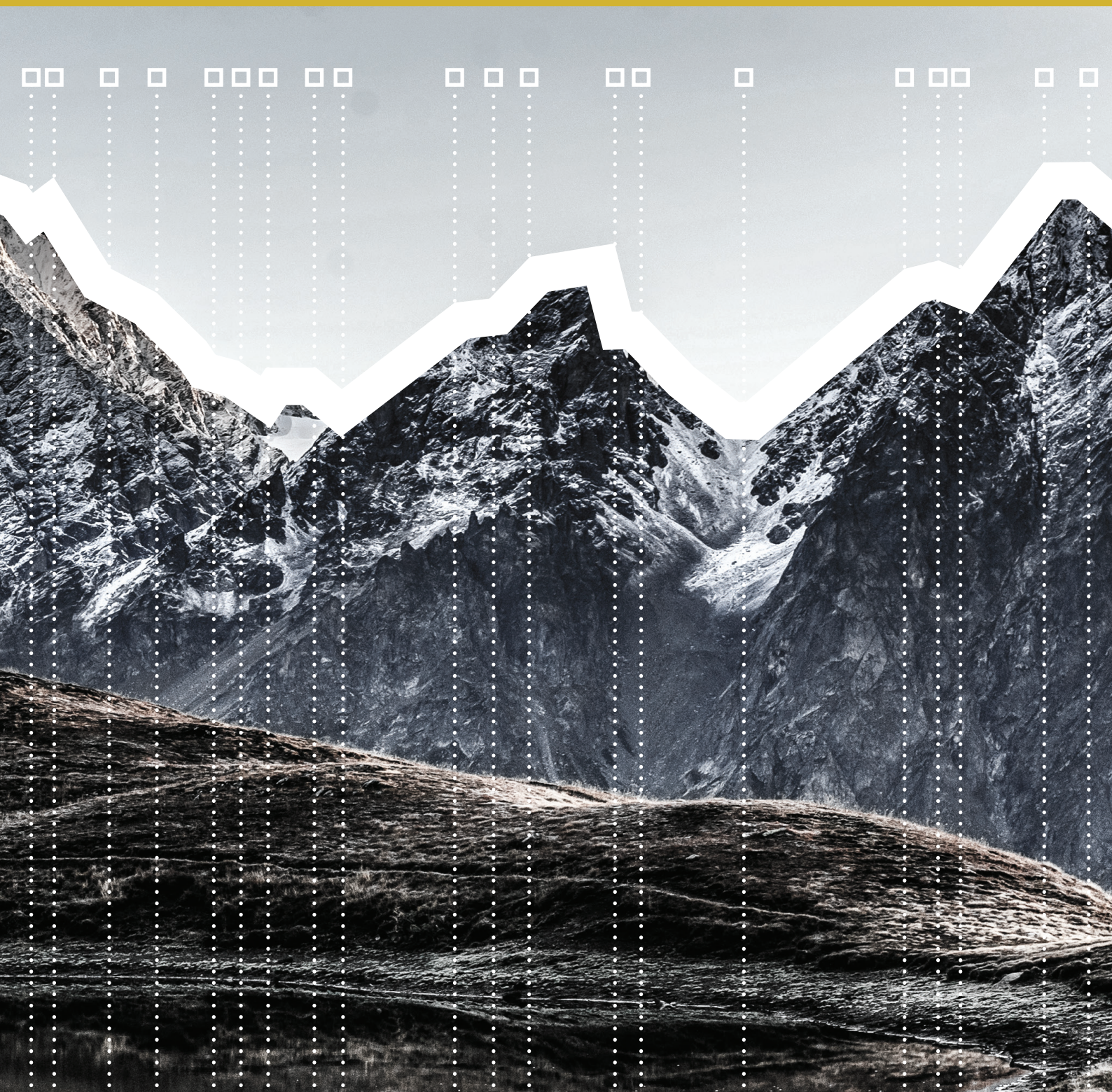




Центральный банк
Республики Армения

Обзор инфляции

2023 / 3



*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 26.09.2023 номер 168-А*

Обзор инфляции/3

*Программа денежно-кредитной политики:
3-й квартал 2023 г.*



*Отчет о выполнении программы
денежно-кредитной политики
2-го квартала 2023 г.*

Важной составляющей политики инфляционного таргетирования Центрального банка является обеспечение связей с общественностью, одним из средств которого является опубликование квартальных "Обзоров инфляции".

В первом разделе «Обзора инфляции» представлена "Программа денежно-кредитной политики", включающая основные направления денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе и составленный на их базе сценарий инфляционного развития и динамики других макроэкономических показателей. Этот сценарий является одним из возможных рассматриваемых сценариев и основан на оценке текущей ситуации и предположений ЦБ РА относительно будущих развитий, с учетом влияния на них результатов предпринимаемых ЦБ РА действий.

Второй раздел представляет собой отчет о выполнении программы денежно-кредитной политики за предыдущий одногодичный период, в котором представлены результаты проведенной денежно-кредитной политики и фактические экономические развития.

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

В соответствии с монетарным правилом денежно-кредитная политика направлена на то, чтобы свести к минимуму отклонение между целевым показателем в 4% и сценарием инфляции. Траектория показателя инфляции, формируемого в результате планирования направлений денежно-кредитной политики, публикуется в виде графиков распределения вероятностей для 12-квартального временного горизонта.

Настоящий сценарий составлен с использованием всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 12 сентября 2023 года, с учетом результатов опросов Центрального банка и суждений о будущих макроэкономических развитиях, сформировавшихся на базе имеющейся информации.

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

СОДЕРЖАНИЕ

1. Краткий обзор	5
2. Представленный сценарий, изменения и риски.....	7
2.1. Внешняя среда.....	7
2.2. Сценарий развития событий во внутренней экономике.....	13
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика.....	13
2.2.2. Экономическая активность.....	15
2.2.3. Основные суждения и риски.....	19
Врезка 1. Итоги опроса домашних хозяйств и субъектов финансовой системы относительно их инфляционных ожиданий.....	20
3. Фактические развития событий во втором квартале 2023 года ..	27
3.1. Инфляция.....	27
3.1.1. Достижение целевого ориентира по инфляции.....	27
3.1.2. Цены	29
3.2. Развитие событий в экономике.....	31
3.2.1. Экономическое положение.....	31
3.2.2. Расходная сторона экономики.....	32
3.2.3. Производственная сторона экономики.....	33
3.2.4. Рынок труда	34
3.3. Ситуация на финансовом рынке.....	35
4. Резюме.....	38
Приложение	
Протокол	39
Решение ЦБ РА о процентной ставке.....	42
Пресс-релиз.....	43
Основные макроэкономические показатели РА.....	44

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

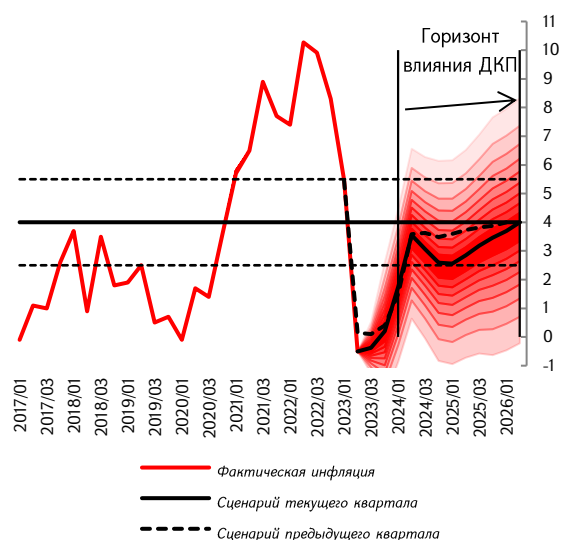
В третьем квартале 2023 года в мире и основных странах-партнерах РА сохранилась низкая экономическая активность, а риски ее снижения существенно возросли. В условиях такого развития событий в экономике и проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики инфляционная среда в мировой экономике продолжала существенно смягчаться. Тем не менее вследствие инфляционного давления со стороны рынка труда и устойчивого высокого спроса цены на товары и услуги с жесткими ценами по-прежнему остаются высокими. Поэтому в ближайшем будущем центробанки основных стран-партнеров РА продолжают проводить относительно сдерживающую денежно-кредитную политику. В результате дефляционное влияние внешнего сектора на экономику РА сохранится.

Темпы роста экономической активности РА в течение квартала несколько замедлились, однако все еще остаются на высоком уровне благодаря высокому росту, зафиксированному в основном в сферах услуг и строительства. Несмотря на некоторое снижение, совокупный спрос также остается относительно высоким, чему способствует устойчивый высокий рост как внешнего, так и внутреннего спроса. В то же время, в результате дефляционного влияния мировой экономики на экономику РА, сдерживающей денежно-кредитной политики, проводимой Центральным банком РА, и укрепления драма, инфляция в РА продолжала снижаться. Однако инфляция в сфере услуг и некоторых видов товаров корректируется относительно медленными темпами.

В целом, в условиях неопределенности Центральный банк стремится регулировать вытекающие из этого возможные риски путем построения и рассмотрения различных сценариев развития ситуации, один из которых представлен в данной программе.

В условиях низкой инфляции, сохраняющейся в третьем квартале 2023 года, 12-месячная инфляция на конец августа составила $-0,2\%$. Согласно сценарию, представленному Центральным банком РА, в ближайшее время ожидается, что 12-месячная инфляция останется ниже целевого уровня. В основном это будет связано с дефляционными эффектами, исходящими из международных рынков, и некоторым снижением инфляционных ожиданий, несмотря на медленные темпы корректировки инфляции по ряду услуг и товаров в

График 1
Распределение вероятностей сценария 12-месячной инфляции в 3-годичном горизонте



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

условиях относительно высокого спроса. В такой ситуации Центральный банк на данном этапе посчитал целесообразным смягчить денежно-кредитные условия гораздо большим шагом, сохранив при этом последовательность в окончательном регулировании инфляции.

В условиях проводимой денежно-кредитной политики и ожидаемых макроэкономических событий 12-месячная инфляция в среднесрочной перспективе будет постепенно повышаться и укрепитесь вблизи целевого показателя в 4%.

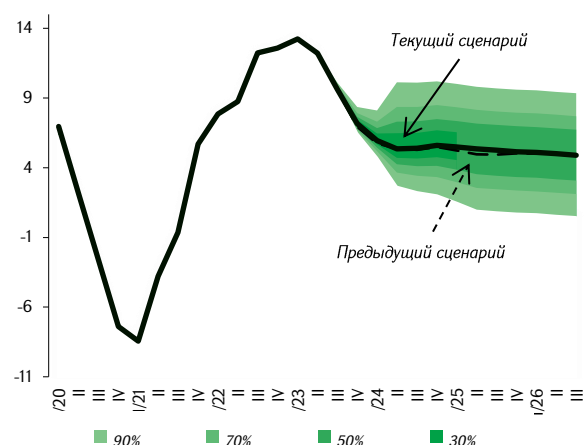
Согласно базовому сценарию Центрального банка высокая экономическая активность в ближайшее время сохранится. Она будет по-прежнему поддерживаться, главным образом, ожидаемым высоким ростом сферы услуг и строительства. Исходя из вышеизложенного, экономический рост в 2023 году оценивается на уровне 7,2%.

В среднесрочной перспективе экономический рост несколько замедлится из-за замедления роста спроса и приблизится к долгосрочному устойчивому уровню в 4,6% в конце горизонта политики (график 2).

В представленном сценарии вероятные риски отклонения инфляции и экономического роста от намеченных траекторий в 3-годичном горизонте денежно-кредитной политики в основном **равновесные** (см. подраздел 2.2.3). В случае возникновения риска в каком-либо направлении, Совет адекватно отреагирует и обеспечит ценовую стабильность.

График 2

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



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

¹ Темп роста каждого квартала рассчитывается как кумулятивный темп роста за последние 4 квартала.

2. ПРЕДСТАВЛЕННЫЙ СЦЕНАРИЙ, ИЗМЕНЕНИЯ И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

В мировой экономике во втором квартале 2023 года экономическая активность продолжала оставаться на низком уровне, а 12-месячная инфляция замедлилась, главным образом, за счет продолжающегося снижения цен на продовольственные товары и энергоносители. Тем не менее во всех основных странах-торговых партнерах РА инфляционное давление, вызванное перегретыми рынками труда, сохраняется, способствуя поддержанию высокого уровня цен на услуги и товары, характеризующиеся жесткими ценами. Ожидается, что центральные банки стран-партнеров продолжат проводить сдерживающую денежно-кредитную политику, что отразится на ослаблении спроса в мировой экономике и постоянной корректировке цен на товарно-сырьевых рынках.

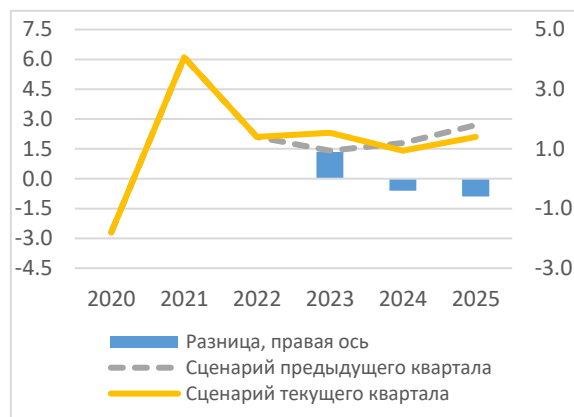
Экономика США. По оценке Бюро экономического анализа Министерства торговли США, во втором квартале 2023 года в экономике США был зафиксирован рост на 2,6% в годовом выражении, что выше показателя, представленного в предыдущей программе Центрального банка. Во втором квартале росту экономики в большей степени способствовали рост частного потребления (особенно услуг), частных инвестиций (за исключением инвестиций в жилье, которые продолжают снижаться) и, в меньшей степени – рост государственных расходов. Вклад чистого экспорта в экономический рост был несколько отрицательным, отражая снижение спроса в ключевых экономиках-партнерах США (ЕС, Китай).

Следует отметить, что снижение уровня частных сбережений в последние месяцы, значительное ускорение роста розничной торговли и частных расходов свидетельствуют о краткосрочном ускорении частного спроса и экономического роста в США, что также привело к некоторому ускорению инфляции в августе. В этом контексте, по текущим оценкам Центрального банка, **в 2023 году в США будет зафиксирован более высокий экономический рост - на 2,3% по сравнению с программой предыдущего квартала**, а в среднесрочной перспективе, в условиях продолжающегося ужесточения условий кредитования и денежно-кредитной политики

В мировой экономике во втором квартале 2023 года экономическая активность продолжала оставаться на низком уровне, а 12-месячная инфляция замедлилась, главным образом, за счет продолжающегося снижения цен на продовольственные товары и энергоносители.

Центральные банки стран-партнеров продолжат проводить сдерживающую денежно-кредитную политику, что отразится на ослаблении спроса в мировой экономике и постоянной корректировке цен на товарно-сырьевых рынках.

График 3
Сценарий экономического развития США (%)



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

со стороны коммерческих банков, рост замедлится и установится на уровне ниже долгосрочного устойчивого уровня.

В течение второго квартала 2023 года инфляционная среда в США продолжала ослабевать, однако высокая инфляция сохранялась в группах товаров с жесткими ценами. По оценке Бюро экономического анализа Министерства торговли, во втором квартале показатель инфляции личных потребительских расходов продолжил замедляться, составив вместо 4,9% аналогичного показателя предыдущего квартала 3,7% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Годовой показатель потребительской инфляции во втором квартале оказался ниже ожиданий, на уровне около 4%. Однако следует отметить, что замедление инфляции продолжает во многом обуславливаться низким уровнем инфляции ряда товаров, характеризующихся наиболее гибкими ценами (в мае-июле 2023 года по данным товарным группам зафиксирована годовая дефляция). Что касается товарных групп, характеризующихся жесткими ценами, особенно в сфере услуг, инфляция продолжает медленно корректироваться, значительно превышая целевые уровни.

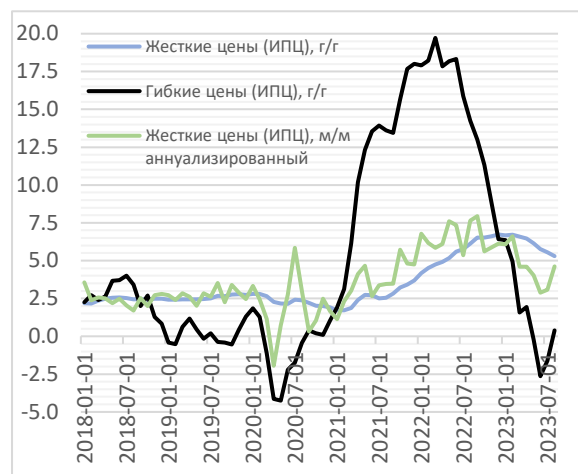
Вышесказанное указывает на все еще высокий спрос и инфляционные ожидания в США. Следует также отметить, что продолжают фиксироваться высокие показатели инфляции по части стоимости аренды квартир. В частности, во втором квартале 2023 года цены на аренду жилья в США составили около 8% г/г и выросли примерно на 1,6% за квартал (около 6,3% в годовом выражении).

Рынок труда США остается перегретым. Безработица во втором и третьем кварталах 2023 года оставалась ниже допандемического уровня, а количество вакантных мест продолжало превышать количество безработных примерно в 1,5 раза. Хотя в августе наблюдался некоторый рост уровня безработицы (0,3 п.п. по сравнению с июлем), следует отметить, что это отражает рост уровня участия в рабочей силе в США (0,2 п.п.). В этих условиях ожидается, что в ближайшем будущем в результате некоторого ослабления спроса и увеличения предложения рабочей силы текущие темпы роста заработной платы несколько ослабнут, по-прежнему оставаясь на высоких уровнях.

В результате, согласно текущему сценарию Центрального банк, Федеральная резервная система США в ближайшем будущем несколько повысит процентные ставки и продолжит проводить сдерживающую денежно-кредитную политику, обеспечив возврат инфляции к целевому уровню в конце горизонта.

График 4

Инфляция товаров с гибкими и жесткими ценами в США



Источники: Бюро статистики труда США (BLS), Федеральный резервный банк Атланты

Экономика стран Еврозоны. По оценкам Евростата, во втором квартале 2023 года рост экономики еврозоны составил 0,5% г/г (0% по сравнению с предыдущим кварталом), что достаточно близко к оценке Центрального банка по сценарию предыдущей программы. Низкий уровень экономического роста в еврозоне продолжает объясняться сохраняющимися проблемами в основных промышленных странах Союза – Германии, Италии, Австрии и других странах. Следует отметить, что, например, в Германии объем промышленного производства (особенно энергоемких отраслей) продолжает снижаться, формируясь на достаточно низких уровнях по сравнению с февралем 2022 года.

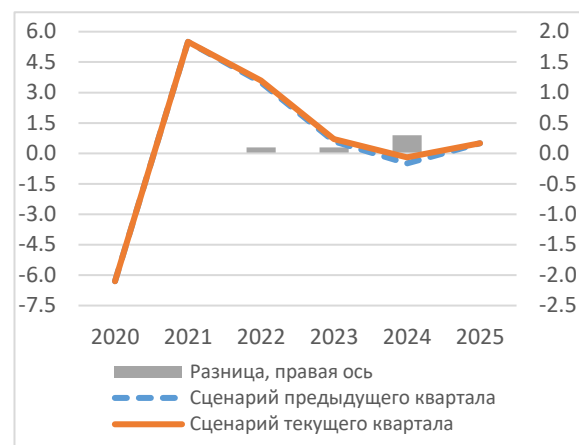
Во втором квартале положительный вклад в экономический рост еврозоны внесли государственные расходы, частные инвестиции и изменение запасов, что было почти полностью нейтрализовано негативным влиянием сокращения объемов экспорта. **Снижение объемов экспорта отражает как замедление экономического роста в одной из основных стран-торговых партнеров ЕС – Китае (особенно значительное ослабление строительного сектора), так и определенное ослабление экономического потенциала ЕС и структурные преобразования, вызванные жесткими санкциями, введенными ЕС с начала российско-украинского конфликта.** Влияние конечного потребления домохозяйств на рост ВВП было практически нулевым.

Учитывая продолжающееся ужесточение денежно-кредитных условий, а также влияние жестких ограничений, введенных в отношении России, ожидается, что **в краткосрочной и среднесрочной перспективе экономический рост еврозоны будет близок к предыдущей оценке, т.е. сформируется на низком уровне.**

Рынок труда в ЕС продолжает действовать в условиях перегрева. Безработица продолжила снижаться, составив уже в июле 2023 года 5,9% при исторически высоком уровне участия рабочей силы (около 75%). По состоянию на второй квартал 2023 года рост заработной платы продолжает оставаться исторически высоким, около 5%. Ожидается, что эти условия будут сохраняться, вызывая инфляционное давление в некоторых секторах экономики (особенно в сфере услуг).

В еврозоне 12-месячная инфляция продолжает замедляться, в то время как базовая инфляция остается примерно неизменной и значительно превышает целевой показатель. Так, во втором квартале 2023 года в еврозоне зафиксирована инфляция в 6,2% г/г по сравнению с 8% в

График 5
Сценарий экономического развития ЕС (%)



Источники: Евростат, сценарий ЦБ РА

предыдущем квартале. Замедлению инфляции продолжают способствовать более низкие уровни цен на энергоносители, нефть и газ по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Замедление темпов инфляции также продолжилось в третьем квартале 2023 года (но более слабыми темпами) и по-прежнему остается на уровне, существенно превышающем целевой показатель, установленный ЕЦБ, составив в августе 5,3% в годовом выражении. Примечательно, что в августе месячная инфляция была на уровне 0,6% (7,2% г/г), главным образом, за счет положительного вклада энергоносителей, промышленных товаров, продуктов питания и услуг.

Следует отметить, что в отличие от общей инфляции базовая инфляция, в том числе **особенно годовая инфляция в сфере услуг, продолжала ускоряться во втором квартале, а в первые месяцы третьего квартала оставалась практически на том же уровне, немного превысив уровень общей инфляции в августе и составив 5,3%.**

Таким образом, учитывая вышеуказанные события, ЕЦБ, как ожидается, продолжит ужесточать денежно-кредитные условия, чтобы обеспечить дальнейшее смягчение инфляционной среды и возвращение инфляции к целевому уровню в конце горизонта политики.

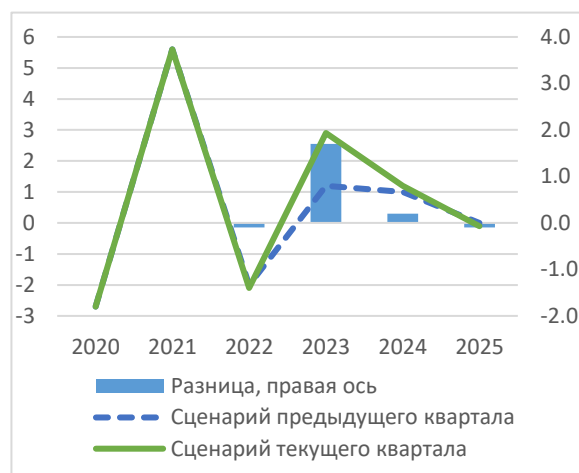
Экономика России. По оценкам Госстата, во втором квартале 2023 года экономика России выросла на 4,9% г/г, что является существенно более позитивным результатом по сравнению с оценками предыдущей программы Центрального банка РА. Рост российской экономики обусловлен, с одной стороны, низким уровнем валовой продукции за аналогичный период предыдущего года, а с другой стороны, достаточно высокой экономической активностью в оптовой и розничной торговле и сфере услуг, обрабатывающей промышленности и строительстве.

Следует отметить, что спрос в России значительно ускорился. Стимулирующая налогово-бюджетная политика продолжает этому способствовать, и за последние месяцы также значительно выросли объемы кредитования (ипотечного, потребительского и т.д.). Резкое ускорение внутреннего спроса также отражает усиление инфляционных ожиданий, вызванных снижением номинального курса рубля.

По сценарию Центрального банка РА, в 2023 году экономическое развитие России по сравнению с предыдущей программой будет более позитивным. В течение года будет зарегистрирован экономический рост около 3%, что будет

График 6

Сценарий экономического развития России (%)



Источники: Росстат, сценарий ЦБ РА

обусловлено более стимулирующей налогово-бюджетной политикой и краткосрочным ускорением частного спроса. Следует также отметить, что как в текущем году, так и на всем среднесрочном горизонте государственный бюджет в России будет дефицитным, но, в отличие от текущего года, в последующие годы влияние бюджетной политики на экономику будет в основном нейтральным.

В результате значительно более быстрого, чем ожидалось, восстановления спроса фиксируется быстрое сокращение профицита текущего счета и особенно торгового баланса. Следует отметить, что хотя в результате роста мировых цен на нефть отпускная цена российской нефти также значительно выросла, формируясь даже на уровнях, значительно превышающих установленный потолок цен, она во многом нейтрализуется в результате добровольного сокращения Россией объемов добычи нефти (по соглашению со странами ОПЕК+). **В свою очередь, сокращение профицита текущего счета приводит к ослаблению номинального курса рубля и росту инфляции и инфляционных ожиданий.** Так например, в первом полугодии 2023 года 12-месячная инфляция в России стремительно снизилась и в апреле составила 2,3%, но резко ускорилась с мая и, особенно, в начале третьего квартала. В июле 2023 года инфляция составила 0,6% (более 7% г/г), при этом 12-месячная инфляция превысила целевой уровень, составив 4,3%, а в августе уже составила 5,2%. Инфляция в сфере услуг также продолжает формироваться на высоких уровнях.

В целях сдерживания ускорения инфляции и инфляционных ожиданий, вызванного ростом внутреннего спроса в результате резкого падения номинального валютного курса, Центральный банк России своим очередным решением повысил учетную ставку: сначала в июле на 1,0 п.п., а затем в августе, приняв внеочередное решение, еще на 3,5 п.п., установив ставку на уровне 12%. В результате вышеуказанных действий была обеспечена определенная стабилизация курса российского рубля, инфляции и инфляционных ожиданий.

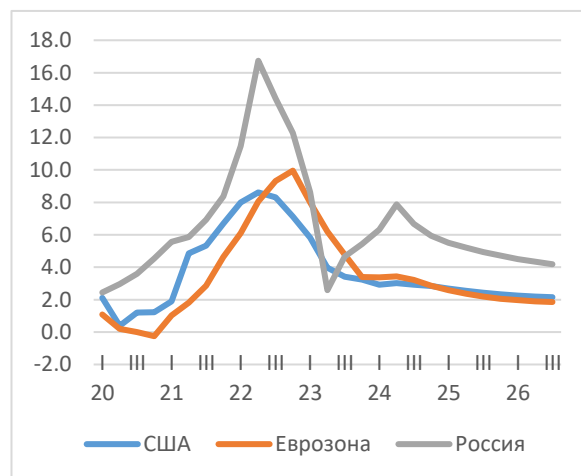
По текущим оценкам Центрального банка РФ, Банк России, в целях полной нейтрализации рисков инфляции и ускорения инфляционных ожиданий, по-прежнему будет ужесточать денежно-кредитные условия в краткосрочной перспективе, чтобы обеспечить приближение инфляции к целевому уровню в конце горизонта политики.

Рынки сырьевых и продовольственных товаров.

Наряду с ужесточением мировых финансовых условий, во втором квартале 2023 года практически на всех

График 7

Инфляция в странах-партнерах (%)



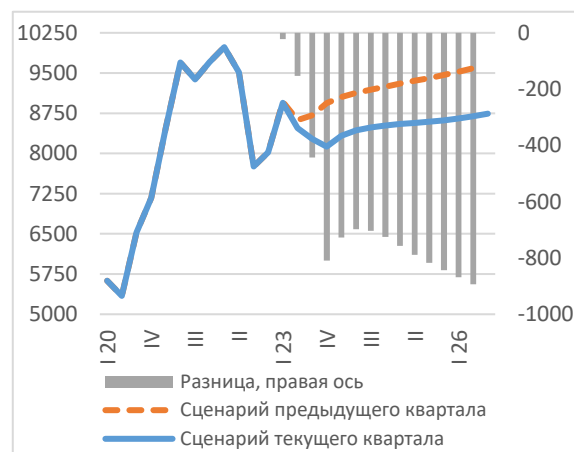
Источники: Бюро статистики труда США (BLS), Евростат, Росстат, сценарий ЦБ РФ

международных товарно-сырьевых рынках продолжилось снижение цен. В краткосрочной перспективе некоторое ускорение спроса в США компенсируется снижением спроса в Китае, и, особенно, снижением инвестиций в строительном секторе. Ожидается, что в условиях ослабления мирового спроса на фоне ужесточения финансовых и бюджетных условий, а также полного восстановления цепочек поставок / снятия ограничений, реальные цены на сырьевые и продовольственные товары продолжат корректироваться, приближаясь в среднесрочной перспективе к уровням, обуславливаемым долгосрочными фундаментальными факторами². В результате инфляционные эффекты, исходящие из товарных рынков на экономику РА, будут слабыми.

Во втором квартале 2023 года цены на международном рынке меди продолжили снижаться, сформировавшись на уровне 8500 долларов США за 1 тонну, что примерно на 11% г/г ниже по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Это связано с продолжающимся ужесточением денежно-кредитных условий в мире и продолжающимся снижением спроса в Китае, особенно снижением инвестиций в строительном секторе. На фоне замедления спроса, вызванного сдерживающей денежно-кредитной политикой в развитых странах, и ожидаемого ужесточения мировых финансовых условий цены на медь были пересмотрены в сторону понижения по сравнению с предыдущей программой Центрального банка РА. После некоторой корректировки в краткосрочной перспективе, в среднесрочной перспективе ожидается, что международные цены на медь начнут расти устойчивыми темпами, приблизившись в конце горизонта к уровню около 9 тысяч долларов США за 1 тонну.

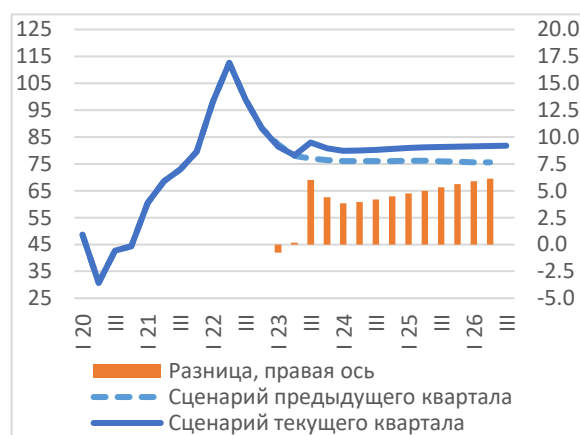
На фоне замедления мирового спроса, вызванного жесткими финансовыми условиями, международные цены на нефть во втором квартале 2023 года продолжили несколько снижаться, примерно на 4% по сравнению с предыдущим кварталом, составив около 80 долларов за баррель. Эта тенденция изменилась в третьем квартале 2023 года, когда более медленное, чем ожидалось, замедление мировой экономической активности в сочетании с продлением соглашения странами-членами ОПЕК+ о сокращении объемов добычи, начало оказывать повышательное давление на цены. В частности, объявление Саудовской Аравии и России о продлении дополнительного сокращения добычи нефти в общей сложности на

График 8
Сценарий динамики международных цен на медь



Источник: Всемирный банк,
сценарий ЦБ РА

График 9
Сценарий динамики международных цен на нефть



Источник: Всемирный банк,
сценарий ЦБ РА

² См. “Обзор инфляции 2023/2” ЦБ РА, Врезка 1. ““Супер-циклы” сырьевых и продовольственных товаров”.
https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Inflation_report_2023Q2.pdf:

1,3 млн барр/сутки до конца 2023 года, вызвало опасения на международном рынке по поводу возможного дефицита нефти, что отразилось на текущих ценах.

Учитывая вышеизложенное, согласно текущему сценарию, представленному Центральным банком РА, цены на нефть все же несколько вырастут в краткосрочной перспективе, а затем, наряду с ослаблением спроса в условиях ужесточения мировых финансовых условий, а также снятия дополнительных ограничений на поставки, будут несколько скорректированы.

В течение второго квартала 2023 года, главным образом, благодаря оптимистичным ожиданиям относительно объемов поставок на рынках продовольственных товаров и продолжающемуся ужесточению мировых финансовых условий цены на группы продовольственных товаров продолжали снижаться (за исключением цен на сахар), сформировавшись на несколько более низком уровне, чем предыдущие оценки Центрального банка РА. Снижение цен практически на все группы товаров продолжается также в третьем квартале, за исключением группы товаров “Пищевые жиры”, что связано с определенным нарушением цепочек транспортировки продовольственных товаров в Черноморском бассейне в результате нарушения зерновой сделки. В частности, **по итогам второго квартала 2023 года цены продовольственной корзины по сравнению с уровнями аналогичного периода предыдущего года снизились примерно на 20,0%.**

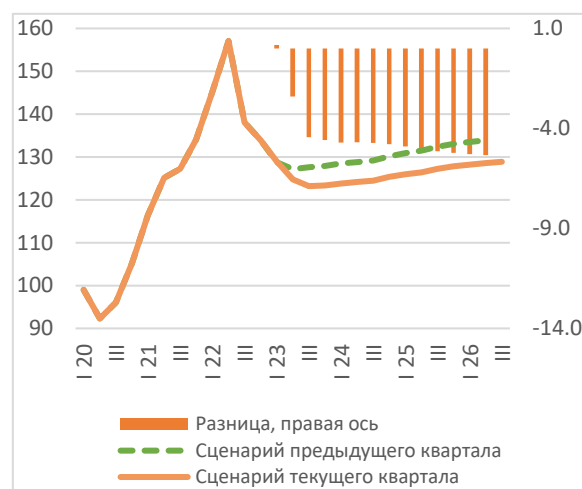
Согласно текущему сценарию Центрального банка РА, вследствие продолжающегося ослабления мирового спроса, а также благоприятных условий предложения по некоторым товарным группам цены на рынках продовольственных товаров в краткосрочной перспективе продолжат снижаться, а в среднесрочной перспективе они будут формироваться на более низких уровнях по сравнению с предыдущими оценками.

2.2. Сценарий развития событий во внутренней экономике

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

Во втором квартале 2023 года, в условиях сохраняющихся медленных темпов экономического роста в основных странах-партнерах Армении и относительно сдерживающей денежно-

График 10
Сценарий динамики международных цен на продовольственные товары



Источник: ФАО, сценарий ЦБ РА

кредитной политики, инфляционные влияния мировой экономики на экономику Армении существенно ослабевают.

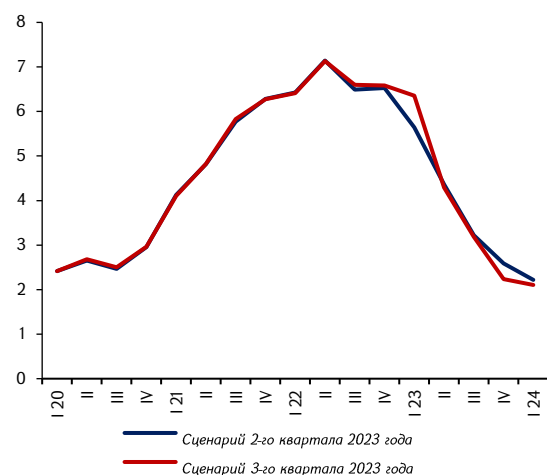
Премия за страновой риск РА, обусловленная фундаментальными факторами значительного снижения долговой нагрузки в условиях высокого экономического роста в РА (а также улучшения перспективы) и укрепления драма, несколько снизилась. Более того, ожидается, что в условиях текущих масштабных потоков капитала премия за страновой риск РА формируется несколько ниже уровня, определяемого этими фундаментальными факторами.

Тенденции экономической активности в РА, как и ожидалось, несколько замедлились, но остаются на высоком уровне. В частности, в июле 2023 года зафиксирован рост экономической активности на 6,0%, чему в основном способствовали положительные сдвиги, зафиксированные в сферах строительства и услуг. Следует отметить, что сфера услуг продолжает существенно поддерживаться высокопроизводительными услугами – ИТ-сектором, что является положительным импульсом с точки зрения повышения потенциального уровня экономики в среднесрочной перспективе. **В первом полугодии 2023 года, помимо продолжающегося роста потока туристов и внешнего спроса, ускорился и рост внутреннего спроса.** Рост внутреннего спроса выражается в уменьшении ранее накопленных сбережений и увеличении спроса на потребительские кредиты. В результате, по оценкам, разрыв спроса по-прежнему остается положительным, но под влиянием жестких денежно-кредитных и налогово-бюджетных условий он в ближайшем будущем будет скорректирован, способствуя стабилизации инфляционной среды.

На рынке труда также продолжают отмечаться определенные положительные сдвиги: постоянно увеличиваются как численность граждан трудоспособного возраста и занятого населения, так и уровень участия в рабочей силе. Наблюдается устойчивое замедление темпов миграции. Эти изменения также приводят к некоторому увеличению потенциального роста экономики. С другой стороны, хотя 12-месячный рост заработной платы все еще достаточно высок, в последние месяцы он стабилизировался, а риски инфляционного давления со стороны рынка труда значительно ослабли.

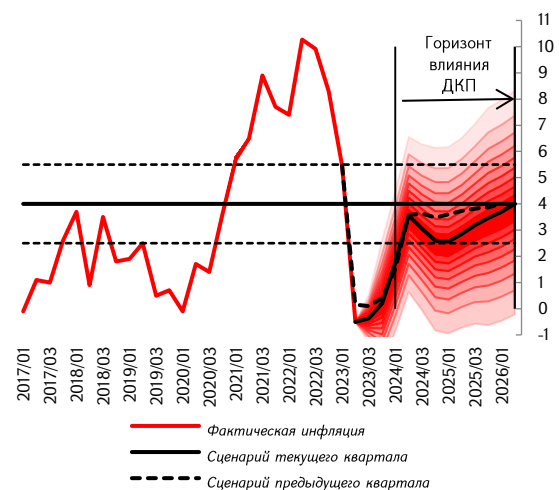
В результате, в условиях дефляционного влияния мировой экономики на экономику РА, сдерживающей денежно-кредитной политики, проводимой Центральным банком РА, и укрепления драма, высокий спрос и инфляционные ожидания, способствующие инфляции (см. врезку 1), несколько снизились. Однако инфляция в

График 11
Оценка краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: оценка ЦБ РА

График 12
Распределение вероятностей сценария 12-месячной инфляции в 3-годичном горизонте



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

сфере услуг и некоторых товаров корректируется относительно медленно.

В сложившейся ситуации Совет Центрального банка принял решение снизить ключевую ставку на 0,5 п.п., установив ее на уровне 9,75%.

Следует отметить, что монетарная позиция остается сдерживающей, что обеспечивает необходимую последовательность в регулировании спроса и удержании инфляционных ожиданий. В намеченном сценарии денежно-кредитной политики 12-месячная инфляция будет оставаться ниже целевого уровня в ближайшее время, достигнув 0,2% на конец 2023 года. В среднесрочной перспективе инфляция укрепитесь вблизи целевого показателя в 4%. При этом оценивается, что вероятные риски отклонения инфляции от намеченной траектории в основном равновесные.

В сложившейся ситуации Совет ЦБ принял решение снизить ключевую ставку на 0,5 процентного пункта.

12-месячная инфляция будет оставаться ниже целевого уровня в ближайшее время, достигнув 0,2% на конец 2023 года.

Таблица 1.

	Вероятность нахождения инфляции в данном диапазоне				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
III кв. 2023	99.4%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
IV кв. 2023	70.1%	23.9%	6.0%	0.0%	0.0%
I кв. 2024	31.3%	35.6%	31.9%	1.1%	0.1%
II кв. 2024	7.4%	19.9%	58.2%	11.5%	3.0%
III кв. 2024	13.6%	24.2%	51.5%	8.5%	2.2%
IV кв. 2024	21.9%	25.5%	43.6%	6.9%	2.1%
I кв. 2025	22.9%	25.3%	42.7%	6.9%	2.2%
II кв. 2025	19.4%	23.6%	45.1%	8.7%	3.2%
III кв. 2025	16.8%	21.0%	45.8%	11.1%	5.3%
IV кв. 2025	15.9%	18.6%	44.0%	13.1%	8.4%
I кв. 2026	14.1%	17.3%	44.0%	14.4%	10.3%
II кв. 2026	12.0%	15.6%	43.6%	15.9%	12.9%

2.2.2. Экономическая активность³

Оценка экономического роста РА была пересмотрена в сторону небольшого повышения по сравнению с предыдущим сценарием Центрального банка.

Экономический рост в 2023 году оценивается примерно в 7,2%, который по-прежнему будет поддерживаться главным образом высокими темпами роста в сферах услуг и строительства.

Оценка экономического роста РА была пересмотрена в сторону небольшого повышения по сравнению с предыдущим сценарием ЦБ. Экономический рост в 2023 году составит примерно в 7,2%, вместо предыдущей оценки в

³ Сценарий экономического роста в цифрах см. в графике 13, таблице 2.

Высокие темпы роста сферы услуг будут по-прежнему поддерживаться позитивными изменениями в секторе информации и связи, благодаря высоким темпам производства в случае притока наиболее производительной рабочей силы в этот сектор. Рост ИТ-сектора будет положительно способствовать поддержанию более высокого уровня потенциального ВВП в среднесрочной перспективе. Кроме того, из-за высокого внешнего спроса, вызванного притоком релокантов, а также ускорения внутреннего спроса, другие секторы сферы услуг, а именно размещение и общественное питание, транспорт и торговля, также будут продолжать вносить большой вклад в течение года.

Высокие темпы роста сектора строительства сохранятся в среднесрочной перспективе. По сравнению с предыдущими оценками Центрального банка, ожидается более высокий рост, в основном за счет сохранения высоких темпов жилищного строительства. В ближайшее время положительный вклад в сферу строительства внесет реализация строительных работ, запланированных в целях эксплуатации Амулсарского рудника.

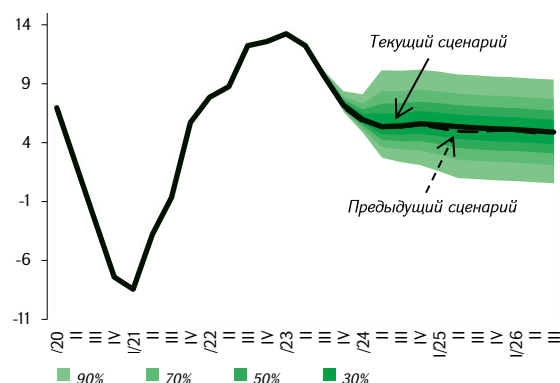
Фактические события в сельскохозяйственном секторе указывают на то, что ожидаемое замедление в этом секторе продолжится.

Рост промышленности был пересмотрен в сторону некоторого понижения по сравнению с предыдущим сценарием, как из-за спада в горнодобывающей промышленности, так и из-за некоторого замедления роста обрабатывающей промышленности. Рост обрабатывающей промышленности продолжит оказывать слабое положительное влияние на общий рост промышленности.

В среднесрочной перспективе экономический рост несколько замедлится из-за замедления роста спроса. Однако оценка среднесрочного экономического роста была пересмотрена в сторону повышения из-за повышения инвестиционной активности. В конце горизонта экономический рост приблизится к долгосрочному устойчивому уровню в 4,6% (график 13).

График 13

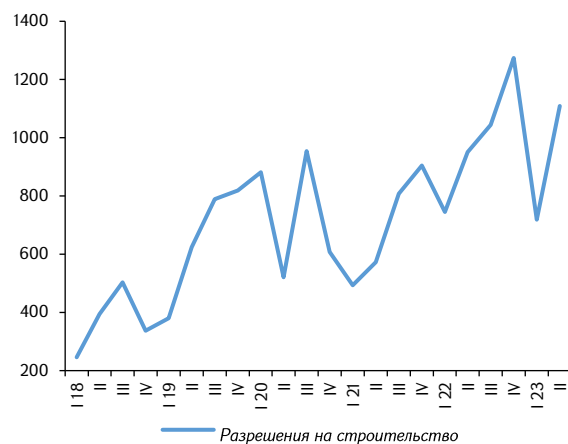
Распределение вероятностей сценария реального роста ВВП в 3-годичном горизонте



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

График 14

Разрешения на строительство



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

Таблица 2.

Распределение вариантов сценария реального (кумулятивного) роста ВВП		
Период	Диапазон 30% вероятности	Диапазон 90% вероятности
2023 январь-декабрь / 2022 январь-декабрь	7.0 – 7.4	6.5 – 8.4
2024 январь-декабрь / 2023 январь-декабрь	4.8 – 6.7	2.0 – 10.2
2025 январь-декабрь / 2024 январь-декабрь	4.1 – 6.2	0.7 – 9.6
2026 январь-сентябрь / 2025 январь-сентябрь	3.9 – 5.9	0.5 – 9.3

Внутренний спрос. С точки зрения спроса структура экономического роста в некоторой степени изменилась. Помимо притока релокантов и высокого внешнего спроса, наблюдаемого с 2022 года, **в 2023 году также происходит ускорение внутреннего спроса, чему способствовал более высокий рост частного потребления в результате роста частных доходов и снижения сбережений.** В последнее время спрос домохозяйств на потребительские кредиты также значительно увеличился.

Ожидается, что в этом году частные инвестиции вырастут намного больше, чем оценивалось ранее, о чем свидетельствует более высокий уровень разрешений на строительство и импорта инвестиционной продукции. Примечательно, что на предприятиях имеются значительные накопленные сбережения, которые также могут способствовать ускорению инвестиций в будущем. В краткосрочной перспективе повышение инвестиционной активности будет способствовать увеличению внутреннего спроса, а в среднесрочной – стимулировать рост потенциала ВВП и производственных мощностей.

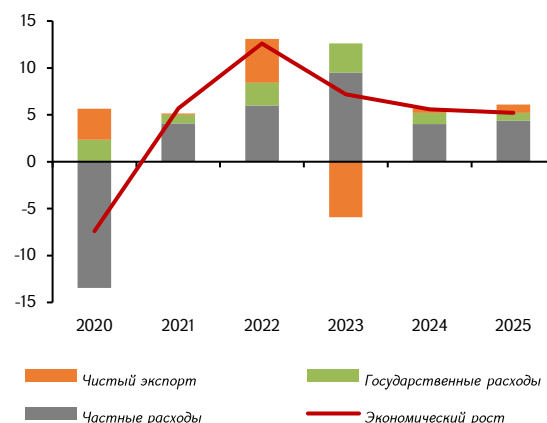
Внешний спрос. В течение 2023 года дефицит счета текущих операций увеличится в условиях ускорения темпов роста внутреннего спроса.

В 2023 году показатель соотношения дефицита счета текущих операций к ВВП увеличится по сравнению с предыдущим годом и составит 3,4%. Несмотря на экспорт услуг, продолжающийся за счет более высокого, чем ожидалось, роста турпотока и сохранения высокого уровня экспорта ИТ, темпы роста экспорта товаров несколько замедляются после высоких темпов роста предыдущего года. Реальные темпы роста импорта товаров впервые с начала 2021 года превысили темпы роста экспорта, что обусловлено ростом внутренних инвестиций и потребительского спроса. В результате в 2023 году, по текущему сценарию, реальный рост экспорта и импорта товаров и услуг составит 18% и 28% соответственно.

В 2023 году по сравнению с предыдущим сценарием снижение денежных переводов физических лиц будет больше из-за замедления экономической активности в странах-партнерах, а также снижения долларовой эквивалента денежных переводов вследствие резкого ослабления российского рубля с июля.

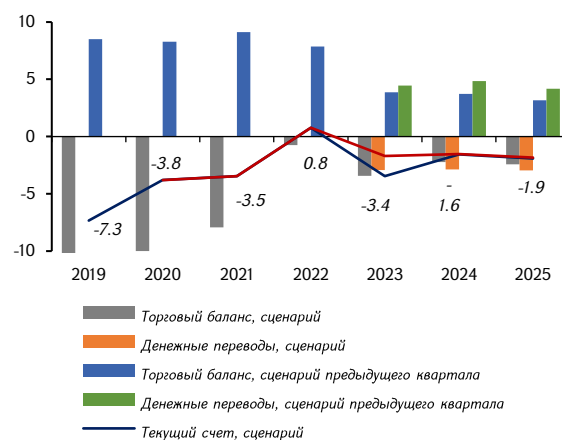
Однако, в случае сценария, предусматривающего постепенную корректировку высокого внешнего спроса и восстановление внутреннего спроса в среднесрочной перспективе, показатель соотношения дефицита текущего счета к ВВП все равно будет ниже расчетного равновесного уровня в 4,0-6,0%. Этот показатель будет

График 15
Вклад компонентов спроса в экономический рост (процентные пункты)



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

График 16
Среднесрочный сценарий показателя "Текущий счет / ВВП" (%)



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

обусловлен также положительными эффектами экспорта драгоценных металлов в результате эксплуатации Амулсарского рудника в течение 2024 года.

Налогово-бюджетная политика⁴. В условиях фактического высокого экономического роста в 2023 году влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос оценивается как сдерживающее. По сравнению с государственным планом на 2023 год зафиксировано перевыполнение доходов бюджета и недовыполнение расходов, в результате чего вместо запланированного дефицита образовался профицит государственного бюджета.

По оценке Центрального банка, в 2023 году соотношение налогов к ВВП⁵ составит 23,4%, что отражает несколько более медленный рост налогов по отношению к ВВП.

Хотя в начале 2023 года сохранялись высокие темпы экономической активности, но сбор налогов идет несколько медленнее по сравнению с темпом, запланированным в программе. В результате, по сравнению с показателем предыдущей программы Центрального банка, ожидаются чуть меньшие налоговые поступления, которые по итогам года составят около 2235 млрд драмов.

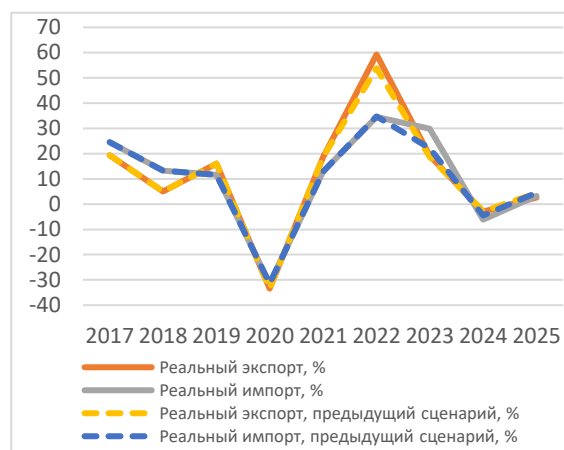
Расходы государственного бюджета в январе-августе 2023 года были недовыполнены в основном за счет капитальных затрат. Однако в течение года ожидается выполнение плана расходов на 98%.

В 2023 году государственные расходы составят около 2551 млрд драмов. По оценке Центрального банка, в 2023 году соотношение расходов к ВВП, главным образом за счет увеличения капитальных затрат, составит 26,9%, увеличившись на 0,5 п.п. по сравнению с предыдущим годом. В результате соотношение дефицита к ВВП составит 2,3%, оставаясь неизменными по сравнению с 2022 годом.

Таким образом, после корректировки расходов и доходов государственного бюджета за счет потоков, не оказывающих влияния на совокупный спрос, в 2023 году по сравнению с 2022 годом налогово-бюджетная политика будет иметь сдерживающий

График 17

Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочной перспективе (%)

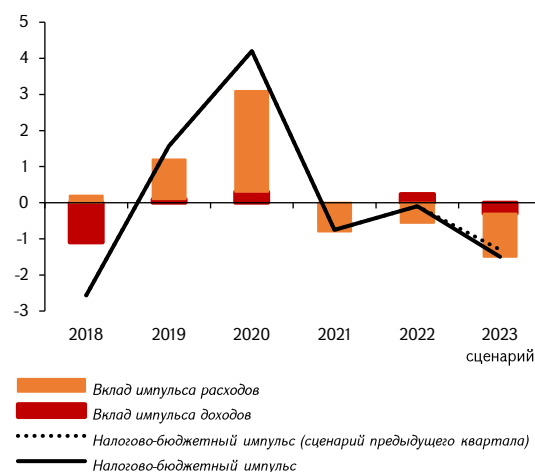


Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

По оценкам, в 2023 году по сравнению с 2022 годом сдерживающий эффект налогово-бюджетной политики составит около 1,5 процентного пункта.

График 18

Сценарий налогово-бюджетного импульса (процентные пункты)



Источник: сценарий ЦБ РА

⁴ В 2023 году влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос оценивалось с учетом закона о бюджете на 2023 г, "Плана государственных среднесрочных расходов на 2024-2026 гг.", текущего плана (квартальный и годовой план, скорректированный в соответствии с принятыми на данный момент решениями Правительства), текущими событиями и оценками ЦБ РА, составленными на их основе.

⁵ Показатели ВВП, используемые в программе, являются оценками ЦБ РА.

эффект примерно в 1,5 процентного пункта. Это будет обусловлено сдерживающими импульсами как расходов, так и доходов.

В среднесрочной перспективе, исходя из плана государственных среднесрочных расходов на 2024-2026 гг., оценка бюджетно-налоговой политики остается неизменной по сравнению с предыдущим сценарием и оценивается как слабостимулирующая в связи с ожидаемым большим объемом капитальных затрат и некоторым замедлением темпов роста ВВП в этот период. Также ожидается постепенное сокращение дефицита бюджета и долговой нагрузки за счет увеличения налоговых поступлений и улучшения структуры расходов.

Рынок труда. Предусматривается, что в 2023 году уровень безработицы по-прежнему будет оставаться ниже долгосрочного стабильного уровня вблизи 14%, что соответствует высокому спросу, фиксируемому в течение года, и положительному разрыву ВВП. Предложение рабочей силы также увеличилось из-за притока рабочих, наблюдаемого с 2022 года. В среднесрочной перспективе, при корректировке более высокого спроса и некотором замедлении экономического роста, уровень безработицы стабилизируется на своем долгосрочном стабильном уровне в 15%.

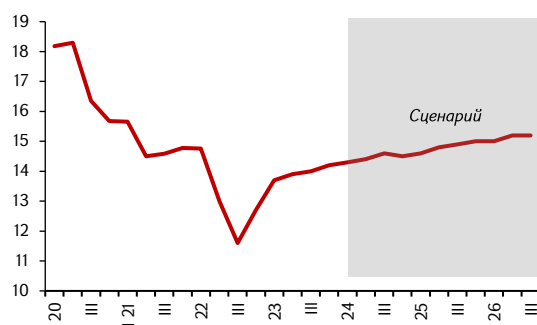
В 2023 году рынок труда продолжит нагреваться, но во втором полугодии будет наблюдаться замедление роста частных зарплат, отражая факт постепенного закрытия положительного разрыва ВВП. Ожидается, что рост номинальных частных зарплат в течение года составит около 17%. Однако в среднесрочной перспективе рост укрепитесь вблизи стабильного уровня в 7-8%.

Таким образом, давление со стороны рынка труда несколько ослабнет в 2023 году, но некоторые риски все равно сохраняются из-за опережающего роста заработной платы в частном секторе по сравнению с производительностью. В этом случае удельные затраты на оплату труда составят около 10% в течение года, но в среднесрочной перспективе они стабилизируются в пределах 4%.

2.2.3. Основные суждения и риски

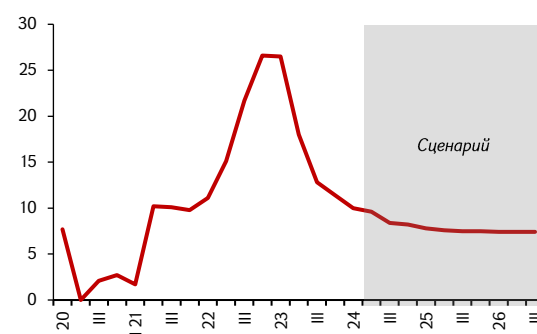
В данном разделе приведены основные суждения, послужившие основанием для разработки сценария программы денежно-кредитной политики Центрального банка на третий квартал 2023 года, и риски реализации этого сценария.

График 19
Уровень безработицы (%)



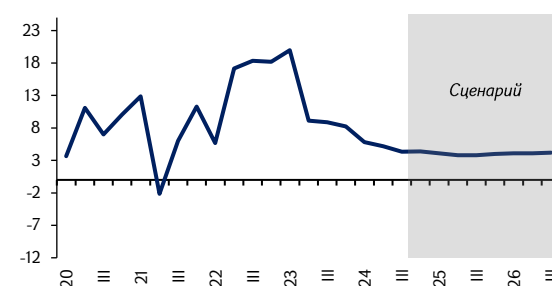
Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

График 20
Заработная плата частного сектора, рост в годовом выражении (%)



Источники: СК РА, сценарий ЦБ

График 21
Рост затрат на рабочую силу в годовом выражении (%)



Источники: СК РА, сценарий ЦБ

Врезка 1

Итоги опросов домашних хозяйств и субъектов финансового сектора относительно их инфляционных ожиданий

Результаты проведенного Центробанком опроса среди домохозяйств и субъектов финансовой системы об ожидаемых изменениях некоторых макроэкономических показателей во втором квартале 2023 года свидетельствуют об увеличении доли респондентов, ожидающих низкую инфляцию. В частности, в структуре опрошенных домохозяйств снизился удельный вес домохозяйств, ожидающих высокую инфляцию в одногодичном горизонте. В то же время результаты опроса свидетельствуют о том, что неопределенность в отношении инфляции осталась неизменной.

Примечательно, что хотя инфляционные ожидания домохозяйств в последнее время несколько снизились, они все еще остаются относительно высокими.

График 22
Инфляционные ожидания домохозяйств, опрос



Источник: ЦБ РА

Таблица 3.

Логика представленного сценария

Основные суждения и предположения	Вероятные последствия в случае реализации данного предположения
Санкции, введенные против России, сохранятся на протяжении всего горизонта политики. Строгие условия кредитования в банковской системе США будут сохранены. Однако зафиксированные банкротства некоторых банков не будут носить системный характер, в том числе в результате адекватных мер политики. Налогово-бюджетная политика в России будет дефицитной на протяжении всего горизонта политики. Одобренное странами-членами ОПЕК+ соглашение о дополнительном сокращении	✓ Экономический рост в США и еврозоне, одних из основных стран-торговых партнеров РА, продолжит ослабевать, формируясь на низком уровне в среднесрочной перспективе. Восстановление экономики в России будет проходить более быстрыми темпами в краткосрочной перспективе, но замедлится в среднесрочной перспективе из-за ужесточения экономической политики. ✓ Ужесточение условий кредитования со стороны банковской системы США окажет определенное негативное влияние на реальный сектор в среднесрочной перспективе. ✓ Продолжится корректировка цен в сторону понижения на рынках сырья и продовольственных товаров. ✓ Международные цены на нефть в условиях ограниченного предложения по-прежнему останутся на высоком уровне, что будет иметь

добычи нефти на 1,6 млн баррелей/ сутки с апреля 2023 года будет фактически соблюдаться до конца 2024 года. Наряду с продолжающимся замедлением глобального спроса на фоне ужесточения экономической политики, а также полного восстановления цепочек поставок, реальные цены на сырьевые товары и продовольственные товары будут продолжать корректироваться в сторону понижения, формируясь в среднесрочной перспективе вблизи уровней, обусловленных фундаментальными факторами.	определенные инфляционные последствия в странах-партнерах. ✓ Среди стран-партнеров, в США и ЕС, на инфляцию по-прежнему будет влиять снижение цен на сырьевые товары (за исключением энергоносителей), но инфляция продуктов с относительно жесткими ценами будет корректироваться медленно. ✓ Центральные банки основных стран-партнеров РА сохраняют сдерживающую позицию политики в течение относительно длительного периода времени. В этих странах инфляция постепенно вернется к целевым уровням лишь в конце горизонта политики.
Ожидается, что в 2023 году налогово-бюджетная политика окажет сдерживающее воздействие как на расходы, так и на доходы.	✓ В 2023 году оценивается сдерживающий эффект налогово-бюджетной политики примерно в 1,5 п.п. (при выполнении годового плана налоговых поступлений и 98% выполнении скорректированного плана расходов), обусловленный, главным образом, опережающим ростом доходов по сравнению с экономическим ростом и относительно меньшим ростом расходов, способствующих совокупному спросу. В среднесрочной перспективе, исходя из плана государственных среднесрочных расходов на 2024-2026 гг., ожидается слабый стимулирующий эффект налогово-бюджетной политики.
Экспортные возможности Армении продолжают расширяться, учитывая потенциальный рост преимущественно в ИТ-секторе, а также сохранение высокого внешнего спроса.	✓ В случае сохранения потока релокантов положительные тенденции внешнего спроса сохранятся в краткосрочной перспективе. ✓ В краткосрочной перспективе сохранится высокий рост в секторе информации и связи, который в 2023 году окажет в среднем положительное влияние на потенциал ВВП – примерно на 1,8-2,0 процентного пункта.
В среднесрочной перспективе ожидается определенный положительный вклад горнодобывающей отрасли в рост потенциала ВВП.	✓ Эксплуатация Амулсарского рудника будет положительно способствовать росту потенциального уровня РА в 2023-2025 годах. В частности, в 2023 году вклад запуска Амулсара в ускорение потенциального роста будет выражен высоким ростом сектора строительства и активизацией инвестиций (около 1,0 п.п. ВВП), а в 2024 году, а также в определенной степени и в 2025 году, выразится в расширении выпуска и экспортного потенциала (общий вклад дополнительных 2,0 п.п. в ВВП).

Сценарные риски

В регионе и во всем мире сохраняется высокий уровень геополитической неопределенности, что продолжает создавать риски и угрозы стабилизации мировой экономики, обеспечению и восстановлению нормального функционирования международных рынков сырья, продовольствия и финансов, и полному восстановлению цепочек поставок.

Помимо экономических рисков со стороны внешнего мира существуют и геополитические риски, связанные с крупномасштабной военной агрессией Азербайджана. Эти факторы продолжают порождать более широкие диапазоны центральных значений инфляции и ряда других ключевых макропоказателей (см. графики 1 и 2). Учитывая высокую степень неопределенности, ниже приводятся только наиболее значимые в количественном отношении риски реализации представленного сценария.

С точки зрения совокупного спроса можно выделить следующие риски:

- Рынки труда во всех странах-партнерах действуют в состоянии перегрева. Безработица находится на исторически низком уровне, а высокие темпы создания новых рабочих мест, особенно в сфере услуг, продолжают сохраняться. В условиях продолжения этих тенденций может сохраниться высокий рост заработной платы в отдельных отраслях, что создаст дополнительные инфляционные риски. В России рынок труда также продолжает нагреваться, поддерживая определенные риски ускорения инфляции.
- Продолжающееся ужесточение условий кредитования в банковской системе США, спад промышленного производства, наблюдаемый в ЕС и сохраняющиеся проблемы на рынке недвижимости в Китае могут оказать существенное влияние на сокращение мирового спроса.
- Налогово-бюджетная политика в России может оказаться более стимулирующей, чем ожидалось, способствуя более быстрому восстановлению спроса в экономике и расширению инфляционной среды.
- В условиях продолжающихся геополитических событий существуют риски, связанные с пересмотром премии за страновой риск России и продолжающимся ослаблением рубля.
- В условиях текущих геополитических событий в регионе, в связи с длительностью и объемом ожидаемого притока

релокантов, туристов и финансовых средств, влияние последних на экономику РА в основном создает позитивные риски для спроса.

- В случае ухудшения ситуации с безопасностью в РА и/или регионе может наблюдаться отток релокантов и капитала, который может иметь как инфляционные (обесценение обменного курса), так и дефляционные (снижение внешнего спроса) эффекты.
- Возможное замедление сезонной миграции из РА и денежных переводов в РА в связи с неблагоприятной экономической конъюнктурой в РФ и ограничениями движения капитала, а также улучшением условий труда в РА, с одной стороны, создает риски с точки зрения замедления потребления и, с другой стороны, роста предложения труда в отечественной экономике.
- С точки зрения налогово-бюджетной политики в основном существуют риски содействия сдерживанию инфляционной среды в краткосрочной перспективе в случае невыполнения запланированных капитальных затрат на значительно более высоких уровнях.
- В результате превышения показателей инфляции целевого уровня в РА в течение длительного периода времени, пока сохраняются риски расшатывания долгосрочных инфляционных ожиданий. Однако вышеупомянутые риски в значительной степени нивелируются текущим низким уровнем инфляции и снижением инфляционных ожиданий.
- В условиях формирования высокого уровня накопленных сбережений в частном секторе возрастают соответственно инфляционные или дефляционные риски в связи с ускорением роста потребления и инвестиций.

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

- Риски, связанные с оценками цен на сырье и продовольственные товары, связаны как с эффективностью и длительностью соглашения между странами-членами ОПЕК+ о сокращении объемов добычи нефти, так и с возможными нарушениями всех цепочек и натуральных объемов поставок на международных рынках из-за эскалации российско-украинского конфликта.

- В условиях сохраняющейся геополитической напряженности существуют риски деглобализации и вытекающие из этого в основном инфляционные риски.
- В результате значительного улучшения относительной конъюнктуры рынка труда РА (средняя заработная плата в частном секторе в долларовом выражении) возможен приток трудовых мигрантов. Хотя это также будет способствовать некоторому росту совокупного спроса, тем не менее окажет преимущественно дефляционное давление в результате опережающего роста совокупного предложения.
- В случае сохранения высокого уровня напряженности на границе РА, геополитической и региональной неопределенности, существуют инфляционные риски, связанные с чрезмерной реакцией финансовых рынков и увеличением премии за страновой риск РА.

В среднесрочной перспективе риски отклонения инфляции от сценария оцениваются как равновесные, и в целом, в количественном выражении, достаточно высокие (см. график 1).

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

- Неопределенность относительно эксплуатации Алавердинского медеплавильного завода, что является риском в сторону роста.
- Неопределенность, связанная со сроками эксплуатации Амулсарского рудника, характером и объемом инвестиций, а также объемами производства и экспорта после ввода рудника эксплуатацию, что является риском как роста, так и снижения.
- Сложности в работе компаний с российским капиталом в экономике РА, что является негативным риском для экономического роста РА.
- Положительные и отрицательные риски, связанные с характером, размером, длительностью финансовых потоков капитала в экономику РА и возможной трансформацией экономики.
- Риски, связанные с объемом и эффективностью капитальных затрат (включая их поглощение

экономикой), предусмотренных планом государственных среднесрочных расходов бюджета.

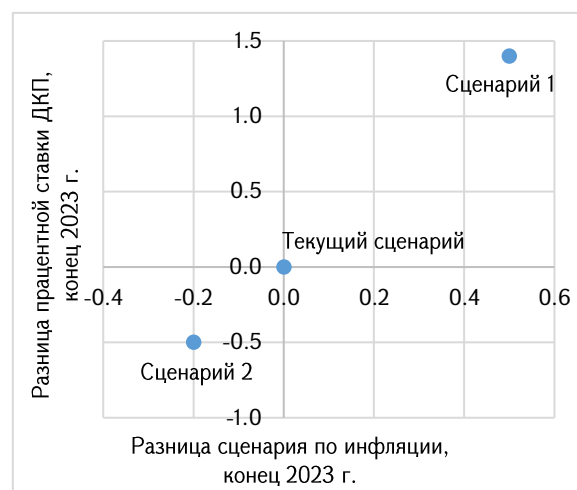
- Негативные риски, связанные с напряженностью на границе и геополитической и региональной неопределенностью.
- Преимущественно позитивные риски, связанные с ускорением инвестиций за счет накопления сбережений в частном секторе.
- Реализация проекта ЕС “Восточное партнерство”, предусматривающего пакет поддержки в размере 2,6 млрд евро, что является риском в сторону роста (годовой рост ВВП около 0,9-1,0%).

В целом, поскольку существует значительная неопределенность, связанная с возможными геополитическими событиями, темпами восстановления спроса в России, реорганизацией глобальной цепочки создания стоимости, а также объемами международного туризма, непрерывного притока капитала и рабочей силы в Армению, направлениями использования масштабных сбережений, накопленных в реальном секторе экономики, Центральный банк пытается снизить возможные риски, возникающие вследствие этих неопределенностей, путем построения и обсуждения различных сценариев развития ситуации. В частности, в силу специфики текущего этапа, среди возможного проявления многих рисков, были подробно рассмотрены два типовых сценария экономического развития, предполагающих относительно более жесткую или мягкую денежно-кредитную политику по сравнению с представленным сценарием.

- В результате зафиксированных в последнее время высокого экономического роста и значительного увеличения доходов экономики, постепенного уменьшения неопределенности относительно будущих доходов, сбережения, накопленные в частном секторе, направляются главным образом на ускорение частного потребления. С другой стороны, продолжающийся рост потребительских кредитов также способствует значительному расширению спроса в экономике, что выражается в более медленном закрытии положительного разрыва ВВП и сохранении инфляционного давления в течение более длительного периода времени. Это также может привести к сохранению высоких инфляционных ожиданий, что сделает достижение целевого показателя инфляции более дорогостоящим. В результате Центральному

График 23

Вероятные сценарии экономического развития в текущей ситуации



Источник: оценка ЦБ РА

банку потребуется установление более жестких условий политики для обеспечения ценовой стабильности (сценарий номер 1).

- Значительное замедление экономического роста в мире может привести к существенному ослаблению внешнего спроса РА, а также снижению глобальной инфляции. Проблемы в финансовой системе США в сочетании со значительным экономическим спадом в еврозоне и финансово-экономическими проблемами в Китае могут привести к существенному замедлению мирового спроса, особенно если в странах с развитой экономикой сохранятся жесткие денежно-кредитные условия. В результате дефляционные эффекты на сырьевых рынках могут также негативно повлиять на экономический рост России, что окажет дополнительное негативное влияние на поток туристов в Армению, денежные переводы и спрос на экспорт из Армении. В такой ситуации 12-месячная инфляция и совокупный спрос в РА, по сравнению со сценарием, представленным в текущей программе, будут снижаться гораздо быстрее, что вызовет необходимость более быстрого снижения процентных ставок (сценарий номер 2).

Примечательно, что были рассмотрены возможности принятия монетарных мер в соответствии с развитиями событий по данным сценариями, что позволит при проявлении первых же серьезных признаков материализации этих рисков реагировать на них соответствующим образом.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ СОБЫТИЙ ВО ВТОРОМ КВАРТАЛЕ 2023 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

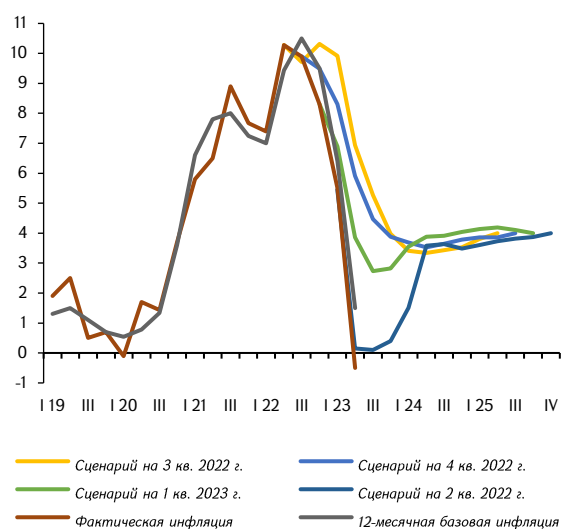
Согласно основным суждениям сценария, представленного в программе третьего квартала 2022 года, высокая инфляционная среда и инфляционные ожидания сохранятся в ближайшем будущем из-за инфляционных эффектов, исходящих из внешних рынков, и высокого спроса, который формируется в экономике РА в условиях ожидаемого большого притока релокантов и финансовых средств. В то же время предусматривалось, что последствия глобальных инфляционных явлений и внешнего спроса в случае дальнейшего укрепления армянского драма ослабнут в среднесрочной перспективе и вместе с эффектом сдерживающей денежно-кредитной политики будут способствовать снижению инфляции, которая с конца 2023 года укрепитесь вблизи целевого показателя в 4%.

В отчетном периоде 12-месячная инфляция продемонстрировала более резкое снижение, чем ожидалось, что было обусловлено, главным образом, значительным ослаблением инфляционного воздействия со стороны внешнего сектора и продолжающегося укрепления драма. В этой ситуации предусматриваемая траектория инфляции для каждого последующего квартала для краткосрочного периода была скорректирована в сторону существенного понижения.

Согласно реальным макроэкономическим событиям отчетного периода, тенденции замедления экономической активности в мировой экономике и в основных странах-партнерах Армении сохранились, что во многом определялось продолжающимся российско-украинским конфликтом и воздействием различных санкций, применяемых к России. В то же время в результате реализации сдерживающей денежно-кредитной политики, направленной на преодоление высокой инфляции в странах-партнерах, наблюдалось замедление спроса и значительное смягчение инфляционной среды, а также определенное снижение цен на энергоносители и продовольствие на международных товарно-сырьевых рынках. В этих условиях инфляционное воздействие на экономику РА со стороны внешнего сектора существенно ослабло. В течение наблюдаемого периода в экономике РА была зафиксирована более высокая, чем ожидалось, активность,

График 24

В рассматриваемом периоде 12-месячная инфляция продемонстрировала тенденцию к резкому снижению, что привело к существенному пересмотру краткосрочных оценок в сторону понижения в каждом последующем квартале



Источники: СК РА, ЦБ РА

что обусловлено, главным образом, факторами спроса. В основном они проявились в значительном увеличении внешнего спроса в сфере услуг, вызванном ощутимым притоком иностранных посетителей, в том числе туристов, и финансовыми потоками. Положительные сдвиги также зафиксированы в экспортном секторе, особенно в ИТ-секторе и обрабатывающей промышленности, что указывает на тенденции увеличения производственного потенциала и экспорта в этих секторах. В то же время, в связи с высоким спросом со стороны релокантов и притоком финансовых переводов из-за границы, на валютном рынке РА зафиксировано значительное укрепление драма. В результате значительного ослабления инфляционного влияния со стороны внешнего сектора, проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики и укрепления драма, особенно в первом полугодии 2023 года инфляционная среда быстро смягчилась, однако устойчивый высокий спрос и инфляционные ожидания продолжали поддерживать инфляцию заработной платы, товаров и услуг с жесткими ценами (см. график 25).

В условиях такого развития событий Центральный банк во втором полугодии 2022 года, несмотря на некоторое ослабление инфляционного воздействия на экономику РА со стороны внешнего сектора, продолжил проводить сдерживающую денежно-кредитную политику, увеличив процентную ставку политики в общей сложности на 1,5 п.п., принимая во внимание влияние все еще высокого спроса и инфляционных ожиданий в краткосрочной перспективе.

Благодаря дефляционным явлениям, наблюдающимся в импортированных продовольственных товаров в течение первого полугодия 2023 года, инфляционные эффекты, исходящие из внешнего сектора, существенно ослабли. В то же время в условиях сохраняющегося высокого спроса и инфляционных эффектов на рынке труда ценовая корректировка определенных товаров и услуг с жесткими ценами происходила медленными темпами. В такой ситуации Центральный банк оставил ключевую ставку без изменений до июня, сохранив относительно жесткие денежно-кредитные условия. В июне, в условиях продолжения дефляционных тенденций и нейтрализации рисков расшатывания инфляционных ожиданий, Центральный банк снизил ключевую ставку на 0,25 процентного пункта до 10,5%.

Резюмируя отметим, что за рассматриваемый год в результате реализуемой сдерживающей денежно-кредитной политики, укрепления драма и значительного ослабления инфляционного влияния со стороны внешнего сектора 12-

За рассматриваемый год в результате реализуемой сдерживающей денежно-кредитной политики, укрепления драма и значительного ослабления инфляционного влияния со стороны внешнего сектора 12-месячная инфляция снизилась на 10,8 п.п., и в конце июня 2023 года составила -0,5%.

месячная инфляция снизилась на 10,8 п.п., и в конце июня 2023 года составила -0,5%. 12-месячная базовая инфляция также продемонстрировала существенное снижение, достигнув 1,5%. По оценкам, в обозримом будущем 12-месячная общая инфляция останется ниже целевого показателя, а затем постепенно увеличится и в среднесрочной перспективе укрепитесь вблизи целевого показателя в 4%.

3.1.2. Цены

Начиная с третьего квартала 2022 года инфляционные эффекты, исходящие из внешнего сектора, существенно смягчились, в то же время во внутренней экономике за счет увеличения спроса инфляционная среда выразилась в сохранении высокого уровня цен на некоторые товары и услуги.

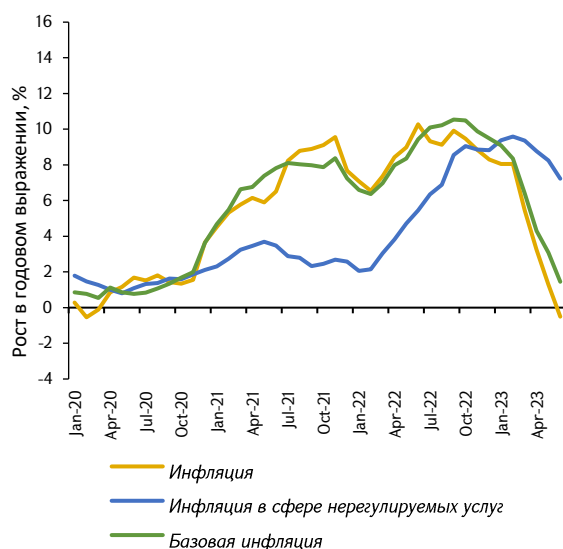
Так например, в результате эскалации российско-украинского конфликта инфляционные эффекты, исходящие из международных продовольственных рынков, особенно по товарным группам “Хлебобулочные изделия и крупы”, “Мясные продукты”, “Молочная продукция”, “Масла и жиры”, начали существенно ослабевать с конца первого квартала 2022 года. Это было обусловлено снижением цен на некоторые продукты (подсолнечное масло, зерно, сахар) на международных товарных рынках в условиях ожидаемого слабого спроса в мировой экономике и ужесточения финансовых условий. В то же время, снижение мировых цен на энергоносители в конце года оказало значительное влияние на цены на рынке топлива РА. С другой стороны, из-за большого потока релокантов в РА, высокий спрос, сформировавшийся в экономике РА, усилил инфляционное давление по части товаров местного производства и особенно услуг. Это вызвало корректировку тарифов услуг с относительной жесткостью цен (аренда квартир, рестораны и гостиницы, парикмахерские, медицинские, финансовые, почтовые услуги), которые оставались на высоком уровне на протяжении всего отчетного периода.

Следует также отметить, что, укрепление армянского драма, происходящее параллельно увеличению внешнего спроса, начиная с третьего квартала 2022 года существенно сдержало рост цен на импортные товары.

На рост цен компонентов базовой инфляции - товарные группы “Табачные изделия” и “Алкогольные напитки”, как и предусматривалось, оказало влияние изменение ставок акцизного налога с начала года, особенно по части табачных изделий. В

График 25

В отчетном периоде инфляционные эффекты, исходящие из внешнего сектора, существенно смягчились, в результате чего как общая, так и базовая инфляция резко снизилась, хотя цены на некоторые товары и услуги остаются высокими.



Источники: СК РА, ЦБ РА

результате относительного сокращения объемов экспорта более мягкая инфляция на местном рынке алкогольной продукции несколько сдержала инфляционные проявления в общей товарной группе.

Помимо вышеперечисленных факторов, значительному ускорению инфляции с начала отчетного периода способствовал высокий рост цен на сезонные продукты питания, вызванный неблагоприятными погодными условиями весны 2022 года. С третьего квартала 2022 года влияние этих факторов на инфляцию несколько смягчилось, и уже в первом квартале 2023 года полностью ослабло в результате заметного потепления погоды.

Вторичные инфляционные эффекты от повышения тарифов на регулируемые услуги в первом полугодии 2022 года особенно проявились во второй половине 2022 года, а тенденции к смягчению наблюдались лишь в конце отчетного периода.

Таблица 4. Рост потребительских цен по товарным группам, оказавшим основное содействие росту инфляции

Наименование товарной группы	Вес	12-месячная инфляция в марте 2023 г.	Содействие годовой инфляции
Базовая инфляция	73.9	1.5	1.1
Хлебобулочная продукция и крупы	8.5	-6.2	-0.5
Мясо	10.6	3.1	0.3
Масла и жиры	2.9	-20.8	-0.6
Сахарный песок	0.5	-2.8	0.0
Молочная продукция	4.4	3.2	0.1
Алкогольные напитки	2.5	6.7	0.2
Табачные изделия	2.0	10.1	0.2
Одежда	2.2	4.2	0.1
Обувь	1.2	5.9	0.1
Бытовая техника	0.6	3.6	0.0
Топливо	5.4	-9.4	-0.5
Пассажирские воздушные перевозки	1.1	22.8	0.3
Амбулаторное лечение	2.6	6.0	0.2
Фактическая арендная плата, уплаченная арендатором за дополнительное жилье	1.1	22.8	0.3
Рестораны и гостиницы	1.9	6.6	0.1
Тарифы на услуги банков, почтовых отделений	0.8	22.7	0.2
Импортные продовольственные товары	15.3	-6.2	-1.0
Сезонные продовольственные товары	11.0	-14.7	-1.6

Яйца	1.6	21.7	0.3
Фрукты	4.1	-6.5	-0.3
Овощи	5.3	-28.1	-1.5
Регулируемые услуги	15.1	0.1	0.0

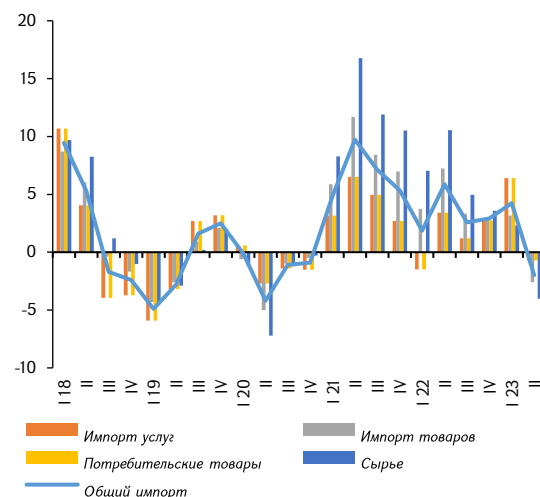
Цены импорта

Во втором квартале 2023 года в мировой экономике продолжилась тенденция снижения цен на продукты питания, что отразилось на динамике цен в основных странах-партнерах. В результате долларовые цены импорта РА снизились по сравнению с предыдущим кварталом. Это было обусловлено снижением цен на все группы товаров. Так, во втором квартале долларовые цены импорта РА снизились на 1,7% по сравнению с предыдущим кварталом, при этом снижение по сравнению с тем же периодом предыдущего года составило 2,0% в годовом выражении.

По сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на снижение цен на товары конечного потребления в основном повлияло снижение долларовых цен России, Турции и Китая. В то же время следует отметить, что тенденция снижения цен на нефть и пшеницу сохраняется. Что касается товаров конечного потребления, вклад долларовых цен был отрицательным на 0,1 п.п., а вклад товаров промежуточного потребления был отрицательным на 1,6 процентного пункта.

График 26

Во втором квартале 2023 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг снизились по сравнению с аналогичным кварталом прошлого года (в годовом выражении, %)



Источник: расчеты ЦБ РА

3.2. Развитие событий в экономике

3.2.1. Экономическое положение

За отчетный период разрыв ВВП незначительно сократился, однако остался в области положительных значений. Во втором квартале 2023 года экономический рост составил 9,1%, что немного выше предыдущей оценки Центрального банка (см. раздел 3.2.3). Высоким темпам роста продолжали способствовать сектор строительства и сфера высокопроизводительных услуг, что оказало положительное влияние с точки зрения увеличения производственных мощностей в экономике. При этом в результате сохранения высокого внешнего и внутреннего спроса разрыв ВВП по-прежнему оставался в области положительных значений, продолжая влиять на динамику жестких цен, особенно на инфляцию услуг (см. раздел 3.1.2).

Во втором квартале 2023 года экономический рост составил 9,1%.

В результате относительно сдерживающей денежно-кредитной политики и эффекта укрепления драма наблюдалось постепенное сокращение разрыва ВВП.

3.2.2. Расходная сторона экономики

Во втором квартале 2023 года экономический рост был существенно поддержан увеличением частных расходов на 14,4%, обусловленным высокими темпами роста как частного потребления, так и частных основных средств. Большую роль также сыграло увеличение государственных расходов, в то время как чистый экспорт продолжал оказывать негативное влияние на экономический рост из-за опережающего роста импорта по сравнению с экспортом.

Накопленные в течение отчетного периода в результате высокого внешнего спроса доходы и сбережения частного сектора были в некоторой степени направлены на потребление, что привело также к увеличению внутреннего спроса. В то же время продолжалась активизация инвестиционной деятельности частного сектора, что соответствует поддержанию высокого уровня жилищного строительства за счет средств организаций.

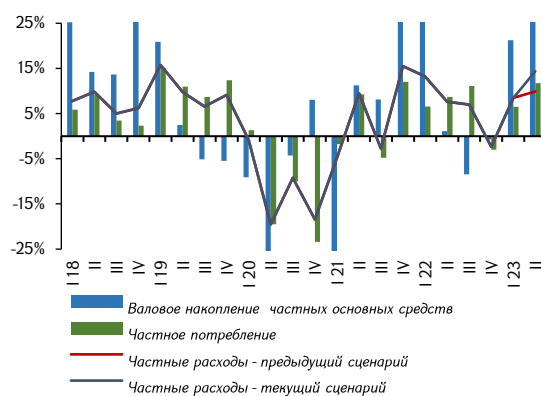
Во втором квартале 2023 года положительное влияние внешнего спроса продолжалось, особенно на фоне продолжающегося высокого роста притока туристов. В то же время темпы роста экспорта товаров постепенно корректировались после чрезмерной реакции предыдущего года. Что касается импорта товаров и услуг, то постепенное сокращение сформировавшихся в предыдущем году сбережений и увеличение спроса на потребительские кредиты нашли отражение в увеличении внутреннего потребления и опережающем росте реального импорта товаров и услуг. В результате во втором квартале 2023 года рост реального экспорта товаров и услуг составил 25,4% г/г, а рост реального импорта товаров и услуг – 35,3% г/г.

Подводя итоги, отметим, что во втором квартале вклад чистого реального экспорта в ВВП оказался более отрицательным, чем ожидалось.

Во втором квартале 2023 года чистые денежные переводы физических лиц (включая заработную плату трудовых мигрантов и личные трансферты) были скорректированы в сторону понижения после высоких темпов роста в предыдущем году (снижение оказалось несколько выше, чем ожидалось). По оценкам, снижение составило около 51,0% г/г. Снижение долларового эквивалента денежных переводов частично произошло из-за ослабления российского рубля в течение квартала.

График 27

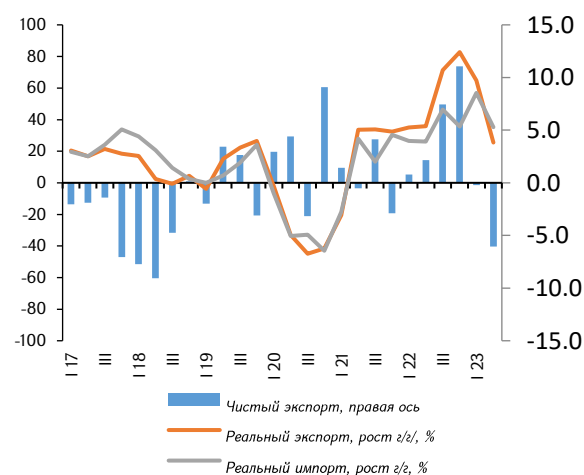
Структура частных расходов (рост в годовом выражении)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 28

Вклад чистого экспорта во втором квартале 2023 г. был крайне отрицательным, г/г %



Источник: СК РА

Налогово-бюджетная политика⁶

Во втором квартале 2023 года, по сравнению с оценками Центрального банка, доходы бюджета были перевыполнены, а расходы отклонились в сторону недовыполнения. В результате влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос оценивается как стимулирующее на 0,5 процентного пункта.

Во втором квартале 2023 года доходы бюджета составили 105,1% от скорректированного плана, главным образом, за счет роста налоговых поступлений. Прочие доходы также превысили план. Налоговые поступления в госбюджет РА превысили запланированный показатель в связи с фактически высоким экономическим ростом, зафиксированным с начала года. В результате импульс доходов был сдержанным на 2,0 процентного пункта.

Расходы госбюджета во втором квартале составили 99,5% от оценок Центрального банка. В результате импульс расходов оказался менее стимулирующим по сравнению с предыдущим кварталом, составив 1,7 п.п., вместо ранее оцененных 2,0 п.п. В структуре расходов госбюджета текущие расходы были недовыполнены, а расходы на нефинансовые активы - перевыполнены по сравнению с оценками Центрального банка.

В результате вышеуказанной динамики доходов и расходов во втором квартале в государственном бюджете образовался профицит на 67,2 млрд драмов (бюджетные средства, предусмотренные в качестве внутренних источников финансирования, превысили необходимые потребности). При этом дефицит консолидированного бюджета составил около 74,8 млрд драмов.

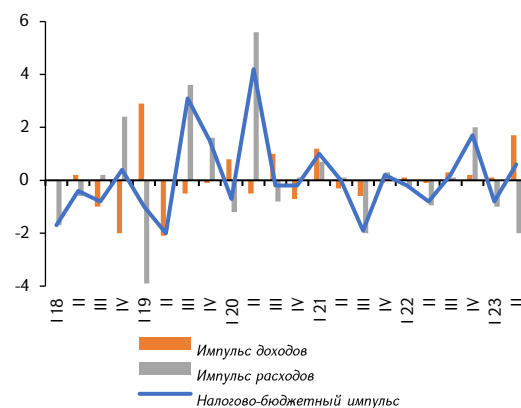
3.2.3. Производственная сторона экономики

Во втором квартале 2023 года экономический рост составил 9,1%, что несколько ниже оценок предыдущей программы Центрального банка. Секторы услуг и строительства продолжают вносить вклад в рост, зафиксировав рост на 11,4% и 21,6% соответственно. Высокие темпы роста сектора услуг по-прежнему поддерживаются сектором информации и связи, при этом в секторе постоянно увеличивается количество регистраций новых

Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос оценивается как стимулирующее на 0,5 п.п.

График 29

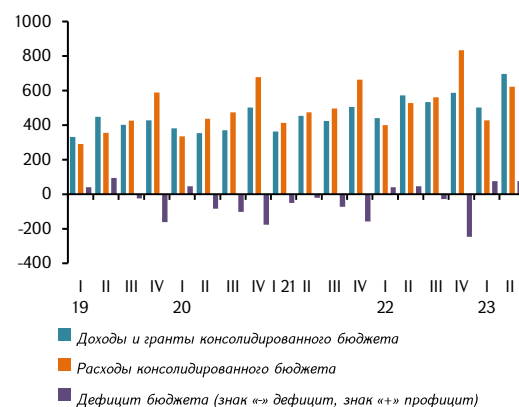
Во втором квартале 2023 г. налогово-бюджетная политика имела сдерживающий эффект по сравнению с предыдущим кварталом



Источник: оценка ЦБ РА

График 30

Во втором квартале 2023 г. образовался профицит госбюджета (млрд драмов)



Источник: СК РА

⁶ Анализ налогово-бюджетного сектора выполнен на базе фактических показателей консолидированного бюджета за второй квартал.

предприятий, что является положительным фактором с точки зрения увеличения ВВП и экспортного потенциала. Кроме того, благодаря как внутреннему, так и внешнему высокому спросу, другие секторы сферы услуг также продолжают оставаться на высоком уровне. В строительной отрасли основной движущей силой по-прежнему остается строительство недвижимости. Продолжается строительство, осуществляемое за счет государственного бюджета, в основном в транспортной сфере.

Зафиксирован спад в отраслях промышленности и сельского хозяйства на -2,9% и -0,6% соответственно. В промышленности основной негативный вклад внес спад в горнодобывающей промышленности, активность обрабатывающего сектора также в некоторой степени замедлилась. Развитие сельскохозяйственного сектора обусловлено упадком как животноводства, так и растениеводства.

3.2.4. Рынок труда

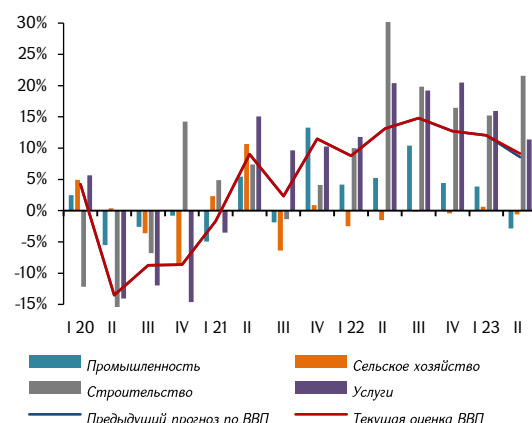
Во втором квартале 2023 года уровень безработицы оценивается на уровне около 13,9%, что несколько выше предыдущих оценок Центрального банка, но все же остается ниже долгосрочного устойчивого уровня.

Рост номинальной заработной платы в частном секторе за отчетный период составил 18%, что снова немного ниже предыдущих оценок Центрального банка. Рост заработной платы по-прежнему обусловлен главным образом сектором услуг, что также соответствует высокому росту производства в этом секторе и устойчивой инфляции.

Что касается роста реальной заработной платы в частном секторе, то из-за высокого роста номинальной заработной платы и слабой инфляционной среды он составил около 16%.

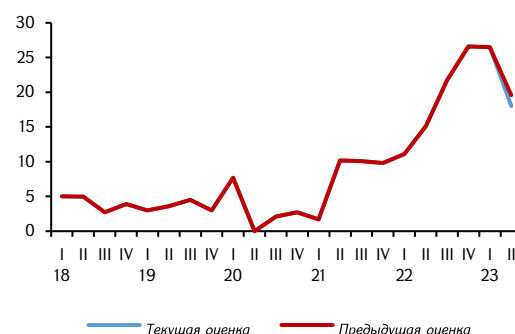
В этом отношении рост заработной платы в частном секторе остается высоким, хотя и замедлился, что также соответствует сокращению разрыва ВВП.

График 31
Отраслевая структура ВВП (рост в годовом выражении, %)



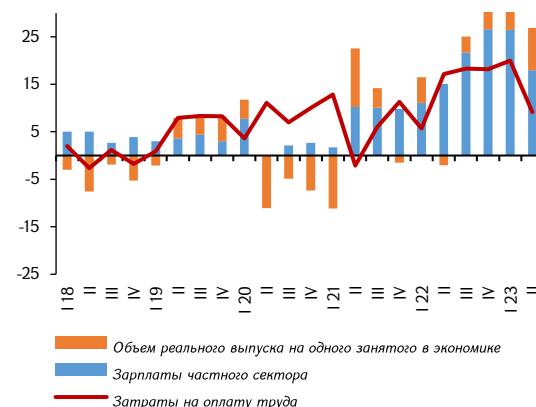
Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 32
Частная номинальная заработная плата (рост в годовом выражении, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 33
Затраты на оплату труда (рост в годовом выражении, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

⁷ Производительность труда в удельных затратах на оплату труда представлена негативным вкладом.

3.3. Ситуация на финансовом рынке

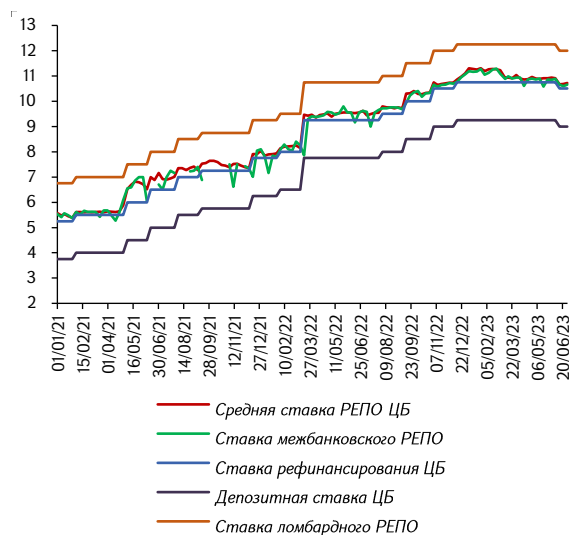
Во втором квартале 2023 года Совет Центрального банка снизил ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 10,5%.

Во втором квартале 2023 года Совет ЦБ снизил ставку рефинансирования на 0,25 п.п., установив ее на уровне 10,5%.

Во втором квартале 2023 года в РА наблюдалась более высокая, чем ожидалось, экономическая активность, некоторое увеличение потенциального роста экономики способствовало смягчению несоответствий спроса и предложения. С другой стороны, устойчиво высокий внешний спрос и рост доходов в экономике положительно способствовал расширению совокупного спроса. В результате значительного ослабления инфляционного влияния со стороны внешнего сектора, проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики и укрепления драма инфляционная среда в РА продолжала смягчаться быстрыми темпами. Однако на фоне высокого спроса и инфляционных ожиданий инфляция в сфере услуг и некоторых товаров корректировалась медленнее, что послужило основой для снижения ставки рефинансирования минимальными шагами: в результате во втором квартале она была снижена на 0,25 п.п. Совет также заявил, что будет последовательно предпринимать адекватные действия по стабилизации спроса и удержанию инфляционных ожиданий.

График 34

В течение квартала краткосрочные процентные ставки продолжали формироваться вблизи ключевой ставки Центрального банка



Источник: ЦБ РА

Таблица 5. Средние процентные ставки финансового рынка РА

	15.06.22-02.08.22	03.08.22-13.09.22	14.09.22-01.11.22	02.11.22-13.12.22	14.12.22-31.01.23	01.02.23-29.03.23	01.04.23-13.06.23	14.06.23-29.06.23
Ставка рефинансирования ЦБ	9.25	9.5	10.0	10.5	10.75	10.75	10.75	10.50
Ставка РЕПО ЦБ	9.53	9.75	10.32	10.7	11.11	11.12	10.90	10.67
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	9,55	9.67	10.32	10.66	11.11	11.06	10.82	10.64
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (среднее)								
Краткосрочные облигации (1 год)	10.41	10.46	10.86	11.50	11.67	11.54	11.44	11.06
Среднесрочные облигации (5 лет)	10.98	11.02	11.43	11.83	11.94	11.76	11.40	10.91
Долгосрочные облигации (30 лет)	11.59	11.69	12.04	12.11	12.02	11.85	11.37	10.64

Во втором квартале 2023 года в финансовой системе продолжали сохраняться высокие уровни ликвидности и капитала. В результате в течение рассматриваемого квартала по-прежнему было зафиксировано определенное снижение спроса по сравнению с ликвидностью, предоставляемой через основной инструмент Центрального банка. Однако краткосрочные процентные ставки на денежном рынке формировались вблизи ключевой ставки.

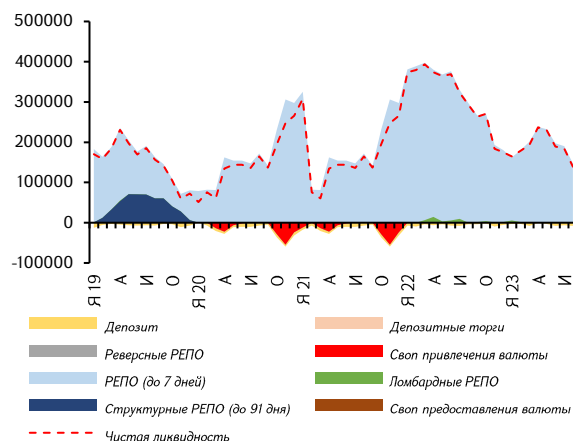
Во втором квартале 2023 года на рынке ГО зафиксировано снижение доходности по всей кривой, что соответствует действиям Центрального банка в этом периоде. Долгосрочные процентные ставки снизились больше, чем краткосрочные процентные ставки, что также отражает ожидания рынков относительно инфляционных ожиданий и будущих процентных ставок. Кроме того, высокий уровень ликвидности финансового рынка также может сдерживать доходность долгосрочных ценных бумаг. Среднее снижение доходности государственных ценных бумаг с начала года по всей кривой составило около 0,8 процентного пункта.

Во втором квартале 2023 года продолжился рост средств, привлекаемых и предоставляемых коммерческими банками. В то же время произошло повышение процентных ставок по кредитам домохозяйств. Частично это может быть связано с высоким спросом на потребительские кредиты, который соответствует высокому росту внутреннего спроса, наблюдаемому в экономике.

Согласно опросам, проведенным Центральным банком, условия кредитования в коммерческих банках несколько смягчились, в сфере кредитования наблюдается также рост спроса. Жилищный сектор продолжает сохранять высокую активность, что свидетельствует об устойчивом росте ипотечного кредитования.

График 35

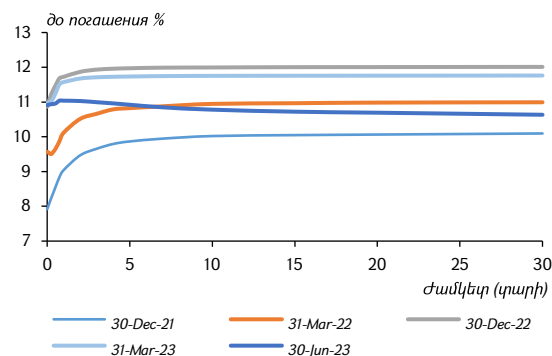
Объемы предоставления и привлечения ликвидности за счет операций Центрального банка РА (среднемесячный резерв, млн драмов РА)



Источник: ЦБ РА

График 36

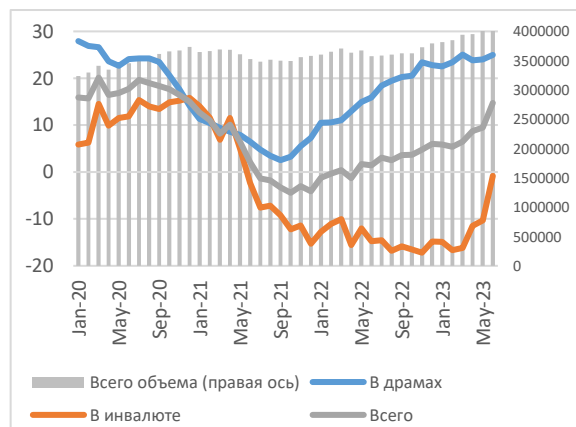
Во втором квартале 2023 г. различия между доходностями гособлигаций в краткосрочном и долгосрочном отрезках сократились



Источник: ЦБ РА

График 37

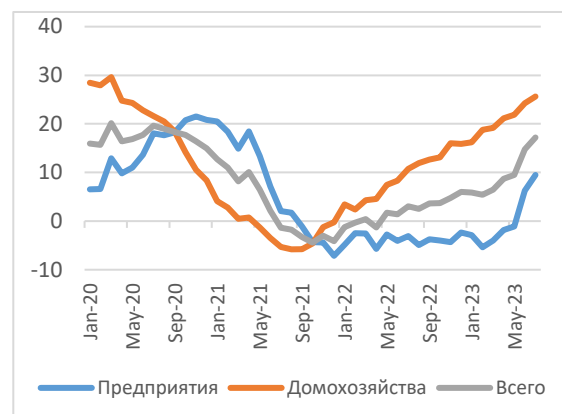
Кредиты, предоставленные банками (12-месячное изменение)



Источник: ЦБ РА

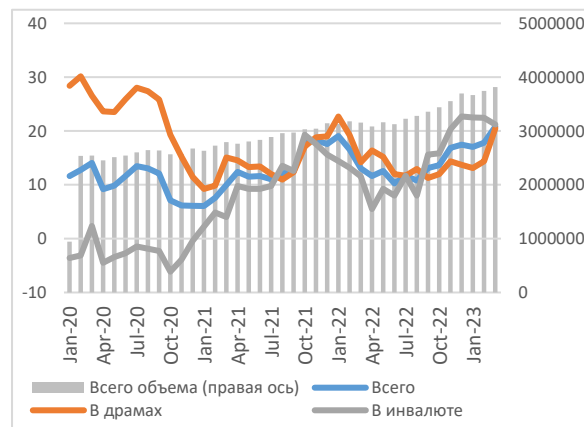
Во втором квартале 2023 года на валютном рынке драм укрепился по отношению к доллару и рублю и продемонстрировал относительно стабильную динамику по отношению к евро. Повышение курса драма по-прежнему поддерживалось высоким спросом на внутренние услуги со стороны релокантов, а также ростом производства и экспорта высокопроизводительных услуг. С другой стороны, сильный внутренний спрос и ускорение импорта в некоторой степени нейтрализовали последствия укрепления драма. Масштабный приток иностранной валюты в определенных ситуациях превышал поглощающую способность валютного рынка РА, вызывая риски обвала рынка, на что Центральный банк реагировал ситуативным участием на валютном рынке, покупая иностранную валюту и способствуя нормальному функционированию финансовых рынков. За квартал объем нетто-покупок долларов США Центральным банком составил 589,9 млн долларов США.

График 38
Кредиты, предоставленные банками по секторам (12-месячное изменение)



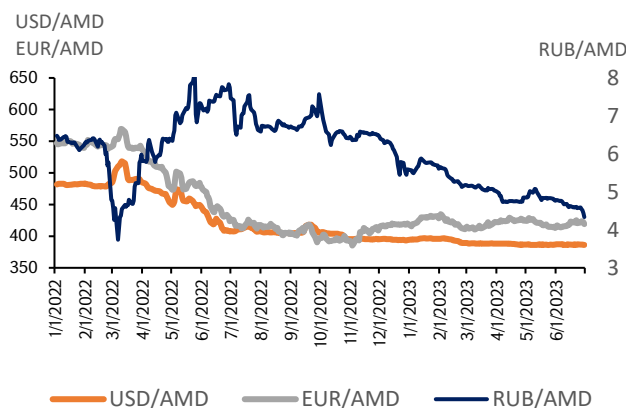
Источник: ЦБ РА

График 39
Депозиты, привлеченные банками (12-месячное изменение)



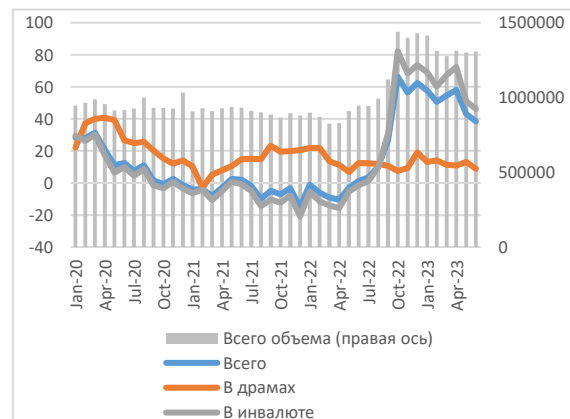
Источник: ЦБ РА

График 41
Динамика курсов валют по отношению к драму РА



Источник: ЦБ РА

График 40
Депозиты, привлеченные банками (12-месячное изменение) (нерезиденты)



Источник: ЦБ РА

4. РЕЗЮМЕ

Согласно сценарию, представленном в программе денежно-кредитной политики ЦБ РА третьего квартала 2023 года, в ближайшем будущем сохранится низкая инфляционная среда, но цены на услуги и ряд товаров останутся высокими из-за влияния все еще высокого спроса. На основании вышеизложенного Центральный банк счел целесообразным на данном этапе снизить процентную ставку относительно большим шагом. При этом Центральный банк будет последовательно предпринимать адекватные действия по обеспечению дальнейшей стабилизации спроса и удержания инфляционных ожиданий. В условиях проводимой денежно-кредитной политики и ожидаемых макроэкономических событий 12-месячная инфляция в ближайшее время останется ниже целевого уровня, затем будет постепенно повышаться и в среднесрочной перспективе укрепится вблизи целевого уровня в 4%.

В представленном сценарии вероятные риски отклонения инфляции от запланированной траектории в течение 3-летнего горизонта в основном равновесные, и в случае любого их проявления, Центральный банк готов отреагировать соответствующим образом для обеспечения ценовой стабильности.

ПРОТОКОЛ
ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ЦЕНТРАЛЬНОГО
БАНКА РА
(12.09.2023)

О процентной ставке рефинансирования

На заседании Совета Центрального банка РА

12 сентября 2023 года присутствовали:

Председатель ЦБ РА М. Галстян, заместители председателя

ЦБ РА А. Нурбекян и О. Хачатрян, члены Совета ЦБ РА

А. Каграманян, Д. Напетян, А. Манукян, Л. Саакян, Н. Казарян

Заседание Совета началось с представления Отчета о ситуации по состоянию на 12 сентября. Обсуждалась динамика инфляции, развитие событий во внешней среде, реальном, налогово-бюджетном, финансовом и денежно-кредитном секторах.

Были представлены текущие события во внешнем секторе. Было отмечено, что в третьем квартале 2023 года в мире и основных странах-партнерах Армении сохраняются медленные темпы экономического роста, и существенно увеличились риски его снижения. В условиях такого экономического развития и проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики инфляционная среда в мировой экономике продолжала существенно смягчаться. Это выразилось и в некоторых дефляционных проявлениях на международных товарно-сырьевых рынках, в результате чего цены в ближайшее время останутся на низком уровне. Однако из-за инфляционного давления со стороны рынка труда и устойчивого высокого спроса цены на товары и услуги, характеризующиеся жесткими ценами, по-прежнему остаются высокими. В этой ситуации центральные банки основных стран-партнеров РА в ближайшее время продолжат проводить относительно сдерживающую денежно-кредитную политику. По оценкам, в результате постепенного ослабления спроса и инфляции на фоне жестких финансовых условий дефляционные эффекты, исходящие из мировой экономики на экономику РА, сохранятся.

Совет обсудил текущую ситуацию в экономике РА. Было зафиксировано, что в третьем квартале 2023 года темп роста экономической активности несколько замедлился, однако он по-прежнему остается на высоком уровне, главным образом благодаря сильному росту, зафиксированному в течение года в сфере услуг и строительстве. Совокупный спрос также остается относительно

высоким в течение квартала, несмотря на некоторое снижение, чему способствует устойчивый высокий рост как внешнего, так и внутреннего спроса. Было отмечено, что внешний спрос поддерживается притоком капитала и рабочей силы, а также сохраняющимися высокими темпами роста туризма, а увеличение внутреннего спроса обусловлено главным образом ускорением темпов роста частного потребления.

Были обсуждены события на финансовом рынке РА, было отмечено, что в третьем квартале 2023 года краткосрочные рыночные процентные ставки в основном по-прежнему формировались вокруг ключевой ставки. В течение квартала в целях обеспечения нормального функционирования финансового рынка Центральный банк продолжал ситуативно участвовать на валютном рынке, осуществляя операции по покупке иностранной валюты. Также было отмечено, что в условиях ускорения внутреннего спроса потребительские кредиты растут высокими темпами, а банковская система сохраняет высокую ликвидность и высокий уровень капитала.

Совет обсудил динамику инфляции и констатировал, что в августе 2023 года, по сравнению с предыдущим месяцем, инфляция составила 0,1% за счет роста цен на непродовольственные товары и тарифы на услуги на 0,6% и 0,4% соответственно. Цены на продовольственные товары за месяц снизились на 0,3%. В результате 12-месячная инфляция осталась практически неизменной и составила -0,2% на конец месяца. 12-месячная базовая инфляция продолжила снижаться, составив 0,4%. Было также отмечено, что инфляционные ожидания в третьем квартале несколько снизились из-за дефляционного воздействия внешнего сектора, сдерживающей денежно-кредитной политики, проводимой ЦБ, и укрепления драма. Однако инфляция в сфере услуг и некоторых товаров корректируется относительно медленно. После обсуждения ситуационного отчета, а также внешних и внутренних макроэкономических событий Совет перешел к обсуждению макроэкономических сценариев, направлений денежно-кредитной политики и принятию решения по ключевой ставке. Группа разработчиков политики представила Совету сценарии, описывающие возможные денежно-кредитные риски, вытекающие из перспектив предстоящего экономического развития в вышеуказанной макроэкономической ситуации. Члены Совета, обсуждая представленные различные сценарии экономического развития, сошлись во мнении, что в результате дефляционных эффектов, исходящих из внешнего сектора, и реализуемой денежно-

кредитной политики, инфляция и инфляционные ожидания несколько снизились, во многом нейтрализовав риски их расшатывания. Принимая во внимание указанные факторы, а также сценарии существенного замедления мировой экономики с одной стороны и возможного ускорения потенциального роста экономики РА с другой стороны, по мнению некоторых членов Совета, в целях управления возможными дефляционными рисками более целесообразным было бы быстрое и гораздо большим шагом смягчение денежно-кредитных условий. Другая часть членов Совета считает, что даже в случае столь низкой инфляционной среды совокупный спрос все равно остается высоким, продолжается некоторый перегрев рынка труда, несмотря на определенное замедление темпов роста заработной платы, а в сфере услуг пока сохраняется высокая инфляция. Поэтому, по их мнению, будущие инфляционные риски нейтрализованы неполностью, и надо придерживаться принятой последовательности при проведении политики и сохранять консервативный подход в изменении денежно-кредитных условий, снижая ставку минимальным шагом. В результате **Совет ЦБ принял решение снизить ставку рефинансирования на 0,5 процентного пункта.** Совет также подтвердил свою последовательность в принятии соответствующих действий по обеспечению дальнейшего регулирования спроса и удержанию инфляционных ожиданий. В указанном сценарии денежно-кредитной политики предполагается, что 12-месячная инфляция останется ниже целевого уровня в ближайшее время, затем постепенно повысится и в среднесрочной перспективе укрепитя вблизи целевого уровня в 4%.

Совет Центрального банка также отметил, что возможные риски отклонения инфляции от намеченной траектории в основном равновесные. В случае возникновения риска в каком-либо направлении, Совет адекватно отреагирует и обеспечит ценовую стабильность.

Совет утвердил решение по процентным ставкам ЦБ и подготовленный пресс-релиз (прилагаются).

Решение о процентной ставке

КОД

050.0141 Л. 12.09.23

**12 сентября 2023 года
номер 141Л**

РЕШЕНИЕ

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

Руководствуясь частью 3 статьи 2, 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

Р е ш а е т:

1. Установить ставку рефинансирования Центрального банка РА на уровне 9,75%.
2. Установить ставку ломбардного репо, предоставляемого Центральным банком Республики Армения, на уровне 11,25%.
3. Установить ставку инструмента привлечения средств Центральным банком Республики Армения на уровне 8,25%.
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 Центрального банка
Республики Армения**

Мартын Галстян

Ереван

ПРЕСС-РЕЛИЗ
12.09.2023

На заседании, состоявшемся 12-го сентября 2023 года, Совет ЦБ принял решение снизить ставку рефинансирования на 0,5 п.п., установив ее на уровне 9,75%.

В августе 2023 года 12-месячная инфляция практически не изменилась, составив к концу месяца -0,2%. 12-месячная базовая инфляция продолжила снижаться и составила к концу августа 0,4%.

Риски спада мировой экономической активности существенно возросли. В основных странах-партнерах РА 12-месячная инфляция продолжила снижаться, однако цены на товары и услуги, характеризующиеся жесткими ценами, остаются высокими. Поэтому центральные банки стран-партнеров в ближайшее время продолжают проводить относительно сдерживающую денежно-кредитную политику. На фоне жестких финансовых условий и замедления мировой экономической активности цены на международных товарно-сырьевых рынках продолжают формироваться на низких уровнях. В результате дефляционное воздействие на экономику РА со стороны внешнего сектора сохранится.

В третьем квартале 2023 года высокие темпы роста экономической активности в Республике Армения замедлились, но все еще остаются на высоком уровне. Экономическому росту продолжают оказывать содействие высокие темпы роста в секторах строительства и услуг. Рост в этих секторах является следствием устойчивого высокого внутреннего и внешнего спроса в экономике. В результате дефляционных воздействий со стороны внешнего сектора, проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики и укрепления драма, способствующий инфляции высокий спрос и инфляционные ожидания несколько снизились. Однако инфляция в сфере услуг и некоторых товаров корректируется относительно медленно.

Совет ЦБ считает целесообразным снизить ключевую ставку. Совет будет последовательно предпринимать адекватные действия по обеспечению регулирования спроса и стабилизации инфляционных ожиданий. В намеченном сценарии денежно-кредитной политики 12-месячная инфляция в ближайшее время будет оставаться ниже целевого уровня, затем постепенно повысится и в среднесрочной перспективе укрепится вблизи 4%-го целевого уровня.

Совет ЦБ считает, что риски отклонения инфляции от намеченной траектории равновесные. В случае возникновения риска в каком-либо направлении, Совет адекватно отреагирует и обеспечит ценовую стабильность.

Служба связей с общественностью
Центрального банка Армении

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ СОГЛАСНО ПРЕДСТАВЛЕННОМУ СЦЕНАРИЮ

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	программа	программа	программа
Внешний сектор											
Экономический рост США (%, реальный рост)	2.7	1.7	2.3	2.9	2.3	-2.7	6.1	2.1	2.3	1.4	2.1
Экономический рост еврозоны (%, реальный рост)	1.9	1.8	2.7	1.9	1.6	-6.3	5.5	3.5	0.7	-0.2	0.5
Экономический рост России (%, реальный рост)	-1.9	0.2	1.8	2.8	2.0	-2.9	4.8	-2.0	2.9	1.2	0.0
Инфляция в США (среднее, %)	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	4.7	8.0	4.1	2.9	2.5
Инфляция в еврозоне (среднее, %)	0.0	0.2	1.5	1.7	1.2	0.3	2.6	8.4	5.6	3.2	2.3
Инфляция в России (среднее, %)	14.4	6.8	3.6	2.8	4.5	3.4	6.7	13.7	5.3	6.7	5.1
Цены на нефть (доллар/баррель)	53.5	45.0	54.6	71.4	64.1	42.5	71.0	98.7	80.8	80.1	81.2
Цены на медь (доллар/тонна)	5497.4	4867.6	6201.5	6544.7	6024.1	6191.2	9288.1	8956.0	8452.5	8442.4	8581.9
Индекс ФАО	93.0	91.9	98.0	95.9	95.1	98.1	125.7	143.6	125.1	124.4	126.9
Внутренняя экономика											
Цены											
Инфляция (г/г, конец периода, %)	-0.1	-1.1	2.6	1.8	0.7	3.7	7.7	8.3	0.2	2.6	3.5
Индекс потребительских цен (г/г, среднее, %)	3.7	-1.4	1.0	2.5	1.5	1.2	7.2	8.6	2.0	2.6	2.9
Базовая инфляция г/г, среднее, %)	5.1	-2.0	0.8	4.0	1.2	1.3	7.2	8.9	2.5	0.7	3.6
Совокупный продукт											
ВВП (млрд драмов РА)	5043.6	5067.3	5568.9	6017.0	6543.3	6181.7	6983.0	8496.8	9474.8	10405.6	11384.5
ВВП (%, реальный рост)	3.2	0.2	7.5	5.2	7.6	-7.4	5.7	12.6	7.2	5.6	5.2
Цишршц											
Промышленность (%, реальный рост)	6.2	7.7	11.7	4.9	12.0	-1.7	3.5	6.3	1.0	5.3	4.8
Сельское хозяйство (%, реальный рост)	13.2	-5.0	-5.1	-6.9	-5.8	-4.1	-0.6	-0.7	-1.1	2.4	2.8
Строительство (%, реальный рост)	-3.1	-14.1	2.8	0.6	6.5	-6.7	3.1	19.1	18.4	12.8	8.6
Услуги (%, реальный рост)	1.6	3.2	10.6	9.1	10.0	-9.7	7.9	18.1	9.0	5.1	4.9
Налоги, нетто (%, реальный рост)	-5.1	-3.7	9.7	8.0	7.1	-10.0	7.4	8.2	9.5	6.4	6.2
Спрос											
Потребление (%, реальный рост)	-6.0	-2.1	11.6	3.8	11.7	-10.9	4.2	7.7	10.1	4.4	4.7
Государственное потребление (%, реальный рост)	4.7	-2.4	-2.1	-3.0	12.9	9.2	8.4	6.5	10.7	4.0	3.5
Частное потребление (%, реальный рост)	-7.5	-2.1	14.0	4.8	11.5	-14.0	3.4	8.0	10.0	4.5	4.9
Валовое накопление основных средств* (%, реальный рост)	2.5	-11.4	9.7	4.8	4.4	-1.5	6.3	9.5	21.4	9.5	8.8
Государственные вложения** (%, реальный рост)	13.6	5.0	31.7	-37.4	31.1	16.2	-9.9	41.1	39.1	19.5	15.9
Совокупное накопление частных основных средств (%, реальный рост)	1.2	-13.9	6.2	19.6	-0.5	-5.7	11.2	1.9	17.0	6.3	5.8
Экспорт товаров и услуг (%, реальный рост)	4.9	21.3	19.3	5.0	16.0	-33.4	16.6	54.4	19.3	-3.0	2.6
Импорт товаров и услуг (%, реальный рост)	-15.3	6.3	24.6	13.3	11.6	-31.4	12.9	33.8	29.8	-6.2	3.2
Счет текущих операций											
Торговый баланс (млн долларов США)	-1186.4	-976.9	-1400.9	-1724.4	-1727.9	-1382.2	-1504.8	-2016.1	-3177.6	-2666.8	-2776.0
Баланс услуг (млн долларов США)	-96.4	70.4	159.4	24.7	-66.9	118.0	396.9	1429.4	2286.8	2087.4	2088.6
Денежные переводы (млн долларов США)	1098.3	1009.4	1179.3	1136.2	1143.8	1046.2	1243.1	1630.5	1001.5	967.3	899.3
Счет текущих операций (млн долларов США)	-284.7	-107.9	-173.9	-875.9	-1002.3	-477.8	-515.1	14.8	-893.4	-406.9	-542.8
Торговый баланс (вес в ВВП, %)	-12.2	-8.6	-10.8	-13.7	-13.1	-10.0	-7.9	-3.0	-3.4	-2.2	-2.4
Баланс услуг (вес в ВВП, %)	-0.9	0.7	1.4	0.2	-0.5	0.9	2.8	7.3	8.8	8.0	7.4
Денежные переводы (вес в ВВП, %)	10.4	9.5	10.2	9.1	8.4	8.3	8.9	8.3	3.9	3.7	3.2
Счет текущих операций (вес в ВВП, %)	-2.7	-1.0	-1.5	-7.0	-7.3	-3.8	-3.7	0.1	-3.4	-1.6	-1.9
Государственный сектор ***											
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	1167.7	1171.1	1237.8	1342	1559.1	1560.4	1683.8	2046.0	2333.7	2664.2	3033.7
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	1067.9	1079.7	1158	1258	1464.3	1385.2	1586.9	1926.0	2235.4	2566.2	2944.2
Расходы (млрд драмов РА)	1409	1449.1	1504.8	1447	1623	1894.3	2004.3	2243.5	2550.8	2966.7	3353.4
Дефицит (млрд драмов РА)	-241.3	-278	-267	-105.4	-63.9	-333.9	-320.5	-197.5	-217.1	-302.5	-319.7
Доходы и гранты (вес в ВВП, %)	23.2	23.1	22.2	22.3	23.8	25.2	24.1	24.1	24.6	25.6	26.6
Налоговые доходы (вес в ВВП, %)	21.2	21.3	20.8	20.9	22.4	22.4	22.7	22.7	23.6	24.7	25.9
Расходы (вес в ВВП, %)	28	28.6	27	24.1	24.8	30.6	28.7	26.4	26.9	28.5	29.5
Дефицит (вес в ВВП, %)	-4.8	-5.5	-4.8	-1.8	-1	-5.4	-4.6	-2.3	-2.3	-2.9	-2.8
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (г/г, %)	10.8	17.5	18.5	7.5	11.2	9	13.1	16.1	0	0	0
Драмовая масса (г/г, конец периода, %)	5.2	24.8	28.9	13.2	21.5	14.8	12.8	13.4	0	0	0
Кредиты экономике (г/г, конец периода, %)	-3.3	6	16.5	17.2	18.5	14.3	-3.9	4.5	0	0	0
Доллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	477.9	480.5	482.7	483	480.4	489	503.8	435.7	0	0	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 сценарии используются данные программы среднесрочных расходов на 2024-2026 гг.											
*** Показатели госбюджета на 2023 год являются оценками ЦБ. Показатели на 2024-2026 годы взяты из программы государственных среднесрочных расходов (ПГССР).											

Ереван, 2023

