой останется туризм. Несмотря на позитивные новости об использовании вакцины против коронавируса, туристы пока будут проявлять осторожность. Восстановление внешнего туризма РА ожидается в третьем квартале 2021 года, но более медленными темпами, чем в мире в целом, учитывая среднесрочное отрицательное влияние военного положения.

На фоне прогноза сохранения слабого внутреннего спроса рост реального импорта товаров и услуг в 2021 году будет в интервале 7,0-9,0%. Медленное восстановление импорта туризма также будет зависеть от влияния слабого спроса.

По денежным переводам физических лиц прогнозируется, что, после беспрецедентного роста в 2020 году объемов частных трансфертов из США и “Других стран” (группа), они снизятся в 2021 году, а переводы из России в некоторой степени восстановятся в связи с ожидаемой там экономической активностью и определенным восстановлением потока трудовых мигрантов. В этих условиях чистый приток частных трансфертов в Армению, по прогнозам ЦБ РА, в 2021 году снизится на 4,0-6,0%.

В условиях вышеуказанных прогнозов показатель соотношения дефицита текущего счета и ВВП повысится в 2021 году по сравнению с 2020 годом и сформируется в интервале 7,0-8,0%.

В среднесрочном отрезке, в условиях восстановления мировой и внутренней экономик, показатель соотношения дефицита текущего счета и ВВП постепенно снизится и укрепится в равновесном интервале 3,0-5,0%.

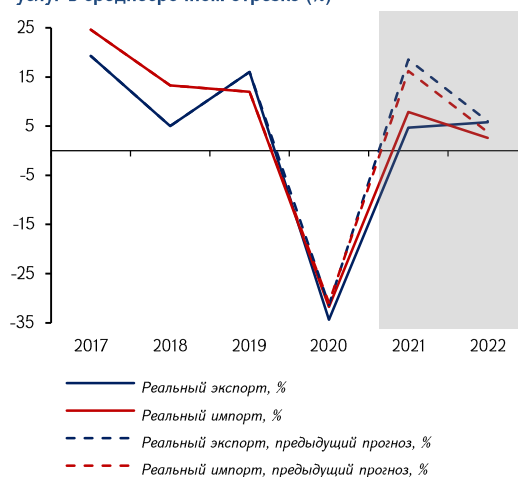
Налогово-бюджетная политика. Оценка влияния налогово-бюджетной политики на валовой спрос в 2020 году была проведена ЦБ РА на базе показателей закона РА «О государственном бюджете РА на 2020 год», текущих изменений, внесенных в закон, и основанных на этом оценок ЦБ РА. Следует отметить, что новые оценки влияния налогово-бюджетной политики соответствуют представленным в предыдущей программе оценками.

В целом, в 2020 году на выполнение государственного бюджета значительное влияние оказали распространение коронавируса и антикризисные меры Правительства, а также введение военного положения, что привело к сокращению налоговых доходов (фактических и ожидаемых в условиях экономического спада) и росту расходов государственного бюджета.

По оценкам ЦБ⁵, налоговые доходы за 2020 год существенно снизятся по сравнению с показателями, установленными законом РА “О государственном бюджете РА за 2020 год”. В результате показатель соотношения налогов и ВВП⁶ составит 22,0%, снизившись по сравнению с 2019 годом на 0,3 процентного пункта.

График 8

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



⁵ Оценка Правительства РА.

⁶ Показатель ВВП за 2020 год является прогнозом ЦБ РА.

Оценка ЦБ по государственным расходам составляет 96,4% обновленного показателя расходов⁷, включая пакеты помощи для экономики и дополнительные расходы, вызванные военным положением. Недовыполнение расходов ожидается, главным образом, по капитальным расходам с внешними источниками финансирования. В частности, в течение первых девяти месяцев 2020 года капитальные расходы по программам с внешними источниками финансирования составили всего лишь 31% скорректированных программ или 34,1 млрд драмов. В результате показатель соотношения государственных расходов и ВВП составит по оценкам ЦБ 30,6%, увеличившись по сравнению с прошлым годом на 5,8 процентного пункта.

Следует отметить, что в 2020 году дефицит бюджета в ВВП, обусловленный, главным образом, уменьшением налогов, увеличившись по сравнению с предыдущим годом на 4,8 процентного пункта, достигнет 6,2%.

Исключив из указанных оценок налогов и расходов потоки, не влияющие на валовой спрос, и включив оценку кредитования экономики⁸, в 2020 году, по сравнению с 2019 годом ожидается, что налогово-бюджетная политика окажет расширяющее влияние на 5,6 процентного пункта, что совпадает с оценкой предыдущего прогноза. Обусловлено это будет наиболее расширяющим импульсом расходов и кредитования экономики на 5,0 процентного пункта и небольшим расширяющим, на 0,6 процентного пункта, импульсом доходов⁹.

Доля правительственного долга в ВВП повысится в 2020 году на 11,6 процентного пункта и достигнет 61,5%.

Согласно показателям проекта закона РА “О государственном бюджете на 2021 год”, в 2021 году, по сравнению с 2020 годом, ожидается рост показателя соотношения налогов и ВВП на 0,3 процентного пункта и уменьшение показателя соотношения дефицита и ВВП примерно на 1,0 процентного пункта, в результате налогово-бюджетная политика будет слегка сдерживающей, создав условия в среднесрочном отрезке для уменьшения долга правительства и обеспечения налогово-бюджетной стабильности.

В 2020 году, по сравнению с 2019 годом, согласно оценкам налогово-бюджетная политика окажет расширяющее влияние на 5,6 процентного пункта, что совпадает с оценкой предыдущего прогноза.

⁷ Скорректированная программа - это программа, обновленная по решениям Правительства в течение данного периода.

⁸ В расчет импульса включено кредитование экономики, которое, хотя и не имеет влияния на показатель дефицита, однако, как кредитование, влияет на валовой спрос.

⁹ Импульс доходов оценивается как слегка расширяющий, что обусловлено включением, в результате изменений, счета налогов, а также консолидированного счета других доходов и налогов. Для обеспечения сравнения данных за 2020 год с данными за 2019 год, в участвующие в расчете импульса другие доходы включены также внебюджетные средства государственных учреждений, которые, начиная с 2019 года, включаются в расчет показателей закона о бюджете.

В среднесрочном отрезке, исходя из основного сценария программы среднесрочных расходов на 2021-2023 годы, в 2022-2023 годах предусматривается осуществление нейтральной налогово-бюджетной политики. Вместе с восстановлением экономики с точки зрения макроэкономической устойчивости в среднесрочном отрезке необходимо обеспечить постепенное уменьшение соотношения долгов и ВВП в соответствии с налогово-бюджетными правилами – за счет роста доходов и улучшения структуры расходов

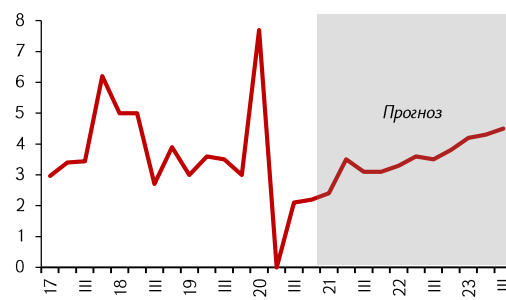
Рынок труда¹⁰. В 2020 году, согласно прогнозам ЦБ, темп роста номинальной заработной платы в частном секторе замедлится и составит 3,0%. В результате пересмотра роста экономики в сторону снижения и ожидаемого роста безработицы, в 2021 году темп роста номинальной заработной платы в частном секторе останется на низком уровне, составив 3,1%. В среднесрочном отрезке рост номинальной заработной платы в частном секторе, параллельно развитиям экономического роста и инфляции, слегка ускорится. В 2022 году ожидается 3,6% рост номинальной заработной платы в частном секторе, а к концу прогнозного горизонта рост составит 4,5%.

В условиях ощутимого спада ВВП и объявленного военного положения, в 2020 году уровень безработицы постепенно повысится до 19,0%¹¹, с дальнейшим ростом в 2021 году до 20%. Постепенный рост этого показателя обуславливается тем, что в 2020 году многие предприятия, в условиях глубокого спада спроса, воздержались от сокращения штата сотрудников, главным образом, благодаря господдержке, и предпочли сократить рабочие часы. А в 2021 году предполагаемое завершение этих госпрограмм поддержки и наличие неопределенности приведут к росту безработицы. В среднесрочной перспективе, параллельно восстановлению экономической активности, уровень безработицы ежегодно будет снижаться на 0,4-0,5 процентных пункта с приближением к концу прогнозного периода к 19,0%.

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

График 9

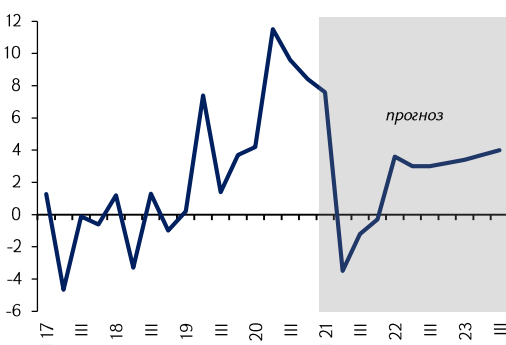
Годовой прирост частных номинальных заработных плат (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 10

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



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 11

Уровень безработицы (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹⁰ Показатели рынка труда за период с 2020 по 2023 год являются прогнозами ЦБ РА, основанными на фактических показателях второго и третьего кварталов 2020 года. Оценки роста в подразделе представлены по отношению к аналогичному периоду предыдущего года, если иное не указывается.

¹¹ Показатель скорректирован с применением изменения, введенного СК в методику расчета. Показатель рассчитан в отношении к количеству трудовых ресурсов по месту жительства вместо прежнего принципа расчета по фактическому проживанию.

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

2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом

В течение четвертого квартала в США, Еврозоне, а также в ряде других стран было зафиксировано ускорение распространения вируса, которое выразилось в введении в ряде стран локальных или масштабных ограничений. Тем не менее, параллельно этим развитиям появились положительные перспективы, связанные с разработками вакцины и ее использованием с начала будущего года в развитых странах, что подстегнет с 2021 года более раннее восстановление экономической активности в странах. И хотя уровень неопределенности относительно экономических перспектив в определенной мере снизился, он переместился в другую область, связанную с возможностями приобретения препарата и массовой вакцинации.

В экономике США в текущем году будет зафиксирован определенно меньший, чем прогнозировался Центральным банком РА, спад экономики. Это обусловлено более высокой, чем прогнозировалось, экономической активностью в третьем квартале, хотя в четвертом квартале ожидается определенное замедление. В среднесрочной перспективе на фоне массовой вакцинации и вытекающих из этого экономических развитий, восстановление спроса произойдет раньше, чем предполагалось ранее, в результате восстановление экономики будет более быстрым.

В Еврозоне, из-за введения в ряде стран краткосрочных локальных экономических ограничений в целях борьбы с коронавирусом, в четвертом квартале 2020 года восстановление будет более медленным. Тем не менее, в результате более высокой, чем оценивалось, экономической активности в третьем квартале, экономический спад в 2020 году сформируется ниже прогноза ЦБ РА, предусмотренного предыдущей квартальной программой. В рамках сценария использования вакцины со следующего года, более быстрое восстановление ожидается и в среднесрочном отрезке.

В России, как и в двух указанных экономиках, темпы реального экономического роста в течение всего прогнозного горизонта будут выше, что обусловлено влиянием массовой вакцинации во всем мире.

Следует также отметить, что в результате более быстрого восстановления спроса, в прогножном горизонте в США и России будет зафиксирована более высокая инфляция, чем

График 12

Прогнозы экономического роста США (%)

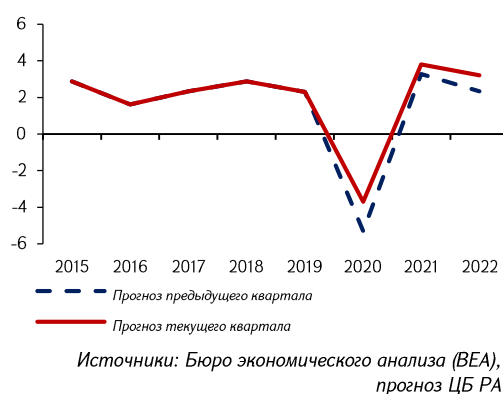


График 13

Прогнозы экономического роста ЕС (%)

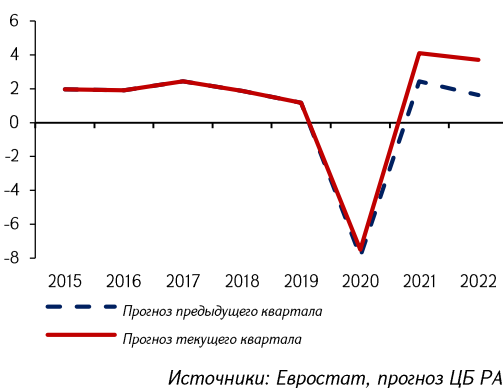
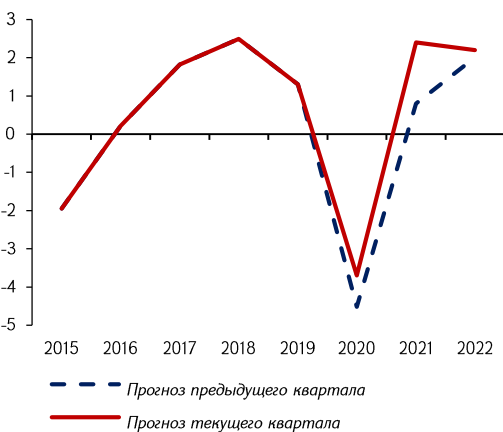


График 14

Прогнозы экономического роста РФ (%)



ожидалось ранее. А в Еврозоне инфляция будет слегка ниже, в основном, из-за укрепления евро по отношению к доллару США.

Цены на сырьевые товары, большей частью обусловленные намного опередившим ожидания восстановлением экономики (промышленности) Китая, в течение почти всего прогнозного горизонта будут на более высоких уровнях, чем ожидалось.

Среднесрочные прогнозы цен на рынке продовольственных товаров, в соответствии с фактическими развитиями и новыми прогнозами относительно мирового спроса, были пересмотрены в сторону роста. В ближайшие годы цены на продовольственные товары будут выше, чем предусматривалось в предыдущих прогнозах, вызывая инфляционные тенденции, которые затем постепенно нейтрализуются.

Прогнозы международных цен на нефть на весь горизонт почти не были пересмотрены: в среднесрочной перспективе цены на нефть, в соответствии с восстановлением мирового спроса, проявят тенденцию роста. В течение прогнозного горизонта цены на нефть марки Brent составят 40-50 долларов США за баррель.

Международные цены на медь, обусловленные восстановлением экономики Китая, опережающим прогнозы, сформировались на уровнях, превышающих предыдущие прогнозы. В среднесрочном отрезке, параллельно возвращению экономики Китая на траекторию устойчивого роста и после постепенной нейтрализации имеющихся проблем с предложением, международные цены на медь несколько снизятся. В конце горизонта международные цены на медь сформируются в интервале, предусмотренном предыдущими прогнозами ЦБ РА.

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

Показатель экономической активности в 2020 году пересмотрен в сторону спада и вместо предыдущего значения в -6,2% в настоящее время оценивается в -7,2%. Пересмотр был обусловлен как фактическими спадами экономики, вызванными второй волной коронавируса, так и понижательной направленностью прогнозов относительно восстановления отраслей экономики. В частности, сохранится предупредительное поведение хозяйствующих субъектов, чему дополнительное содействие также окажет рост неопределенности из-за введения военного положения в конце сентября.

График 15

Прогноз международных цен на продовольствие



Источники: FAO, прогноз ЦБ РА

График 16

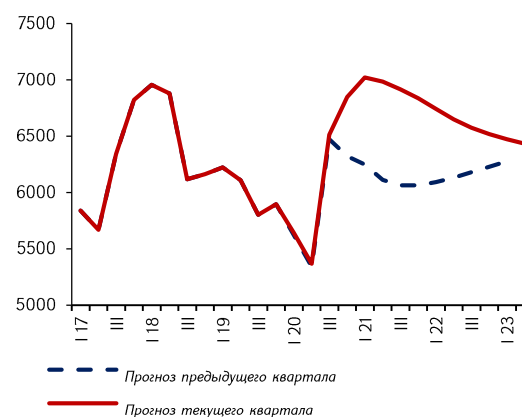
Прогноз международных цен на нефть



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 17

Прогноз международных цен на медь



Источники: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

¹² Темп роста каждого квартала рассчитан как кумулятивный темп роста за предыдущие 4 квартала.

В 2020 году самый большой спад ожидается в отрасли услуг, особенно за счет беспрецедентных спадов в подотраслях в период военного положения. Туризм будет восстанавливаться медленнее, учитывая также действующие ограничения в стране в условиях военного положения. В промышленности также будет зафиксировано определенное замедление, обусловленное, в основном, уменьшением горнодобывающей отрасли. Предполагается, что отрасль строительства, по сравнению с прежними прогнозами, восстановится быстрее, в основном благодаря строительству, осуществляемому за счет государственных средств, но пока останется на низких уровнях. В сельском хозяйстве, в отличие от других отраслей экономики, ожидается определенный рост, так как сформировавшиеся с начала года шоки не оказали на отрасль существенного влияния.

Вышеуказанный экономический спад будет обусловлен, главным образом, 10,1% спадом частного спроса, который был пересмотрен слегка вверх по сравнению с прежним прогнозом, что, в основном, вызвано не таким глубоким фактическим спадом частного спроса в третьем квартале. Государственные расходы оказали положительное содействие экономическому росту и также были пересмотрены вверх по сравнению с предыдущим прогнозом, а падение объемов экспорта и импорта наоборот, было пересмотрено в сторону уменьшения.

Экономический рост в прогнозном горизонте был пересмотрен по сравнению с предыдущим прогнозом вниз (график 18) и пока останется ниже долгосрочного устойчивого уровня, главным образом из-за снижения производительности и низкого уровня фактических и ожидаемых инвестиций вследствие роста неопределенности.

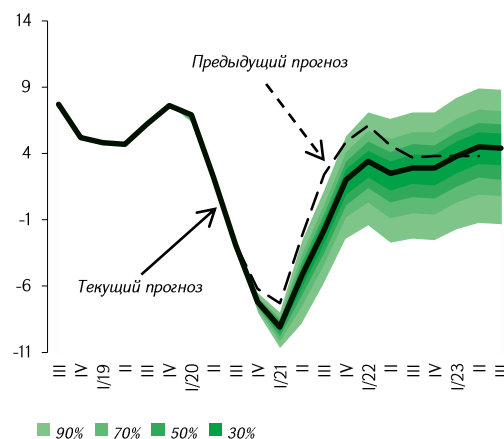
В результате вышеперечисленные факторы окажут отрицательное влияние на потенциал экономики, а разрыв ВВП в среднесрочном отрезке пока будет находиться в области отрицательных значений и закроется только к концу прогнозного горизонта в результате постепенной нейтрализации отрицательных факторов спроса и стимулирующей денежно-кредитной политики.

Таблица

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2020 январь-декабрь / 2019 январь-декабрь	(-7.4) - (-7)	(-8.1) - (-6.5)
2021 январь-декабрь / 2020 январь-декабрь	0.9 - 2.8	-2.5 - 5.3
2022 январь-декабрь / 2021 январь-декабрь	1.6 - 3.9	(-2.6) - 7.1
2023 январь-сентябрь / 2022 январь-сентябрь	3.1 - 5.5	(-1.4) - 8.8

График 18

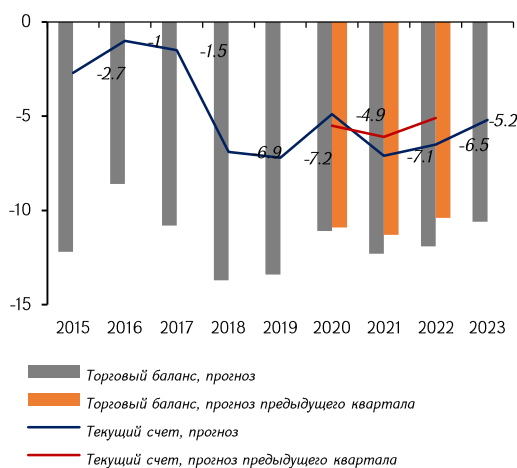
Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)¹³ роста ВВП в 3-годичном прогнозном



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 19

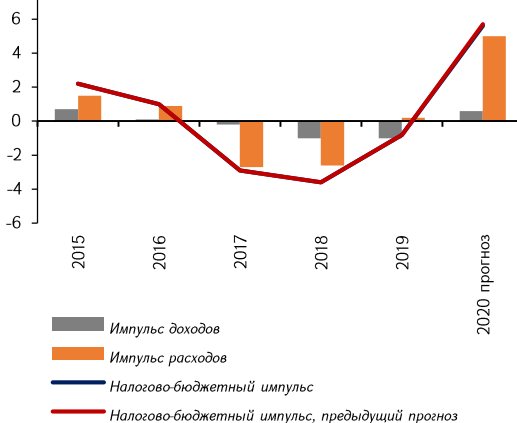
Среднесрочные прогнозы показателя "Текущий счет / ВВП" (%)



Источники: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 20

Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)



Источник: оценка ЦБ РА

¹³ Темп роста каждого квартала рассчитан как кумулятивный темп роста за предыдущие 4 квартала.

В 2021 году показатель соотношения дефицита текущего счета и ВВП будет выше, чем предусматривалось в предыдущем прогнозе, в основном, вследствие углубления дефицита торгового баланса из-за отрицательного влияния предложения. Вместе с этим, содействие беспрецедентного роста в 2020 году денежных переводов физическим лицам из США постепенно нейтрализуется в 2021 году.

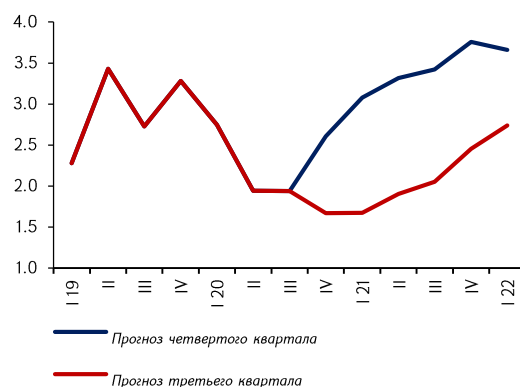
Оценка влияния налогово-бюджетной политики почти не была изменена по сравнению с предыдущим прогнозом, составив расширяющее влияние на 5,6 процентного пункта.

Согласно текущему прогнозу на 2020 год в краткосрочном отрезке сохранилась траектория общей инфляции, предусмотренная предыдущим прогнозом, хотя цены на сельхозпродукцию будут ниже, а наиболее высокий показатель ожидается по базовой инфляции. В ближайшем краткосрочном горизонте ускорение инфляции будет обуславливаться наличием инфляционных давлений, ожидаемых из международных товарно-сырьевых рынков, и развитиями на валютном рынке. С другой стороны, в среднесрочном отрезке параллельно восстановлению слабого внутреннего спроса, ослабевают дефляционные давления из реальной экономики. В результате, инфляция, приближаясь к целевому ориентиру быстрее, чем предусматривалось предыдущей программой, стабилизируется в среднесрочном отрезке и в конце прогнозного горизонта сформируется вблизи целевого ориентира (см. график “Распределение вероятностей прогноза инфляции”).

Краткосрочные инфляционные ожидания будут находиться в ближайшее время в определенной степени выше уровней, предусмотренных прежними прогнозами, что обусловлено перспективой более быстрого восстановления базовой инфляции.

График 21

Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



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 четвертый квартал 2020 года, и риски реализации этой программы, которые вытекают из развитий внешнего сектора, осуществляемой налогово-бюджетной политики, сформировавшихся тенденций и краткосрочных прогнозов.

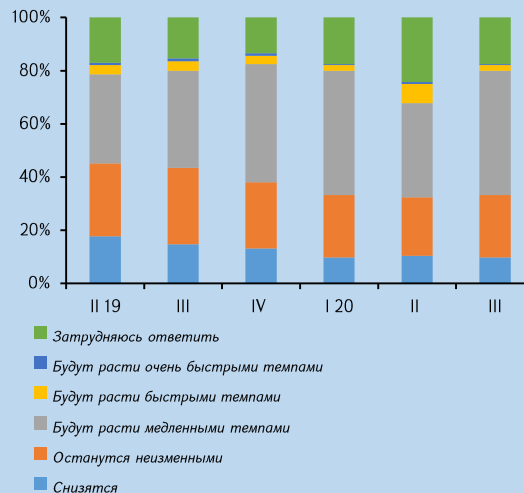
Врезка 1

Результаты опросов домашних хозяйств и участников финансового сектора относительно их ожиданий

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

График 22

Опрос об инфляционных ожиданиях домохозяйств



Источник: ЦБ РА

Логика составления прогноза

Таблица 3

Основные суждения и предположения	Вероятные развития в случае реализации указанного предположения
В развитых странах отрицательное влияние коронавируса будет слабеть параллельно вакцинации, но сохранится до второго квартала 2021 года, а в развивающихся странах влияние сохранится до конца 2021 года, однако будет слабее. Неопределенность будет обусловлена возможностью приобретения препарата и массовостью вакцинации. Продолжится сокращение объемов производства нефти в рамках соглашения ОПЕК+.	✓ В краткосрочном отрезке сохранится отрицательное влияние распространения коронавируса, однако в среднесрочном отрезке, в результате использования вакцины, отрицательное воздействие постепенно уменьшится. ✓ В течение почти всего прогнозного горизонта мировой спрос будет слегка выше, чем прогнозировалось, вследствие ожиданий, связанных с распространением вакцины, фактическими результатами использования. ✓ В условиях положительных развитий спроса в странах-партнерах, траектория инфляции будет определенно выше прежних прогнозов. ✓ На международных рынках сырья и особенно продовольственных товаров фактически сформировались и ожидаются преимущественно инфляционные развития.
Премия за риск страны в ближайшее время останется на высоком уровне.	✓ В четвертом квартале наблюдался рост премии за риск, и на фоне большой неопределенности относительно внутренних экономических и политических перспектив этот уровень премии сохранится также в ближайшее время.

Ускорение инфляционных ожиданий.	✓ Согласно оценкам, краткосрочные инфляционные ожидания населения определенно повысились, что обусловлено некоторым ускорением базовой инфляции в условиях инфляционных развитий на международных рынках, определенного ослабления драма на валютном рынке.
Ощутимо стимулирующая налогово-бюджетная политика – для 2020 года, и слегка сдерживающая – для 2021 года.	✓ По оценкам, в 2020 году влияние налогово-бюджетной политики будет значительно расширяющим – на 5,6 процентного пункта при условии осуществления Правительством антикризисных программ, увеличения военных расходов и некоторого недовыполнения капитальных расходов с внешними источниками финансирования. Оценка стимулирующего влияния основана на следующих базовых предположения: существенное снижение налоговых доходов и рост государственных расходов. В среднесрочной перспективе, особенно в 2021 году, влияние налогово-бюджетной политики будет, по оценкам, слегка сдерживающим¹⁴, а основываясь на оценках основного сценария среднесрочной программы расходов на 2022–2023 гг., влияние будет нейтральным.
Неопределенность, сложившаяся в условиях коронавируса и военного положения, в краткосрочной перспективе вызовет определенные негативные влияния.	✓ Ожидается, что влияние коронавируса в РА уменьшится с начала 2021 года, а затем почти нейтрализуется вследствие широкого использования вакцины и формирования группового иммунитета в РА. ✓ Ожидается, что объем международного туризма будет почти нулевым до конца 2020 года, и только постепенно, к концу 2021 года приблизится к 40% от предкризисного уровня. ✓ Рост экономических и политических неопределенностей, наблюдаемый в течение военного положения и в период после его отмены, вызывает отсрочку восстановления внутреннего спроса (потребление-инвестиции), а также временное ослабление потенциала ВВП в среднесрочном отрезке.
Замедление долгосрочного устойчивого роста ВВП.	✓ Из-за последствий военных действий в Арцахе ожидается потеря и замедление уровня и прироста потенциала ВВП РА. Годовой прирост ВВП будет примерно на 1,4% ниже прежнего прогноза.
Постепенная коррекция финансово-банковского сектора.	✓ В ближайшее время ожидается определенное обновление балансов финансового сектора, которое окажет сдерживающее влияние на развития целостного спроса. ✓ Тем не менее, в течение всего прогнозного горизонта меры макроэкономической политики будут направлены на обеспечение деятельности финансовой системы в нормальных условиях, не создавая дополнительных рисков для реального сектора и финансовой стабильности.

¹⁴ На основании показателей проекта закона РА “О государственном бюджете на 2021 год”.

Изменение акцизного налога и таможенной пошлины, обусловленное требованием применения единых тарифов в рамках ЕАЭС.	✓ По оценкам, ожидаемое влияние от изменения акцизного налога в 2021 году составит 0,4 процентного пункта, а изменение тарифов таможенных пошлин – до 0,2 процентного пункта.
Возникновение определенных проблем на рынке говядины и свинины, вызванных войной.	✓ Из-за увеличения забоя скота, обусловленного возникшими в Арцахе, а также области Сюник проблемами в животноводстве, вызвало определенное снижение цен на говяжье мясо и свинину, что, однако, будет иметь краткосрочный характер, и в дальнейшем цены постепенно вернутся к прежним уровням.
Возможный пересмотр тарифов на электроэнергию в сторону повышения, из-за почти 140-дневного простоя Мецаморской АЭС, а также определенного ослабления драма.	✓ Первичное инфляционное влияние оценивается в 0,2-0,4 процентного пункта, вторичное влияние – 0,15 процентного пункта.
Установление запрета на ввоз товаров турецкого производства с января 2021 года.	✓ Запрет не будет иметь существенного инфляционного влияния, так как, по оценкам, для создания логистических цепочек импорта товаров аналогичного вида и качества из других стран, в частности из Китая и России, имеются достаточные возможности и время.

Риски прогноза

Текущие развития показывают, что темпы распространения коронавируса в мире остаются в ряде стран высокими. Несмотря на то, что новости о возможностях успешного применения вакцин создали оптимистические настроения на рынках, неопределенность, связанная с будущим, сохраняется на достаточно высоком уровне в мире, особенно, в развивающихся странах, включая РА. Для РА возникла дополнительная неопределенность, обусловленная введением военного положения в стране из-за начатого 27-го сентября Азербайджаном широкомасштабного военного наступления на Республику Арцах, что также расширило риски, сложившиеся вокруг базового сценария. В целом, высокий уровень неопределенности продолжает выражаться в виде наиболее широких прогнозных диапазонов центральных значений инфляции и других важных макропоказателей (см. графики 1 и 2 о распределении вероятностей прогнозов инфляции и экономического роста). Как прежде, так и в этом случае, в условиях большой неопределенности нами приводятся только наиболее значительные по количеству риски, которые сложились вокруг базового сценария.

С точки зрения целостного спроса можно выделить следующие риски:

- Риски по внешнему спросу будут обусловлены возможностями и эффективностью использования вакцины, а также эффективностью и длительностью антикризисных мер.

- Наиболее долго будет сохраняться проявление осторожности в потребительском поведении, что выразится в изменениях структуры взаимосвязи потребление-сбережения. Эти развития могут оказать дополнительное сдерживающее влияние на общий спрос, и, оказав давление на последующую динамику вложений в отдельные отрасли, могут даже вызвать наиболее долгосрочный ущерб с точки зрения уровня потенциала экономики.

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

- Риски инфляции по предложению в краткосрочной перспективе оцениваются в сторону повышения. Содействие ослабления курса драма на валютном рынке инфляции может быть сильнее, чем предполагалось в базовом сценарии, в результате повысятся краткосрочные инфляционные риски по импортированным товарам, а также, в качестве косвенного влияния, и по товарам и услугам местного производства.
- Риски по ценам на сырьевые товары будут обусловлены скоростью восстановления мировой экономики, зависящей от массовости и эффективности применения вакцины.

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

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

- Вследствие неопределенности относительно продолжительности и хода пандемии и противоэпидемических мероприятий может сформироваться низкий уровень потребительского доверия и деловой среды, что в случае сохранения в течение довольно продолжительного периода создаст дополнительные риски для потенциала среднесрочного роста ВВП.
- В случае длительного сохранения пандемии возможны изменения в структуре потребления, в частности, в потреблении может уменьшиться доля услуг, требующих социальных контактов, что в среднесрочном периоде с точки зрения перераспределения трудовых ресурсов содержит дополнительные риски и может способствовать росту структурной безработицы.
- Дополнительные риски сокращения инвестиций из-за роста неопределенности, вызванной военными действиями в Арцахе и введением военного положения в РА.

В целом, поскольку имеется большая неопределенность, связанная со здравоохранением, 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 ТРЕТЬЕГО КВАРТАЛА 2020 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

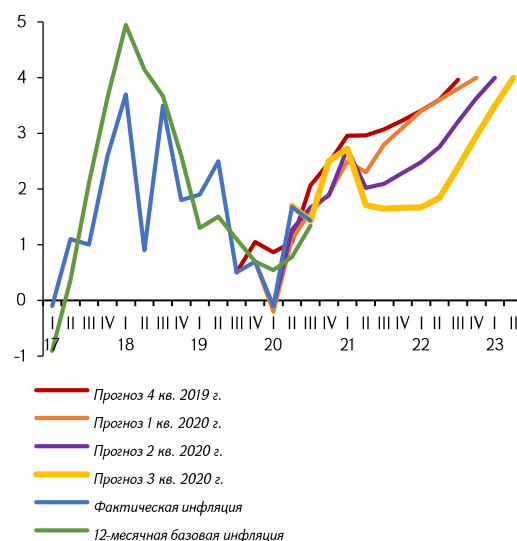
Для одногодичного периода, предшествующего третьему кварталу 2020 года, согласно программе денежно-кредитной политики четвертого квартала 2019 года, низкая инфляционная среда должна была сохраниться, обусловленная ожидаемым слабым валовым спросом. Спрос же, в свою очередь, должен был оставаться под влияниями, исходящими из осуществляемой на тот момент налогово-бюджетной политики и сохраняющейся во внешнем секторе низкой инфляционной среды. Вместе с этим, формированию низкой инфляции продолжали бы оказывать существенное содействие некоторые факторы предложения, в частности, непрерывный рост конкуренции на товарных рынках и определенное перемещение спроса от товаров краткосрочного пользования к товарам долгосрочного потребления. В этих условиях, отдав предпочтение постепенному восстановлению инфляции, Центральный банк предусматривал продолжить осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики. В результате 12-месячная инфляция в краткосрочном периоде должна была оставаться на низком уровне, а в среднесрочном – приблизиться и укрепиться вблизи 4% целевого ориентира.

В отчетном периоде, как и ожидалось, сформировалась низкая инфляционная среда, однако, вследствие определенных новых дефляционных проявлений, 12-месячная инфляция оказалась ниже, чем ожидалась, и отклонилась от запланированной траектории вниз. Отклонение было вызвано проявившимися в этом периоде факторами как спроса, так и предложения.

По результатам влияния вышеуказанных факторов на инфляцию отчетный период можно разделить на две части из-за различий в осуществленной налогово-бюджетной политике, динамикой частного спроса и рядом проявившихся факторов предложения. В частности, в четвертом квартале 2019 года и первом квартале 2020 года правительство проводило более сдерживающую, чем ожидалось, налогово-бюджетную политику. Тем не менее, в этом периоде был зафиксирован превысивший ожидания рост внутреннего спроса, обусловленный высоким ростом частного потребления, который, в свою очередь, был вызван относительно большим увеличением объема потребительских кредитов, выданных финансовой системой

График 23

По прогнозам ЦБ, в краткосрочном периоде 12-месячная инфляция приблизится к целевому ориентиру и в прогнозном горизонте укрепитя вблизи целевого ориентира



экономике. Однако при этом сдерживанию инфляции содействовали некоторые факторы предложения, в частности, влияние сформировавшихся в мире низких цен на внутренние цены, повышение эффективности использования внутренних ресурсов в неэкспортном секторе экономики и непрерывно растущая конкуренция на товарных рынках. Исходя из этого, ЦБ пересмотрел квартальные прогнозы инфляции и траекторию восстановления.

В то же время, в этот период ЦБ сохранил ставку рефинансирования на неизменном уровне.

Во втором и третьем кварталах 2020 года инфляционные развития были обусловлены, главным образом, последствиями в области здравоохранения и в экономике, вызванными пандемией коронавируса (COVID-19), вспыхнувшей с начала года в ряде стран, и с марта - в РА. В указанном периоде, вследствие ограничений, введенных в области здравоохранения и экономической деятельности, а также сформировавшейся неопределенности относительно экономических перспектив, наблюдался резкий спад экономической активности, который выразился в существенном снижении показателей во всех отраслях экономики. В этой ситуации правительство осуществило стимулирующую налогово-бюджетную политику по социальному и экономическому содействию. Однако, на фоне вызванной пандемией большой неопределенности среди населения сложилось предупредительное поведение в отношении частного поведения и вложений, которое перекрыло налогово-бюджетное стимулирование и привело к ослаблению внутреннего спроса и сохранению низкой инфляционной среды. Следует отметить, что дополнительная неопределенность относительно перспектив восстановления экономики и инфляционных развитий к концу квартала была вызвана широко-масштабным военным наступлением, начатым Азербайджаном 27-го сентября вдоль всей линии соприкосновения с Республикой Арцах, и введением, в результате этого, военного положения в Республике Армения, а также, параллельно этому, вспышкой новой волны коронавируса и ее стремительным распространением.

В отчетном периоде, учитывая возможные дефляционные влияния на фоне сохраняющегося слабого валового спроса, ЦБ РА проводил стимулирующую денежно-кредитную политику, вновь отдавая предпочтение постепенному восстановлению инфляции, так как, согласно оценкам ЦБ, сформировавшаяся в макроэкономической ситуации низкая инфляция способствует закреплению долгосрочных инфляционных ожиданий и росту доверия населения к проводимой ЦБ денежно-кредитной политике. В течение одногодичного отчетного периода ЦБ постепенно снижал ставку рефинансирования - на 1,25

процентного пункта в итоге, что было обусловлено ожиданиями замедления восстановления внешнего и внутреннего спроса на фоне высокого уровня неопределенности, сформировавшегося в результате распространения пандемии.

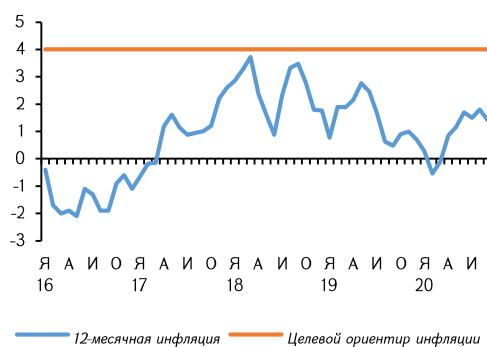
В то же время, реагируя на существенный рост спроса на драмовую ликвидность в условиях коронавируса, ЦБ с целью управления ввел в систему драмовую ликвидность в необходимом количестве, и в результате краткосрочные ставки сформировались вблизи ставки политики ЦБ. В отчетном периоде ЦБ постоянно посылал финансовому рынку импульсы о том, что при наличии ожидаемых макроэкономических развитий стимулирующие условия будут сохранены так долго, как это будет необходимо для достижения целевого ориентира в среднесрочном периоде.

3.1.2. Цены

В течение одногодичного периода, следующего за четвертым кварталом 2020 года, 12-месячная инфляция оставалась на низком уровне, проявив некоторую волатильность, обусловленную, главным образом, изменениями цен на сельхозпродукцию. В частности, в четвертом квартале 2019 года и в начале 2020 года спад цен на сезонные продукты оказал, в целом, отрицательное содействие инфляции, в результате инфляция снизилась, составив в марте -0,1% в годовом исчислении. Начиная со второго квартала было зафиксировано определенное восстановление инфляции, обусловленное повышением цен на сезонные сельхозпродукты, в особенности, на фрукты. В результате в сентябре 12-месячная инфляция составила 1,4%. В то же время, показатель 12-месячной инфляции в третьем квартале 2020 года восстановился в определенной мере и составил в сентябре примерно 1,3%, а рост тарифов на регулируемые услуги и цен на сезонные продовольственные товары в годовом исчислении составил соответственно 1,1% и 5,1%. Следует отметить, что в начале 2020 года инфляционное влияние от изменения в начале 2020 года таможенных ставок, составило, как и оценивалось, примерно 0,2 процентного пункта, а рост цен на товарные категории “Алкольные напитки” и “Табачная продукция” продолжал оставаться под инфляционным влиянием от изменения с начала года акцизного налога.

График 24

За последний одногодичный период инфляция оставалась значительно ниже целевого уровня



Источник: СК РА

Таблица 4

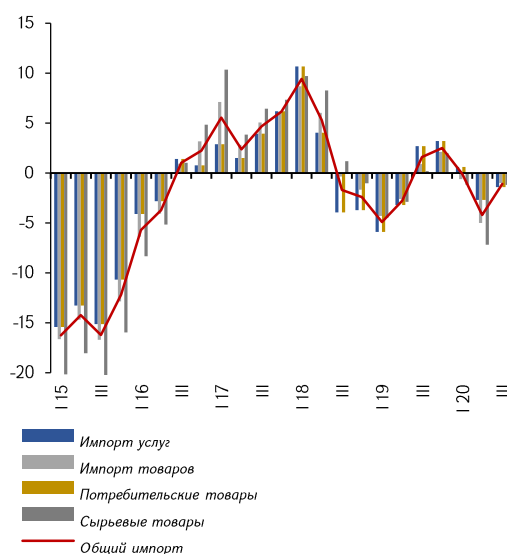
Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие			
Товарная категория	Вес	12-месячная инфляция, по состоянию на сентябрь	Содействие
Базовая инфляция	72.7	1.34	0.97
Хлебобулочная продукция и крупы	7.73	3.77	0.29
Мясо	9.58	-3.04	-0.29
Масла и жиры	2.37	2.38	0.06
Сахарный песок	0.53	6.42	0.03
Алкогольные напитки	2.79	11.49	0.32
Табачные изделия	1.39	6.32	0.09
Одежда	2.45	-2.75	-0.07
Обувь	1.32	-2.75	-0.04
Медикаменты, медицинское оборудование и приборы	4.62	2.92	0.14
Топливо	5.29	-1.60	-0.08
Пассажирские воздушные перевозки	0.48	-0.78	0.00
Образование	3.14	2.04	0.06
Услуги больниц	2.66	1.37	0.04
Амбулаторное лечение	2.37	2.84	0.07
Сезонные продовольственные товары	11.47	5.14	0.59
Яйца	1.15	-3.68	-0.04
Фрукты	4.19	20.11	0.84
Овощи	6.13	-6.87	-0.42
Регулируемые услуги	15.88	1.05	0.17

Цены на импорт. Долларовые цены, сформировавшиеся на внешнем рынке в третьем квартале 2020 года, оказали на внутренние цены РА инфляционное влияние. Долларовые цены на импорт в РА повысились по сравнению с предыдущим кварталом на 3,3%, в результате темпы снижения цен по сравнению с аналогичным периодом прошлого года замедлились и составили 1,1% в годовом исчислении. В течение третьего квартала был зарегистрирован рост долларовых цен, как на потребительские товары, так и на товары промежуточного использования.

Что касается развитий по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, то содействие снижению на 1,1% в годовом исчислении оказало, главным образом, снижение цен на нефть (в среднем на 31,0%). Снижение цен на потребительские товары по сравнению с прошлым годом было обусловлено, в основном, ослаблением номинальных курсов российского рубля и турецкой лиры в годовом исчислении. Что касается товаров промежуточного потребления, то снижение цен на нефть компенсировалось ростом цен на все остальные товары в годовом исчислении.

График 25

В 3-м квартале 2020 г. снижение долларовых цен на импорт товаров и услуг замедлилось по сравнению с тем же кварталом предыдущего года (в годовом исчислении, %)



Источник: расчеты ЦБ РА

3.2. Экономические развития

3.2.1. Позиция экономики

В отчетном квартале разрыв ВВП оставался в области отрицательных значений. В третьем квартале 2020 года экономический спад составил 9,1%, что обусловлено сокращением, как валового предложения, так и валового спроса. По сравнению с предыдущим кварталом валовое предложение несколько восстановилось под влиянием смягчения временных ограничений в экономике, однако сдержанный спрос сохранился, в результате разрыв ВВП остался, как прежде, в области отрицательных значений. Отрицательный разрыв ВВП является, главным образом, результатом низкого частного спроса и выражается слабой инфляционной средой (см. раздел 2.2.1), а стимулирующее влияние государственного бюджета и рост денежных переводов в третьем квартале оказали содействие разрыву ВВП.

3.2.2. Расходная сторона экономики

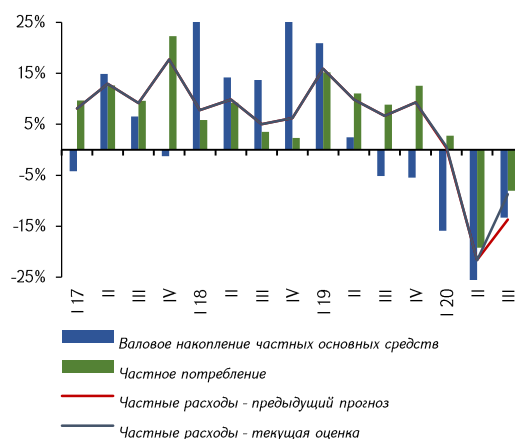
Экономическому спаду в 9,1%, зафиксированному в третьем квартале 2020 года, основное содействие оказало сокращение частных расходов, однако уменьшение расходов было меньше, чем прогнозировалось ЦБ. В отчетном квартале частный спрос пока остается под влиянием усиления вызванной пандемией коронавируса неопределенности, предупредительного поведения и принятия решений об отсрочке потребления и вложений. В условиях вышеуказанного экономического спада частное потребление в третьем квартале снизилось на 8,1%, что меньше предыдущих оценок ЦБ и обусловлено, главным образом, более положительными, чем ожидалось, развитиями в области денежных переводов. Валовое накопление частных основных средств сократилось на 13,3% и также находится на уровне, превышающем предыдущие прогнозы ЦБ, что обусловлено более положительными, чем ожидалось, развитиями (см. раздел 3.2.3). В результате в отчетном квартале частные расходы снизились на 8,8%, вместо 13,7% по предыдущему прогнозу.

Хотя снижение частного спроса было мягче, чем прогнозировалось, тем не менее, согласно оценкам ЦБ, частный спрос на потребительском рынке продолжал оказывать дефляционное влияние.

Снятие в третьем квартале 2020 года ограничений в мировой и внутренней экономиках, введенных в качестве превентивных мер против распространения коронавируса, выразилось в восстановлении экспорта и импорта, что соответствовало прогнозам ЦБ. Причем, по сравнению со вторым кварталом, рост реальных объемов импорта

График 26

Структура частных расходов (рост в годовом исчислении)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

товаров и услуг в третьем квартале превысил рост реальных объемов экспорта товаров и услуг. В результате содействие чистого реального экспорта ВВП было отрицательным. Что касается развитий в течение третьего квартала прошлого года, то темпы снижения как экспорта, так и импорта ускорились, как и ожидалось. Обусловлено это, в основном, почти нулевым уровнем мирового туризма. В частности, в третьем квартале 2020 года снижение реального экспорта товаров и услуг составило 44,7% в годовом исчислении, а реального импорта – 36,1% в годовом исчислении. Снижение в годовом исчислении экспорта обусловлено сохранением слабого мирового спроса, а также почти нулевым уровнем экспорта туризма. Снижение импорта обусловлено спадом внутреннего частного спроса по сравнению с аналогичным кварталом прошлого года, а также почти нулевым уровнем импорта туризма.

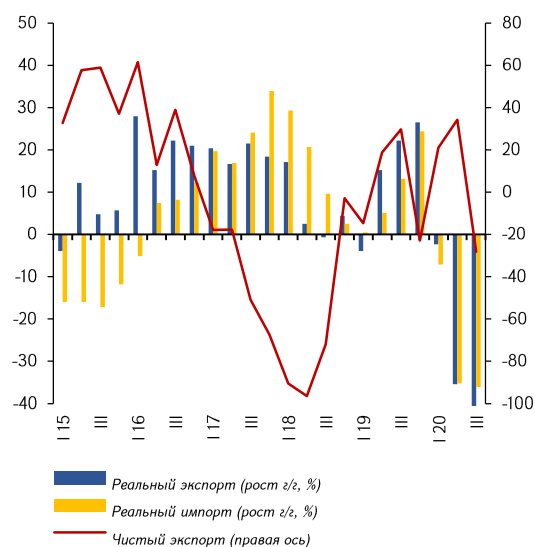
В третьем квартале 2020 года долларовые объемы чистых денежных переводов физических лиц (включая оплату труда трудовых мигрантов и личные трансферты), по оценкам, слегка уменьшились на 1,0% в годовом исчислении, что довольно ниже темпа снижения, предусматриваемого ЦБ в прошлом (прогноз составлял примерно 11,0%). Зафиксированные в структуре денежных переводов физических лиц географические перемещения наблюдались и в течение третьего квартала. Сокращение переводов из России было возмещено беспрецедентным ростом денежных переводов из США и “Других стран” (группа). Снижение денежных переводов из России вызвано сохранением введенных еще с первого квартала ограничений на миграционные потоки.

В результате вышеуказанных развитий в третьем квартале 2020 года, согласно оценкам, показатель соотношения дефицита текущего счета и ВВП снизился на 1,1 процентного пункта, что обусловлено, в основном, улучшением условий торговли, а также сокращением отрицательного баланса доходов от вложений.

Налогово-бюджетная политика¹⁵. В третьем квартале 2020 года фактические доходы бюджета были перевыполнены по сравнению с программой¹⁶, а показатель расходов соответствовал оценке ЦБ по второму кварталу. В результате оценка влияния налогово-бюджетной политики на валовой спрос по кварталу составила расширяющие 5,5 процентного пункта вместо предусмотренного расширяющего влияния в 7,1 процентного пункта, вследствие отклонения, в основном, доходов.

График 27

Позиция чистого экспорта ухудшилась в 3-м квартале 2020 года, что вызвано снижением экспорта, опережающим снижением импорта (чистый реальный экспорт, рост г/г, %, положительное значение – улучшение)



Источник: СК РА

Оценка влияния налогово-бюджетной политики на валовой спрос по кварталу составила расширяющие 5,5 процентного пункта.

¹⁵ Анализ налогово-бюджетного сектора составлен на базе фактических показателей совокупного бюджета за третий квартал.

¹⁶ Основой для программы доходов послужила скорректированная на данный момент программа правительства РА на 2020 год.

Фактические доходы бюджета в третьем квартале 2020 года составили 107,8% скорректированного программного показателя¹⁷, вследствие, в основном, сбора большего объема налоговых доходов. В результате импульс доходов был расширяющим меньше, чем предусматривалось прогнозом: 1,0 процентного пункта вместо прогнозного 1,7 процентного пункта.

Расходы государственного бюджета в третьем квартале соответствовали прогнозам ЦБ, хотя чистое кредитование было ниже показателя, предусмотренного ЦБ. В результате импульс расходов был расширяющим в 4,5 процентного пункта, вместо 5,4 процентного пункта по прогнозу (в условиях отклонения чистого кредитования и новой оценки потенциала ВВП). В структуре расходов государственного бюджета некоторые статьи были невыполнены по сравнению с прогнозами ЦБ, а **государственное потребление** было перевыполнено на 3,8%, в которое вошли также расходы на осуществление правительственных антикризисных программ и рост расходов на здравоохранение. Фактические расходы по статье «Операции с нефинансовыми активами» также превысили прогноз ЦБ, в основном из-за программ, осуществляемых за счет внутреннего финансирования.

В результате вышеуказанных развитий по части доходов и расходов, в третьем квартале сформировался дефицит бюджета на 105,9 млрд драмов, что меньше оцененного ЦБ показателя благодаря сбору превысившего прогноз объема доходов. В третьем квартале 2020 года вновь был зафиксирован профицит в бюджетах общин, в результате дефицит совокупного бюджета составил 103 млрд драмов.

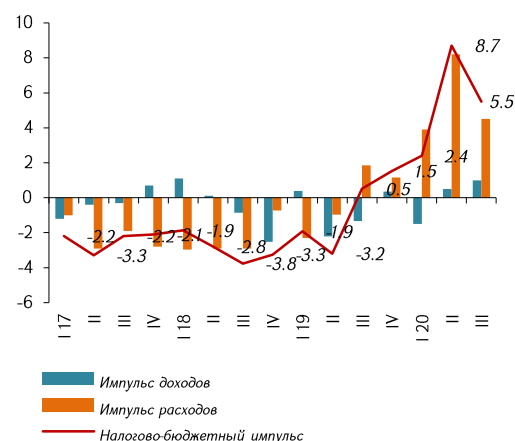
Резюмируя, можно сказать, что влияние налогово-бюджетной политики на спрос и инфляцию было менее расширяющим, чем ожидалось.

Что касается основных показателей государственного бюджета за девять месяцев, то общие доходы государственного бюджета составили 1075,1 млрд драмов, что на 6,4% меньше показателя за тот же период прошлого года, а расходы государственного бюджета составили 1229,9 млрд драмов, что на 16,8% больше показателя за тот же период прошлого года.

В результате в течение девяти месяцев 2020 года сформировался дефицит государственного бюджета на 154,8 млрд драмов, и влияние налогово-бюджетной политики на валовой спрос было стимулирующим в 5,6 процентного пункта за счет расширяющего влияния расходов.

График 28

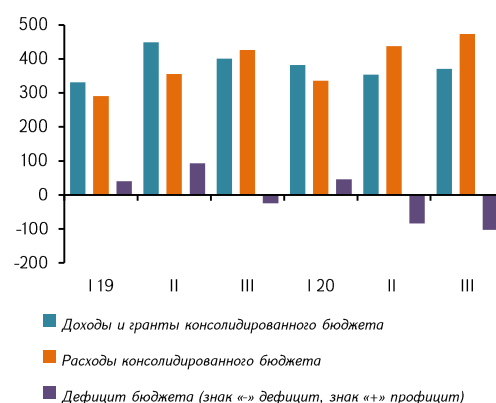
В 3-м кв. 2020 г. расширяющее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено, главным образом, расширением расходов



Источник: оценка ЦБ РА

График 29

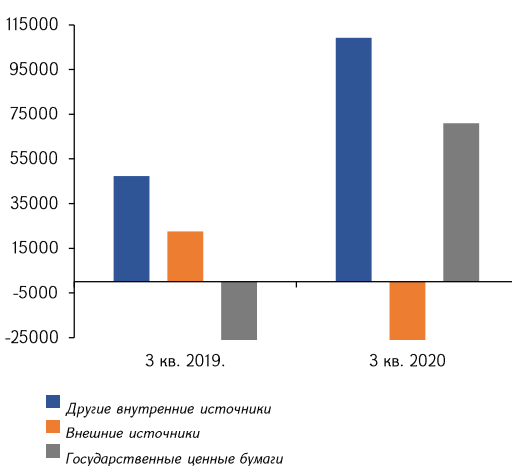
Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов)



Источник: СК РА

График 30

В 3-м квартале 2020 года сформировался дефицит госбюджета, а в финансовых источниках увеличилась доля источников внутреннего финансирования



Источник: Минфин РА

¹⁷ В скорректированной программе налоги снижены в соответствии с оценками экономического спада, и снижены еще больше — по пессимистическому сценарию.

3.2.3. Производственная сторона экономики

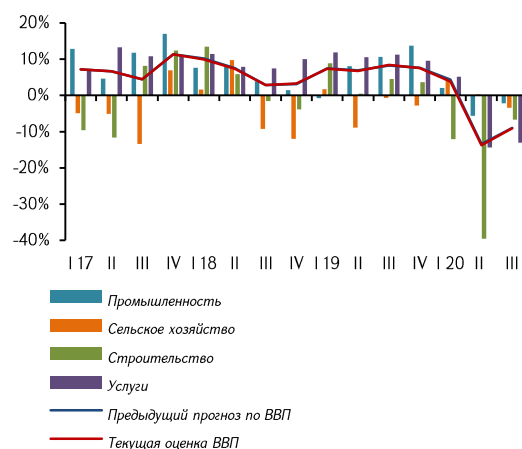
В третьем квартале 2020 года спад ВВП составил -9,1%, который совпадает с прогнозами ЦБ, однако на отраслевых уровнях были зафиксированы определенные отклонения. В частности, спад услуг был глубже, чем ожидалось, составив -13%, содействием которому оказал спад в деятельности в области культуры, развлечений и отдыха, деятельности гостиниц и других мест временного пребывания, предприятий общественного питания и спад транспорта, вызванный снижением туризма и сфер, требующих социальные контакты. А вот финансовая и страховая деятельность, информатика и связь, область здравоохранения оказали положительное содействие. В других отраслях спад был меньше, чем ожидалось: в промышленности - на -2,2%, в сельском хозяйстве - на -3,4%, в строительстве - на -6,7%. Спад в строительстве был зафиксирован особенно по части строительства, осуществляемого за счет средств населения, а строительство, финансируемое из государственных источников и за счет средств организаций, увеличилось. В отчетном квартале самый меньший спад, по сравнению с другими отраслями экономики, был зафиксирован в промышленности, благодаря росту горнодобывающей отрасли.

3.2.4. Рынок труда

В третьем квартале 2020 года уровень безработицы составил, по оценкам, 18,5%, что ниже предыдущих оценок ЦБ. Обусловлено это как изменением Статистическим комитетом методологии расчета уровня безработицы¹⁸, так и включением в расчет показателя безработицы лиц, находящихся в вынужденном бездействии, что является также результатом антикризисных мер Правительства, направленных на сохранение рабочих мест и поддержание низкого уровня безработицы. В результате вышеуказанные замедления экономического роста и производительности сопровождались не столько сокращением занятости, сколько сокращением отработанных часов¹⁹.

В отчетном периоде расходы предприятий на единицу рабочей силы увеличились на 11,6%, отразив замедление темпов роста выпуска в расчете на единицу рабочей силы по сравнению с темпом роста частной заработной платы.

График 31
Отраслевая структура ВВП (годовой прирост, %)

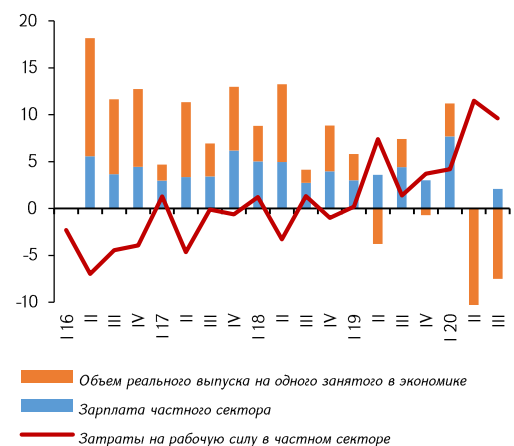


Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 32
Номинальная зарплата частного сектора (годовой прирост, %)



График 33
Расходы на единицу рабочей силы (годовой прирост, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

¹⁸ https://www.armstat.am/file/article/sv_09_20a_141.pdf

¹⁹ Сокращение отработанных часов в среднем за неделю оценивается в 16%.

3.3. Развития финансового рынка

В течение третьего квартала 2020 года Совет ЦБ снизил ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 4,25%.

Сохраняемая низкая инфляционная среда, а также замедление внешнего и внутреннего спроса из-за большой неопределенности относительно сроков окончательного преодоления коронавируса, послужили основанием для принятия Советом ЦБ решения о снижении ставки рефинансирования на 0,25 процентного пункта. В то же время, оценивая необходимость сохранения стимулирующей позиции в среднесрочном отрезке, Совет объявил о дальнейшем смягчении денежно-кредитных условий, если будущие развития будут соответствовать прогнозам. Кроме этого, участникам финансового рынка были посланы импульсы о готовности ЦБ к соответствующему реагированию при проявлении рисков отклонения инфляции от запланированной траектории с целью обеспечения целевого ориентира инфляции в среднесрочном периоде.

Таблица 5

Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА					
Показатели	III кв. 19	IV кв. 19	I кв. 20	II кв. 20	III кв. 20
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	5.50	5.50	5.25	4.5	4.25
Ставка РЕПО ЦБ	5.80	5.63	5.57	5.16	4.54
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	5.78	5.54	5.52	5.04	4.46
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (по состоянию на конец квартала)					
Краткосрочные облигации (1 год)	6.26	6.01	5.83	5.8	5.59
Среднесрочные облигации (5 лет)	7.99	7.44	6.90	6.98	6.95
Долгосрочные облигации (30 лет)	10.99	10.46	9.93	9.04	8.53

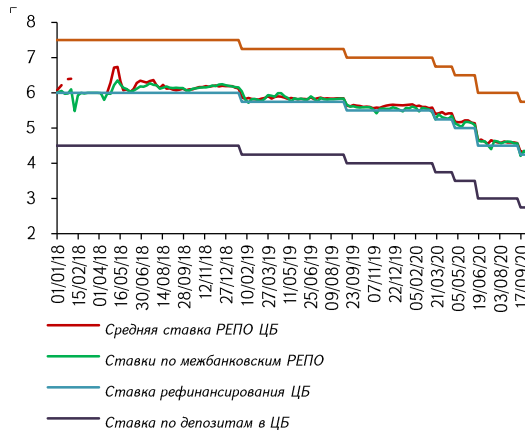
Центральный банк РА, придерживаясь принятой позиции, в третьем квартале вновь продолжил предоставление необходимого объема драмовой ликвидности при помощи основного инструмента ЦБ, что способствовало формированию на рынке краткосрочных процентных ставок вблизи ставки политики ЦБ.

В течение квартала рынок проявил достаточно устойчивую динамику. Несмотря на сохранение неопределенности, вызванной коронавирусом, за счет действий ЦБ (непрерывное снижение ставки рефинансирования, полное удовлетворение спроса банковской системы на драмовую ликвидность) как на валютном, так и драмовом рынке удалось ослабить напряженность, сложившуюся с середины марта, и сохранить определенное спокойствие в третьем квартале.

В течение третьего квартала 2020 года Совет ЦБ снизил ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 4,25%.

График 34

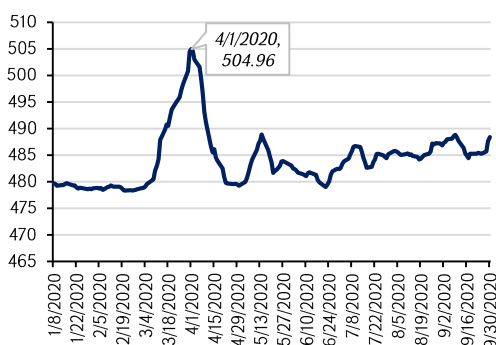
В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться вблизи процентной ставки политики ЦБ



Источник: ЦБ РА

График 35

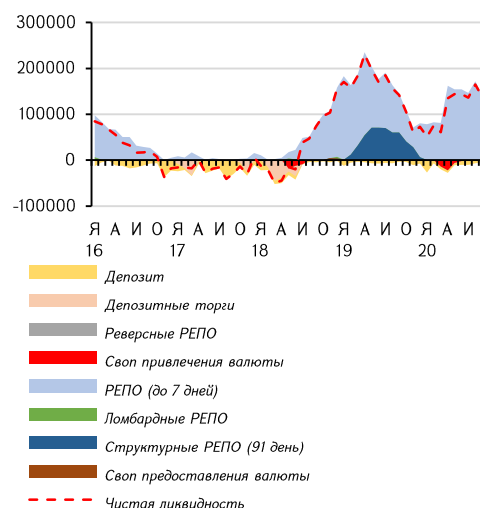
Динамика обменного курса USD/AMD в течение 9 месяцев 2020 года



Источник: ЦБ РА

График 36

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



Источник: ЦБ РА

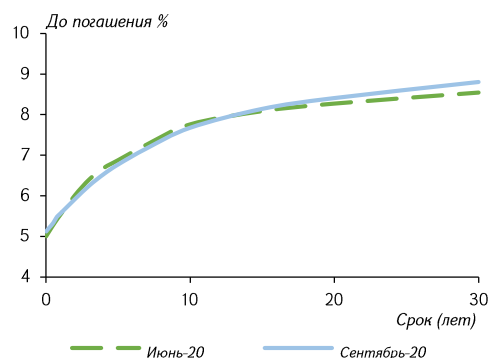
Реакция доходности ГО на снижение ставки рефинансирования была неоднозначной. Спрос участников финансового рынка на ГО в отчетном квартале был вновь высоким, что частично можно объяснить изменением решений банков по вложениям параллельно ужесточению кредитных условий. Высокий спрос на облигации сопровождался, естественно, снижением доходности, однако вследствие экономической неопределенности и рисков наблюдалось ослабление влияния политики ЦБ особенно в среднесрочном отрезке рынка облигаций. Несмотря на определенное снижение доходности, позиции кривых доходностей ГО почти существенно не изменились в течение всего квартала и находились вблизи кривой, сформировавшейся в конце июня. Исключение составил конец сентября, когда к имеющейся неопределенности добавилась сформировавшаяся из-за введения военного положения дополнительная неопределенность, слегка повысив краткосрочную и долгосрочную доходность.

В третьем квартале продолжилось отрицательное влияние коронавируса на кредитный рынок. Влияние пессимистичных ожиданий относительно экономической активности на объемы кредитования смягчились, главным образом, осуществлением программ государственной помощи, что способствовало росту кредитования бизнеса, тогда как сохраняющиеся экономические риски отразились на объемах потребительских кредитов, вызвав их непрерывное сокращение.

Тем не менее, объем общего кредитования увеличился в течение квартала, и в сентябре 2020 года 12-месячная инфляция составила 18,3%.

График 37

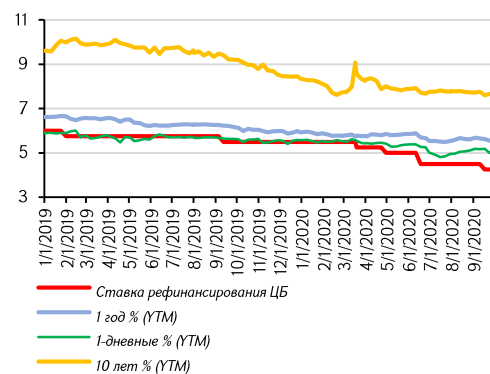
В конце 3-го квартала 2020 года доходность ГО повысилась в краткосрочном и долгосрочном отрезках кривой доходности



Источник: ЦБ РА

График 38

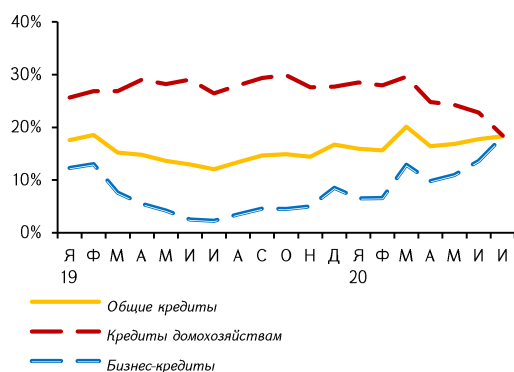
Динамика ставок рефинансирования и доходности ГО



Источник: ЦБ РА

График 39

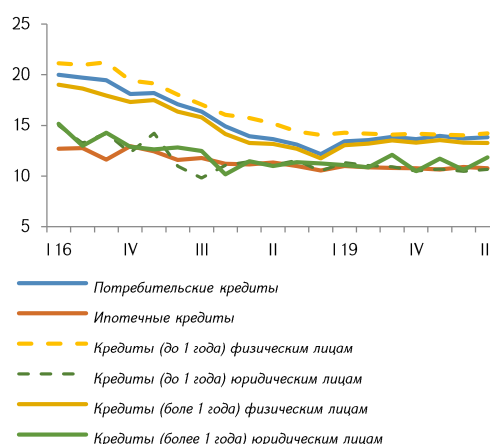
Динамика 12-месячного роста кредитов, предоставленных банками



Источник: ЦБ РА

График 40

Динамика ставок по драмовым кредитам



Источник: ЦБ РА

4. РЕЗЮМЕ

Согласно программе денежно-кредитной политики ЦБ на четвертый квартал 2020 года, в ближайшее время 12-месячная инфляция приблизится и закрепится вблизи целевого ориентира, что обусловлено инфляционными влияниями, ожидаемыми из внешнего сектора, а также постепенным восстановлением слабого частного спроса, сохраняющегося из-за высокого уровня неопределенности, которому в краткосрочной перспективе окажут содействие осуществляемая налогово-бюджетная и денежно-кредитная стимулирующая политика. В условиях ожидаемых развитий экономики в среднесрочном отрезке возникнет необходимость постепенного сокращения стимулирующей денежно-кредитной позиции, обеспечивая укрепление инфляции вблизи 4% целевого ориентира.

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

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Показатели	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	програм.	програм.	програм.
Цены											
Инфляция (в годовом выражении, конец периода, %)	3.2	5.6	4.6	-0.1	-1.1	2.6	1.8	0.7	2.5	4.4	3.7
Индекс потребительских цен (в годовом выражении, среднее, %)	2.6	5.8	3.0	3.7	-1.4	1.0	2.5	1.5	1.1	3.4	4.0
Базовая инфляция (в годовом выражении, среднее, %)	5.3	5.8	1.9	5.1	-2.0	0.8	4.0	1.2	1.2	4.0	3.4
Совокупный продукт											
ВВП (млрд драмов РА)	4266.5	4555.6	4828.6	5043.6	5067.3	5568.9	6017.0	6569.0	6189.7	6526.3	6917.0
ВВП (% ,реальный рост)	7.2	3.3	3.6	3.2	0.2	7.5	5.2	7.6	-7.2	2.0	2.9
Предложение											
Промышленность (% ,реальный рост)	6.4	6.3	-0.9	6.2	7.7	11.7	4.9	8.3	-2.6	1.4	5.1
Сельское хозяйство (% ,реальный рост)	9.5	7.6	6.1	13.2	-5.0	-5.1	-6.9	-2.6	1.1	2.3	3.4
Строительство (% ,реальный рост)	4.5	-7.4	-4.5	-3.1	-14.1	2.8	0.6	3.7	-13	1.7	4.0
Услуги (% ,реальный рост)	6.3	3.1	6.7	1.6	3.2	10.6	9.1	10.7	-9.4	2.3	1.5
Налоги, нетто (% ,реальный рост)	9.9	3.6	1.8	-5.1	-3.7	9.7	8.0	7.1	-9.9	1.3	4.4
Спрос											
Потребление (% ,реальный рост)	7.7	2.3	1.2	-6.0	-2.1	11.6	3.8	11.8	-7.5	3.1	2.8
Государственное потребление (% ,реальный рост)	-1.4	7.6	-1.2	4.7	-2.4	-2.1	-3.0	12.5	4.6	0.0	4.2
Частное потребление (% ,реальный рост)	9.1	1.7	1.6	-7.5	-2.1	14.0	4.8	11.7	-9.3	3.7	2.5
Валовое накопление основных средств* (% ,реальный рост)	-1.9	-7.0	-2.2	2.5	-11.4	9.7	4.8	4.4	-9.8	-1.7	3.1
Государственные вложения** (% ,реальный рост)	-22.4	-13.8	10.0	13.6	5.0	31.7	-37.4	31.1	13.0	-11.8	13.6
Совокупное накопление частных основных средств (% ,реальный рост)	0.9	-7.8	-3.4	1.2	-13.9	6.2	19.6	-0.5	-15.3	1.6	0.5
Экспорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	12.0	8.6	6.4	4.9	21.3	19.3	5.0	16.0	-34.4	4.7	5.8
Импорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	4.7	0.0	-2.7	-15.3	6.3	24.6	13.3	12.0	-31.8	7.9	2.6
Внешний сектор											
Торговый баланс (млн долларов США)	-2111.9	-2196.2	-2055.4	-1186.4	-976.9	-1400.9	-1759.0	-1805.5	-1425.9	-1648.6	-1685.1
Баланс услуг (млн долларов США)	-101.6	-124.3	-113.0	-96.4	70.4	159.4	56.7	-23.4	25	64.8	75.6
Денежные переводы (млн долларов США)	1539.8	1755.1	1616.1	1098.3	1009.4	1179.3	1136.2	1143.8	1038.3	989.3	1048.6
Текущий счет (млн долларов США)	-1057.9	-812.9	-883.1	-284.7	-107.9	-173.9	-860.0	-987.5	-619.1	-910.5	-876.9
Торговый баланс (вес в ВВП, %)	-19.9	-19.7	-17.8	-12.2	-8.6	-10.8	-13.7	-13.4	-11.1	-12.3	-11.9
Баланс услуг (вес в ВВП, %)	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	0.7	1.4	0.5	-0.2	0.2	0.5	0.6
Денежные переводы (вес в ВВП, %)	14.6	15.8	14.0	10.4	9.5	10.2	9.1	8.4	8.2	7.7	7.7
Текущий счет (вес в ВВП, %)	-10.0	-7.3	-7.6	-2.7	-1.0	-1.5	-6.9	-7.2	-4.9	-7.1	-6.5
Государственный сектор											
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	946.2	1071.4	1144.8	1167.7	1171.1	1237.8	1341.7	1559.1	1505.7	-	-
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	878.4	1000.9	1064.1	1067.9	1079.7	1158.0	1258.1	1464.3	1360.5	-	-
Расходы (млрд драмов РА)	1006.1	1142.9	1235.1	1409.0	1449.1	1504.8	1447.1	1623.0	1891.4	-	-
Дефицит (млрд драмов РА)	-59.9	-71.5	-90.3	-241.3	-278.0	-267.0	-105.4	-63.9	-385.7	-	-
Доходы и гранты (доля в ВВП, %)	22.2	23.5	23.7	23.2	23.1	22.2	22.3	23.7	24.3	-	-
Налоговые доходы (доля в ВВП, %)	20.6	22.0	22.0	21.2	21.3	20.8	20.9	22.3	22.0	-	-
Расходы (доля в ВВП, %)	23.6	25.1	25.6	28.0	28.6	27.0	24.1	24.7	30.6	-	-
Дефицит (доля в ВВП, %)	-1.4	-1.6	-1.9	-4.8	-5.5	-4.8	-1.8	-1.0	-6.2	-	-
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (в годовом выражении, конец периода, %)	19.5	14.8	8.3	10.8	17.5	18.5	7.5	11.2	-	-	-
Драмовая масса (в годовом выражении, конец периода, %)	11.9	14.9	-3.5	5.2	24.8	28.9	13.2	21.5	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом выражении, конец периода, %)	27.6	12.9	20.8	-3.3	6.0	16.5	17.2	18.5	-	-	-
Доллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	401.8	409.6	415.9	477.9	480.5	482.7	483.0	480.4	-	-	-
* Отныне вместо валового накопления ЦБ будет представлять только показатели по валовому накоплению основных средств, поскольку Статистический комитет рассчитывает показатель изменения запасов материальных оборотных средств рассчитывается как балансовая статья и не отражает реальных объемов валового накопления. См https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf ** Фактические показатели по государственным вложениям являются капитальными расходами совокупного бюджета, а в прогнозах используются данные программы среднесрочных расходов на 2021-2023 гг. *** Показатели госбюджета на 2020 год являются показателями пересмотренного закона.											

ГРАФИКИ

График 1	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годовом прогнозном горизонте	4
График 2	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годовом прогнозном горизонте	5
График 3	Экономический рост в странах-партнерах (%)	7
График 4	Инфляция в странах-партнерах (%)	8
График 5	Международные цены на сырьевые и продовольственные товары	8
График 6	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годовом прогнозном горизонте	11
График 7	Содействие компонентов спроса росту (в процентных пунктах)	12
График 8	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке	13
График 9	Годовой прирост частных номинальных заработных плат	15
График 10	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении	15
График 11	Уровень безработицы	15
График 12	Прогнозы экономического роста США	16
График 13	Прогнозы экономического роста ЕС	16
График 14	Прогнозы экономического роста РФ	16
График 15	Прогноз международных цен на продовольствие	17
График 16	Прогноз международных цен на нефть	17
График 17	Прогноз международных цен на медь	17
График 18	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годовом прогнозном горизонте	18
График 19	Среднесрочные прогнозы показателя "Текущий счет / ВВП"	18
График 20	Прогнозы налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)	18
График 21	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий	19
График 22	Опрос об инфляционных ожиданиях домохозяйств	20
График 23	По прогнозам ЦБ, в краткосрочном периоде 12-месячная инфляция приблизится к целевому ориентиру и в прогнозном горизонте укрепитесь вблизи целевого ориентира	25
График 24	За последний одногодичный период инфляция оставалась значительно ниже целевого уровня	27
График 25	В 3-м квартале 2020 г. снижение долларовых цен на импорт товаров и услуг замедлилось по сравнению с тем же кварталом предыдущего года	28
График 26	Структура частных расходов	29
График 27	Позиция чистого экспорта ухудшилась в 3-м квартале 2020 года, что вызвано снижением экспорта, опережающим снижение импорта	30
График 28	В 3-м кв. 2020 г. расширяющее влияние налогово-бюджетной политики обусловлено, главным образом, расширением расходов	31
График 29	Основные показатели консолидированного бюджета	31
График 30	В 3-м квартале 2020 года сформировался дефицит госбюджета, а в финансовых источниках увеличилась доля источников внутреннего финансирования	31
График 31	Отраслевая структура ВВП	32
График 32	Номинальная зарплата частного сектора	32
График 33	Расходы на единицу рабочей силы	32
График 34	В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться вблизи процентной ставки политики ЦБ	33
График 35	Динамика обменного курса USD/AMD в течение 9 месяцев 2020 года	33

График 36	Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ РА (средний месячный запас)	33
График 37	В конце 3-го квартала 2020 года доходность ГО повысилась в краткосрочном и долгосрочном отрезках кривой доходности	37
График 38	Динамика ставок рефинансирования и доходности ГО	37
График 39	Динамика 12-месячного роста кредитов, предоставленных банками	37
График 40	Динамика ставок по драмовым кредитам	37

ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	11
Таблица 2	Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП	18
Таблица 3	Логика составления прогноза	20
Таблица 4	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие инфляции	28
Таблица 5	Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА	33