

*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 27.12.2021 года, номер 196-А*

Обзор инфляции/4

*Программа денежно-кредитной политики,
4-й квартал 2021 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-
кредитной политики 3-го квартала 2021 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 ориентиру 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 доверие 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, сформировавшегося в результате планирования целевой денежно-кредитной политики, публикуется в виде графиков распределения вероятностей прогноза для 12-квартального временного горизонта.

Прогнозы в настоящем отчете составлены с использованием всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 14 декабря 2021 года, с учетом результатов опросов Центрального банка и суждений о будущих макроэкономических изменениях, 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	10
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика	10
2.2.2. Экономическая активность	12
<i>Врезка 1. Оценки влияния прекращения применения «Всеобщей системы преференций» ЕС (GSP+) на общий экспорт Армении и экспорт в Европейский Союз</i>	14
2.2.3. Сравнение с предыдущим прогнозом	21
<i>Врезка 2. Влияние государственных капиталовложений в 2022 году на экономический рост и потенциал ВВП</i>	24
2.2.4. Основные суждения и риски	26
<i>Врезка 3. Итоги опроса домашних хозяйств и субъектов финансовой системы относительно их ожиданий</i>	26
3. Фактические развития в четвертом квартале 2021 года	32
3.1. Инфляция	32
3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции	32
3.1.2. Цены	34
3.2. Экономические развития	36
3.2.1. Позиция экономики	36
3.2.2. Сфера расходов экономики	36
3.2.3. Производственная сфера экономики	39
3.2.4. Рынок труда	39
3.3. Развитие финансового рынка	40
4. Резюме	43
Приложение	
<i>Протокол</i>	44
<i>Решение ЦБ РА по процентной ставке</i>	47
<i>Пресс-релиз</i>	48
<i>Основные макроэкономические показатели РА</i>	49
<i>Графики</i>	51
<i>Таблицы</i>	52

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

В четвертом квартале 2021 года, на фоне слабого воздействия последствий распространения очередной волны пандемии по всему миру, положительная динамика спроса продолжается, что сопровождается более длительным чем ожидалось сохранением факторов сбоев производственно-сбытовых цепочек и ограниченного предложения. В сложившейся ситуации, как в основных странах-партнерах РА, так и в самой РА, сформировалась более высокая инфляционная среда, чем ожидалось в предыдущем прогнозе, и в определенной степени возросли инфляционные ожидания.

В четвертом квартале 12-месячная инфляция, как и ожидалось, продолжила расти, достигнув в ноябре 9.6%. Согласно базовому сценарию ЦБ РА, в условиях вышеперечисленных факторов, в ближайшее время ожидается усиление внешних инфляционных эффектов, в связи с чем ЦБ уже повысил учетную ставку на данном этапе.

В условиях текущей денежно-кредитной политики и ожидаемых экономических развитий, 12-месячная инфляция будет постепенно снижаться, а в прогнозируемом среднесрочном горизонте приблизится к целевому уровню 4% и стабилизируется вокруг него.

Согласно базовому сценарию краткосрочных прогнозов ЦБ, прогноз экономического роста Армении на 2021 год был пересмотрен в сторону понижения, а по всему горизонту прогноза он будет выше. В результате экономический рост в среднесрочной перспективе оценивается несколько выше стабильного уровня.

Пересмотр показателей экономического роста в 2021 году в основном обусловлен более низким чем ожидалось ростом промышленности и сельского хозяйства, что с точки зрения спроса отразится на более сдержанном внутреннем спросе. В среднесрочной перспективе прогноз экономического роста по сравнению с предыдущим прогнозом был пересмотрен в сторону повышения, в основном в связи с выполнением капитальных расходов, предусмотренных в государственном бюджете на 2022 год, и их экономическим эффектом.

В прогнозном горизонте риски отклонения от прогнозируемого направления инфляции в основном носят восходящий ха-

График 1

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

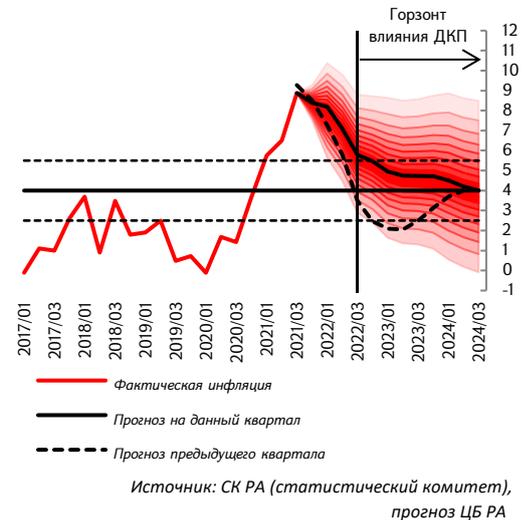
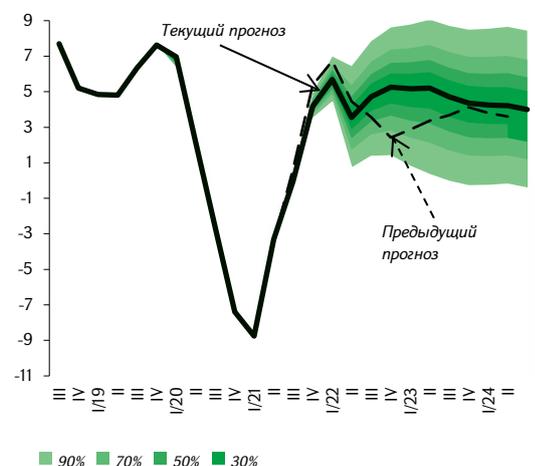


График 2

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



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹ Темп роста для каждого квартала рассчитан в виде кумулятивного темпа роста за предыдущие 4 квартала.

рактар, в то время как риски экономического роста сбалансированы (подробнее см. в подразделе 2.2.4 «Основные суждения и риски»). Центральный банк осуществляет постоянный мониторинг изменений макроэкономической ситуации и в случае возникновения инфляционного риска в любом направлении, готов адекватно отреагировать для достижения цели по обеспечению ценовой стабильности в среднесрочном периоде.

2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

Распространение пандемии продолжает оказывать хотя и небольшое, но негативное влияние на мировую экономику, однако продолжающееся восстановление спроса способствует повышению страновой экономической активности. В странах-партнерах Армении, особенно в США и России, восстановление экономики в краткосрочной перспективе продолжится, но более медленными чем ожидалось ранее темпами, в то время как среднесрочные развития будут соответствовать предыдущим прогнозам. Ожидается, что в течение всего прогнозируемого горизонта спрос в еврозоне будет восстанавливаться быстрее ожидаемого. Сбои производственно-сбытовых цепочек по линии поставок, что, как ожидается, продолжит препятствовать восстановлению мировой экономики и в 2022 году. Таким образом, восстановление мирового спроса сочетается с ограничением предложения, что способствует усилению инфляционного давления в мире, оказывая влияние как на цены производителей, так и на потребительские цены. Инфляционное давление также находит отражение в формировании высоких мировых цен на энергоносители и продовольственные товары.

Распространение пандемии продолжает оказывать хотя и небольшое, но негативное влияние на мировую экономику, однако продолжающееся восстановление спроса способствует повышению экономической активности в странах.

Экономические развития в США. Текущие развития в экономике США указывают на более медленное по сравнению с ожидаемым восстановление экономики.

По данным Бюро экономического анализа Министерства торговли США, в третьем квартале 2021 года экономика США зафиксировала рост на 4,9%, ниже чем прогнозировалось Центральным банком Армении в предыдущей программе. В основном это было обусловлено замедлением роста частного потребления, вызванным, в частности, сокращением пособий по безработице. Вышеуказанные факторы, наряду со сбоями в производственно-сбытовых цепочках, будут продолжать сказываться на медленном восстановлении экономики. В результате экономический рост в 2021 году будет несколько ниже прогнозируемого ранее, и будет на уровне 5.6%.

Во второй половине 2021 года наблюдалось более быстрое, чем ожидалось, восстановление конъюнктуры на рынке труда (безработица в ноябре составила 4.2%), а также устойчивое снижение числа обращений за еженедельными пособиями по безработице, свиде-

тельствующее о позитивных тенденциях восстановления экономики. Прогнозируется, что, в условиях распространения нового штамма коронавируса «Омикрон», темпы восстановления рынка труда несколько замедлятся под воздействием неопределенности, и сохранятся на этом уровне, а докризисный уровень рабочих мест можно будет восстановить во втором полугодии 2022 года.

В среднесрочной перспективе экономический рост в США несколько замедлится в результате ужесточения денежно-кредитной политики, вызванной необходимостью сдерживания инфляции, которая была обусловлена в основном факторами предложения.

В третьем квартале 2021 г. среднеквартальная инфляция² по части расходов на личное потребление в США продолжила ускоряться, сформировавшись на уровне 4.3% в годовом исчислении (в октябре инфляция ускорилась до 5.0%). Инфляция в США в третьем квартале оказалась выше, чем ожидалось во предыдущей программе, в основном из-за роста спроса на подержанные автомобили и роста цен на энергоносители, продовольственные товары и жилищно-коммунальные услуги (влияние которого в краткосрочной перспективе все еще будет продолжаться), а также роста цен на энергоносители, продовольственные товары и жилье. В краткосрочной перспективе высокие цены на эти товары и относительно быстрое восстановление спроса ускорили инфляцию, чему также способствовало нарушение глобальных цепочек поставок. Долгосрочные инфляционные ожидания несколько выросли, но все еще остаются около целевого уровня (несколько выше). В этих условиях, согласно текущим прогнозам ЦБ, ФРС США сохранит директивные процентные ставки на текущем нулевом уровне до конца первой половины 2022 г., завершив за это время покупку активов по плану количественного расширения. В среднесрочной перспективе, наряду с постепенной нейтрализацией факторов предложения, ослаблением денежно-кредитной и фискальной политики стимулирования, инфляция начнет замедляться.

Экономические развития в Евроне. Несмотря на активно развернутую вакцинацию, распространение нового штамма коронавируса и сбои в производственно-сбытовых цепочках привели к медленному восстановлению экономики еврозоны в третьем квартале 2021 года. По оценкам Евростата, в третьем квартале 2021г. экономический рост еврозоны составил 3,7% в годовом исчислении (что близко к прогнозным показателям ЦБА). В результате ожидается, что в краткосрочной перспективе негативное влияние этих

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

факторов сохранится, и в 2021 году годовой экономический рост будет близок к ранее спрогнозированному уровню в 5.5%.

В третьем квартале 2021 года инфляция составила 2.8% в годовом исчислении, что превысило целевой показатель ЕЦБ, в то время как базовая инфляция в третьем квартале составила 1.5% в годовом исчислении. В начале четвертого квартала 2021 года инфляция в Еврозоне продолжала ускоряться, и ожидается, что высокая инфляционная среда в краткосрочной перспективе сохранится за счет положительной динамики спроса и, особенно, высоких цен на энергоносители и продовольственные товары.

Следует отметить, что, несмотря на постепенное восстановление рынка труда, предложение в экономике существенно ограничено, в основном из-за нехватки сырья и промежуточных товаров и задержек с поставками. Цены производителей в европейских странах (также и в других странах-партнерах) достаточно высоки. По оценкам ЦБ, текущие высокие цены производителей уже отражены в общих индексах цен, но в краткосрочной перспективе все еще будут наблюдаться некоторые инфляционные эффекты.

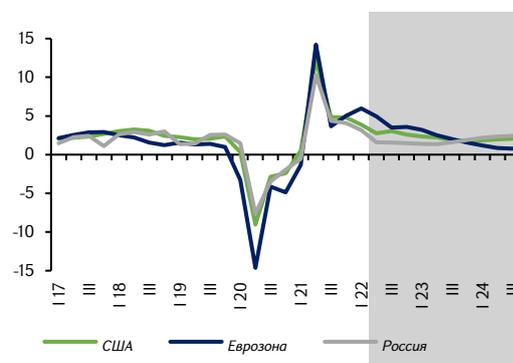
В условиях некоторого ускорения инфляционных ожиданий, в результате более стимулирующих монетарных условий, внутренний спрос в ЕС восстановится быстрее, чем ожидалось, однако этот фактор по-прежнему будет оказывать сдерживающее влияние на инфляцию в краткосрочной перспективе.

В результате, согласно текущим прогнозам, после нейтрализации временных факторов предложения, инфляция значительно ослабнет в среднесрочной перспективе и будет медленно приближаться к целевому уровню в последней части горизонта. В данном контексте Европейский центральный банк сохранит процентные ставки на текущем низком уровне как минимум до конца 2022 года, постепенно сокращая объемы программ покупки активов.

Экономические развития в России. По оценкам Росстата, в третьем квартале 2021 года российская экономика зафиксировала более низкий по сравнению с прогнозируемым рост на 4.3% в годовом исчислении. Тем не менее, по прогнозам ЦБ Армении, в условиях роста мировых цен на нефть и восстановления мировой экономики, экономический рост в 2021 году составит 4.6%.

Текущие события также указывают на быстрое восстановление экономического спроса, что также отразилось на динамике инфляции, которая в третьем квартале составила 6.8%, вместо 6.0% в предыдущем квартале (сохранилась выше целевого уровня 4%): Цены на продовольственные и непродовольственные товары, ускорение базовой инфляции и формирование высокого уровня инфляционных ожиданий продолжали способствовать ускорению

График 3
Экономический рост в странах партнерах (%)



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

инфляции и сохранению текущего высокого уровня. В условиях текущего инфляционного давления Центральный банк Российской Федерации повысил учетную ставку на 1.0 процентного пункта в июле, а затем соответственно на 0.25 и 0.75 процентного пункта в сентябре и октябре, установив ее на уровне 7.5% и, как ожидается, повысит ее дополнительно на 1.0 процентного пункта в декабре. Несмотря на более быстрое ужесточение монетарных условий, в условиях ожидаемых высоких инфляционных воздействий внешнего сектора и значительного роста инфляционных ожиданий, инфляция будет снижаться более медленными темпами, чем прогнозировалось ранее, и достигнет целевого уровня в последней части прогнозного горизонта.

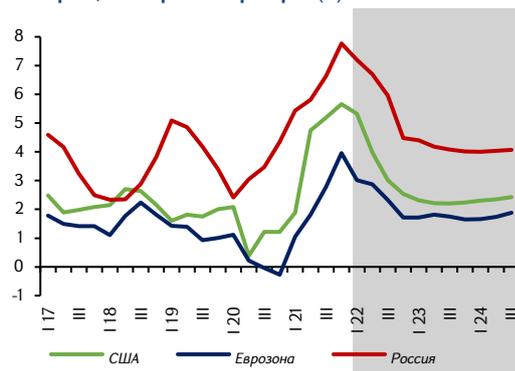
Изменения на рынках сырьевых и продовольственных товаров. В условиях медленного роста предложения и продолжающегося восстановления спроса, обусловленного стимулирующей экономической политикой, цены на сырьевые товары и продовольствие на товарных рынках сохраняются на высоком уровне.

В результате контроля китайского правительства над запасами меди, цены на международном рынке меди в третьем квартале 2021 года, как и ожидалось, несколько снизились, в результате чего на рынке наблюдался избыток меди, способствовавший снижению цен. В то же время, текущее замедление производства некоторых видов продукции, вызванное дефицитом ряда промежуточных товаров, в определенной мере сдержало спрос на медь. В результате, в течение третьего квартала 2021 года, мировые ежеквартальные цены на медь снизились на 3.2%, но в краткосрочной перспективе ожидается их некоторое повышение.

Согласно текущим прогнозам ЦБ, в среднесрочной перспективе в условиях относительной ограниченности предложения, наряду с ослаблением краткосрочного сдерживания спроса, темп роста мировых цен на медь ускорится, и в конце горизонта составит примерно 11.5 тысячи долларов США за тонну.

В условиях медленного роста предложения на рынке и вопреки рыночным ожиданиям, решение ОПЕК сохранить добычу на прежнем уровне вызвало более высокий чем ожидалось рост мировых цен на нефть в третьем квартале. В третьем квартале 2021 года рост цен в ежеквартальном исчислении составил 6.2%. Несмотря на некоторое снижение цен в связи с решением правительства США увеличить предложение на рынке за счет резервов, краткосрочные прогнозы, по сравнению с предыдущей программой, были пересмотрены в сторону повышения. В среднесрочной перспективе, при условии

График 4
Инфляция в странах партнерах (%)



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

В условиях медленного роста предложения и продолжающегося восстановления спроса, обусловленного стимулирующей экономической политикой, цены на сырьевые товары и продовольствие на товарных рынках сохраняются на высоком уровне.

восстановления мирового спроса на нефть и, пропорционально этому, предложения, цены в конце прогнозируемого горизонта останутся высокими, на уровне около 86 долларов за баррель.

В результате ожиданий небольших объемов предложения цены на продовольственные товары в третьем квартале 2021 года продолжали расти практически по всем товарным группам. В краткосрочной перспективе, в условиях ограниченной урожайности и высокого спроса, ожидается высокий уровень цен. Цены на рынке сахара стабилизировались в начале четвертого квартала из-за пересмотра ожиданий урожая в Индии и Таиланде в сторону повышения. В связи с неблагоприятными погодными условиями, прогноз нового урожая на зерновом рынке был пересмотрен в сторону понижения, в результате чего в данной товарной группе ожидается сохранение инфляционных процессов. Значительных инфляционных явлений на рынках растительного масла не ожидается. Цены продолжают колебаться вокруг текущих уровней.

В результате, в условиях сохранения высокой ликвидности в мировой экономике, положительных тенденций спроса и ограниченного предложения, мировые цены на продовольствие в среднесрочной перспективе будут по-прежнему оставаться высокими.

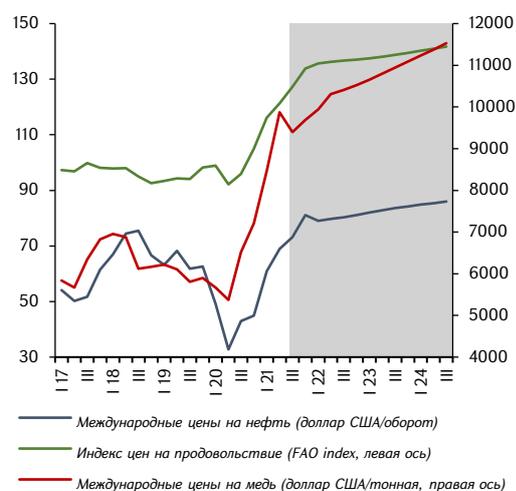
2.2. Прогнозы

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

В текущем квартале рост инфляции продолжился. В ноябре 2021 года инфляция составила 1.7% по сравнению с 1.3% в том же месяце предыдущего года, в результате чего 12-месячная инфляция в конце месяца составила 9.6%. После стабильной динамики предыдущих месяцев, в ноябре 12-месячная базовая инфляция также выросла, достигнув 8.4%. Изменения как во внутреннем, так и особенно во внешнем секторе по-прежнему оказывают сильное инфляционное давление на цены. Об этом свидетельствует динамика годового уровня базовой квартальной инфляции, которая после снижения в двух предыдущих кварталах, в четвертом квартале выросла (см. рис. 6). По оценке ЦБ, в текущей ситуации необходимо ужесточение монетарных условий. Наряду с восстановлением спроса, в странах-партнерах по-прежнему наблюдается относительное ограничение предложения, чему способствует продолжающиеся сбои мировых производственно-сбытовых цепочек. На этом фоне цены как на сырье, так и на продовольственные товары, а также общие темпы

График 5

Международные цены на сырьевые и продовольственные товары

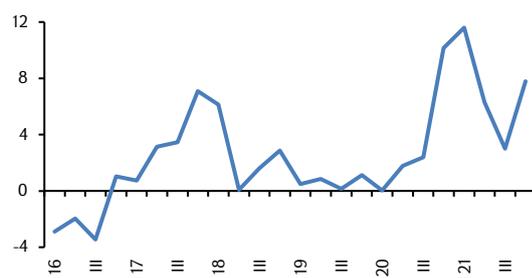


Источник: Всемирный банк, Продовольственная и сельскохозяйственная организация (FAO)

Изменения как во внутреннем, так и особенно во внешнем секторе по-прежнему оказывают сильное инфляционное давление на цены.

График 6

Динамика среднегодовой (аннуализированной) ежеквартальной базовой инфляции

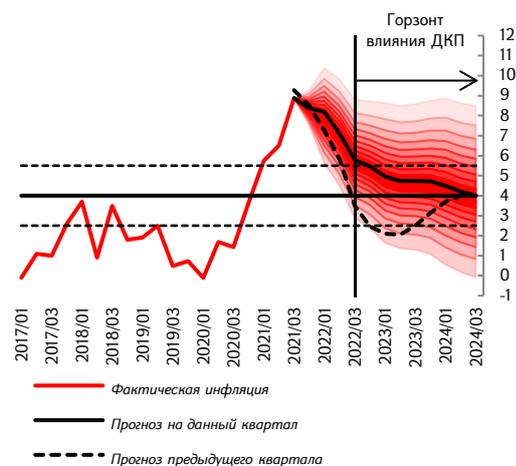


инфляции в странах-партнерах, продолжают расти гораздо быстрее чем прогнозировалось ранее. Соответственно, на экономику Армении будет передаваться существенное инфляционное давление из внешнего сектора.

По текущим оценкам, экономический рост в Армении будет ниже ожидаемого, в основном в результате замедления роста в сельском хозяйстве и промышленности. Одновременно, при высоких показателях внешнего спроса и денежных переводов в Армению из зарубежных стран, положительная динамика спроса продолжается. В структуре способствующих этому факторов преобладает ускорение внешнего спроса, в основном за счет более позитивных развитий в сфере туризма, при этом наблюдается некоторое замедление внутреннего потребления. В условиях относительно низких темпов расширения производственных мощностей, указанные развития способствуют формированию положительного разрыва спроса, что оказывает дополнительное инфляционное давление на цены товаров и услуг. По оценкам, в свете значительного инфляционного воздействия со стороны внешнего сектора и вышеописанной динамики спроса, краткосрочные инфляционные ожидания населения несколько возросли. Принимая во внимание указанные факторы, **Совет ЦБ принял решение повысить учетную ставку на данном этапе на 0.5 процентных пункта.** В условиях среднесрочной денежно-кредитной политики, а также небольшого сдерживающего фискального воздействия положительный разрыв ВВП будет нейтрализован. В результате 12-месячная инфляция будет постепенно снижаться, а к концу прогнозируемого среднесрочного горизонта приблизится к целевому показателю и стабилизируется вокруг него. По оценке ЦБ, риски отклонения инфляции от запланированного направления в основном носят возрастающий характер.

График 7

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



Источник: 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. 2021	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	99.5%
I кв. 2022	0.0%	0.0%	4.0%	20.3%	75.8%
II кв.	0.0%	0.2%	15.4%	31.3%	53.1%
III кв.	0.3%	2.8%	39.6%	31.4%	25.9%
IV кв.	0.8%	4.6%	43.8%	28.2%	22.5%
I кв. 2023	2.4%	8.2%	46.9%	23.5%	19.0%
II кв.	3.2%	9.8%	48.0%	22.0%	17.0%
III кв.	3.5%	10.0%	47.4%	21.7%	17.5%
IV кв.	4.4%	10.6%	45.6%	20.9%	18.5%
I кв. 2024	6.9%	12.4%	43.7%	18.9%	18.2%
II кв.	9.0%	14.1%	43.8%	17.3%	15.7%
III кв.	10.8%	15.2%	43.5%	16.3%	14.3%

2.2.2. Экономическая активность ³

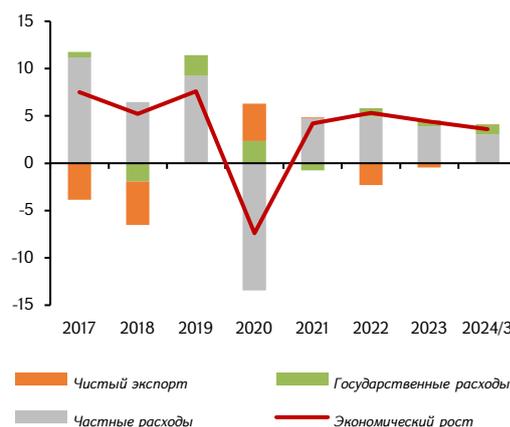
После глубокого экономического спада предыдущего года, экономический рост в 2021 году в определенной мере восстановился, и годовой прирост оценивается в 4.2%. В первом полугодии экономический рост в основном был обусловлен быстрым восстановлением внутреннего спроса, произошедшим за счет ускорения частного потребления и сокращения частных сбережений. Во втором полугодии положительный вклад в экономический рост вносит и внешний спрос, что является результатом быстрого въездного туризма по сравнению с выездным. В результате, динамика чистого экспорта оценивается в более позитивном направлении, в то время как частные расходы несколько пересмотрены в сторону понижения, и в 2021 году, по оценкам, вырастут на 5.4%. Рост частных расходов будет обусловлен увеличением частного потребления на 5.5% и увеличением накопления частных основных фондов на 4.4%. Рост частных расходов в некоторой степени ускорится, но все еще будет проявлять некоторую сдержанность из-за неопределенности в частном секторе. Ускорению частного потребления будет способствовать постепенное сокращение сбережений, которые, однако, все еще останутся на более высоком по сравнению с докризисным уровнем.

В среднесрочной перспективе, экономическая активность по сравнению с предыдущей программой была несколько пересмотрена в сторону повышения, и ожидается, что рост ВВП будет выше своего долгосрочного стабильного уровня. В частности, экономический рост в 2022 году оценивается в 5.3%, чему в основном будет способствовать рост государственных капитальных затрат, что, в свою очередь, приведет к некоторому увеличению инвестиций в частном секторе. Рост инвестиций в 2022 г. будет сопровождаться ускорением роста импорта капитальных товаров, что несколько ухудшит счет текущих операций, в то же время влияние инвестиций на чистый экспорт в среднесрочной перспективе положительное. С другой стороны, ожидается, что международный туризм продолжит восстанавливаться, а экспорт и импорт услуг будут расти быстрее.

Внешний спрос. Изменения в текущем счете в четвертом квартале 2021 года будут происходить на фоне продолжающегося восстановления мировой и отечественной экономики, сохранения высоких мировых цен на медь, а также некоторого замедления объема денеж-

После глубокого экономического спада предыдущего года экономический рост в 2021 году в определенной мере восстановился, и годовой прирост оценивается в 4.2%.

График 8
Содействие компонентов⁴ спроса росту инфляции (в процентных пунктах)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

Экономический рост в 2022 году оценивается в 5.3%, чему в основном будет способствовать рост государственных капитальных затрат, что, в свою очередь, приведет к некоторому увеличению инвестиций в частный сектор.

³ Подробный количественный прогноз экономического роста приведен в графике 18 «Распределение вероятностей прогноза ВВП», таблица 2.

⁴ В показатели спроса не включено изменение запасов материальных оборотных средств, поскольку оно рассчитывается ЦБ РА как статья баланса и не отражает реальный уровень инвестиций, вследствие чего экономический рост, рассчитываемый по линии спроса и предложения, может отличаться. См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

ных переводов. В то же время тенденции в области въездного туризма, в отличие от выездного, более позитивные, чем ожидалось. Большое положительное сальдо туризма, зарегистрированное с начала года, в краткосрочном секторе сохранится. В условиях подобного развития событий, соотношение дефицита счета текущих операций к ВВП в 2021 году практически останется в пределах предыдущего прогноза.

В частности, реальный рост экспорта товаров и услуг в четвертом квартале после высокого роста третьего квартала, несколько замедлится, что в основном будет связано с некоторым усилением неопределенности в горнодобывающем секторе. Экспорт туризма значительно превысит импорт туризма, несмотря на распространение коронавируса, что будет обусловлено уже наблюдаемыми в фактических показателях, более благоприятными чем предполагалось в предыдущей программе, тенденциями въездного туризма в РА. В результате, темп роста реального экспорта товаров и услуг по итогам года будет находиться в пределах 12.0-14.0%.

В условиях медленного экономического роста и восстановления внутреннего спроса, реальный импорт товаров и услуг несколько замедлится, и рост в 2021 году будет в пределах 8.0-10.0%⁵. Следует отметить, что возобновление импорта туризма, в отличие от экспорта, будет оставаться сдержанным, из-за относительно низких показателей вакцинации в Армении по сравнению с другими странами мира, что приведет к достаточно осторожной политике приема туристов из Армении (особенно в странах Евросоюза).

Некоторое ослабление российской экономики в четвертом квартале, связанное с усилением распространения коронавируса, отразится на замедлении денежных переводов сезонных работников по сравнению с предыдущими прогнозами. В то же время, предполагается, что денежные переводы из США в четвертом квартале, по сравнению с предыдущими прогнозами, также будут на более низком уровне, что фактически уже наблюдается. В случае реализации упомянутых прогнозов, чистый приток общих трансфертов в 2021 году увеличится примерно на 23-26%, принимая во внимание более высокий чем предполагалось рост в первом полугодии,.

Согласно вышеуказанным прогнозам соотношение дефицита счета текущих операций к ВВП в 2021 году останется в пределах 1.0-3.0%, что соответствует прогнозу в предыдущей программе.

Рост реального экспорта товаров и услуг в 2022 году замедлится по сравнению с 2021 годом, в связи с замедлением роста в горнодобывающей промышленности, а также сокращением экспор-

⁵ Реальные показатели темпа роста экспорта и импорта товаров и услуг в первой половине 2021 года были пересмотрены НСС РА в сторону увеличения.

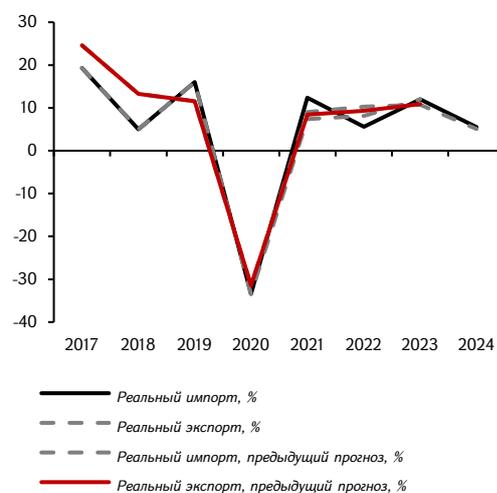
та текстиля в Евросоюз после прекращения действия программы «Всеобщей системы преференций» ЕС (GSP+) (см. Врезку 1).

Что касается реального импорта товаров и услуг, согласно сценарию восстановления внутреннего спроса и импорта туризма, темпы роста, по сравнению с предыдущим годом, ускорятся.

В результате постепенного смягчения антиковидовских мер, денежные переводы, особенно из США, в 2022 году сократятся. Доходы сезонных рабочих продолжают восстанавливаться по мере развития российской экономики. В результате дефицит счета текущих операций в 2022 году увеличится и будет находиться в пределах 3.0-4.0%. В среднесрочной перспективе, с учетом прогнозируемой динамики глобальных экономических изменений, тенденций восстановления внутреннего спроса, относительно стабильной динамики мировых цен и постепенного восстановления туризма, соотношение дефицита счета текущих операций к ВВП будет постепенно приближаться к расчетному уровню равновесия в 4.0-6.0%, и стабилизируется вокруг него.

График 9

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



Врезка 1⁶

Оценка воздействия прекращения действия программы «Всеобщая система преференций» ЕС (GSP+) на общий объем экспорта Армении и экспорта в страны ЕС

Всеобщая система преференций ЕС (GSP+) — это система таможенных льгот, которая позволяет странам с низким и средним уровнем дохода экспортировать более 6200 товаров на рынок ЕС по нулевым или сниженным тарифам. С 1 января 2009 года Республика Армения использует Всеобщую систему преференций ЕС (GSP+) с целью устойчивого развития и эффективного управления. Согласно положениям регламента ЕС, страна исключается из списка бенефициаров системы, если она в течение 3 лет подряд классифицируется Всемирным банком как экономика с высоким уровнем дохода или доходом выше среднего. В то же время, согласно регламенту, стране предоставляется переходный период сроком на один год, в течение которого она продолжает пользоваться преференциальным торговым режимом. Республика Армения была классифицирована Всемирным банком в 2018, 2019 и 2020 годах как страна с высоким уровнем дохода на душу населения. Согласно действующим стандартам Всемирного банка (по состоянию на 1 июля 2021 года), страна считается имеющей доход выше среднего, если ее валовой национальный доход

⁶ Подготовил Арутюн Саргсян (отдел денежно-кредитной политики).

(ВНД) на душу населения находится в диапазоне 4096-12695 долларов США (рассчитывается по методу Атласа). По данным Всемирного банка, валовой национальный доход на душу населения в Республике Армения за последние три года составил 4240 долларов, 4660 долларов и 4220 долларов США соответственно. 2021 год был для Армении переходным, и с 1 января 2022 года страна больше не будет пользоваться преференциальным торговым режимом GSP +.

Экспорт Армении в Евросоюз в январе-октябре 2021 года составил около 551 млн долларов США или около 23% от общего объема экспорта. В то же время, следует отметить, что в экспорте РА в страны ЕС преобладает сырье, в частности металлы, в то время как в экспорте в режиме GSP +, цветные металлы (кроме медного концентрата) (см. таблицу 3). Следует отметить, что доля экспорта товаров, подлежащих вывозу по режиму ВСП+ в ЕС, в последние годы колебалась в пределах 40.0-50.0 % (см. таблицу 1).

График 10

Доля экспорта РА в страны Евросоюза

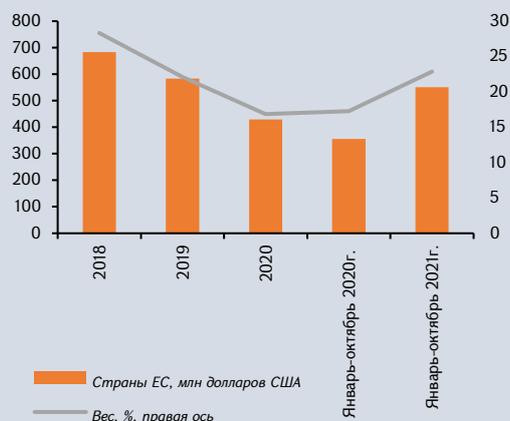


Таблица 1

Экспорт в ЕС, млн долларов США	2018	2019	2020	2018, вес, %	2019, вес, %	2020, вес, %
MFN	387.7	265	194	56.8	45.5	44.7
GSP+	268	286	214	39.2	49.1	49.3
Другое*	27.3	32	26	4.0	5.4	6.0
Всего	683	583	434			

* Включает товарные группы с двумя режимами торговли

Чтобы оценить влияние прекращения действия Всеобщей системы привилегий (GSP+) ЕС на экспорт, обратимся сперва к группам товаров, по отношению к которым применяются тарифные изменения, и представим некоторые оценки размера тарифных ограничений. Примечательно, что фактический экспорт в режиме GSP + для разных товарных групп различается - коэффициент использования (utilisation rate) по линии металлов достаточно высокий, около 100%, в то время как, например, по текстилю он колеблется в пределах 30-70%⁷. По линии текстильных изделий, существуют некоторые фиксированные расходы, такие как расходы на лицензирование, связанные со страной происхождения, существование которых в случае небольшого экспорта товаров по системе GSP + может быть неоправданным, поэтому экспортеры могут предпочесть обычный режим «Наибольшего благоприятствования» (MFN). В целом в экспорте в режиме MFN преобладает медный концентрат (таблица 2), в то время как в экспорте в режиме GSP+, ферромолибден, одежда и алюминиевая фольга (таблица 3).

⁷ См. GSP STATISTICS (1 DECEMBER 2020), European Commission https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2020/february/tradoc_158640.pdf

Таблица 2

Оценки экспорта товаров в режиме MFN в ЕС⁸
(не учитывались товары доля которых в общем экспорте
незначительна)

Наименование товара, млн долларов США	2018	2019	2020	Вес в экспорте в ЕС в 2018 г., %	Вес в экспорте в ЕС в 2019 г., %	Вес в экспорте в ЕС в 2020 г., %
Медная руда, концентрат и неочищенная медь	327.5	206	150	47.9%	35.3%	34.5%
Алмазы	21	19	17	3.1%	3.2%	3.9%
Цинковая руда, концентрат	20	16	13	3.0%	2.8%	3.0%
Коньяк, ром, джин, ликер	7	8	9	1.0%	1.3%	2.0%
Молибденовая руда, концентрат	7	7	5	1.0%	1.3%	1.2%
Необработанный или полуфабрикатный золотой порошок	6	8	0	0.8%	1.4%	0.1%

Таблица 3

Оценки экспорта товаров, подлежащих вывозу по режиму GSP+⁹
в ЕС (не учитывались товары доля которых в общем экспорте
незначительна), млн. долларов США

Наименование	2018	2019	2020
Ферромолибден	124	141	86
Одежда	73	75	62
Алюминиевая фольга	69	67	62
Сигареты	1	2	2
Напитки	1	1	2
Всего	268	286	214

Сравнение тарифных ставок двух торговых режимов (см. Таблицу 4) позволяет заключить, что изменения в тарифных ставках могут оказать существенное влияние на определенные группы товаров, например, алюминиевую фольгу, одежду, сигареты и напитки. В то же время, это не влияет, например на медь, имеющую преобладающий удельный вес среди товаров экспорта.

⁸ Оценки являются расчетами автора.

⁹ Оценки являются расчетами автора. Экспорт товаров, подлежащих вывозу по режиму GSP+ может отличаться от фактически реализованного экспорта, в зависимости от возможности пользоваться преференциальным режимом экспорта.

Таблица 4

Тарифы торговых режимов

Тариф ¹⁰	MFN	GSP+
Медный концентрат	0%	0%
Ферромолибден	2.7%	0%
Алюминиевая фольга	7.5%	0%
Одежда	12%	0%
Алмазы	0%	0%
Цинк	0%	0%
Сигареты	26%	0%
Напитки	Средний тариф 15.06%	0%

Оценки воздействия на отдельные группы товаров будут зависеть от изменений тарифных ставок и возможностей экспорта в другие страны. В частности, размер изменения тарифа на ферромолибден оценивается как небольшой (тариф MFN равен 2,7%), а вероятность экспорта в другие страны маловероятна. Следовательно, при прочих равных условиях¹¹, максимально возможное снижение экспорта в ЕС оценивается в 4.8 млн долларов по предполагаемой единице эластичности (в 2021 году экспорт ферромолибдена в ЕС оценивается примерно в 178 миллионов долларов США). Потенциальное влияние на общий объем экспорта также оценивается в 4.8 млн долларов США, учитывая ожидаемые низкие возможности реструктурирования в другие страны.

Влияние на экспорт товарной группы «Трикотажные изделия и изделия машинного или ручного вязания» (двузначный товарный код 61) оценивается почти как нулевое, поскольку объем экспорт под этим товарным кодом в ЕС весьма невелик и оценивается в 1.9 миллиона долларов в 2021 году. Уменьшение экспорта в Евросоюз оценивается в 1.9 миллиона долларов, а влияние на экспорт в целом равно нулю, так как возможность реорганизации экспорта в Россию оценивается как высокая.

Примечательно предполагаемое существенное влияние на товарную группу под кодом 62 «Текстильная одежда и аксессуары к одежде (кроме трикотажных изделий машинного или ручного вязания)». Изменение тарифа оценивается как значительное: тарифная ставка MFN составляет 11.8%. Что касается возможности пользоваться преференциальным режимом, то, как уже было отмечено, относительный процент пользования преференциями на текстильную продукцию низок. Оценки экспорта текстиля в ЕС будут основываться на допущении фактического коэффициента использования

¹⁰ Источник:

https://ec.europa.eu/taxation_customs/dds2/taric/taric_consultation.jsp?Lang=en

¹¹ Сохранение объемов экспорта на рынке ЕС за счет корректировки прибыли не учитывалось.

50% (GSP+ utilization rate). По оценкам различных источников, этот товарный рынок достаточно сегментирован, а возможности экспорта в другие страны ограничены. В результате максимально возможное снижение экспорта в ЕС оценивается примерно в 50,0 миллионов долларов США, и в том же размере оценивается максимально возможное влияние на экспорт в целом (в 2021 году экспорт в ЕС под этим товарным кодом оценивается примерно в 100 миллионов долларов США).

Таблица 5

**Оценка возможных последствий прекращения
преференциального торгового режима, млн долларов США**

	Экспорт в ЕС, оценка 2021 г.	Возможность экспортировать в другую страну или вероятность остаться на том же рынке	Возможное сокращение экспорта в ЕС	Возможное снижение общего объема экспорта
Ферромолибден	177.4	маловероятно	-4.8	-4.8
Одежда (61)	1.9	вероятно	-1.9	0
Одежда (62)	100	не представляется вероятным	-50	-50
Алюминиевая фольга	98	вероятно сохранение на рынке ЕС	0	0
Общее влияние			-56.8	-54.8

Помимо отмены преференций GSP+, в США также ожидается повышение тарифов на экспорт алюминиевой фольги¹². Здесь изменение тарифа ЕС также оценивается как существенное (тарифная ставка MFN равна 7.5%). В случае ужесточения условий торговли на указанных двух основных рынках, вероятность максимального снижения экспорта возрастает до 110.0 млн долларов США. Однако, по разным оценкам, существуют возможности для экспорта в другие страны, а также определенная нейтрализация влияния на экспорт алюминиевой фольги в ЕС за счет корректировки прибыли с учетом высоких мировых цен на алюминий.

В заключение можно констатировать, что влияние прекращения действия «Всеобщей системы преференций» (GSP+) на общий объем экспорта Армении невелико, и заметно только по части экспорта текстильных товаров (см. Таблицу 5).

¹² См. <https://www.trade.gov/faq/final-determinations-antidumping-and-countervailing-duty-investigations-aluminum-foil-armenia>

Налогово-бюджетная политика. Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в 2021 году¹³ оценивается как сдерживающее, с небольшим увеличением в первом квартале и сдерживающим в остальных кварталах года. В условиях экономического спада 2020 года, вызванного пандемией и войной, проводилась политика существенной бюджетной экспансии, по сравнению с которой политику 2021 года можно охарактеризовать как направленную на обеспечение фискальной стабильности.

Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в 2021 году оценивается как сдерживающее.

Как и во втором квартале 2021 года, в третьем квартале, наряду с восстановлением экономики, налоговые поступления имели тенденцию к ускоренному росту. Перевыполнение налоговых поступлений по сравнению с скорректированной программой государственного бюджета за 9 месяцев составило 3.5% или 38.1 млрд драмов. Следует отметить, что, параллельно с пересмотром Правительством экономического роста, была увеличена и годовая налоговая программа. ЦБ оценивает показатель соотношения налог/ВВП¹⁴ в годовом разрезе в 23%, что по сравнению с 2020 годом выше на 0.6 процентных пункта. Государственные расходы, по оценке ЦБ, составят 97.3% от годовой программы, скорректированной решениями Правительства. Низкие показатели обусловлены, в частности, отсутствием необходимых поступлений на внешние капитальные затраты, осуществляемые с внешней помощью и, вследствие этого, сокращением софинансирования, предусмотренного по линии этих затрат. Так, капитальные затраты по программам внешней помощи за девять месяцев 2021 года составили всего 58.6% от запланированной величины. По данным ЦБ, показатель расходы/ВВП в 2021 году составят 28.4%, что на 2.2 процентных пункта меньше, чем в предыдущем году.

В результате соотношение дефицит/ВВП в 2021 году, снизившись на 1.3 процентных пункта по сравнению с 2020 годом, составит 4.1%, по-прежнему оставаясь выше среднего исторического значения. Однако при корректировке государственных расходов и доходов от неагрегированных потоков спроса в 2021 г. по сравнению с 2020 г. (когда налогово-бюджетная политика в заметной степени имела экспансионистский характер) прогнозируется сдерживающее влияние налогово-бюджетного импульса в 1.6 процентных пункта.

Примечательно, что с точки зрения реализации текущей налогово-бюджетной политики, с учетом того, что долг Правительства РА в

¹³ На основании показателей Закона РА «О Государственном бюджете Республики Армения на 2021 год», скорректированной бюджетной программы и ожидаемых смет, текущих событий и соответствующих оценок Центрального банка на их основе. Скорректированная программа является скорректированной программой текущего государственного бюджета по решениям Правительства.

¹⁴ Показатель ВВП на 2021 год – прогноз ЦБ.

2021 году все еще будет выше 60% ВВП¹⁵, Правительство все еще будет находиться в рамках исключительного случая, предусмотренного действующим налогово-бюджетным правилом в 2021 году.

Согласно Закону о Государственном бюджете Республики Армения на 2022 год, в 2022 году по сравнению с 2021 годом ожидается увеличение соотношения налоги/ВВП на 0.3 процентных пункта и сокращение соотношения дефицит/ВВП примерно на 1 процентный пункт ВВП, в условиях которого фискальная политика будет несколько сдержанной, создавая предпосылки для сокращения долга Правительства и обеспечения фискальной стабильности в среднесрочной перспективе.

С учетом проекта ССПР на 2022-2024 годы в среднесрочной перспективе ожидается, что параллельно с восстановлением экономики Правительство будет осуществлять фискальную консолидацию, обеспечивая постепенное снижение дефицита бюджета и долговой нагрузки в рамках бюджетных правил за счет роста налоговых поступлений и улучшения структуры расходов: Следовательно, **на 2023-2024 годы запланировано проведение в основном нейтральной налогово-бюджетной политики.**

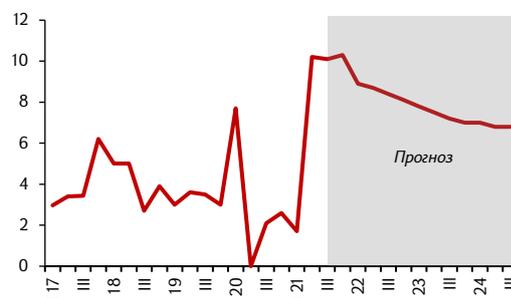
Рынок труда. В 2021 году номинальная заработная плата в частном секторе, по прогнозам, вырастет примерно на 8.1%. В среднесрочной перспективе темпы роста номинальной заработной платы в частном секторе будут соответствовать лежащему в его основе экономическому росту и инфляционным тенденциям. В результате, в 2022 г., наряду с ускорением экономического роста прогнозируется рост номинальной заработной платы в частном секторе на 8.5%, причем рост в конце прогнозного горизонта стабилизируется на уровне 6.9%.

Несмотря на пересмотр показателей экономического роста в 2021 году в сторону понижения, безработица останется низкой, что в основном связано с наблюдающимся с начала года сокращением предложения рабочей силы, в результате миграции.

Хотя подобное сокращение и соответствует предыдущим оценкам и оказывает негативное влияние на потенциал экономического роста, тем не менее оно также сопровождается уменьшением числа безработных, в результате чего безработица в 2021 году ожидается на низком уровне – 15.7%. В среднесрочной перспективе уровень безработицы сохранится в пределах 15-16%.

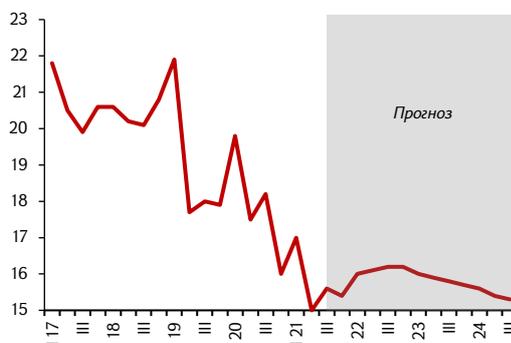
В 2021 году удельные затраты на оплату труда предприятий увеличатся за счет опережающего роста заработной платы в частном

График 11
Годовой прирост номинальной заработной платы в частном секторе (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

График 12
Уровень безработицы (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹⁵ Оценка Министерства финансов РА, приведенная в Законе о государственном бюджете РА на 2022 год.

секторе по отношению к росту производительности, а в конце прогнозного горизонта стабилизируются в пределах базового размера, т.е. целевого уровня инфляции в 4%. В краткосрочной перспективе инфляционное давление рынка труда сохранится, а в дальнейшем, по мере ускорения экономического роста и восстановления производительности, постепенно нейтрализуется.

2.2.3. Сравнение с предыдущим прогнозом

Успешное проведение вакцинации против коронавируса, а также опыт, накопленный во время борьбе с его предыдущими волнами, позволяют странам преодолевать последствия дальнейших вспышек пандемии путем более мягких ограничений. В этом контексте, несмотря на появление новых штаммов и некоторый рост связанных с этим краткосрочных неопределенностей, текущие среднесрочные ожидания экономического роста в странах-партнерах в целом соответствуют предыдущим прогнозам.

В результате несколько более сильного чем ожидалось эффекта пандемии на одного из ключевых партнеров Армении, США, а также более жесткой денежно-кредитной политике в среднесрочной перспективе, экономический рост, по сравнению с предыдущим прогнозом, несколько снизится.

В силу вышеперечисленных факторов внутренний спрос в США несколько ослабнет, но по-прежнему будет оказывать положительное влияние на инфляцию практически на всем прогнозном горизонте.

В результате некоторого ускорения инфляционных ожиданий, обусловленного более стимулирующей денежно-кредитной политикой, восстановление внутреннего спроса в Еврозоне (с последующим экономическим ростом) будет протекать более быстрыми темпами. Предложение в экономике существенно ограничено нехваткой полуфабрикатов и сырья, вызванной в результате сбоев в мировых производственно-сбытовых цепочках и задержек с поставками. В контексте вышеуказанного, а также с учетом значительного инфляционного давления со стороны международных рынков продовольствия и сырья, инфляция в еврозоне в последние месяцы значительно ускорилась и в среднесрочной перспективе будет на более высоком уровне, чем прогнозировалось ранее.

В России, вследствие более сильного ущерба от пандемии (ряда локальных ограничений) и ужесточения денежно-кредитной политики, экономический рост в краткосрочной перспективе был пересмотрен в сторону понижения, а в среднесрочной перспективе в

График 13

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

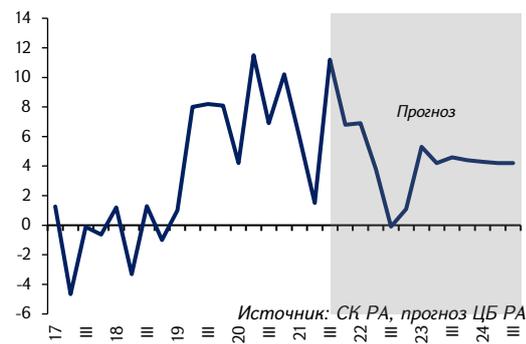


График 14

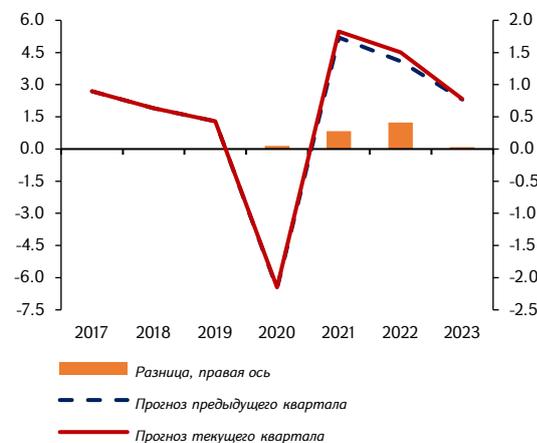
Прогнозы экономического роста США (%)



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

График 15

Прогнозы экономического роста ЕС (%)



Источник: Евростат, прогноз ЦБ РА

сторону роста, с учетом ослабления указанных факторов ограничения и в условиях более высокого уровня мировых цен на нефть, чем прогнозировалось ранее.

Под воздействием сильных инфляционных давлений на мировых продовольственных и товарных рынках, а также быстрого восстановления внутреннего спроса и значительного ускорения инфляционных ожиданий, уровень инфляции в России будет выше, чем прогнозировалось ранее. В среднесрочной перспективе, в результате нейтрализации факторов предложения, а также ужесточения монетарных условий, инфляция замедлится, стабилизируясь вблизи целевого показателя в конце горизонта. В результате некоторого ухудшения оценок ожидаемого урожая, а также роста цен на производственное сырье (топливо, удобрения, корма), мировые цены на продовольствие сформировались на высоком уровне и останутся таковыми в среднесрочной перспективе, в условиях высокой глобальной ликвидности.

В связи с более эффективным преодолением новых волн пандемии, а также четкой реализацией соглашения об ограничении объемов добычи нефти, цены на нефть сформировались и в среднесрочной перспективе останутся на более высоком уровне, чем прогнозировалось ранее.

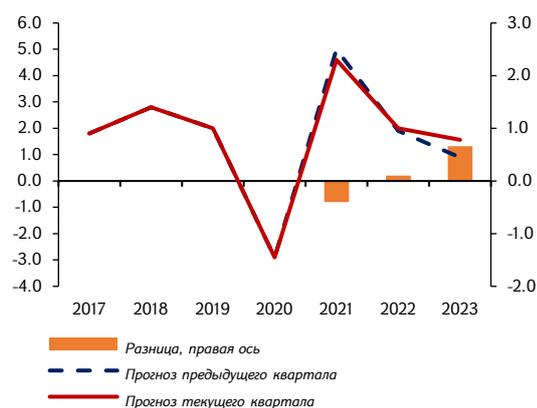
Вследствие глобальных сбоев производственно-сбытовых цепочек, мировой спрос на медь в краткосрочном диапазоне несколько замедлился (так, производство автомобилей/электромобилей сократилось из-за нехватки чипов), что, однако, закончится в последней части прогнозного горизонта, после нейтрализации вышеуказанных факторов. Вследствие этого, мировые цены на медь в условиях относительной стабильности предложения, будут формироваться в соответствии с предыдущими оценками.

Следует отметить, что конъюнктура на мировых продовольственных и товарных рынках окажет значительно более сильное инфляционное влияние на экономику ключевых стран-партнеров, чем ожидалось ранее.

Оценки экономического роста Армении на 2021 год были пересмотрены в сторону понижения, и ожидается, что будут несколько выше на всей протяженности прогнозируемого горизонта.

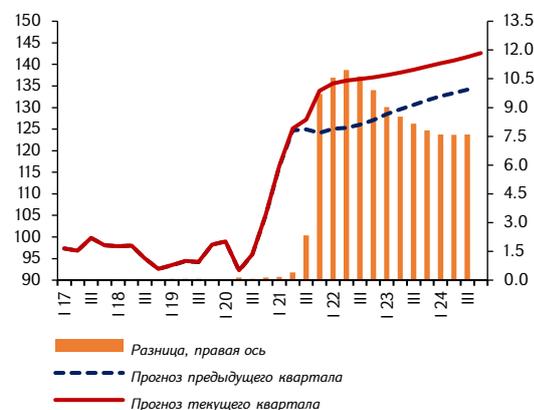
Экономический рост в 2021 году был пересмотрен в сторону понижения и, по сравнению с предыдущим прогнозом 5.4%, в настоящее время оценивается примерно в 4.2%, в связи с ожидаемым более низким внутренним спросом. Пересмотр в сторону понижения на уровне секторов экономики обусловлен более низким уровнем эко-

График 16
Прогнозы экономического роста РФ (%)



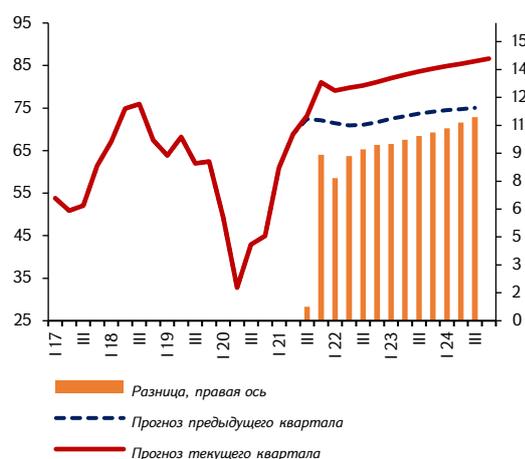
Источник: Росстат, прогноз ЦБ РА

График 17
Прогнозы международных цен на продовольствие



Источник: ФАО, прогноз ЦБ РА

График 18
Прогнозы международных цен на нефть



Источник: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

Экономический рост в 2021 году был пересмотрен в сторону понижения и по сравнению с предыдущими 5.4% в настоящее время оценивается примерно в 4.2% в связи с ожидаемым более низким внутренним спросом.

номического роста, ожидаемым в промышленности и сельском хозяйстве. В то же время экономический рост в 2022 году был несколько пересмотрен в сторону повышения, в основном в связи с увеличением капитальных расходов, предусмотренном в проекте государственного бюджета¹⁶.

Рост промышленного сектора по сравнению с предыдущим прогнозом был пересмотрен в сторону понижения. В обрабатывающей промышленности в основном увеличивается производство напитков и фармацевтических препаратов, кроме того, ожидается, что инвестиционная активность в секторе продолжит оставаться слабой. В горнодобывающей промышленности с середины года наблюдается сокращение объемов производства. В связи с этим показатели отрасли были пересмотрены в сторону понижения, как из-за спада в горнодобывающей промышленности, так и более слабой динамики роста обрабатывающей промышленности. Кроме того, из-за неопределенности в отрасли, ожидается, что выпуск продукции в среднесрочной перспективе останется на прежнем уровне и существенного роста не будет.

Прогнозы по сектору строительства, по сравнению с предыдущей программой, пересмотрены как на 2021 год, так и на прогнозном горизонте в сторону повышения, в основном за счет реализации капитальных затрат, предусмотренных государственным бюджетом, и некоторой активизации частных инвестиций.

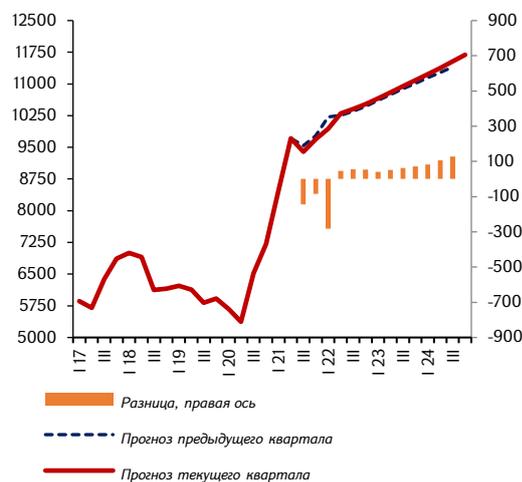
Рост сельскохозяйственного сектора был пересмотрен в сторону понижения, в основном из-за более низких тенденций роста, ожидаемых при неблагоприятных погодных условиях. Ожидается, что снижение роста будут продолжаться до конца года, и существенных положительных изменений в отрасли не произойдет.

Более позитивные чем ожидалось изменения в международном туризме компенсировали некоторое замедление частного потребления, в результате чего рост сектора услуг не был существенно пересмотрен по сравнению с предыдущим прогнозом и попрежнему остается основным двигателем экономического роста.

Оценка экономического роста на прогнозный среднесрочный горизонт была пересмотрена по сравнению с предыдущим прогнозом в сторону повышения, в основном в связи с реализацией капитальных расходов, предусмотренных государственным бюджетом на

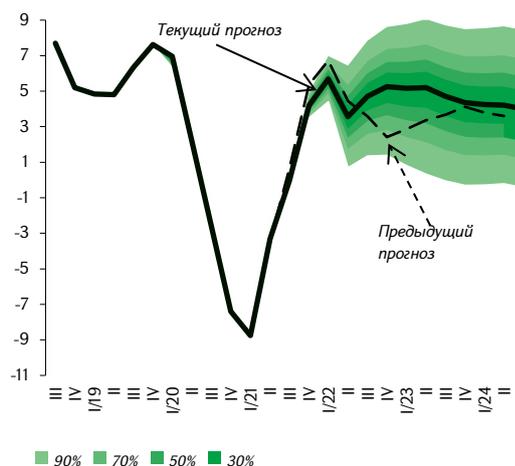
Экономический рост в 2022 году был несколько пересмотрен в сторону повышения, в основном в связи с увеличением капитальных расходов, предусмотренном в проекте государственного бюджета.

График 19
Прогноз международных цен на медь



Источник: Всемирный банк, прогноз ЦБ РА

График 20
Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного)¹⁶ роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

¹⁶ Закон о бюджете Республики Армения на 2022 год был подписан Президентом Республики Армения 22 декабря.

¹⁷ Темп роста каждого квартала рассчитан как кумулятивный темп роста за предыдущие 4 квартала.

2022 год, и их экономическим воздействием (см Врезку 2). В результате, экономический рост в ближайшем отрезке среднесрочного периода оценивается несколько выше стабильного уровня (график 18).

Таблица 2

Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
Период	Интервал 30% вероятности	Интервал 90% вероятности
2021 январь-декабрь / 2020 январь-декабрь	4.0 – 4.4	3.5 – 4.9
2022 январь-декабрь / 2021 январь-декабрь	4.3 - 6.0	1.4 - 8.6
2023 январь-декабрь / 2022 январь-декабрь	3.3 – 5.3	(-0.3) – 8.5
2024 январь-сентябрь 2023 январь-сентябрь	3.0 – 5.0	(-0.4) – 8.4

Врезка 2¹⁸

Влияние государственных капиталовложений в 2022 году на экономический рост и потенциал ВВП

Закон РА «О Государственном бюджете Республики Армения на 2022 год» предусматривает достаточно высокий уровень расходов (капитальных затрат) на нефинансовые активы, направленные на инвестиции в инфраструктуру и социальную сферу. Структура финансирования расходов на нефинансовые активы предусматривает увеличение объема и внешних и внутренних источников. При этом преобладает увеличение объема внутренних источников.

Расходы государственного бюджета РА на нефинансовые активы в 2010-2020 годах в среднем составили 3.5% ВВП. В целом, в 2020 году произошло резкое увеличение расходов государственного бюджета в связи с необходимостью дополнительных расходов за счет средств государственного бюджета, а также в результате осуществления антикризисных мер и с учетом последствий вооруженного конфликта в Арцахе. В частности, операции с нефинансовыми активами составили 3.7% ВВП, увеличившись на 0.7 процентных пункта (с учетом дополнительных военных расходов в связи с вооруженным конфликтом в Арцахе). Расходы на нефинансовые активы будут несколько ниже предусмотренных законом 2021 г. и составят 2.6% ВВП¹⁹. В 2022 году предусмотрено около 350,0 млрд капиталовложений (4,4% ВВП – расчет по закону), рост которых, по сравнению с предусмотренным в законе 2021 года, составляет около 134.0 млрд драмов или 1.8 процентных пункта ВВП. К основным направлениям расходов по линии

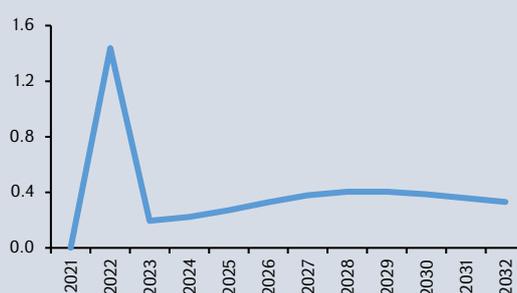
График 21

Изменение экономического роста и частных инвестиций по сравнению со стабильным уровнем в случае дополнительных государственных инвестиций, в соответствии с скалированной для экономики Армении модели GIMF

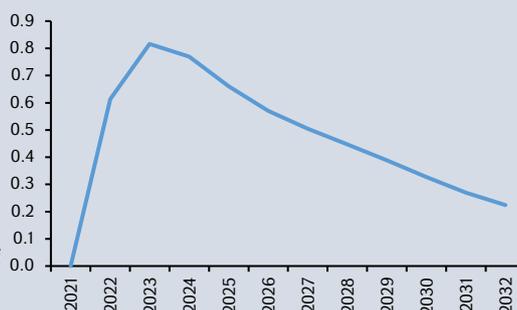
Государственные инвестиции



Экономический рост



Вес частных инвестиций в ВВП



¹⁸ Подготовили Айк Карапетян, Анжела Карапетян (отдел денежно-кредитной политики), Геворг Минасян (отдел экономических исследований).

¹⁹ ВВП 2021 года – оценка ЦБ.

нефинансовых активов относятся текущие программы по улучшению инфраструктуры, обеспечению безопасности страны, а также новые меры по укреплению человеческого и физического капитала.

По оценке ЦБ, обеспечение выполнения программы государственных капитальных затрат, предусмотренных на 2022 год, и повышение эффективности является одной из главных предпосылок экономического роста, а также гарантией долгосрочного экономического развития. Последнее также послужило существенным фактором при пересмотре оценки ЦБ по экономическому росту по сравнению с предыдущим прогнозом. С помощью структурной модели GIMF (которая включает монетарные и бюджетные блоки, откалиброванные для экономики Армении) был проведен анализ с целью оценки влияния государственных капиталовложений на экономический рост. Согласно анализу, полное выполнение расходов на нефинансовые активы в 2022 году окажет положительное влияние на экономический рост данного года на 1.4 процентных пункта, причем положительный вклад сохранится также и в долгосрочной перспективе. В частности, увеличение государственных инвестиций в ВВП на 1.22 процентных пункта в 2022 г., в свою очередь, по оценкам, также положительно скажется на частных инвестициях, и в долгосрочной перспективе доля последних в ВВП увеличится на 0.3 -0.4 процентных пункта. Увеличение капитальных вложений, в свою очередь, обеспечит положительный вклад с точки зрения роста среднесрочного потенциала, который, по оценке ЦБ, в результате эффективной реализации данной политики в среднесрочном горизонте будет на 0.3-0.4% выше.

Следует отметить, что в отношении предусмотренного законом сценария расходов по линии нефинансовых активов существуют определенные риски, как в положительном, так и отрицательном направлении, в случае проявления которых изменятся оценки экономического роста и в краткосрочном и в прогнозируемом среднесрочном горизонте.

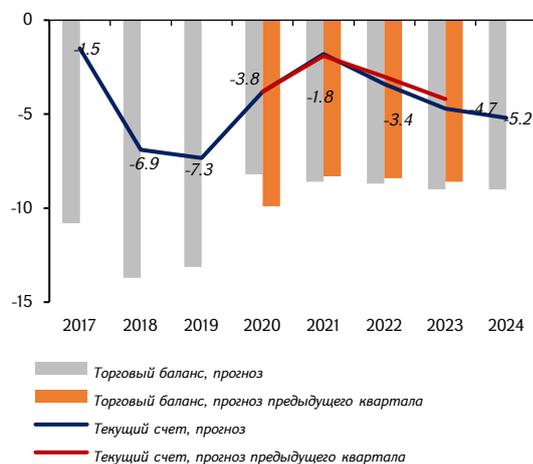
В 2021 году соотношение дефицита счета текущих операций к ВВП сохранится на уровне предыдущего прогноза. При этом высокий рост профицита баланса услуг превысит рост дефицита товарного баланса.

По сравнению с предыдущим прогнозом оценка налогово-бюджетного импульса практически не изменилась: ожидается расширяющее влияние доходов и сдерживающее влияние расходов в случае полного выполнения скорректированного налогового плана и 97.3% выполнения скорректированного плана расходов (оценка ЦБ).

Согласно текущему прогнозу, в краткосрочной перспективе динамика общей инфляции будет сопоставима с прогнозом предыдущей программы, однако базовая инфляция, по сравнению с предыдущим

График 22

Среднесрочные прогнозы показателя «Текущий счет/ВВП» (%)



Источник: СК РА, прогноз ЦБ РА

прогнозом, будет несколько выше. Высокий уровень общей и базовой инфляции в краткосрочной перспективе по-прежнему будет обусловлен ростом инфляции на международных товарно-сырьевых рынках и передающимся оттуда давлением на внутреннюю экономику. В то же время ожидается, что инфляционное давление со стороны международных рынков по сравнению с предыдущими оценками будет носить более долгосрочный характер. Соответственно, в краткосрочной перспективе инфляция будет расти по более высокой траектории, чем предусматривалось в предыдущей программе, а в среднесрочной перспективе постепенно снизится, и на прогнозном горизонте укрепитя в пределах целевого уровня (см. график «Распределение вероятностей прогноза инфляции»).

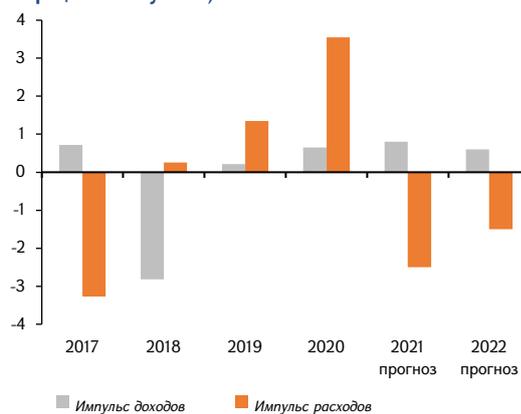
По сравнению с предыдущим прогнозом, краткосрочные инфляционные ожидания в ближайшем будущем будут на несколько более высоком уровне, что обусловлено текущей динамикой базовой инфляции и инфляционными эффектами из внешнего сектора в экономике Армении.

2.2.4. Основные суждения и риски

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

График 23

Прогноз налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)



Источник: оценка ЦБ РА

График 24

Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: оценка ЦБ РА

Врезка 3

Результаты опросов домашних хозяйств и участников финансового сектора относительно их ожиданий

Согласно результатам опроса ЦБ, проведенного в третьем квартале 2021 года среди домохозяйств и участников финансового сектора относительно ряда макроэкономических показателей, инфляционные ожидания в третьем квартале с точки зрения общих тенденций, несколько выросли. В частности, доля опрошенных домохозяйств, которые ожидают высокую и очень высокую инфляцию в одногодичном горизонте, немного выросла среди общего числа опрошенных. Опросы также показывают, что в третьем квартале неуверенность населения в вопросе ожидаемой инфляции несколько снизилась.

График 25

Опрос об инфляционных ожиданиях домохозяйств



Источник: ЦБ РА

Таблица 3

Основные суждения и предположения	Вероятные последствия данного предположения
<p>Несмотря на более быстрое распространение нового коронавируса Омикрон и неопределенность, связанную с его возможными последствиями, широкомасштабных экономических ограничений не предвидится. В результате сбоев производственно-сбытовых цепочек по линии предложения задержки поставок товаров и дефицит отдельных товаров будут наблюдаться в течение всего 2022 года.</p> <p>Стимулирующая экономическая политика в развитых странах будет постепенно ослабевать.</p> <p>Восстановление объемов добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+ будет постепенным, в соответствии с установленным графиком.</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Экономический эффект дальнейшего распространения коронавируса на мировую экономику, особенно на основные страны-партнеры Армении, будет слабым. ✓ Несмотря на то, что ускорение инфляции в странах-партнерах по-прежнему во многом обусловлено факторами предложения, высокая инфляция сохранится в течение длительного периода времени. ✓ Среднесрочные инфляционные ожидания во всех странах-партнерах ускорились. В США и ЕС, в результате небольшого ужесточения политики, они продолжают находиться на уровне, близком к целевому. ✓ Цены на международных рынках сырья и продовольственных товаров останутся высокими.
<p>В условиях сохраняющейся высокой ликвидности на мировых финансовых рынках, премия за риск страны для Армении на прогнозном горизонте по-прежнему сохранится ниже долгосрочного стабильного уровня.</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ В связи с некоторым ожидаемым ужесточением ФРС США, премия за риск страны в четвертом квартале немного увеличилась и, по оценкам, соответствует предыдущим прогнозам. В среднесрочной перспективе, наряду с постепенным снижением мировой финансовой ликвидности, она будет расти, приближаясь к долгосрочному стабильному уровню.
<p>Рост инфляционных ожиданий</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Согласно оценкам, краткосрочные инфляционные ожидания населения несколько возросли в связи с продолжающимися инфляционными развитиями на международных рынках, на фоне некоторого ускорения фактической инфляции и восстановления спроса. Рост инфляционных ожиданий в свою очередь, отразился на уровне нейтральной процентной ставки.
<p>В 2021 году расширяющий эффект доходов и сдерживающий расходов, а в 2022 году небольшой сдерживающий эффект налоговобюджетной политики.</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ В случае полного выполнения скорректированного плана доходов государственного бюджета на 2021 год и 97.3% скорректированного плана расходов правительства (оценка ЦБ), в 2021 году ожидается расширяющий эффект доходов на 0.8 и сдерживающий эффект расходов на 2.5 процентных пункта. Согласно оценкам ППСР на 2022–2024 гг., в среднесрочной перспективе, в частности в 2022 г., ожидается небольшой сдерживающий, а в 2023–2024 гг. - нейтральный эффект налогово-бюджетной политики.

	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Предполагается, что полное выполнение государственных капитальных расходов, предусмотренных в бюджете на 2022 год, окажет положительное воздействие на увеличение потенциала ВВП.
Влияние новых вспышек пандемии на экономику Армении будет слабым.	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Значимых экономических последствий распространения нового типа вируса не будет, а вероятность введения ограничений невелика. ✓ В условиях постепенной нейтрализации ограничений на поездки, восстановление въездного туризма в 2022 году будет в пределах 61% от уровня 2019 года, в то время как выездной туризм будет восстанавливаться медленнее, достигнув примерно 47% от уровня 2019 года, с учетом текущих тенденций пандемии в мире, низкого уровня вакцинации в Армении и осторожной политики, проводимой другими странами в отношении международных пассажиропотоков.
Добывающие отрасли вносят опеределенный отрицательный вклад в рост уровня потенциала ВВП.	<ul style="list-style-type: none"> ✓ В сценарии денежно-кредитной политики эксплуатация Амурсарского рудника и Алавердинского медно-молибденового комбината не учитывается. Их потенциальное влияние учитывается в прогнозе рисков. ✓ Из-за проблем с логистикой, связанных с эксплуатацией Сотского рудника, в течение всего прогнозного горизонта будет осуществляться около 30-35% от довоенного объема всей производственно-сбытовой цепочки по добыче, переработке и экспорту золота. ✓ По линии других горнодобывающих предприятий ожидается сохранение низкого уровня производства, что обусловлено существующей неопределенностью в секторе.
В связи с внедрением единого таможенного тарифа Евразийского экономического союза, до 2023 года ожидается изменение акцизных и таможенных ставок.	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Инфляционных эффект постепенного изменения акцизного налога в 2021-2023 годах оценивается примерно в 0.4 процентных пункта, в то время как ежегодный эффект изменения таможенных ставок оценивается в 0.3 процентных пункта.
Эффект отмены преференций GSP+ на экономику Армении будет умеренно слабым.	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Эффект отмены преференций скажется в основном на текстильную промышленность, при этом максимальное влияние на всю отрасль промышленности оценивается в 0.7%, а на реальный экспорт – 1.0-2.0 процентных пункта.
В условиях экономической неопределенности, сбережения, значительно возросшие в 2020 году, в 2022 году будут постепенно сокращаться.	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Сокращение сбережений положительно скажется на совокупном спросе, тем не менее уровень сбережений на прогнозном горизонте все еще останется выше докризисного уровня.
Рост цен на регулируемые услуги в начале 2022 года.	<ul style="list-style-type: none"> ✓ В первом квартале 2022 года ожидается рост регулируемых услуг, в частности, арендной платы за водоснабжение и тарифов на электроэнергию, степень влияния которого на инфляцию оценивается в пределах 1.0 процентного пункта.

Риски прогноза

Пандемия коронавируса вновь и вновь появляется во всем мире в виде новых трансформаций и новых волн. Различные ограничения и требования в контексте мер контроля над ними по-прежнему несут в себе определенные риски как с точки зрения сдерживания спроса, так и предложения, но их последствия, по оценкам, ограничены. В экономике Армении сохраняются высокие неопределенности, особенно в вопросе инвестиционной среды и экономических перспектив, которые продолжают проявляться в виде относительно широкой неопределенности прогнозов инфляционных и других макропоказателей (см графики о распределении вероятностей прогнозов инфляции и экономического роста).

Соответственно, в подобных условиях волатильности приводятся лишь наиболее количественно значимые риски, сложившиеся вокруг базового сценария.

С точки зрения совокупного спроса можно выделить следующие риски:

- Риски внешнего спроса в основном связанные с распространённостью и степенью опасности нового типа коронавируса «Омикрон», а также с эффективностью противовирусной вакцинации. Вероятность и серьёзность этого риска и связанных с ним экономических ограничений обуславливают соответствующие риски экономических последствий.
- Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в 2022 году во многом зависит от процесса выполнения государственного бюджета. Существуют риски как с точки зрения невыполнения, так и перевыполнения плана налогов, в зависимости от которых может измениться расчетный сдерживающий эффект доходов. В случае экономии государственных расходов или дефицита финансирования из внешних источников, расходы могут иметь менее расширяющий или нейтральный эффект. В случае сохранения наблюдающейся в последние годы тенденции невыполнения капитальных расходов, расширяющее влияние расходов уменьшится, а также возникнут риски с точки зрения роста и стимулирования потенциала экономики. Следовательно реализация предусмотренных программой капитальных затрат имеет большое значение, особенно с точки зрения обеспечения долгосрочного экономического роста.

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

- В случае непропорционального ужесточения стимулирующих условий в развитых странах возникают риски оттока капитала из

развивающихся стран, увеличения премии за риск страны и, в первую очередь, инфляционные риски.

- Риски, связанные с ценами на сырьевые товары зависят от скорости восстановления мировой экономики, а также фактических проявлений возможных факторов предложения (например, объемов урожая, сбоев в производственно-бытовых цепочках) на товарных рынках.

В результате риски отклонения инфляции от прогноза в среднесрочной перспективе оцениваются в сторону повышения и, в целом, в количественном выражении по-прежнему высоки (см. График 1. «Распределение вероятностей прогноза инфляции»).

Помимо вышеупомянутых инфляционных рисков, по линии экономического роста существуют также связанные с потенциалом дополнительные среднесрочные риски, которые являются двусторонними. Риски, в частности, связаны со следующими внутренними факторами:

- Неопределенности, связанные с эксплуатацией Амулсарского рудника и Алавердинского медеплавильного завода, которые обуславливают риск в сторону повышения.
- Реализация проектов в рамках пакета помощи Восточного партнерства ЕС на 2.6 млрд евро, что является риском роста.
- Вероятность новой волны пандемии вследствие быстрого распространения нового типа инфекции, что является негативным риском с точки зрения экономической перспективы.
- Дополнительные негативные риски сокращения инвестиций в условиях экономической и политической неопределенности в Армении и сохранения напряженности на государственной границе.
- Вероятность сокращения трудовых ресурсов из-за возможной эмиграции населения, что является риском в сторону сокращения.

С учетом низкого показателя капитальных затрат по отношению к скорректированным программам государственного бюджета предыдущих лет, существуют риски в сторону понижения по линии выполнения соответствующих расходов в 2022 году и с точки зрения освоения инвестиций экономикой. С другой стороны, в случае эффективного осуществления капитальных затрат, возможны дополнительные эффекты в виде увеличения частных инвестиций, что можно рассматривать как положительный риск.

В целом, поскольку сохраняются некоторые неопределенности относительно дальнейшего развития геополитической и экономиче-

ской ситуации, Центральный банк пробует снизить потенциальные риски, вытекающие из этих неопределенностей, выстраивая и обсуждая различные сценарии развития ситуации и рассматривая вероятную реакцию на результаты проводимой политики, что позволит при проявлении первых же обоснованных признаков этих рисков действовать согласно ситуации.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ЧЕТВЕРТОГО КВАРТАЛА 2021 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

Денежно-кредитная политика проводимая в начале отчетного периода, основывалась на следующих принципиальных положениях. В частности, в четвертом квартале 2020 года в связи с военным положением ожидалось высокие темпы второй волны пандемии коронавируса, а также, в условиях нарастания неопределенности на фоне этих факторов, низкая экономическая активность и слабый спрос. В свою очередь, начиная с 2021 года, ряд негативных факторов, в том числе ожидаемое замедление роста финансового посредничества, а также прогнозируемый слабый сдерживающий эффект фискальной политики, в определенной степени будут сдерживать совокупный спрос. Вместе с тем, под воздействием инфляционного давления на внутренние цены со стороны внешних товарных рынков и фактической девальвации драма в следующем году, по прогнозам ожидалось ускорение инфляции. Учитывая ожидаемое расширение инфляционной среды и повышение премии за риск страны, политика Центрального банка в условиях объявленного в стране военного положения, была направлена на постепенное снижение монетарной стимулирующей позиции для достижения цели по инфляции.

За отчетный период как во внешнем секторе, так и в экономике Армении сложились более позитивные по сравнению с прогнозом макроэкономические явления. В результате широкомасштабной коронавирусной вакцинации и максимально воздержания от жестких ограничений, наблюдается более быстрое восстановление мировой экономической активности и внешнего спроса. На фоне положительной динамики спроса, обусловленной рядом факторов предложения (прогнозами низкого предложения новых урожая, ростом стоимости фрахта, сбоях производственно-сбытовых цепочек), на международных товарных рынках наблюдались значительные инфляционные процессы, что в свою очередь нашло отражение в формировании высокой инфляционной среды в основных странах-партнерах Армении, под влиянием которой инфляционное давление передалось экономике Армении через ряд импортируемых продовольственных товаров. Во втором квартале 2021 года к факторам со стороны предложения, связанным с инфляционным воздействием

международных продовольственных цен на внутренние цены, прибавились факторы спроса, обусловленные опережающим по сравнению с расширения производственных мощностей ростом частного потребления. Данная тенденция в основном была обусловлена резким увеличением потребительских расходов населения за счет накопленных сбережений, а также притоком крупных денежных переводов из-за рубежа.

В то же время, в условиях военного положения и экономико-политической неопределенности в начале отчетного периода, на валютном рынке произошло обесценивание драма, что в результате кардинального улучшения внешнего баланса было заметно скорректировано благодаря дальнейшему укреплению драма. Под воздействием этих факторов, как и ожидалось, в динамике 12-месячной инфляции в отчетном периоде наблюдалась тенденция роста, достигнув с 1.4% в сентябре 2020 года 8.9% в сентябре текущего года. Неопределенность экономических перспектив в свою очередь заметно повысила инфляционные ожидания. Все это отразилось также и в динамике 12-месячной базовой инфляции, которая за указанный период также существенно выросла, достигнув в сентябре 8.0%. В этом отношении примечательно, что квартальная годовая нормализованная инфляция в основном увеличивалась в течение первых двух кварталов отчетного периода, а затем, до третьего квартала 2021 года, заметно снизилась до 3%.

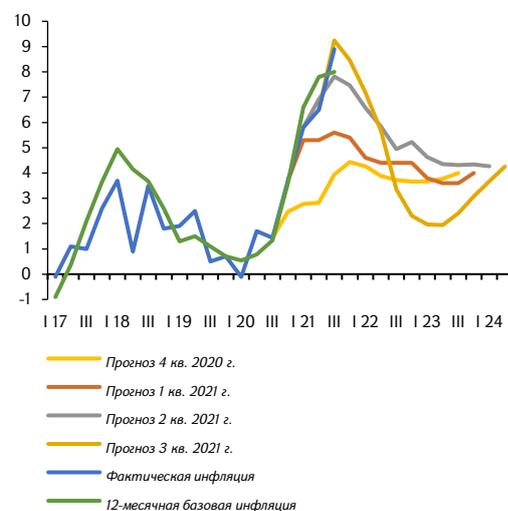
Исходя из вышеупомянутых развитий, прогнозируемое направление краткосрочной инфляции в каждом последующем квартале отчетного периода была скорректирована в сторону повышения.

Вследствие неопределенности в связи с пандемией и введения военного положения, в отчетном периоде на финансовом рынке Армении сформировался высокий спрос на денежную ликвидность, который был полностью удовлетворен Центральным банком в основном за счет основного инструмента (7-дневных РЕПО соглашений). В результате, краткосрочные рыночные процентные ставки сформировались в основном в пределах директивных процентных ставок. В течение 12 месячного отчетного периода Центральный банк, придерживаясь политики плавающего обменного курса, принимал лишь ситуативное участие на валютном рынке, направленное на обеспечение бесперебойного функционирования финансового рынка.

С учетом инфляционного воздействия на внешний сектор и экономику Армении и определенного роста сопутствующего роста инфляционных ожиданий, в течение отчетного периода Центральный банк, как и планировалось, проводил политику ужесточения монетарных условий, постепенно сокращая и нейтрализуя монетарную стимулирующую позицию. С этой целью ЦБ увеличил ставку рефи-

График 26

В отчетном периоде прогноз инфляции на 12 месяцев периодически пересматривался в сторону повышения



Источник: НСС РА, ЦБ РА

нансирования довольно большими шагами в общей сложности на 3.0 процентных пункта, установив ее в сентябре на уровне 7.25%. По оценкам, подобное последовательное ужесточение денежно-кредитных условий оказывает существенное влияние на регулирование повышенного спроса, сдерживание инфляции и достижение целей по инфляции в среднесрочной перспективе.

3.1.2. Цены

Начиная с конца 2020 года инфляция стала ускоряться и, в соответствии с прогнозами, высокая инфляционная среда в отчетном периоде сохранилась.

Рост инфляции в конце года в целом был обусловлен ускорением базовой инфляции, чему существенно способствовал рост цен на импортируемые продовольственные и непродовольственные товары. На рост инфляции повлияли как цены на продукты питания на международных рынках, так и девальвация драма. Под влиянием событий на международных рынках во внутренней экономике наблюдался резкий рост цен в товарные группы «Хлебобулочная продукция и крупы», «Масла и жиры», «Сахар». Рост мировых цен на энергоносители повлиял на цены на топливо. В результате роста цен на топливо, а также ослабления ограничений воздушного сообщения, введенного некоторыми странами с целью предотвращения распространения пандемии, тарифы на авиаперевозки заметно выросли. Росту 12-месячной инфляции в значительной мере способствовал также рост цен на лекарственные препараты, который почти полностью обусловлен высоким спросом на них в период пандемии. Примечателен также резкий скачок цен на международные авиаперевозки, оказавший непосредственное влияние на инфляцию импортных товаров (в частности электроприборов, одежды и обуви, а также предметов личной гигиены).

В результате положительных ожиданий восстановления спроса и ряда факторов предложения в первом полугодии 2021 года на основных товарных рынках инфляционные проявления продолжились, что также отразилось на росте цен на импортируемые продукты питания. В то же время, наряду с более быстрым чем ожидалось восстановлением спроса во внутренней экономике, в указанный период наблюдался также высокий рост цен на товары и услуги местного производства, приведший к корректировке цен на ряд услуг с относительно жесткими ценами (медицинские, парикмахерские, юридические, почтовые).

Начиная с конца 2020 года инфляция стала ускоряться и, в соответствии с прогнозами, высокая инфляционная среда в отчетном периоде сохранилась.

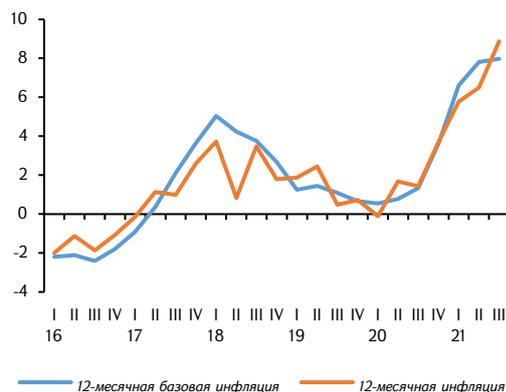
Помимо вышеперечисленных факторов, ускорению инфляции в третьем квартале 2021 года существенно способствовала нехарактерная для этого сезона более слабая дефляция сезонных продовольственных товаров, на которую на более слабую дефляционную динамику, в частности в группе овощей, повлияли как плохие погодные условия, так и сокращение посевных площадей и рост экспорта отдельных продуктов.

В течение года наблюдалось незначительное инфляционное колебание тарифов на регулируемые услуги, рост которых в третьем квартале 2021 года составил 0.6% по сравнению с тем же периодом предыдущего года.

Как и ожидалось, изменение ставок акцизного налога в начале года продолжило оказывать влияние на рост цен в товарных группах «Табачные изделия» и «Алкогольные напитки».

График 27

С конца 2020 г. наблюдался быстрый рост 12-месячной инфляции, как общей, так и базовой



Источник: НСС РА

Таблица 4

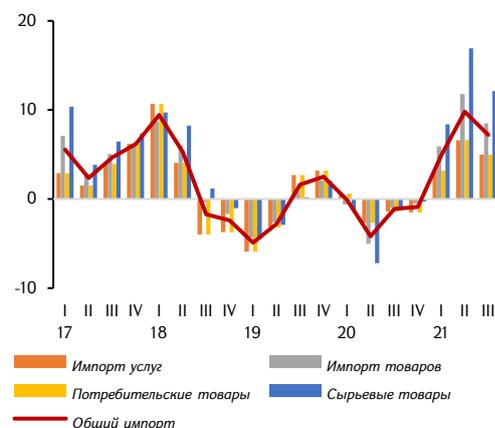
Рост потребительских цен по товарным категориям, внесшим оказавшим основное содействие инфляции			
Товарная категория	Вес	12-месячная инфляция по состоянию на январь 2021 года.	Вклад
Базовая инфляция	74.4	8.0	5.9
Хлебобулочная продукция и крупы	7.7	9.5	0.7
Мясо	9.7	9.0	0.9
Масла и жиры	2.3	27.1	0.6
Сахарный песок	0.4	31.1	0.1
Алкогольные напитки	2.9	8.6	0.2
Табачные изделия	1.6	10.4	0.2
Одежда	2.5	12.9	0.3
Обувь	1.6	11.7	0.2
Медикаменты, медицинское оборудование и приборы	0.5	12.4	0.1
Топливо	4.0	9.5	0.4
Пассажирские воздушные перевозки	6.0	10.3	0.6
Образование	0.6	22.2	0.1
Услуги больниц	2.9	2.3	0.1
Сезонные продовольственные товары	9.6	28.3	2.7
Яйца	1.3	27.4	0.4
Фрукты	3.7	-3.0	-0.1
Овощи	4.7	64.5	3.0
Регулируемые услуги	16.0	0.6	0.1

Цены на импорт. В течение третьего квартала 2021 года на ускорении роста долларовых импортных цен в Армении сказался рост цен на продовольственные товары в мировой экономике. Долларовые цены на импорт выросли по сравнению с тем же кварталом предыдущего года. Долларовые цены на импорт по сравнению с предыдущим кварталом выросли в Армении на 0.8%, при этом темпы роста цен по сравнению с тем же периодом прошлого года составили 7.2% в годовом исчислении. В третьем квартале долларовые цены на промежуточные товары в основном также выросли.

Общий рост цен на 7.2% в сравнении с аналогичным периодом предыдущего года в основном обусловлен ростом цен на нефть, пшеницу и сахар. При этом, рост цен в годовом исчислении отмечен практически по всем импортным товарам промежуточного использования. Рост цен на потребительские товары по сравнению с предыдущим годом в основном был обусловлен ростом долларовых цен на потребительские товары из Европы, Китая и России.

График 28

Долларовые цены на импорт товаров и услуг в третьем квартале 2021 года сохранились на высоком уровне по сравнению с тем же кварталом предыдущего года



Источник: расчеты ЦБ РА

3.2. Экономические развития

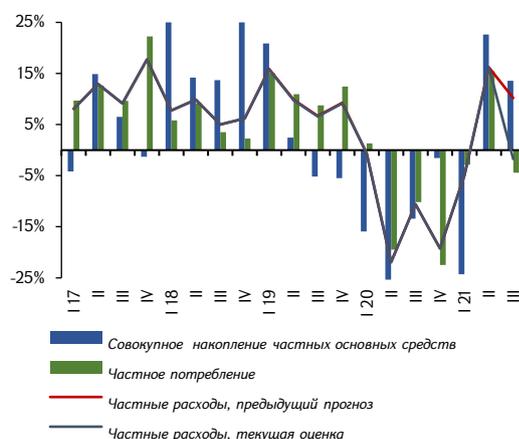
3.2.1. Позиция экономики

За отчетный период разрыв ВВП несколько сократился, однако сохранился в положительном диапазоне. В третьем квартале 2021 года экономический рост составил 2.7% (см. раздел 3.2.3), что ниже предыдущего прогноза Центрального банка, и в основном обусловлено более низким, чем ожидалось, показателями в сельском хозяйстве и промышленности, под влиянием факторов временного предложения (неблагоприятных погодных условий и неопределенностью в отрасли, а также ожидаемых изменений в налоговой системе). Валовой спрос также оказался ниже прогнозируемого, причем структура спроса также заметно изменилась. В отличие от преобладающей роли внутреннего спроса в первом полугодии, экономический рост в отчетном квартале был в основном обусловлен внешним спросом. В результате разрыв ВВП несколько сократился, однако сохранился в положительном диапазоне, что также соответствует высокой инфляционной среде на потребительском рынке.

В третьем квартале 2021 года экономический рост составил 2.7%.

График 29

Структура частных расходов (рост в годовом исчислении)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

3.2.2. Расходная сторона экономики

В третьем квартале 2021 года экономический рост составил 2,7%, что ниже предыдущих оценок. Экономическому росту в основном

способствовали относительно высокие показатели государственных расходов и чистого экспорта, в то время как внутренний спрос был относительно более слабым. Отклонение в сторону снижения по части спроса было обусловлено снижением частного потребления: которое по сравнению с предыдущей программой составило 4.4%, хотя ожидалось, что с точки зрения спроса в качестве основного фактора сохранится частное потребление, и ранее сдерживаемый рост спроса будет проявляться более быстро, а частные сбережения сократятся более существенно. В то же время, рост частных инвестиций в 13.6% превысил ожидания, что, однако, не оказало существенного положительного влияния на увеличение частных расходов. Соответственно, частные расходы в третьем квартале снизились на 1.8%.

В течение третьего квартала 2021 года темпы роста экспорта товаров и услуг, в соответствии с ожидаемыми изменениями в мировой и отечественной экономике, заметно превысили темпы роста импорта товаров и услуг. Темпы роста экспорта услуг, в частности экспорта туризма, оказались выше чем прогнозировал Центральный банк. В то же время следует отметить, что слабый внутренний спрос отразился на более низком чем ожидалось росте импорта товаров и услуг.

В третьем квартале 2021 года рост реального экспорта товаров и услуг в годовом исчислении составил 29.6%, а рост реального импорта товаров и услуг, 10.6%. Низкий уровень въездного туризма в основном был обусловлен осторожной политикой ряда стран в вопросе приема туристов из РА.

В заключение следует отметить, что вклад чистого реального экспорта в ВВП в третьем квартале по сравнению с прогнозами оказался более высоким.

Ожидается, что в третьем квартале 2021 года долларовые объемы чистых денежных переводов физических лиц (включая заработную плату сезонных работников и частные переводы) увеличатся примерно на 10.0%, что почти соответствует росту, предусмотренному в программе ЦБ за предыдущий квартал.

В результате вышеуказанных событий, в третьем квартале 2021 года, образовался профицит счета текущих операций, в основном за счет чистого экспорта услуг.

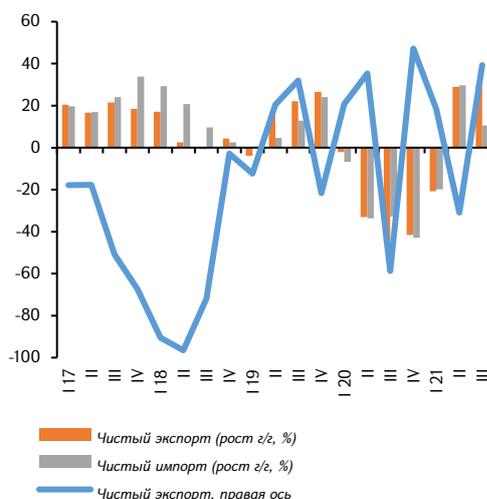
Налогово-бюджетная политика²⁰: В третьем квартале 2021 года показатель фактических доходов бюджета превысил прогноз ЦБ²¹, а расходы и чистое кредитование экономики оказались в

²⁰ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен на базе фактических показателей совокупного бюджета за четвертый квартал.

²¹ Оценка квартальной программы по доходам основана на реальных тенденциях сбора налогов и ежемесячных оперативных программах Министерства финансов РА. Прогноз расходов является оценкой ЦБ.

График 30

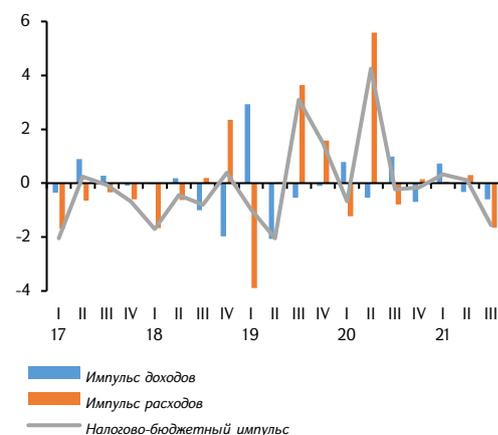
Позиция чистого экспорта в 3-м квартале 2021 года улучшилась (чистый реальный экспорт г/г, %, положительное значение - улучшение)



Источник: ЦБ РА

График 31

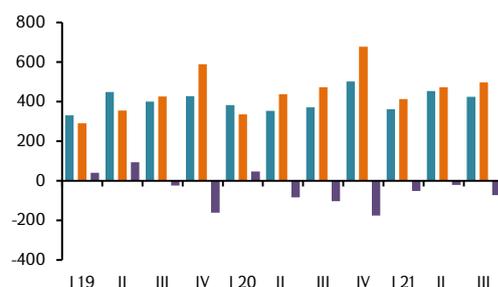
Расширяющее влияние налогово-бюджетной политики в 3-м квартале 2021 года обусловлено, главным образом, сдерживающим эффектом расходов



Источник: оценка ЦБ РА

График 32

Основные показатели консолидированного бюджета (млрд драмов РА)



■ Доходы и гранты консолидированного бюджета
 ■ Расходы консолидированного бюджета
 ■ Дефицит (знак «-» дефицит, «+» профицит)

Источник: НСС РА

пределах прогноза. По сравнению с предыдущим кварталом, согласно оценке сигнала, как доходы, так и расходы оказали сдерживающий эффект на общий спрос, в 0.6 и 1.6 процентных пункта соответственно. При этом, доходы по сравнению с прогнозом имели более сдерживающий эффект, в то время как расходный сигнал соответствовал плану.

В третьем квартале 2021 года фактические доходы бюджета составили 103.3% от оценки ЦБ²², что связано как с более высокими налоговыми поступлениями, так и более высоким уровнем других доходов. Увеличение налогов и пошлин в годовом исчислении составило около 15%, что в основном связано с увеличением налога на добавленную стоимость, таможенных пошлин, гербовых сборов и экспортных пошлин.

Импульс доходов третьем квартале по сравнению со вторым кварталом 2021 года был на 0.6 процентных пункта сдерживающим.

Расходы государственного бюджета и чистое кредитование экономики в третьем квартале совпали с прогнозом ЦБ. Квартальный рост государственных расходов в годовом исчислении составил 4.4%. В структуре расходов государственного бюджета **государственное потребление и фактические расходы на нефинансовые активы** соответствовали прогнозу Центрального банка.

В результате, государственные расходы оказали сдерживающее воздействие на валовой спрос в размере 1.6 процентных пункта по сравнению с предыдущим кварталом.

В условиях вышеуказанной динамики доходов и расходов, в третьем квартале сформировался дефицит государственного бюджета в 72.1 млрд драмов, несколько отклонившись в сторону снижения от показателя дефицита, рассчитанного Центральным банком. При этом дефицит консолидированного бюджета составил около 73,0 млрд драмов.

Дефицит финансировался исключительно из внутренних источников, в частности, чистый доход от размещения государственных ценных бумаг составил 72.1 млрд драмов.

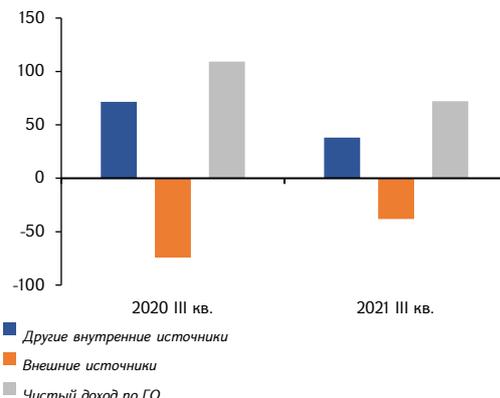
В заключение следует отметить, что в третьем квартале 2021 года влияние налогово-бюджетного сигнала на спрос и инфляцию было сдерживающим.

По итогам девяти месяцев 2021 года доходы государственного бюджета РА составили 1201.5 млрд драмов, увеличившись по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 11.8%, а налоги и сборы составили 1137.3 млрд драмов, увеличившись на 11.9% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, в основном за

²² Годовая программа Центрального банка по доходам совпадает с текущей годовой скорректированной программой Правительства, которая также включает изменения, внесенные в соответствии с законодательством в течение отчетного периода. Квартальные прогнозы доходов основаны на текущих развитиях и представляемых Министерством финансов РА ежемесячных программ.

График 33

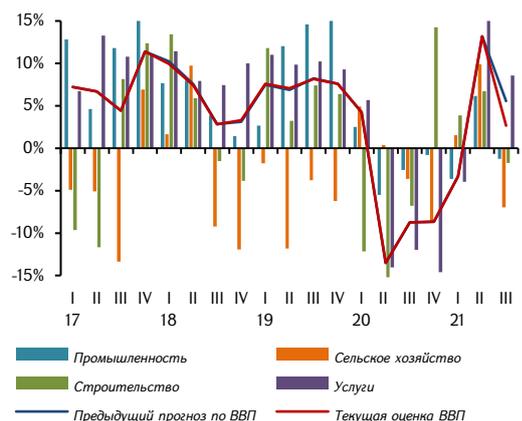
В 3-м квартале 2021 года сформировался дефицит госбюджета, финансируемый за счет внутренних источников (млрд драмов РА)



Источник: МФ РА

График 34

Отраслевая структура ВВП (годовой прирост, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

В третьем квартале 2021 года влияние налогово-бюджетного импульса на спрос и инфляцию было сдерживающим.

счет таможенных пошлин, увеличения гербового сбора и экспортной пошлины. Расходы государственного бюджета составили 1349.1 млрд драмов, увеличившись по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 9.7%. В результате, дефицит государственного бюджета составил 147.5 млрд драмов. По итогам девяти месяцев 2021 года, влияние фискальной политики на совокупный спрос, по оценкам, также является сдерживающим.

3.2.3. Производственная сторона экономики

В третьем квартале 2021 года рост ВВП составил 2.7%, что существенно ниже прогноза ЦБ. По сравнению с ожиданиями, глубокий спад произошел в сельскохозяйственном секторе из-за заметного спада производства в области растениеводства, обусловленного неблагоприятными погодными условиями. Промышленный сектор также внес заметный отрицательный вклад в развитие экономики, в основном из-за продолжающегося спада в горнодобывающем секторе, вследствие проводимой в этом секторе политики и инвестиционной неопределенности. Меньший чем ожидалось спад был зарегистрирован в строительном секторе. Следует отметить, что в последние месяцы строительство за счет средств строительных компаний и населения начало активизироваться, что также выражается в относительно более высоком уровне инвестиций в отчетном квартале. Наибольший положительный вклад в экономический рост продолжает вносить сфера услуг, рост которой, составив 8.6%, соответствует ожиданиям ЦБ.

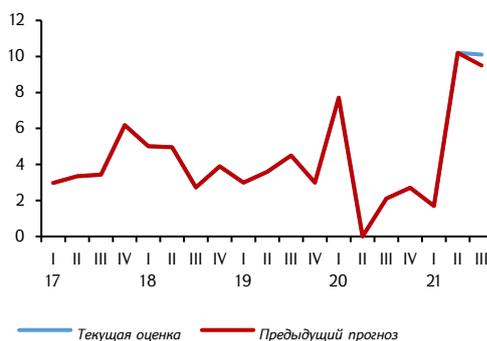
3.2.4. Рынок труда

В третьем квартале 2021 года темп роста номинальной заработной платы в частном секторе был близок к предыдущим прогнозам ЦБ и составил 10.1%, в основном за счет роста в сфере услуг. Высокие темпы роста отмечены, в частности, отраслях транспортно-складского и жилищно-коммунального хозяйства, а также информации и связи. Темп роста реальной заработной платы частного сектора в третьем квартале составил около 3.7%.

В третьем квартале 2021 года уровень безработицы по оценкам составил 15.6%, что соответствует предыдущим прогнозам ЦБ. Высокий рост частной заработной платы и низкий уровень безработицы свидетельствуют об определенной активизации рынка труда, что соответствует положительному разрыву ВВП в экономике, а также отражает сокращение предложения рабочей силы из-за миграционных тенденций, наблюдаемых с начала 2021 года.

График 35

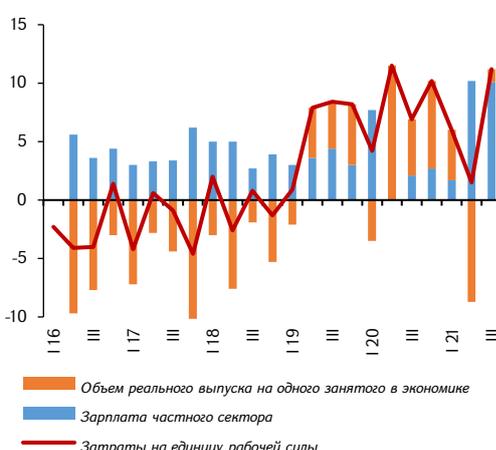
Номинальная зарплата в частном секторе (годовой прирост, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

График 36

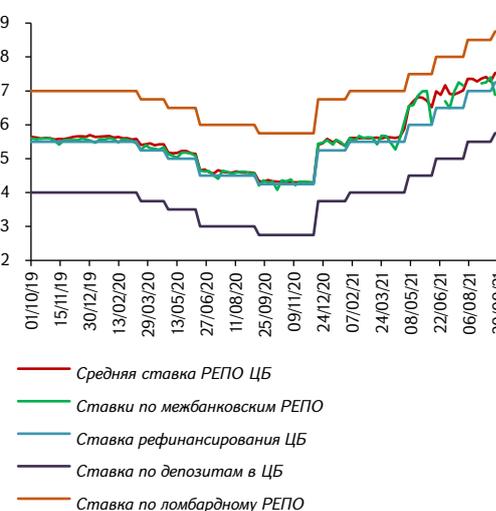
Расходы на единицу рабочей силы (годовой прирост, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

График 37

В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться в пределах директивной процентной ставки ЦБ



Источник: ЦБ РА

²³ Производительность в удельных затратах на оплату труда представлена отрицательным вкладом.

Рост удельных затрат на оплату труда предприятий за отчетный период ускорился до 6.5% и отражает опережающий рост заработной платы населения по отношению к росту выпуска продукции на единицу продукции труда. В результате инфляционное давление рынка труда сохранилось и в отчетном квартале несколько усилилось.

3.3. Развития финансового рынка

В течение третьего квартала 2021 года ЦБ повысил ставку рефинансирования на 0.75 процентных пункта, до 7.25%.

Принимая во внимание инфляционные эффекты, которые можно ожидать в зарубежной и армянской экономике в условиях высокой инфляции, и при этом подчеркивая важность нейтрализации стимулирующей денежно-кредитной позиции, Совет ЦБ принял решение повысить ставку рефинансирования в августе (на 0.5 процентных пункта) и в сентябре (на 0.25 процентных пункта). Тем самым Совет ЦБ продемонстрировал готовность реагировать адекватно в случае возникновения рисков отклонения инфляции от прогнозируемой траектории, с целью обеспечения ценовой стабильности.

Таблица 5

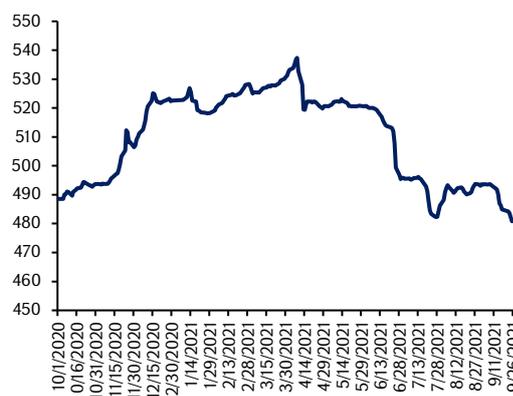
Средние процентные ставки финансового рынка РА								
Показатели	16.09.20-27.10.20	28.10.20-15.12.20	16.12.20-02.02.21	03.02.21-16.03.21	17.03.21-04.05.21	05.05.21-15.06.21	16.06.21-03.08.21	15.09.21-02.11.21
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	4.25	4.25	5.25	5.5	5.5	6.0	6.5	7.00
Ставка РЕПО ЦБ	4.33	4.31	5.47	5.61	5.67	6.7	6.97	7.34
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	4.25	4.29	5.49	5.54	5.62	6.59	6.9	7.14
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)								
Краткосрочные облигации (1 год)	5.59	5.94	6.6	6.83	6.81	7.15	7.59	8.18
Среднесрочные облигации (5 лет)	6.92	7.36	8.18	8.19	8.24	8.37	8.75	9.37
Долгосрочные облигации (30 лет)	8.71	8.98	9.32	9.17	9.25	9.45	9.55	10.03

В течение третьего квартала 2021 года на финансовом рынке также наблюдался высокий уровень спроса на краткосрочную ликвидность, что отчасти было обусловлено изменением нормы обязатель-

В течение третьего квартала 2021 года ЦБ повысил ставку рефинансирования на 0.75 процентных пункта, до 7.25%.

График 38

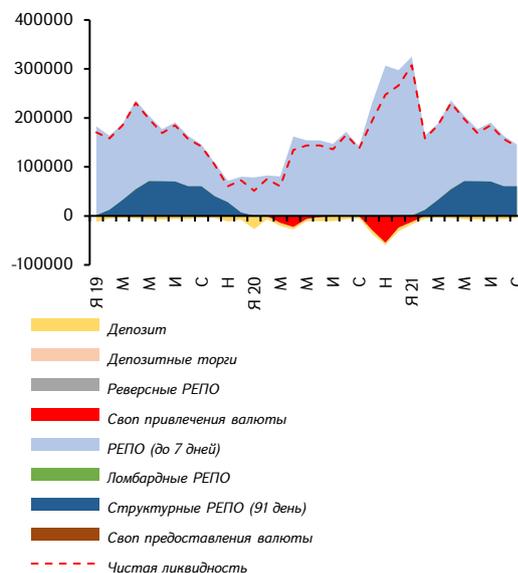
Динамика обменного курса USD/AMD октябрь 2020 - сентябрь 2021



Источник: ЦБ РА

График 39

Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ РА



Источник: ЦБ РА

ных резервов в предыдущем квартале. В сложившейся ситуации Центральный банк полностью удовлетворил потребность банков в ликвидности, сохранив рыночные процентные ставки близкими к директивной процентной ставке ЦБ.

На валютном рынке обменный курс драм/доллар США в течение квартала продолжал расти. Среднеквартальный рост обменного курса по сравнению с предыдущим кварталом составил 6.07%. Исходя из необходимости обеспечения нормального функционирования финансового рынка, с целью нейтрализации ситуационных проблем и временных перебоев на валютном рынке, в текущем квартале Центральный банк осуществил небольшую нетто-покупку на валютном рынке на сумму 10.0 млн долларов США.

Повышение ставок рефинансирования затронуло также все сегменты рынка государственных облигаций. В конце сентября рост процентной ставки по сравнению с концом предыдущего квартала по всей кривой доходности в среднем составил 0.8 процентных пункта.

Влияние политики ЦБ заметно и в динамике привлеченных банками средств в драмах, особенно в процентных ставках со срочностью до 1 года.

График 40

В течение третьего квартала 2021 года доходность на рынке государственных облигаций выросла по всей кривой

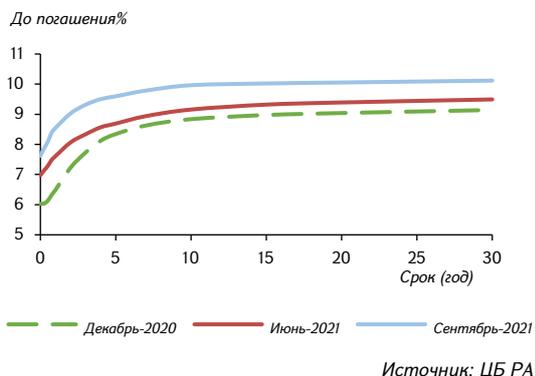


График 41

Динамика ставок рефинансирования ЦБ РА и доходности ГО

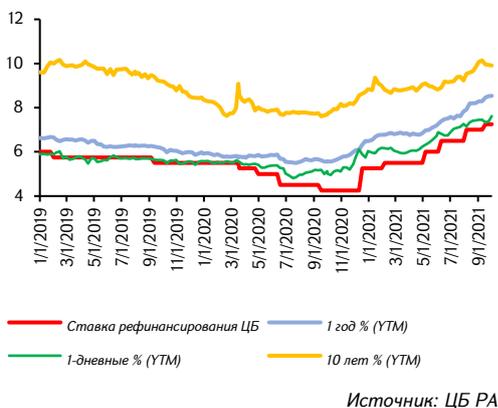


График 42

В третьем квартале 2021 года по вкладам сроком до 1 года наблюдался рост процентных ставок

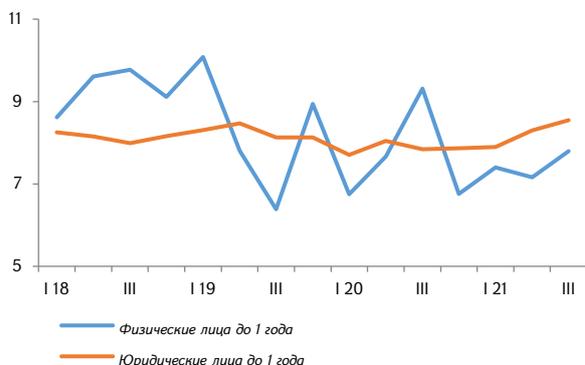
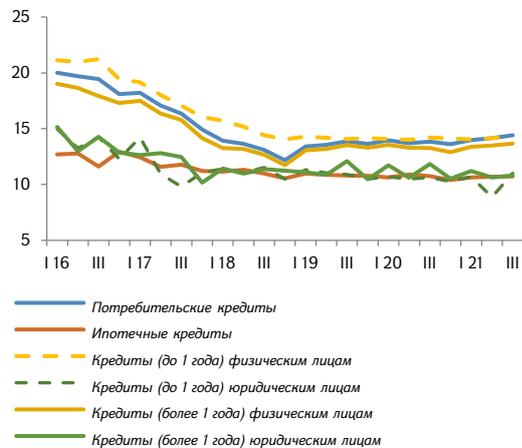


График 43

В третьем квартале 2021 года кредитные ставки выросли практически по всем видам кредитов

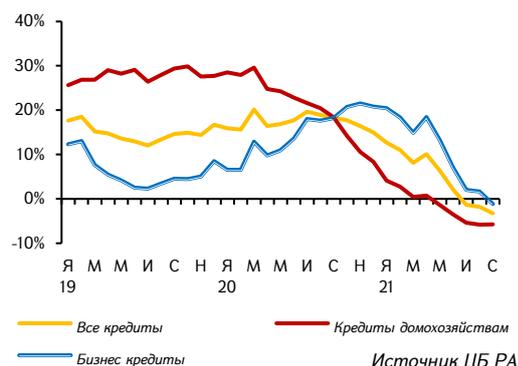


В условиях экономико-политической неопределенности и низкой инвестиционной активности в 2020 году и завершения программ государственной поддержки, в 2021 году наблюдается тенденция сокращения объемов кредитования банками и кредитными организациями, за исключением ипотечных кредитов. Общий объем кредитования за 12 месяцев в сентябре 2021 года сократился на 3.1%.

Продолжающееся замедление темпов роста кредитования в третьем квартале 2021 года сопровождалось некоторым ростом процентных ставок, обусловленным как повышением относительной оценки экономических рисков, так и директивных процентных ставок ЦБ, влияние которого проявилось практически по линии всех видов кредитов.

График 44

Динамика 12-месячного роста ставок по кредитам, предоставленным банками



4. РЕЗЮМЕ

Согласно программе денежно-кредитной политики четвертого квартала 2021 года Центрального банка РА, 12-месячная инфляция в ближайшее время начнет снижаться, а в среднесрочной перспективе приблизится и стабилизируется около целевого показателя.

Инфляция в краткосрочной перспективе будет обусловлена внешними инфляционными эффектами, положительной динамикой спроса, а также некоторым ростом инфляционных ожиданий населения. В данной ситуации Центральный банк продолжает нейтрализовать стимулирующую денежно-кредитную позицию, путем повышения директивной процентной ставки. В среднесрочной перспективе инфляция будет постепенно снижаться, и в конце прогнозируемого горизонта **стабилизируется в пределах целевого уровня 4%**.

Риски отклонения от прогнозируемого горизонта инфляции в прогнозном горизонте в основном пвыражены в сторону увеличения, и в случае любого их проявления Центральный банк готов отреагировать соответствующим образом для обеспечения стабильности цен.

ПРОТОКОЛ
ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА РА
(16.03.2021)

О процентной ставке рефинансирования

**На заседании совета Центрального банка РА 14 декабря 2021
года присутствовали**

**Председатель ЦБ РА М. Галстян, заместители председателя ЦБ
РА Н. Ерицян, В. Абраамян, члены совета ЦБ РА А. Степанян, А.
Каграманян, , О. Хачатрян и Д. Наапетыан, А. Манукян**

Заседание совета началось с представления Отчета о ситуации по состоянию на 14 декабря. Был рассмотрен ход событий в сферах инфляции, внешней среды, реальном, налоговом, финансовом и денежно-кредитном секторах.

Было отмечено, что в ноябре 2021 года инфляция составила 1.7 % по сравнению с инфляцией 1.3% в том же месяце предыдущего года, в результате чего **12-месячная инфляция выросла, составив на конец месяца 9.6%**. Месячная инфляция в основном была обусловлена ростом цен в товарной группе «Продукты питания, напитки и табачные изделия» на 3.3%, в структуре которой преобладал рост цен *на фрукты и овощи*, на 4.8% и 16.,4% соответственно. В ноябре цены на непродовольственные товары выросли на 0.8%, а на услуги на 0.4%. В течение месяца **12-месячная базовая инфляция** после стабильной динамики предыдущих месяцев также повысилась, составив **8.4%**.

Были представлены текущие события во внешнем секторе, согласно которым в основных странах-партнерах Армении продолжается быстрое восстановление экономической активности и совокупного спроса, хотя во всем мире происходит стремительное распространение нового штамма коронавируса и, вследствие этого, накопление дополнительных неопределенностей и рисков. При этом было отмечено, что параллельно с быстрым восстановлением внешнего спроса, вследствие сбоев в производственно-сбытовых цепочках в мировой экономике, а также ограниченного предложения на ряде товарных рынков, цены на международных товарных рынках, на всем прогнозном горизонте, будут высокими. В подобной ситуации, в странах-партнерах Армении наблюдается более высокая по сравнению с прогнозами инфляционная динамика и ускорение инфляционных ожиданий. В целях смягчения ее последствий и обеспечения таргетирования инфляции в среднесрочной перспективе,

центральные банки банков-партнеров продолжают ужесточать денежно-кредитные условия.

Совет обсудил экономические изменения в РА, было отмечено, что экономическая активность находится на более низком уровне, чем ожидалось, что в основном обусловлено замедлением роста сельского хозяйства и промышленности. В то же время сохраняется положительная динамика совокупного спроса, чему, в отличие от предыдущих кварталов, в настоящее время в значительной степени способствует высокий внешний спрос благодаря более высокому, чем ожидалось, темпу роста туризма. Несмотря на все еще слабый внутренний спрос, в условиях некоторого замедления экспорта товаров, предполагается, что к концу года произойдет некоторое ухудшение товарного баланса, которое будет частично компенсировано более благоприятными изменениями в нетто-экспорте туризма. По текущим оценкам, как в 2021 г., так и в среднесрочной перспективе определенное сдерживающее влияние на внутренний спрос будет оказывать фискальная консолидация на основе принципа долговой стабильности. Однако, в результате масштабных капитальных затрат, сдерживающий эффект в 2022 году будет значительно смягчен, что, в свою очередь, положительно повлияет на восстановление экономического потенциала.

Совет также обсудил динамику развития на финансовом рынке РА и было отмечено, что в отчетном периоде краткосрочные рыночные процентные ставки сформировались в пределах директивной процентной ставки Центрального банка. В результате принятого решения о сохранении учетной ставки без изменений, в ноябре рыночные процентные ставки сохранились в относительно стабильных пределах.

На рассмотрение Совета была представлена динамика инфляции и оценка инфляционных ожиданий. Было отмечено, что ускорение инфляции на этот раз было в основном связано с воздействием высокой внешней инфляционной среды. При этом высокая инфляция на международных рынках, по мнению как зарубежных аналитиков, так и ЦБ, в 2022 году в условиях нейтрализации факторов, нарушающих предложение, должна была постепенно снижаться. Однако, последние оценки свидетельствуют о том, что сбои производственно-сбытовых цепочек будут сохраняться в течение более длительного периода времени, исходя из чего центральные банки ведущих стран на данном этапе пересматривают принципы денежно-кредитной политики. В условиях инфляционных эффектов, передающихся из внешнего сектора, и положительной динамики спроса, происходит ускорение квартальной базовой инфляции, что, по

оценкам, в свою очередь способствует некоторому росту инфляционных ожиданий населения.

После рассмотрения ситуативного отчета и внешних и внутренних макроэкономических изменений Совет приступил к обсуждению направлений денежно-кредитной политики и определению процентной ставки. С учетом значительное усиление внешних инфляционных воздействий, а также ожидаемой динамики инфляционных ожиданий, **Группа прогнозирования представила Совету предложение об увеличении ставки рефинансирования на 0.75 процентных пункта.** Несмотря на то, что все члены Совета одобрили базовый прогноз и представленные ключевые суждения, были также рассмотрены и альтернативные подходы. В частности, ряд членов Совета придерживались того мнения, что в условиях роста инфляции и ожиданий, повышение директивной ставки необходимо, однако в меньшем чем предлагается размере, учитывая накопившиеся неопределенности. В то же время, по мнению некоторых членов правления, в связи с распространением новой волны пандемии во всем мире, изменениями внутреннего спроса и факторами ограничения глобального предложения, а также в условиях ряда геополитических неопределенностей, в настоящее время целесообразно воздержаться от пересмотра денежно-кредитных условий, учитывая необходимость ужесточения денежно-кредитной политики в ближайшем будущем.

В результате Совет ЦБ большинством голосов принял решение повысить ставку рефинансирования на 0.5 процентного пункта. Согласно прогнозу, в подобных условиях 12-месячная инфляция будет постепенно снижаться, в прогнозируемом среднесрочном горизонте приблизится к целевому уровню 4% и стабилизируется вокруг него.

По оценке Совета Центрального банка, на фоне все еще неопределенных экономических перспектив, риски отклонения от прогнозируемого среднесрочного прогноза инфляции по-прежнему возрастают, вследствие неопределенностей, обусловленных затянувшимися сбоями производственно-сбытовых цепочек и ограничениями поставок на международных рынках, непредсказуемостью дальнейшего хода пандемии, геополитическими событиями в регионе и растущей волатильностью финансовых рынков. В случае проявления возможных рисков ЦБ готов адекватно отреагировать для обеспечения стабильности цен в среднесрочной перспективе.

Совет утвердил решение о процентных ставках инструментов ЦБ и предлагаемый пресс-релиз, которые прилагаются.

**СОВЕТ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

РЕШЕНИЕ

**ОБ УСТАНОВЛЕНИИ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ИНСТРУМЕНТОВ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ И УТВЕРЖДЕНИИ ПРЕСС-РЕЛИЗА О
СТАВКЕ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ**

Руководствуясь статьей 2, частью 3, пунктами «в» и «д» статьи 20 закона Республики Армения «О Центральном банке Республики Армения» и положениями Закона Республики Армения «О нормативных правовых актах», Совет Центрального банка Республики Армения постановляет:

1. Установить ставку рефинансирования Центрального банка РА на уровне 7.75%.
2. Установить ставку по инструменту залогового репо, предоставляемого Центральным банком Республики Армения, на уровне 9.25%.
3. Установить ставку инструмента привлечения средств Центральным банком Республики Армения на уровне 6.25%.
4. Утвердить пресс-релиз о ставке рефинансирования Центрального банка Республики Армения (прилагается)
5. Настоящее решение вступает в силу на следующий день после опубликования на веб-сайте Центрального банка Республики Армения.

ПРЕДСЕДАТЕЛЬ ЦБ РА

МАРТИН ГАЛСТЯН
14 декабря 2021 года

ПРЕСС-РЕЛИЗ
14.12.2021 года

На заседании Совета Центрального банка 14-го декабря 2021 года было принято решение повысить ставку рефинансирования, установив ее на уровне 7.75%.

Инфляция в ноябре 2021 года составила 1.7% по сравнению с 1.3% в том же месяце прошлого года, в результате чего 12-месячная инфляция повысилась и в конце месяца составила 9.6%. После стабильной динамики предыдущих месяцев, 12-месячная базовая инфляция в ноябре также выросла, составив 8.4%.

В основных странах-партнерах Армении продолжается быстрое восстановление экономической активности и совокупного спроса. В подобной ситуации, в условиях сохраняющегося ограничения предложения, на международных рынках сырья и продовольственных товаров наблюдается значительное расширение инфляционной среды, что отражается также в значительном росте инфляции в странах-партнерах по сравнению с предыдущими прогнозами. В целях ослабления высоких инфляционных ожиданий и обеспечения целевого показателя инфляции, центральные банки стран-партнеров продолжают ужесточать денежно-кредитные условия. В этих условиях ожидается усиление инфляционного воздействия на экономику Армении со стороны внешнего сектора. Исходя из текущих развитий в экономике Армении, экономическая активность оценивается ниже ожидаемой, в основном из-за замедления темпов роста в сельском хозяйстве и промышленности. Тем не менее, положительная динамика спроса продолжается, чему способствует влияние внешнего спроса, из-за более высоких чем ожидалось темпов роста туризма. На фоне инфляционных эффектов передающихся из внешнего сектора и в условиях положительной среды спроса, ожидается некоторое ускорение квартальной базовой инфляции и инфляционных ожиданий населения.

С учетом значительного роста внешнего инфляционного воздействия, а также ожидаемого развития инфляционных ожиданий, Совет ЦБА считает целесообразным повысить ставку рефинансирования. В подобных условиях 12-месячная инфляция, по прогнозам, будет постепенно снижаться, затем приблизится к целевому показателю в 4% и укрепится вблизи его в среднесрочной перспективе.

По оценке Совета ЦБА, на фоне все еще неопределенных экономических перспектив, риски отклонения инфляции от прогнозируемой среднесрочной траектории в основном смещены в сторону повышения, и в случае их материализации, Совет готов реагировать соответствующим образом для обеспечения стабильности цен.

Служба по связям с общественностью Центрального банка

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ РА

Показатели	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	фактич.	програм.	програм.	програм.	програм.						
Внешний сектор											
Экономический рост США (% , реальный рост)	2.3	2.7	1.7	2.3	2.9	2.3	-3.4	5.4	3.0	2.0	2.0
Экономический рост еврозоны (% , реальный рост)	1.4	1.9	1.8	2.7	1.9	1.3	-6.5	5.2	4.4	2.3	0.9
Экономический рост России (% , реальный рост)	0.7	-1.9	0.2	1.8	2.8	2.0	-2.9	4.4	1.9	1.5	2.3
Инфляция в США (среднее, %)	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	4.4	3.7	2.2	2.4
Инфляция в еврозоне (среднее, %)	0.4	0.0	0.2	1.5	1.7	1.2	0.3	2.4	2.5	1.7	1.8
Инфляция в России (среднее, %)	7.5	14.4	6.8	3.6	2.8	4.4	3.3	6.4	6.1	4.2	4.0
Цены на нефть (доллар-баррель)	115.0	53.5	45.0	54.6	71.4	64.1	42.5	71.0	80.1	83.2	85.7
Цены на медь (доллар-тонна)	6825.9	5497.4	4867.6	6201.5	6544.7	6024.1	6191.2	9314.7	10293.8	10871.4	11457.5
Индекс ФАО	99.3	93.0	91.9	98.0	95.9	95.0	98.0	125.7	136.4	138.5	141.4
Внутренняя экономика											
Цены											
Инфляция (в годовом выражении, конец периода, %)	4.6	-0.1	-1.1	2.6	1.8	0.7	3.7	8.4	5.5	4.7	4.0
Индекс потребительских цен (в годовом выражении, среднее, %)	3.0	3.7	-1.4	1.0	2.5	1.5	1.2	7.2	6.7	4.8	4.4
Базовая инфляция (в годовом выражении, среднее, %)	1.9	5.1	-2.0	0.8	4.0	1.2	1.3	7.2	6.1	5.3	4.3
Совокупный продукт											
ВВП (млрд драмов РА)	4828.6	5043.6	5067.3	5568.9	6017.0	6543.3	6181.7	6885.4	7562.1	8210.6	8846.5
ВВП (% , реальный рост)	3.6	3.2	0.2	7.5	5.2	7.6	-7.4	4.2	5.3	4.4	3.6
Предложение											
Промышленность (% , реальный рост)	-0.9	6.2	7.7	11.7	4.9	12.0	-1.7	0.3	1.6	3.9	3.5
Сельское хозяйство (% , реальный рост)	6.1	13.2	-5.0	-5.1	-6.9	-5.8	-4.1	-2.2	3.3	3.1	3.0
Строительство (% , реальный рост)	-4.5	-3.1	-14.1	2.8	0.6	6.5	-6.7	-3.2	16.8	4.9	3.4
Услуги (% , реальный рост)	6.7	1.6	3.2	10.6	9.1	10.0	-9.7	7.8	5.9	4.8	3.7
Налоги, нетто (% , реальный рост)	1.8	-5.1	-3.7	9.7	8.0	7.1	-10.0	5.9	4.4	4.0	3.9
Спрос											
Потребление (% , реальный рост)	1.2	-6.0	-2.1	11.6	3.8	11.7	-10.1	4.6	3.9	4.0	3.8
Государственное потребление (% , реальный рост)	-1.2	4.7	-2.4	-2.1	-3.0	12.9	15.2	0.4	-4.8	2.4	5.6
Частное потребление (% , реальный рост)	1.6	-7.5	-2.1	14.0	4.8	11.5	-13.9	5.5	5.7	4.4	3.4
Валовое накопление основных средств* (% , реальный рост)											
Государственные вложения** (% , реальный рост)	10.0	13.6	5.0	31.7	-37.4	31.1	15.6	-21.9	58.0	7.5	6.7
Совокупное накопление частных основных средств (% , реальный рост)	-3.4	1.2	-13.9	6.2	19.6	-0.5	-14.5	4.4	5.3	4.9	3.8
Экспорт товаров и услуг (% , реальный рост)	6.4	4.9	21.3	19.3	5.0	16.0	-33.4	12.4	5.6	12.0	5.5
Импорт товаров и услуг (% , реальный рост)	-2.7	-15.3	6.3	24.6	13.3	11.6	-31.4	9.0	10.3	10.7	5.1
Текущий счет											
Торговый баланс (млн долларов США)	-2055.4	-1186.4	-976.9	-1400.9	-1724.4	-1727.9	-1356.2	-1468.1	-1550.6	-1652.5	-1724.3
Баланс услуг (млн долларов США)	-113.0	-96.4	70.4	159.4	24.7	-66.9	100.1	371.4	224.3	199.6	187.7
Денежные переводы (млн долларов США)	1616.1	1098.3	1009.4	1179.3	1136.2	1143.8	1040.2	1310.7	1254.5	1150.8	1103.9
Текущий счет (млн долларов США)	-883.1	-284.7	-107.9	-173.9	-875.9	-1002.3	-478.7	-243.8	-519.6	-749.9	-880.4
Торговый баланс (вес в ВВП, %)	-17.8	-12.2	-8.6	-10.8	-13.7	-13.1	-9.9	-8.2	-8.7	-9.0	-9.0
Баланс услуг (вес в ВВП, %)	-1.0	-0.9	0.7	1.4	0.2	-0.5	0.8	2.8	1.5	1.2	1.1
Денежные переводы (вес в ВВП, %)	14.0	10.4	9.5	10.2	9.1	8.4	8.2	9.9	8.2	7.1	6.5
Текущий счет (вес в ВВП, %)	-7.6	-2.7	-1.0	-1.5	-7.0	-7.3	-3.8	-1.8	-3.4	-4.7	-5.2

Показатели	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	фактич.	програм.	програм.	програм.	програм.						
Государственный сектор ***											
Доходы и гранты(млрд драмов РА)	1144.8	1167.7	1171.1	1237.8	1341.7	1559.1	1560.4	1677.0	1947.7	1966.7	2148.3
Налоговые доходы(млрд драмов РА)	1064.1	1067.9	1079.7	1158.0	1258.1	1464.3	1385.2	1582.0	1843.2	1889.9	2084.0
Расходы (млрд драмов РА)	1235.1	1409.0	1449.1	1504.8	1447.1	1623.0	1894.3	1957.6	2184.0	2135.5	2312.0
Дефицит (млрд драмов РА)	-90.3	-241.3	-278.0	-267.0	-105.4	-63.9	-333.9	-280.6	-236.3	-168.8	-163.7
Доходы и гранты(вес в ВВП, %)	23.7	23.2	23.1	22.2	22.3	23.8	25.2	24.4	25.8	24.0	24.3
Налоговые доходы(вес в ВВП, %)	22.0	21.2	21.3	20.8	20.9	22.4	22.4	23.0	24.4	23.0	23.6
Расходы (вес в ВВП, %)	25.6	28.0	28.6	27.0	24.1	24.8	30.6	28.4	28.9	26.0	26.1
Дефицит (вес в ВВП, %)	-1.9	-4.8	-5.5	-4.8	-1.8	-1.0	-5.4	-4.1	-3.1	-2.1	-1.9
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (в годовом выражении, %)	8.3	10.8	17.5	18.5	7.5	11.2	9.0	-	-	-	-
Драмовая масса (в годовом выражении, конец периода, %)	-3.5	5.2	24.8	28.9	13.2	21.5	14.8	-	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом выражении, конец периода, %)	20.8	-3.3	6.0	16.5	17.2	18.5	14.3	-	-	-	-
Доллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	415.9	477.9	480.5	482.7	483.0	480.4	489.0	-	-	-	-
* Отныне вместо совокупного накопления ЦБ будет представлять только показатели по совокупному накоплению основных средств, поскольку показатель изменения запасов материальных оборотных средств рассчитывается со стороны СК в качестве балансовой статьи и не отражает реальные объемы совокупного накопления. См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf .											
** Фактические показатели по государственным вложениям являются контрольными расходами совокупного бюджета, а в прогнозах используются данные программы среднесрочных расходов на 2022-2024 гг.											
*** Показатели госбюджетов на 2021 год являются показателями закона о Государственном бюджете Республики Армения на 2021 год. Показатели на 2022-2023 годы представлены в пересмотренной макроэкономической структуре.											

ГРАФИКИ

График 1	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	4
График 2	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	4
График 3	Экономический рост в странах партнерах	8
График 4	Инфляция в странах партнерах	9
График 5	Международные цены на сырьевые и продовольственные товары	10
График 6	Динамика среднегодовой (аннуализированной) ежеквартальной базовой инфляции	10
График 7	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	11
График 8	Содействие компонентов спроса росту инфляции (в процентных пунктах)	12
График 9	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке	14
График 10	Доля экспорта РА в страны Евросоюза	15
График 11	Годовой прирост номинальной зарплаты в частном секторе	20
График 12	Уровень безработицы	20
График 13	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении	21
График 14	Прогнозы экономического роста США	21
График 15	Прогнозы экономического роста ЕС	21
График 16	Прогнозы экономического роста РФ	22
График 17	Прогнозы международных цен на продовольствие	22
График 18	Прогнозы международных цен на нефть	22
График 19	Прогнозы международных цен на медь	23
График 20	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	23
График 21	Изменение экономического роста и частных инвестиций по сравнению со стабильным уровнем в случае дополнительных государственных инвестиций, в соответствии с скалированной для экономики Армении модели GIMF	24
График 22	Среднесрочные прогнозы показателя «Текущий счет/ВВП»	25
График 23	Прогноз налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)	26
График 24	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий	26
График 25	Опросы об инфляционных ожиданиях домохозяйств	26
График 26	В отчетном периоде прогноз инфляции на 12 месяцев периодически пересматривался в сторону повышения	33
График 27	С конца 2020 г. наблюдался быстрый рост 12-месячной инфляции, как общей, так и базовой	35
График 28	Долларовые цены на импорт товаров и услуг в третьем квартале 2021 года сохранились на высоком уровне по сравнению с тем же кварталом предыдущего года	36
График 29	Структура частных расходов	36
График 30	Позиция чистого экспорта в 3-м квартале 2021 года улучшилась (чистый реальный экспорт г/г, %, положительное значение - улучшение)	37
График 31	Расширяющее влияние налогово-бюджетной политики в 3-м квартале 2021 года обусловлено, главным образом, сдерживающим эффектом расходов	37
График 32	Основные показатели консолидированного бюджета	37

График 33	В 3-м квартале 2021 года сформировался дефицит госбюджета, финансируемый за счет внутренних источников	38
График 34	Отраслевая структура ВВП	38
График 35	Номинальная зарплата в частном секторе	39
График 36	Расходы на единицу рабочей силы	39
График 37	В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться в пределах директивной процентной ставки ЦБ	39
График 38	Динамика обменного курса USD/AMD октябрь 2020 - сентябрь 2021	40
График 39	Объемы предоставления и привлечения ликвидности через операции ЦБ РА	40
График 40	В течение третьего квартала 2021 года доходность на рынке государственных облигаций выросла по всей кривой	41
График 41	Динамика ставок рефинансирования ЦБ РА и доходности ГО	41
График 42	В третьем квартале 2021 года по вкладам сроком до 1 года наблюдался рост процентных ставок	41
График 43	В третьем квартале 2021 года кредитные ставки выросли практически по всем видам кредитов	41
График 44	Динамика 12-месячного роста ставок по кредитам, предоставленным банками	42

ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	11
Таблица 2	Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП	24
Таблица 3	Логика составления прогнозов	27
Таблица 4	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие инфляции	35
Таблица 5	Средние квартальные процентные ставки финансового рынка РА	40