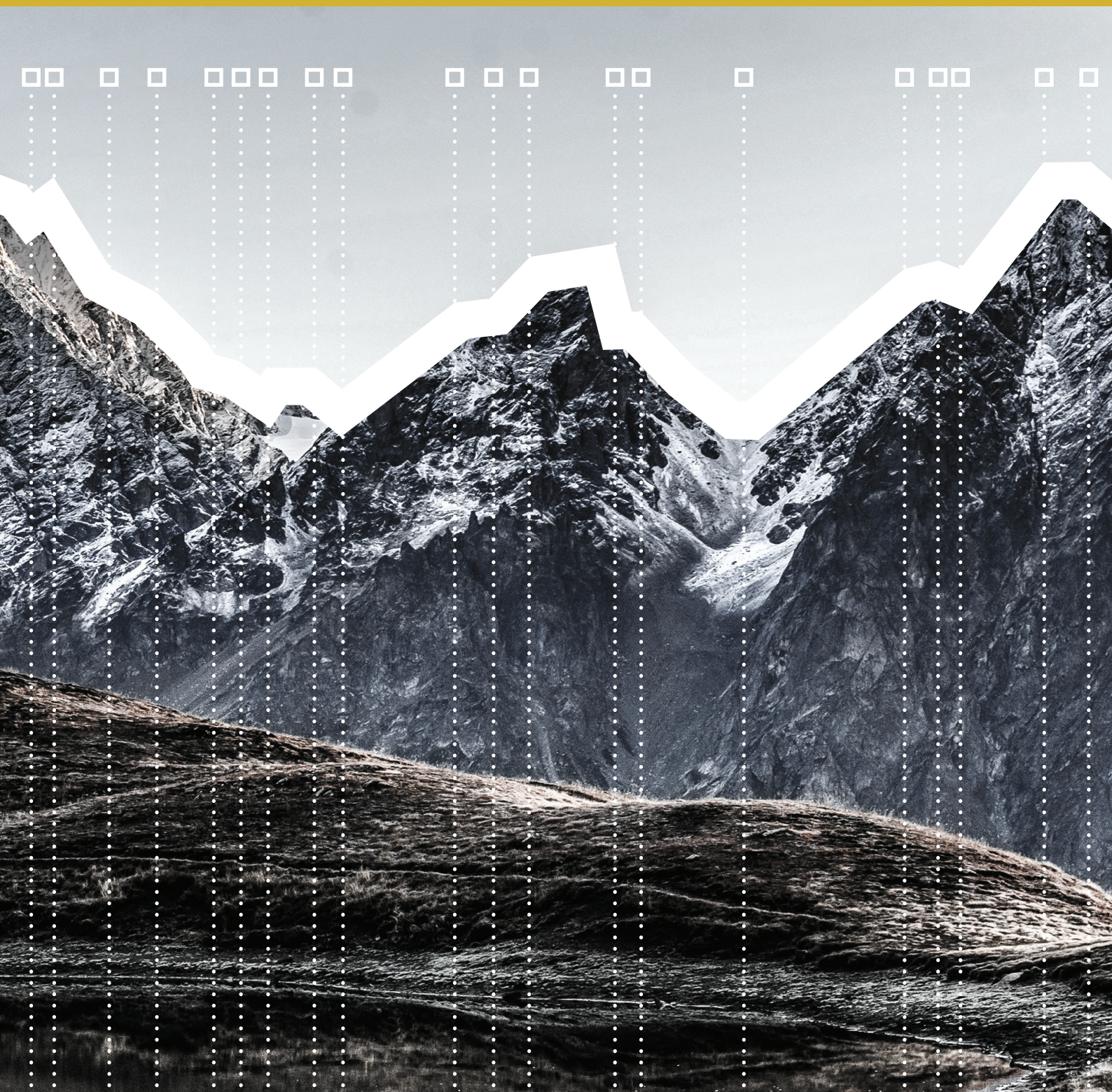




Центральный банк
Республики Армения

Обзор инфляции

2023 / 4



*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 26.12.2023 номер 226-А*

Обзор инфляции/4

*Программа денежно-кредитной политики:
4-й квартал 2023 г*

*✦
Отчет о выполнении программы
денежно-кредитной политики
3-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 событий, 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 развития экономики.

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 декабря 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.....	14
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика.....	14
2.2.2. Экономическая активность.....	16
2.2.3. Основные суждения и риски.....	20
Врезка 1. Итоги опроса домашних хозяйств и субъектов финансовой системы относительно их инфляционных ожиданий.....	20
3. Фактические развития событий в третьем квартале 2023 года ..	28
3.1. Инфляция.....	28
3.1.1. Достижение целевого ориентира по инфляции.....	28
3.1.2. Цены	30
3.2. Развитие событий в экономике.....	32
3.2.1. Положение экономики.....	32
3.2.2. Расходная сторона экономики.....	32
3.2.3. Производственная сторона экономики.....	34
3.2.4. Рынок труда	35
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

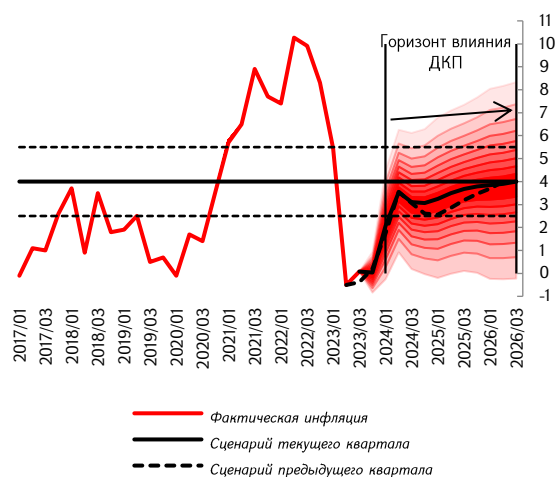
В четвертом квартале 2023 года в мире и основных странах-партнерах РА экономическая активность продолжает замедляться. В условиях проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики инфляционная среда в мировой экономике продолжает смягчаться. Тем не менее, 12-месячные показатели инфляции в основных странах-партнерах Армении по-прежнему остаются на уровне, превышающем целевой показатель. Исходя из этого центральные банки этих стран сохраняют в ближайшее время относительно сдерживающие денежно-кредитные условия. Предполагается, что в результате указанных событий в экономике РА ожидаются внешние дефляционные давления.

Экономическая активность РА в четвертом квартале остается высокой, в основном благодаря высокому росту, зафиксированному главным образом в сферах услуг и строительства. Совокупный спрос также остается относительно высоким, в основном за счет роста внутреннего спроса, чему способствует высокий рост частного потребления за счет расходования ранее накопленных сбережений и постоянного увеличения доходов. В то же время поток иностранных посетителей и туристов замедляется, что приводит к некоторому ослаблению внешнего спроса.

В целом, в условиях неопределенности, связанной с дальнейшими развитиями событий как в мировой, так и в отечественной экономике, Центральный банк в целях управления вытекающих из этого возможных рисков разрабатывает и рассматривает разные сценарии развития ситуации, один из которых представлен в этой программе.

В условиях низкой инфляционной среды, сохраняющейся в четвертом квартале 2023 года, 12-месячная инфляция на конец ноября составила -0,5%. Согласно сценарию Центрального банка РА, в ближайшее время 12-месячная инфляция по-прежнему будет оставаться ниже целевого показателя, сформировавшись к концу 2023 года на уровне 0,1%. В основном это будет обусловлено дефляционными эффектами, исходящими из международных рынков, и некоторым снижением инфляционных ожиданий. В такой ситуации Центральный банк на данном этапе посчитал целесообразным продолжить постепенное смягчение денежно-кредитных условий, сохранив при этом последовательность в вопросе окончательной стабилизации инфляционных ожиданий.

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



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

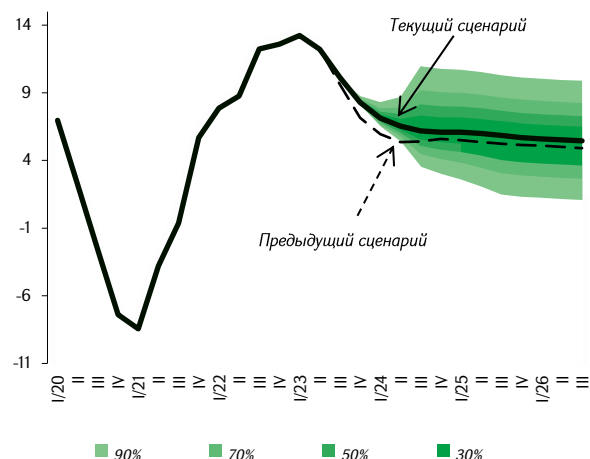
В условиях проводимой денежно-кредитной политики и ожидаемых макроэкономических развитий 12-месячная инфляция в среднесрочной перспективе будет постепенно повышаться и укрепитсЯ вблизи целевого показателя в 4%.

Согласно представленному 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, оценивается, что экономический рост в 2023 году составит 8,3%.

В среднесрочной перспективе экономический рост несколько замедлится из-за замедления роста спроса и приблизится к долгосрочному устойчивому уровню в 4,5% 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 прогнозном 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 в третьем квартале 2023 года была зафиксирована экономическая активность, превысившая прогнозы предыдущего сценария, главным образом благодаря более высокому, чем ожидалось, экономическому росту в США, а 12-месячная инфляция замедлилась под влиянием продолжающегося снижения цен на продовольственные товары и энергоносители. Тем не менее инфляционное давление, исходящее из “перегретых” рынков труда в основных странах-партнерах РА, сохраняется, способствуя поддержанию высокого уровня цен на услуги и товары, характеризующиеся жесткими ценами. Ожидается, что центральные банки стран-партнеров пока продолжат проводить сдерживающую денежно-кредитную политику и лишь в среднесрочной перспективе постепенно смягчат денежно-кредитные условия, что отразится на ослаблении спроса в мировой экономике и постоянной корректировке цен на товарно-сырьевых рынках.

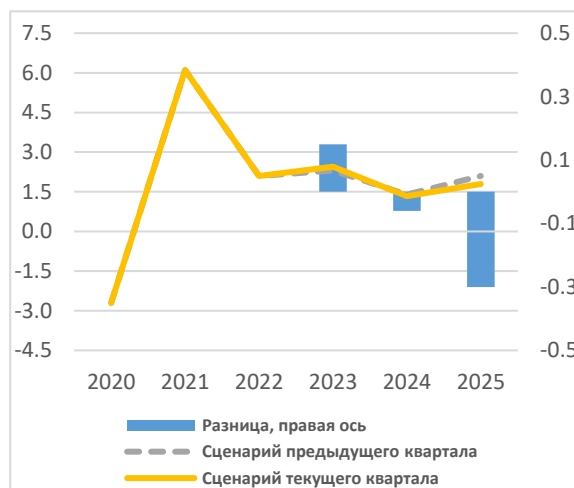
Экономика США. По оценке Бюро экономического анализа Министерства торговли США, в третьем квартале 2023 года в США был зафиксирован рост экономики на 3% г/г, что выше оценки, представленной в предыдущей программе Центрального банка РА. Росту экономики в большей степени способствовали рост частного потребления, частных вкладов (особенно изменений в запасах) и государственных расходов на оборону. Вклад чистого экспорта в экономический рост был несколько отрицательным, отражая снижение спроса в экономиках основных партнеров США (ЕС, Китай). Однако в отчетном квартале наблюдался некоторый рост экспорта и импорта.

Стоит отметить, что сокращение частных сбережений в последние месяцы, которое с января 2022 года в основном составляло менее 5%, а также существенный рост розничной торговли и частных расходов указывают на краткосрочное ускорение частного спроса и экономического роста в США. В этом контексте, по текущим оценкам Центрального банка, **в 2023 году в США будет зафиксирован более высокий экономический рост - на 2,45% по сравнению с программой предыдущего квартала, а в**

В мировой экономике в третьем квартале 2023 года была зафиксирована экономическая активность, превысившая прогнозы предыдущего сценария, главным образом благодаря более высокому, чем ожидалось, экономическому росту в США, а 12-месячная инфляция замедлилась под влиянием продолжающегося снижения цен на продукты питания и энергоносители.

Центральные банки стран-партнеров пока продолжат проводить сдерживающую денежно-кредитную политику и лишь в среднесрочной перспективе постепенно смягчат денежно-кредитные условия, 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

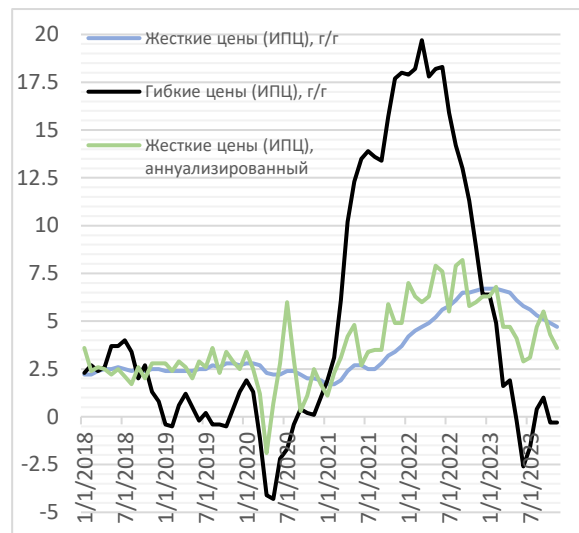
среднесрочной перспективе, в условиях продолжающегося ужесточения условий денежно-кредитной политики и кредитования со стороны коммерческих банков, рост замедлится и установится на уровне ниже долгосрочного устойчивого уровня.

В течение третьего квартала 2023 года инфляционная среда в США продолжала ослабевать, однако высокая инфляция сохраняется в группах товаров с жесткими ценами. По оценке Бюро экономического анализа Министерства торговли, в третьем квартале инфляция личных потребительских расходов продолжила замедляться, составив 3,4% в годовом исчислении по сравнению с 3,86% в предыдущем квартале. Однако следует отметить, что замедление инфляции продолжает во многом объясняться низким уровнем инфляции ряда товаров, характеризующихся наиболее гибкими ценами. В мае-июле 2023 года была зафиксирована дефляция г/г по этим товарным группам, однако в период с августа по ноябрь она колебалась в нулевом диапазоне. Что касается товарных групп, характеризующихся жесткими ценами, особенно в сфере услуг, инфляция продолжает корректироваться медленно, значительно превышая целевые уровни. Следует также отметить, что продолжают фиксироваться высокие темпы инфляции стоимости аренды квартир. Таким образом, в третьем квартале 2023 года цены на аренду жилья в США выросли примерно на 7,4% г/г, а рост за квартал составил примерно 1,3% (около 5,1% в годовом исчислении).

Вышесказанное указывает на все еще высокий спрос и высокие инфляционные ожидания в США.

Рынок труда США остается перегретым, несмотря на некоторое ослабление. Безработица в третьем квартале 2023 года и в первые месяцы четвертого квартала оставалась на уровне, превышающем на 0,1–0,2 п.п. допандемический показатель (3,7%), а количество вакансий продолжает превышать количество безработных примерно в 1,34 раза. Этот показатель существенно снизился с высоких показателей 1,8–2 в конце прошлого года, что указывает на явные признаки стабилизации рынка труда и выравнивания спроса и предложения. Хотя в августе и октябре наблюдался небольшой рост уровня безработицы, следует отметить, что это отражает рост уровня участия в рабочей силе в США. В этих условиях ожидается, что в ближайшем будущем в результате некоторого ослабления спроса и увеличения предложения рабочей силы текущие высокие темпы роста заработной платы в 5,2% (по оценке Федерального резервного банка Атланты) несколько ослабнут, по-прежнему оставаясь на высоких уровнях.

График 4
Инфляция товаров с гибкими и жесткими ценами в США



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

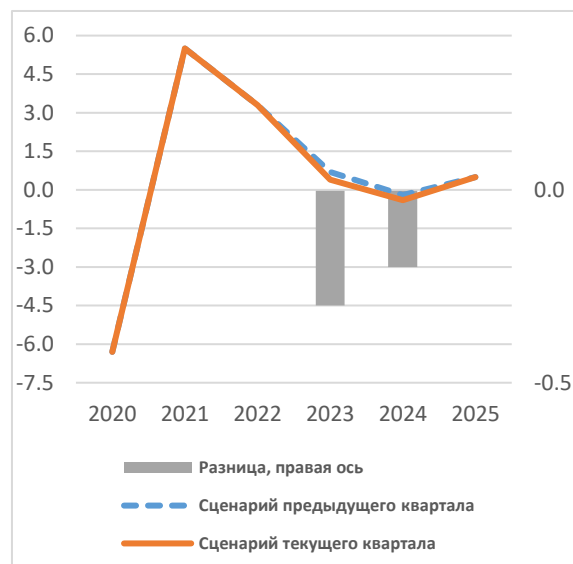
В результате, согласно представленному сценарию Центрального банка РА, Федеральная резервная система США в ближайшем будущем оставит неизменными процентные ставки и продолжит проводить сдерживающую денежно-кредитную политику, обеспечив стабилизацию спроса и возврат инфляции к целевому уровню в конце горизонта.

Экономика стран еврозоны. По оценкам Евростата, в третьем квартале 2023 года экономический рост еврозоны составил 0,1% г/г (по сравнению с предыдущим кварталом: -0,1%), что ниже оценки в 0,4% по предыдущему сценарию Центрального банка РА. Низкий уровень экономического роста в еврозоне продолжает объясняться сохраняющимися проблемами в основных промышленных странах союза – Германии, Италии, Австрии, и в других странах. Следует отметить, что объемы промышленного производства (особенно энергоемких отраслей) в вышеуказанных странах продолжают снижаться, формируясь на достаточно низких уровнях по сравнению с февралем 2022 года. Опережающие показатели экономической активности в еврозоне указывают на повсеместную рецессию в экономике, вызванную главным образом сокращением промышленного сектора, все еще находящегося под влиянием последствий энергетического кризиса. Ежемесячные показатели также указывают на значительный спад из-за сокращения производства потребительских товаров как длительного, так и кратковременного пользования. В целом в сентябре 2023 года по сравнению с сентябрем 2022 года промышленное производство еврозоны сократилось примерно на 7%.

В третьем квартале положительный вклад в экономический рост еврозоны внесли государственные расходы и частные вложения, что было почти полностью нейтрализовано негативным влиянием сокращения объемов экспорта и изменения запасов. **Снижение объемов экспорта является следствием как замедления экономического роста в одной из основных стран-торговых партнеров ЕС – Китае (особенно значительного ослабления строительного сектора), так и определенного ослабления экономического потенциала ЕС и структурных преобразований, вызванных жесткими санкциями, введенными ЕС с начала российско-украинского конфликта.** Влияние конечного потребления домохозяйств на рост ВВП было практически нулевым, несмотря на некоторые положительные тенденции.

Учитывая сохраняющиеся жесткие денежно-кредитные условия, а также влияние строгих ограничений на Россию,

График 5
Сценарий экономического развития ЕС (%)



Источники: Евростат, сценарий ЦБ РА

ожидается, что **в краткосрочной и среднесрочной перспективе экономический рост еврозоны будет ниже, чем предполагалось ранее.**

Рынок труда в ЕС продолжает действовать в условиях перегрева. Безработица остается на низком уровне: в октябре 2023 года она составила 6,5%, при исторически высоком уровне участия рабочей силы (около 75%). В основном это связано с массовым участием на рынке труда работников старшего возраста, женщин и лиц с высшим образованием. В первые месяцы третьего квартала 2023 года рост заработной платы также продолжал оставаться исторически высоким – около 5%. Компании продолжают называть нехватку рабочей силы основным ограничивающим фактором производства. Предполагается, что эти условия будут по-прежнему сохраняться, вызывая инфляционное давление в некоторых отраслях экономики и 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, в третьем квартале 2023 года в еврозоне инфляция составила 4,9% г/г вместо 6,2% кварталом ранее. Замедлению инфляции продолжает способствовать снижение цен на энергоносители: нефть и газ, а также продукты питания по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Замедление инфляции также продолжается и в четвертом квартале 2023 года (но более медленными темпами) и все еще превышает целевой показатель ЕЦБ. Инфляция составила 2,9% г/г в октябре и 2,4% г/г в ноябре. Примечательно, что в ноябре зафиксирована 0,5% месячная дефляция, в основном за счет дефляции энергоносителей и услуг.

Следует отметить, что в третьем квартале в отличие от общей инфляции базовая инфляция, в том числе **особенно годовая инфляция в сфере услуг, несмотря на некоторое замедление по сравнению с предыдущим кварталом, по-прежнему существенно превышает целевой показатель (5,1% г/г).** Однако оценки базовой инфляции за октябрь и ноябрь составили 4,2% г/г и 3,6% г/г соответственно, что соответствует тенденциям снижения общей инфляции, но заметно более медленными темпами. Таким образом, принимая во внимание вышеуказанные развития событий, ожидается, что ЕЦБ постепенно начнет смягчать жесткие денежно-кредитные условия, чтобы обеспечить возвращение инфляции к целевому уровню в конце горизонта политики.

Экономика России. По оценкам Госстата России, в третьем квартале 2023 года экономика России выросла на 5,5%, 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 на высокие темпы экономического роста во многом влияют факторы спроса: внутренний спрос в России значительно ускорился за счет высоких показателей как частных, так и государственных расходов, что отразилось в быстром снижении профицита торгового баланса. За последние месяцы объемы кредитования также значительно выросли. Резкое ускорение внутреннего спроса является также следствием усиления инфляционных ожиданий, вызванных девальвацией курса рубля.

По представленному 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 3,2%, что будет обусловлено более стимулирующей налогово-бюджетной политикой и краткосрочным ускорением частного спроса. Предполагается, что в текущем году и в среднесрочной перспективе российский госбюджет будет дефицитным, что создаст дополнительное инфляционное давление.

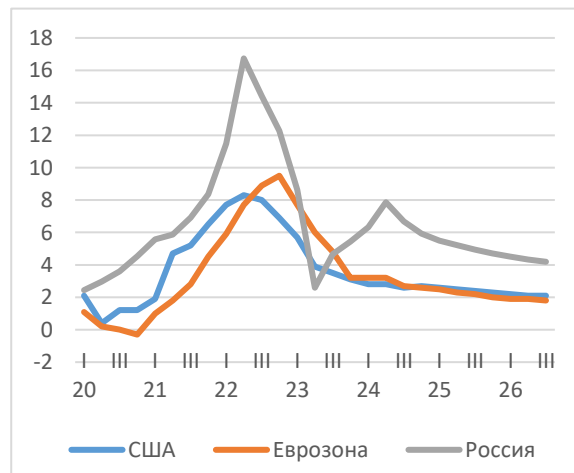
В результате значительно более быстрого, чем ожидалось, восстановления спроса фиксируется также быстрое сокращение профицита текущего счета и особенно торгового баланса. Следует отметить, что хотя в результате роста мировых цен на нефть отпускная цена российской нефти также значительно выросла, формируясь 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.** В частности, 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, к концу третьего квартала. Следует отметить, что в сентябре 2023 года инфляция составила 0,96% (в годовом исчислении: около 12%), при этом 12-

График 6
Сценарий экономического развития России (%)



Источники: Росстат, сценарий ЦБ РА

График 7
Инфляция в странах-партнерах (%)



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

месячная инфляция превысила целевой уровень, составив 6%, а в октябре уже 6,7%. Базовая инфляция и инфляция в сфере услуг также продолжает формироваться на высоких уровнях, хотя в секторе услуг в третьем квартале наблюдалось некоторое замедление. Более того, «нагрев» рынка труда, рост реальной заработной платы, особенно в промышленном секторе, создают дополнительное инфляционное давление, приводящее к необходимости ужесточения денежно-кредитных условий.

В целях сдерживания ускорения инфляции и инфляционных ожиданий, вызванных ростом внутреннего спроса в результате резкого падения номинального валютного курса, Центральный банк России своим очередным решением повысил учетную ставку: сначала в сентябре на 1,0 п.п., а затем в ноябре – еще на 2 п.п., установив ставку на уровне 15%. Хотя ожидается, что это действие принесет некоторую стабильность российскому рублю, обуздает избыточный спрос и поможет направить инфляцию к целевому показателю в среднесрочной перспективе, инфляционные ожидания остаются высокими.

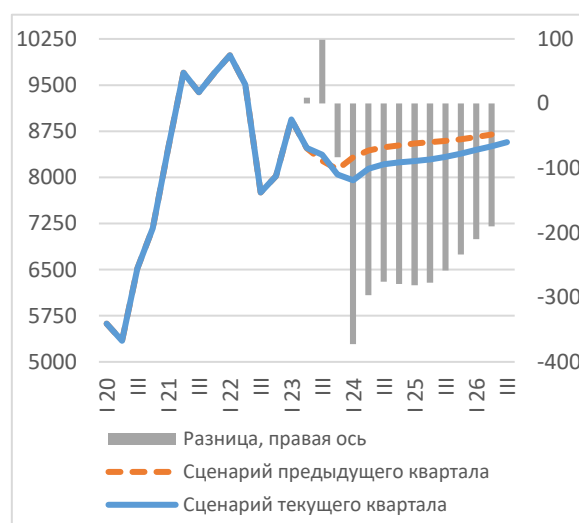
Таким образом, по текущим оценкам Центрального банка РА, Центральный банк России в целях нейтрализации рисков ускорения инфляции и инфляционных ожиданий в краткосрочной перспективе в определенной степени ужесточит денежно-кредитные условия, обеспечив приближение инфляции к целевому уровню в конце горизонта политики.

Рынки сырьевых и продовольственных товаров.

Наряду с ужесточением мировых финансовых условий, в третьем квартале 2023 года практически на всех международных сырьевых рынках продолжилось снижение цен. Некоторое ускорение спроса в США в краткосрочной перспективе нейтрализуется более слабым спросом в Китае и особенно снижением инвестиций в строительный сектор, а также снижением спроса из-за низкой экономической активности в еврозоне. Ожидается, что корректировка реальных цен на сырьевые товары и продукты питания продолжится по мере ослабления мирового спроса на фоне ужесточения финансовых условий, а также полного восстановления цепочек поставок/ограничений. Ввиду этого эффекты низких цен на товарно-сырьевых рынках будут и дальше распространяться на экономику РА.

В третьем квартале 2023 года цены на международном рынке меди продолжили снижаться, сформировавшись на уровне 8000 долларов США за 1 тонну. Это связано с продолжающимся

График 8
Сценарий динамики международных цен на медь



Источник: Всемирный банк, сценарий ЦБ РА

ужесточением денежно-кредитных условий в мире и продолжающимся снижением спроса в Китае, особенно снижением инвестиций в строительном секторе.

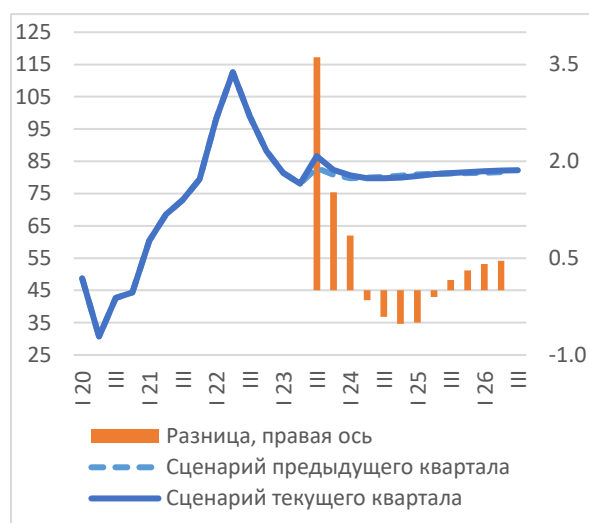
На фоне замедления спроса, вызванного сдерживающей денежно-кредитной политикой в развитых странах и ужесточением мировых финансовых условий, цены на медь сформируются на более низких уровнях по сравнению с предыдущим сценарием Центрального банка. Ожидается, что после некоторой корректировки в краткосрочной перспективе международные цены на медь начнут расти устойчивыми темпами в среднесрочной перспективе, приближаясь к уровню около 8800 долларов США за тонну в конце горизонта, что в основном отражает среднесрочные перспективы перехода к зеленой экономике.

В условиях замедления мирового спроса на фоне жестких финансовых условий международные цены на нефть в 2023 году продолжали несколько снижаться по сравнению с высокими уровнями предыдущего года. Однако в третьем квартале 2023 года несколько более медленное, чем ожидалось, замедление мировой экономической активности, в сочетании с продлением соглашения о “добровольном” сокращении добычи странами-членами ОПЕК+, создало инфляционное давление, и цены на нефть несколько выросли: примерно до \$87 за баррель. Размер Добровольного сокращения также был несколько увеличен в четвертом квартале.

Учитывая вышеизложенное, а также усиление геополитической напряженности с вовлечением нефтедобывающих стран, в краткосрочной перспективе ожидается некоторое повышение волатильности на нефтяном рынке, однако, поскольку спрос снижается на фоне ужесточения мировых финансовых условий, а также устраняются дополнительные ограничения предложения, цены на нефть несколько скорректируются и стабилизируются на более низких уровнях.

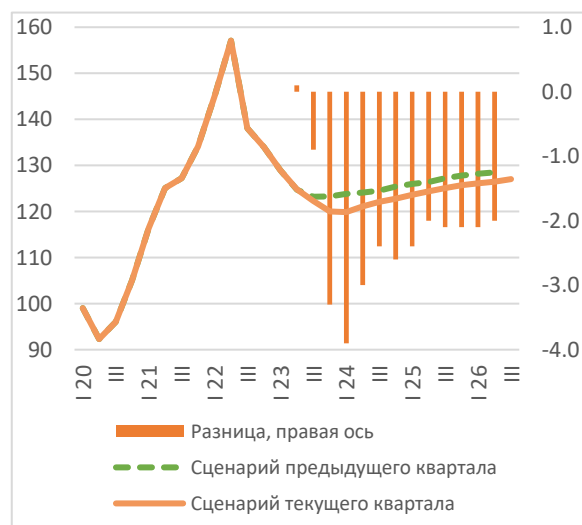
В течение третьего квартала 2023 года, главным образом, благодаря оптимистичным ожиданиям относительно объемов поставок на рынках продовольственных товаров и продолжающемуся ужесточению мировых финансовых условий цены на группы продовольственных товаров продолжали снижаться (за исключением цен на сахар), сформировавшись на несколько более низком уровне, чем предыдущие оценки Центрального банка. Снижение цен практически на все группы товаров продолжилось и в третьем квартале. **По итогам третьего квартала 2023 года международный индекс цен на продовольствие (FAO), по**

График 9
Сценарий динамики международных цен на нефть



Источник: Всемирный банк, сценарий ЦБ РА

График 10
Сценарий динамики международных цен на продовольствие



Источник: FAO, сценарий ЦБ РА

сравнению с соответствующим периодом предыдущего года снизился примерно на 11,0%.

Согласно представленному сценарию Центрального банка, 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

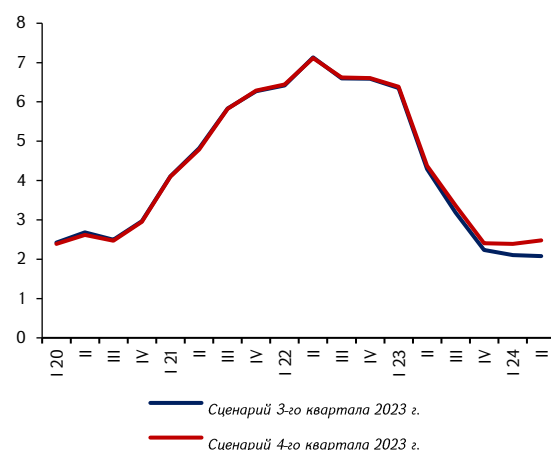
В четвертом квартале 2023 года активность мировой экономики и экономики основных стран-партнеров Республики Армения продолжает замедляться. Это выражается в снижении темпа роста цен на международных товарных рынках и глобальной инфляции. В такой ситуации центральные банки стран-партнеров в ближайшее время будут сохранять относительно сдерживающие денежно-кредитные условия. В результате ожидаются внешние дефляционные воздействия на экономику РА.

Премия за страновой риск для РА несколько увеличилась в связи с региональными геополитическими событиями. Однако в условиях высокого экономического роста РА, притока капитала и рабочей силы в РА, премия за страновой риск для РА все еще несколько ниже долгосрочного уровня, обусловленного фундаментальными факторами.

В РА сохраняется высокая экономическая активность, чему способствует высокий рост строительства и сферы услуг. Внешний спрос замедляется, тогда как внутренний спрос остается высоким. В частности, в октябре 2023 год рост экономической активности составил 6,0%. Характерным в октябре было также ускорение розничной торговли.

В конце 2023 года в экономике спрос продолжает оставаться на высоком уровне, в основном за счет ускорения внутреннего спроса. Увеличению внутреннего спроса способствует сохранение высоких темпов роста потребительского кредитования, а также некоторое снижение ранее накопленных сбережений. В результате разрыв спроса

График 11
Оценка краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: оценка ЦБ РА

оценивается как слегка положительный. Однако, по оценкам, положительный разрыв закроется в ближайшем будущем под влиянием все еще сдерживающих денежно-кредитных условий.

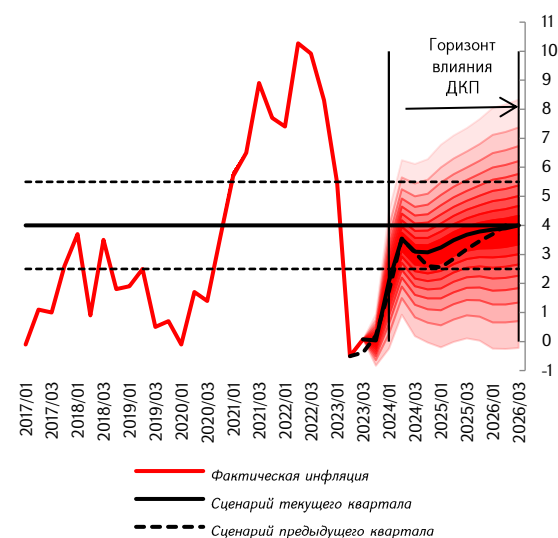
Рынок труда все еще перегрет, однако увеличение предложения рабочей силы (см. таблицу в подразделе “Основные суждения и риски”) и относительная легкость международной трудовой мобильности будут продолжать ослаблять инфляционное давление, исходящее от рынка труда РА в ближайшем будущем.

В условиях слабого внешнего дефляционного давления и проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики сохраняется низкая инфляционная среда, что выражается также в некотором снижении темпов роста заработной платы на рынке труда и инфляционных ожиданий (см. врезку 1).

В сложившейся ситуации Совет ЦБ принял решение снизить процентную ставку рефинансирования на 0,25 п.п., установив ее на уровне 9,25%.

Следует отметить, что позиция денежно-кредитной политики остается сдерживающей, что обеспечивает необходимую последовательность в действиях по регулированию спроса и стабилизации инфляционных ожиданий. В намеченном сценарии денежно-кредитной политики 12-месячная инфляция по-прежнему останется ниже целевого уровня, составив на конец 2023 года 0,1%, а в среднесрочной перспективе – будет постепенно увеличиваться и укрепится вблизи целевого показателя в 4%. В то же время оценивается, что вероятные риски отклонения инфляции от намеченной траектории в основном равновесные.

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



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

Совет ЦБ принял решение снизить процентную ставку рефинансирования на 0,25 п.п.

12-месячная инфляция по-прежнему останется ниже целевого уровня, составив в конце 2023 года 0,1%.

Таблица 1

	Вероятность нахождения инфляции в данном диапазоне				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
IV кв. 2023	95.24%	4.76%	0.00%	0.00%	0.00%
I кв. 2024	73.97%	21.29%	4.72%	0.01%	0.02%
II кв. 2024	24.45%	34.91%	38.71%	1.79%	0.15%
III кв. 2024	7.43%	19.92%	58.17%	11.48%	3.00%
IV кв. 2024	13.10%	23.83%	51.95%	8.80%	2.32%
I кв. 2025	15.85%	22.82%	48.20%	9.69%	3.45%
II кв. 2025	14.42%	21.45%	48.77%	10.97%	4.38%
III кв. 2025	12.37%	19.57%	49.40%	12.78%	5.88%
IV кв. 2025	11.92%	17.98%	47.85%	14.24%	8.02%
I кв. 2026	12.93%	16.88%	44.71%	14.90%	10.57%
II кв. 2026	12.81%	16.48%	44.15%	15.19%	11.37%
III кв. 2026	12.77%	16.14%	43.57%	15.40%	12.11%

2.2.2. Экономическая активность

Оценка экономического роста РА в 2023 году по сравнению с предыдущим сценарием Центрального банка пересмотрена в сторону некоторого повышения и составляет примерно 8,3%. Этот рост по-прежнему будет поддерживаться высокими темпами роста сектора услуг и строительства.

Сектор услуг по-прежнему будет основной движущей силой экономического роста, обусловленный главным образом ускорением внутреннего спроса, что выражается также в значительном росте розничной торговли в текущем квартале. Сектор услуг будет по-прежнему поддерживаться позитивными изменениями в секторе информации и связи, благодаря притоку наиболее производительной рабочей силы в этот сектор. Рост ИТ-сектора в среднесрочной перспективе будет положительно способствовать поддержанию более высокого уровня потенциального ВВП.

Высокие темпы роста сектора строительства сохранятся в среднесрочной перспективе за счет сохранения высоких темпов жилищного строительства. Кроме этого, положительный вклад в сферу строительства внесет реализация строительных работ, запланированных в целях эксплуатации Амулсарского рудника.

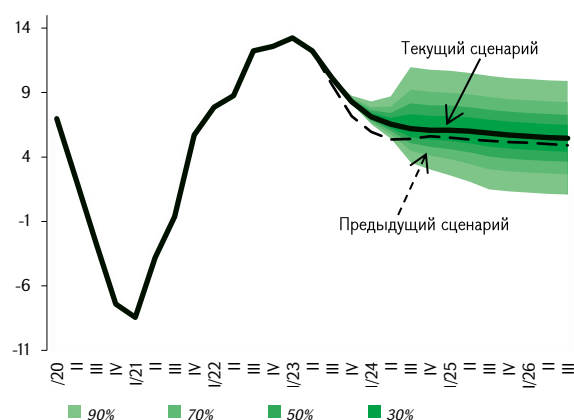
Слабая позитивная динамика в сельскохозяйственном секторе сохранится до конца года и не будет существенно способствовать экономическому росту.

Рост промышленности был пересмотрен в сторону некоторого понижения по сравнению с предыдущим сценарием, в основном из-за некоторого замедления роста обрабатывающей промышленности. Это обусловлено в основном определенным изменением структуры внутреннего спроса в пользу увеличения потребления услуг, а экспорт товаров обрабатывающей промышленности остается на высоком уровне.

Экономический рост в среднесрочном горизонте, по сравнению с предыдущим сценарием, будет формироваться на более высоком уровне за счет недавнего увеличения предложения рабочей силы (см. таблицу 3). Наряду с увеличением предложения рабочей силы ожидается и высокая инвестиционная активность, в результате чего экономический рост по-прежнему будет выше долгосрочного стабильного (4,5%) уровня в 3-годичном горизонте политики (график 13).

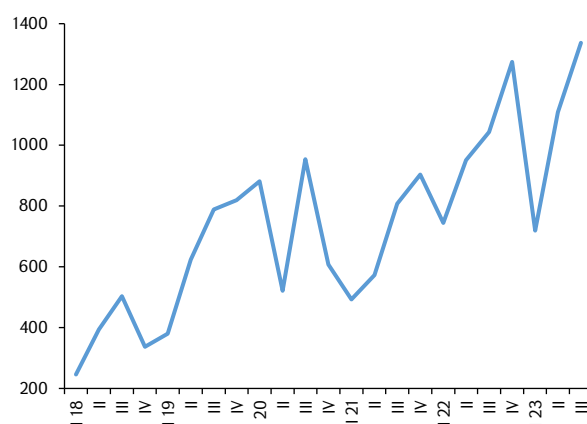
Оценка экономического роста РА в 2023 году по сравнению с предыдущим сценарием ЦБ пересмотрена в сторону некоторого повышения. В 2023 году экономический рост составит 8,3%¹ вместо предыдущей оценки в 7,2%.

График 13
Распределение вероятностей сценария реального (кумулятивного)¹ роста ВВП в 3-годичном горизонте



Источники: СК РА, сценарий ЦБ

График 14
Разрешения на строительство



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

Таблица 2

Распределение вероятностей сценария реального (кумулятивного) роста ВВП		
Период	Диапазон 30% вероятности	Диапазон 90% вероятности
2023 январь-декабрь / 2022 январь-декабрь	8.2 - 8.4	8.0 – 8.8
2024 январь-декабрь / 2023 январь-декабрь	5.3 – 7.2	2.9 – 10.8
2025 январь-декабрь / 2024 январь-декабрь	4.7 – 6.7	1.3 – 10.1
2026 январь-сентябрь / 2025 январь-сентябрь	4.4 – 6.5	1.0 – 9.9

Внутренний спрос. Наряду с постепенной корректировкой притока иностранных посетителей и высоким внешним спросом, наблюдаемым с 2022 года, **в 2023 году отмечается ускорение внутреннего спроса, чему способствовал высокий рост частных расходов в результате роста частных доходов.** В последнее время спрос домохозяйств на потребительские кредиты также значительно увеличился.

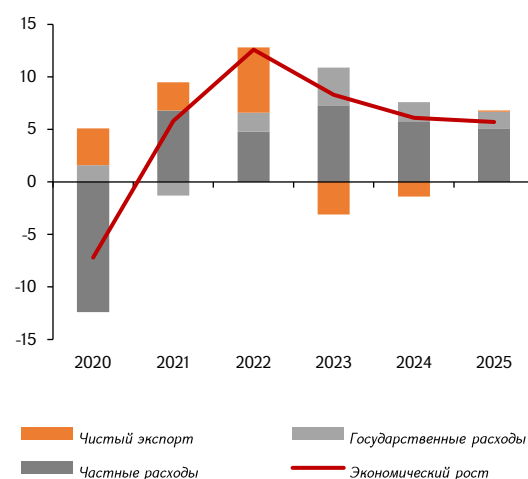
В этом году ожидается высокий рост частных инвестиций, о чем свидетельствуют высокие уровни разрешений на строительство и импорта инвестиционной продукции. Примечательно, что на предприятиях имеются значительные накопленные сбережения, которые также могут способствовать ускорению инвестиций в будущем. 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 3,1%. Темпы роста экспорта товаров и услуг несколько корректируются после высоких темпов роста предыдущего года. Продолжается высокий рост экспорта ИТ-услуг, а в сфере туризма как приток туристов, так и их расходы корректируются по сравнению с высокими уровнями предыдущего года.

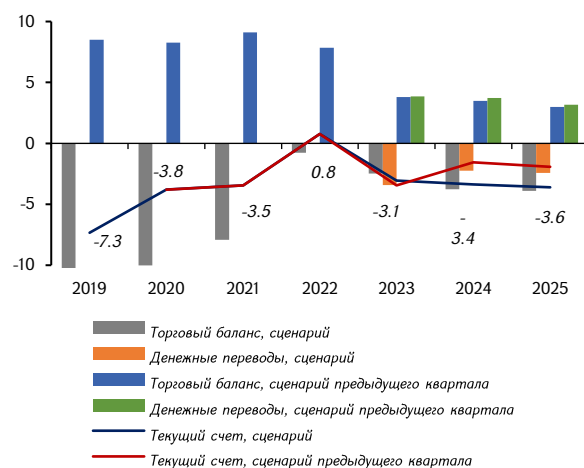
Реальные темпы роста импорта товаров и услуг также корректируются по сравнению с высокими уровнями предыдущего года, однако на относительно высоком уровне. Рост внутреннего

График 15
Вклад компонентов спроса в рост (процентные пункты)



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

График 16
Среднесрочные прогнозы показателя "Текущий счет/ВВП" (%)



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

потребления превышает ожидания, что также выражается в более высоких темпах роста импорта по сравнению с экспортом. В результате, согласно текущему сценарию, в 2023 году реальный рост экспорта и импорта товаров и услуг составит 22% и 30% соответственно.

В 2023 году снижение денежных переводов физических лиц по сравнению с предыдущим сценарием будет больше в результате замедления экономической активности в странах-партнерах (учитывая при этом влияние начавшейся в июле резкого ослабления российского рубля на долларовый эквивалент денежных переводов). В то же время следует отметить, что разрыв в заработной плате в строительном секторе РА и РФ существенно сократился, что создает риски возможного замедления сезонной миграции, что также отражается на тенденциях денежных переводов.

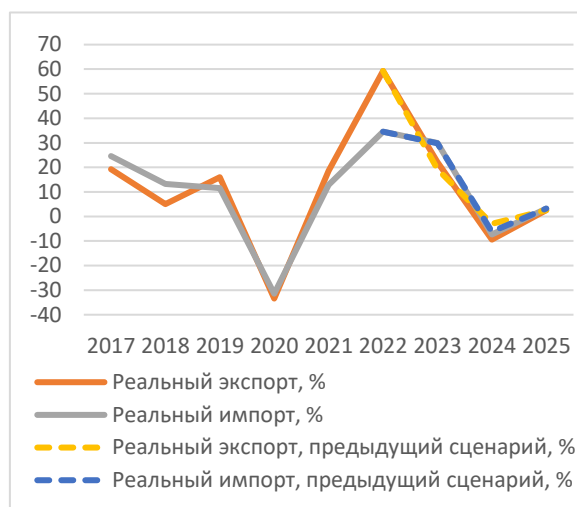
В среднесрочном отрезке, при сценарии постепенной корректировки высокого внешнего спроса и восстановления внутреннего спроса, показатель соотношения дефицита текущего счета к ВВП будет постепенно увеличиваться и приближаться к расчетному равновесному уровню 4,0-6,0%.

Налогово-бюджетная политика². Учитывая фактические высокие темпы экономического роста в 2023 году, влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос, по оценкам, будет иметь несколько сдерживающий характер. По сравнению с государственным планом на 2023 год ожидается определенное недовыполнение бюджетных расходов, главным образом по капитальным затратам, и в этом случае будет сформирован меньший дефицит государственного бюджета по сравнению с запланированным.

По оценкам Центрального банка, в 2023 году соотношение налогов к ВВП³ составит 23,2%, что отражает опережающий рост сборов налогов по отношению к ВВП.

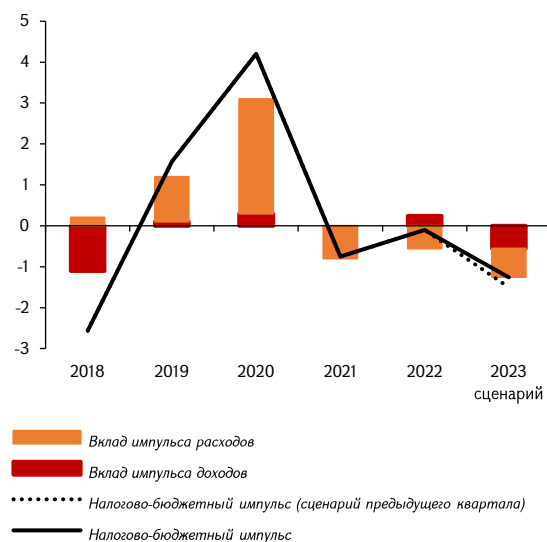
В 2023 году на фоне сохранения высоких темпов экономической активности сбор налогов идет в соответствии с планом. По итогам года налоговые поступления составят около 2225 млрд драмов, что существенно не отличается от оценок предыдущей программы Центрального банка.

График 17
Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочной перспективе (%)



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

График 18
Сценарий налогово-бюджетного импульса (процентные пункты)



Источник: сценарий ЦБ РА

² 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 развитиями событий и оценками Центрального банка РА, составленными на их основе.

³ Показатели ВВП, используемые в программе, являются оценками Центрального банка РА.

Расходы государственного бюджета в январе-ноябре 2023 года были недовыполнены в основном за счет капитальных затрат. Однако к концу года ожидается улучшение выполнения плана расходов, составив 97% за год.

Расходы государственного бюджета за 2023 составят примерно 2522 млрд драмов. По оценке Центрального банка, в 2023 году соотношение расходов к ВВП составит 26,3%, снизившись на 0,1% по сравнению с предыдущим годом. В результате соотношение дефицита к ВВП составит 1,6%, немногим уменьшившись 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 влияние налогово-бюджетной политики будет сдерживающее примерно на 1,3 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., влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос по оценкам будет нейтральное. Это будет обусловлено ожидаемым увеличением как текущих, так и капитальных расходов в этот период, а также постепенным увеличением соотношения налогов к ВВП в результате совершенствования налоговой политики.

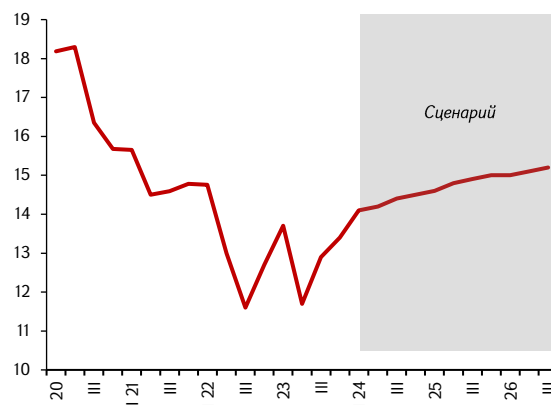
Рынок труда. В 2023 году уровень безработицы останется ниже долгосрочного устойчивого уровня вблизи 13%, что отражает положительный разрыв ВВП, сформировавшийся за год. В то же время увеличение предложения рабочей силы (см. таблицу 3) ослабит инфляционное давление со стороны рынка труда, что также выразится в некотором замедлении роста заработной платы в частном секторе. В среднесрочной перспективе, наряду с регулированием спроса, уровень безработицы укрепитесь на долгосрочном стабильном уровне в 15%.

В 2023 году рост заработной платы в частном секторе несколько замедлится в результате корректировки высокого спроса и некоторого смягчения инфляционных ожиданий и составит примерно 16% за год. В среднесрочной перспективе рост заработной платы в частном секторе будет постепенно замедляться и к концу горизонта достигнет 7-8% из-за динамики экономического роста и инфляции, которые являются его основой.

Таким образом, согласно представленному сценарию, инфляционное давление со стороны рынка труда в ближайшем

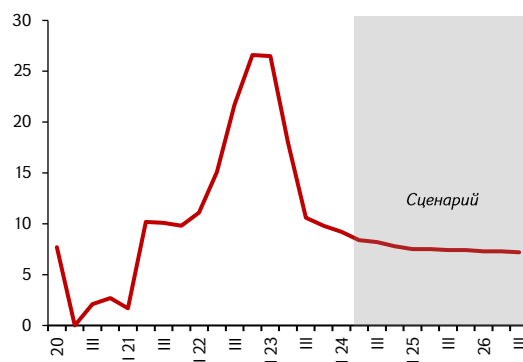
В 2023 году по сравнению с 2022 годом налогово-бюджетная политика будет иметь сдерживающий эффект примерно в 1,3 процентного пункта.

График 19
Уровень безработицы (%)



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

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



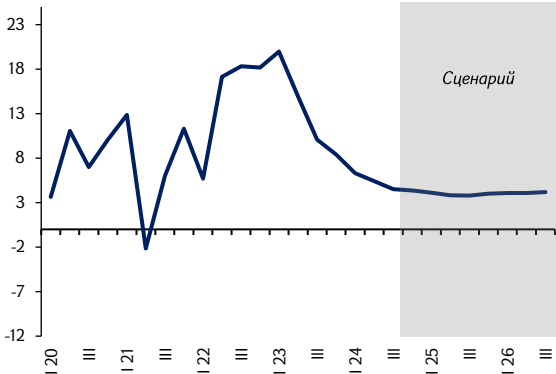
Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

будущем несколько ослабнет. В этом случае рост удельных затрат на рабочую силу составит около 10% в течение года, но в среднесрочной перспективе стабилизируется на уровне около 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 четвертый квартал 2023 года, и сценарные риски.

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



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

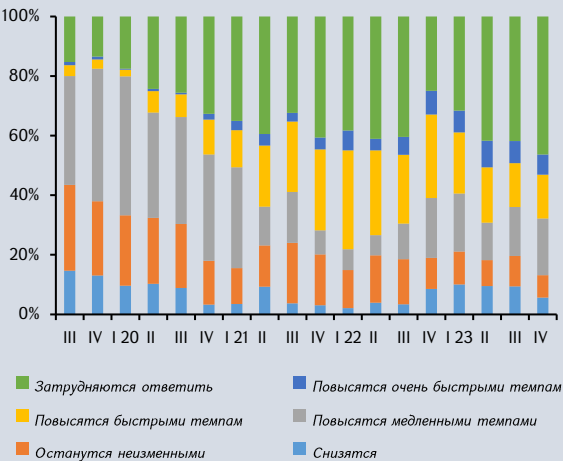
Врезка 1

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 в четвертом квартале 2023 года свидетельствуют об уменьшении доли как тех, кто ожидает низкую инфляцию, так и тех, кто ожидает высокую инфляцию. В то же время результаты опроса свидетельствуют о том, что неопределенность в отношении инфляции в некоторой степени повысилась.

Стоит отметить, 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

Суждения представленного сценария

Таблица 3

Основные суждения и предположения	Возможное развитие событий 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.	✓ Экономический рост в США и еврозоне, одних из основных стран-торговых партнеров РА, продолжит ослабевать, формируясь в среднесрочной перспективе на низком уровне. Восстановление экономики в России будет проходить более быстрыми темпами в краткосрочной перспективе, но замедлится в

Налогово-бюджетная политика в России будет дефицитной на протяжении всего горизонта политики. Соглашение о сокращении добычи нефти в общей сложности на 2,2 миллиона баррелей в день, одобренное странами-членами ОПЕК+ в апреле 2023 года и продленное в ноябре, фактически останется в силе до конца 2024 года. Наряду с продолжающимся замедлением глобального спроса на фоне ужесточения экономической политики, а также полным восстановлением цепочек поставок, реальные цены на сырье и продукты питания будут продолжать корректироваться в сторону понижения, формируясь в среднесрочной перспективе вблизи уровней, обусловленных фундаментальными факторами.	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 относительно высоком уровне, что будет иметь 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.	✓ По оценкам в 2023 году воздействие налогово-бюджетной политики будет сдерживающее - примерно на 1,3 п.п. (при выполнении годового плана налоговых поступлений и 97% 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. и оценок бюджета, воздействие налогово-бюджетной политики будет нейтральное.

Экспортные возможности Армении продолжают расширяться, учитывая потенциальный рост преимущественно в ИТ-секторе.	✓ 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.
Определенное увеличение предложения рабочей силы на рынке труда РА.	✓ Вследствие неблагоприятной экономической ситуации в РФ, а также улучшения условий труда в РА, наблюдается некоторое замедление сезонной миграции в РФ и интеграция трудовых мигрантов на рынок труда РА. ✓ Приток трудовых мигрантов в результате улучшения относительного состояния рынка труда РА (средняя заработная плата в частном секторе в долларовом выражении). ✓ Постепенная интеграция вынужденно переселенного населения из Арцаха на рынок труда РА.
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. в 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 случае продолжения этих тенденций, высокий рост заработной платы в отдельных секторах может сохраниться, что создаст дополнительные инфляционные риски.
- Значительное ужесточение условий кредитования в банковской системе США, заметное замедление промышленности в Евросоюзе и сохраняющиеся проблемы на рынке недвижимости в Китае могут оказать существенное влияние на ослабление 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 для 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 эффекты как инфляционного характера (обесценение обменного курса), так и дефляционного характера (снижение внешнего спроса).
- Возможное замедление сезонной миграции из РА и сокращение потока 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 замедления потребления и, с другой стороны, риски роста предложения труда в отечественной экономике.

- С точки зрения налогово-бюджетной политики существуют риски как в сторону увеличения, так и в сторону уменьшения спроса. В частности, риски уменьшения спроса связаны главным образом с невыполнением запланированных на значительно высоких уровнях капитальных затрат. С другой стороны, низкий уровень государственного долга, смягчение бюджетных правил и наличие крупных плановых резервных фондов дают возможность увеличить текущие расходы и сдержать риски в плане стимулирования спроса.
- Достаточно продолжительный избыточный спрос, вызванный внутренними и внешними факторами, и сформировавшаяся высокая инфляционная среда содержат риски расшатывания долгосрочных инфляционных ожиданий, несмотря на текущую низкую инфляцию и некоторое снижение краткосрочных 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.
- В случае снижения неопределенности и повышения доверия потребителей существуют риски, связанные с продолжением ускорения потребительского кредитования.

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 обеспечения нормальных объемов поставок на международных рынках в условиях эскалации российско-украинского конфликта и сохранения напряженности на Ближнем Востоке.
- 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 то же время международное сотрудничество и налаженные партнерские связи сделают рынок труда РА более гибким в плане реагирования на изменения спроса.

- В случае сохранения высокого уровня напряженности на границе РА, геополитической и региональной неопределенности, существуют инфляционные риски, связанные с перегревом 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.
- Неопределенности, связанные со сроками эксплуатации Амулсарского рудника, характером и объемом инвестиций, а также объемами добычи и экспорта после ввода рудника в эксплуатацию, что является как положительным, так и отрицательным риском с точки зрения представленного сценария.
- Позитивные риски, связанные с увеличением предложения рабочей силы и потенциала экономики за счет дополнительного притока иностранной рабочей силы.
- Сложности в работе компаний с российским капиталом в экономике РА, что является негативным риском для экономического роста РА.
- Как позитивные, так и негативные риски, связанные с характером, размером, длительностью финансовых потоков капитала в экономику РА и возможной трансформацией экономики.
- Негативные риски, связанные с объемом и эффективностью капитальных затрат (в том числе их

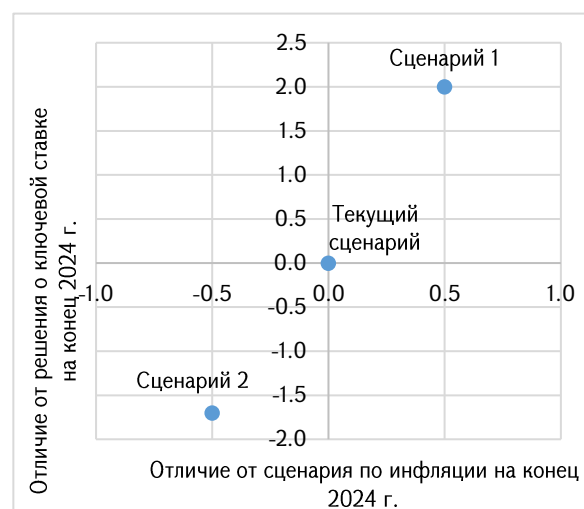
поглощение экономикой), предусмотренных среднесрочным планом бюджетных расходов.

- 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 в РА, продолжающимся притоком иностранного капитала и рабочей силы, замедлением сезонной миграции из РА, положением вынужденно переселенного населения из Арцаха, направлениями использования масштабных сбережений, накопленных в реальном секторе экономики, Центральный банк пытается снизить возможные риски, возникающие вследствие этих неопределенностей, путем разработки 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.

- Сбережения, накопленные в частном секторе в результате зафиксированных в последнее время высокого экономического роста и значительного увеличения доходов экономики, постепенного уменьшения неопределенности относительно будущих доходов, направляются главным образом на ускорение частного потребления. В то же время, продолжающийся рост потребительских кредитов также способствует значительному расширению спроса в экономике. С другой стороны, сокращение государственного долга и смягчение бюджетных правил также предоставляют Правительству значительные возможности для увеличения текущих расходов на предстоящий период, что особенно важно с точки зрения поддержки вынужденно переселенного

График 23
Вероятные сценарии экономического развития в текущей ситуации



Источник: сценарий ЦБ РА

населения из Арцаха. В этих условиях избыточный спрос и инфляционное давление в экономике могут продлиться дольше и привести к поддержанию инфляционных ожиданий на высоком уровне, что сделает достижение целевого показателя инфляции более затратным. В результате Центральному банку потребуется установление более жестких условий политики для обеспечения ценовой стабильности (сценарий номер 1).

- В последнее время на рынке труда РА созданы существенные предпосылки для увеличения предложения рабочей силы. В частности, в результате укрепления армянского драма и значительного увеличения средней заработной платы в РА, увеличилась доля иностранных рабочих в РА, что, благодаря уже сформировавшимся международным связям, способствует дальнейшему привлечению иностранной рабочей силы на рынок труда Республики Армения. С другой стороны, санкции, введенные против России, значительное ослабление рубля и снижение доходов в российской экономике могут способствовать замедлению сезонной миграции из Армении в Россию. Это может способствовать интеграции сезонных мигрантов в рынок труда РА, а также уменьшению денежных переводов из РФ, что ослабит внутренний спрос и инфляционное давление в РА. Интеграция вынужденно переселенного населения из Арцаха в рынок труда РА также будет способствовать росту предложения рабочей силы в РА. В результате проявления вышеперечисленных факторов увеличение предложения рабочей силы существенно снизит давление в сторону повышения заработной платы и инфляции, одновременно способствуя ускорению роста ВВП и потенциальному росту экономики. Таким образом, 12-месячная инфляция будет снижаться гораздо быстрее, чем предусматривается сценарием, представленным в текущей программе, что вызовет необходимость быстрого снижения процентных ставок (сценарий номер 2).

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

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ СОБЫТИЙ В ТРЕТЬЕМ КВАРТАЛЕ 2023 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

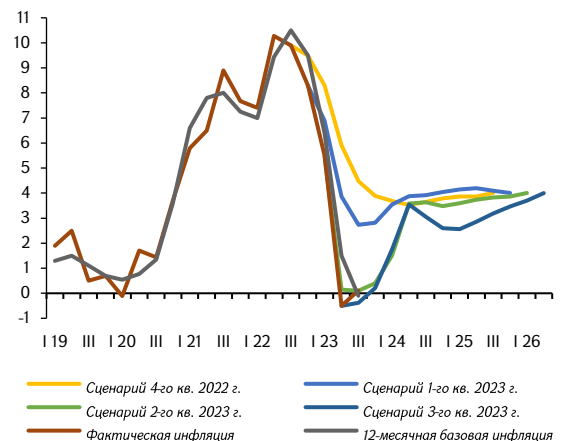
Согласно основным суждениям сценария, представленного в программе четвертого квартала 2022 года высокая инфляционная среда и инфляционные ожидания сохранятся в ближайшем будущем из-за инфляционных эффектов, исходящих из внешних рынков, и высокого спроса, формируемого в экономике РА в условиях ожидаемого 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 Центрального банка будут способствовать снижению инфляции, которая со второй половины 2023 года укрепится вблизи целевого показателя в 4%.

В отчетном периоде 12-месячная инфляция снижалась более быстрыми темпами, чем ожидалось, что было обусловлено, главным образом, быстрым и существенным ослаблением внешнего инфляционного воздействия, а также проявлением эффектов продолжающегося укрепления драма. В этой ситуации целевой показатель инфляции для краткосрочного отрезка в оценках каждого последующего квартала пересмотрен в сторону существенного понижения.

Судя по фактическим макроэкономическим развитиям отчетного периода, сохранились тенденции замедления экономической активности в мировой экономике и в основных странах-партнерах Армении, что во многом определялось продолжающимся российско-украинским конфликтом и влиянием различных санкций, применяемых к России. В то же время в результате реализации странами-партнерами сдерживающей денежно-кредитной политики, направленной на преодоление высокой инфляции, наблюдалось замедление спроса и определенное смягчение инфляционной среды, а на международных товарных рынках - значительное снижение цен на энергоносители и продовольственные товары. В этих условиях внешнее инфляционное воздействие на экономику РА существенно ослабло. В течение наблюдаемого периода в экономике РА была зафиксирована более высокая, чем ожидалось, активность, обусловленная, главным образом, факторами спроса. В основном

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

они проявились в значительном увеличении внешнего спроса в сфере услуг, вызванном ощутимым притоком иностранных посетителей, в том числе туристов, и финансовых потоков. Позитивные изменения зафиксированы также в ИТ-секторе и обрабатывающей промышленности, что выразилось в тенденциях 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 последнем отрезке отчетного периода также наблюдалось определенное оживление внутреннего спроса, обусловленное активизацией внутреннего потребления в условиях роста доходов общества.

В условиях такого развития событий Центральный банк в четвертом квартале 2022 года, несмотря на некоторое ослабление внешнего инфляционного воздействия на экономику РА, продолжил проводить сдерживающую денежно-кредитную политику, повысив процентную ставку политики в общей сложности на 0,75 п.п. При этом учитывался вклад все еще высокого спроса и инфляционных ожиданий в краткосрочной перспективе в поддержании заработной платы и высокой инфляции ряда товаров и услуг (см. график 3).

Благодаря дефляционным явлениям, наблюдающимся динамике цен импортированных продовольственных товаров в течение первого полугодия 2023 года, внешние инфляционные воздействия 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 ставку рефинансирования без изменений до июня, сохранив относительно жесткие денежно-кредитные условия.

В течение периода с июня по сентябрь, как на внешнем, так и на внутреннем товарно-сырьевом рынках, в связи с перспективой продолжения дефляционных тенденций и значительной нейтрализации инфляционных факторов, Центральный банк снизил ставку рефинансирования в целом на 1,0 п.п. до 9,75%.

Резюмируя отметим, что за рассматриваемый год в результате реализованной сдерживающей денежно-кредитной политики, укрепления драма и значительного ослабления внешнего инфляционного воздействия 12-месячная инфляция снизилась на 9,8 п.п., и на конец сентября 2023 года составила 0,1%. 12-месячная базовая инфляция также снижалась

В течение рассматриваемого года в результате реализованной сдерживающей денежно-кредитной политики, укрепления драма и значительного ослабления внешнего инфляционного воздействия 12-месячная инфляция снизилась на 9,8 п.п., и на конец сентября 2023 года составила 0,1%.

быстрыми темпами и на конец сентября сформировалась в отрицательном диапазоне, составив -0,1%. По оценкам, в обозримом будущем 12-месячная общая инфляция останется ниже целевого показателя, а затем постепенно увеличится и в среднесрочной перспективе укрепитя вблизи целевого показателя в 4%.

3.1.2. Цены

В четвертом квартале 2022 года внешние инфляционные воздействия продолжали ослабевать, в то же время во внутренней экономике за счет роста спроса инфляционная среда выразилась в сохранении высокого уровня цен на некоторые товары и услуги.

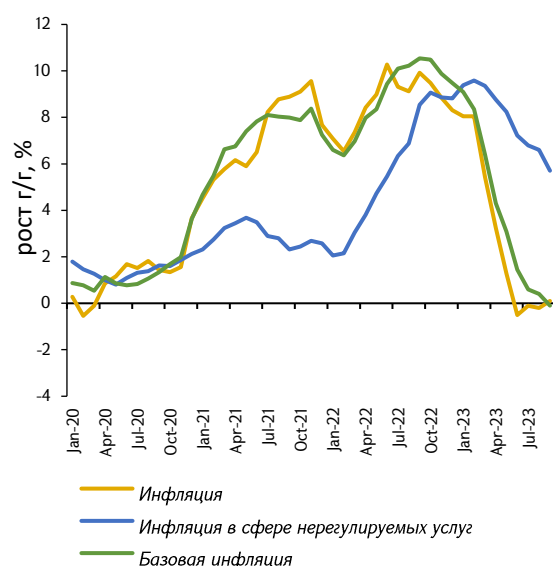
Так, например, в результате эскалации российско-украинского конфликта инфляционные эффекты, исходящие из международных продовольственных рынков с конца первого квартала 2022 года, особенно по товарным группам “Хлебобулочные изделия и крупы”, “Мясные продукты”, “Молочная продукция”, “Масла и жиры”, начали существенно ослабевать с конца 2022 года. Это было обусловлено снижением цен на некоторые продукты (подсолнечное масло, зерновые, 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 значительно повлияло на цены на рынке топлива РА, что, однако, существенно нейтрализовалось к концу отчетного периода.

Следует также отметить, что, укрепление армянского драма, происходящее на фоне увеличения внешнего спроса, также значительно повлияло на цены на импортные товары. Так, в отчетном периоде в условиях укрепления драма на 5,4% рост цен на импортные непродовольственные товары был сдержан на 0,7 процентного пункта.

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 и только к концу периода проявили слабую тенденцию к снижению.

График 25

В отчетном периоде внешнее инфляционное давление существенно смягчилось, в результате чего как общая, так и базовая инфляция резко снизились



Источники: СК РА, ЦБ РА

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

Помимо вышеперечисленных факторов, замедлению инфляции с начала отчетного периода в значительной степени способствовал умеренный рост цен на сезонные продукты питания по сравнению с сезоном в связи с постепенной нейтрализацией неблагоприятных погодных условий первой половины 2022 года, а также заметные теплые погодные условия уже во втором квартале 2023 года.

Вторичные инфляционные эффекты от повышения тарифов на регулируемые услуги в первом полугодии 2022 года особенно проявились во второй половине 2022 года и практически полностью нивелировались на конец отчетного периода.

Таблица 4.

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

Наименование товарной группы	Вес	12-месячная инфляция в сентябре 2023 г.	Содействие годовой инфляции
Базовая инфляция	73.9	-0.1	-0.1
Хлебобулочная продукция и крупы	8.5	-8.3	-0.7
Мясо	10.6	-0.5	-0.1
Масла и жиры	2.9	-21.0	-0.6
Сахарный песок	0.5	-8.1	0.0
Молочная продукция	4.4	-0.2	0.0
Алкогольные напитки	2.5	5.6	0.1
Табачные изделия	2.0	11.4	0.2
Одежда	2.2	3.0	0.1
Обувь	1.2	7.0	0.1
Бытовая техника	0.6	3.7	0.0
Топливо	5.4	-2.4	-0.1
Пассажирские воздушные перевозки	1.1	18.9	0.2
Амбулаторное лечение	2.6	6.1	0.2
Фактическая арендная плата, уплаченная арендатором за дополнительное жилье	1.1	9.2	0.1
Рестораны и гостиницы	1.9	5.3	0.1

Тарифы на услуги банков, почтовых отделений	0.8	13.1	0.1
Импортные продовольственные товары	15.3	-7.7	-1.2
Сезонные продовольственные товары	11.0	5.0	0.5
Яйца	1.6	15.1	0.2
Фрукты	4.1	-0.4	0.0
Овощи	5.3	6.6	0.3
Регулируемые услуги	15.1	0.3	0.0

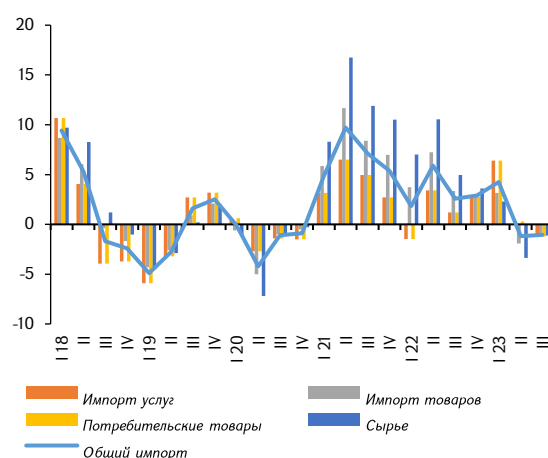
Цены импорта

В третьем квартале 2023 года в мировой экономике продолжилась тенденция снижения цен на продовольственные товары, что отразилось на динамике цен в основных странах-партнерах РА. В результате долларовые цены импорта РА снизились по сравнению с предыдущим кварталом. Это было обусловлено снижением цен на товары всех групп. Так, в третьем квартале долларовые цены импорта РА снизились на 2,1% по сравнению с предыдущим кварталом, при этом снижение по сравнению с тем же периодом предыдущего года составило 1,1% в годовом выражении.

По сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на снижение цен на товары конечного потребления в основном повлияло снижение долларовых цен России и Китая. Следует также отметить, что цены на пшеницу продолжили нисходящую тенденцию. Что касается товаров конечного потребления, вклад долларовых цен был отрицательным на 0,2 п.п., а вклад товаров промежуточного потребления был отрицательным на 0,5 процентного пункта.

График 26

В третьем квартале 2023 г. долларовые цены на импорт товаров и услуг продолжились снижаться, г/г, %



Источник: расчеты ЦБ РА

3.2. Развитие событий в экономике

3.2.1. Положение экономики

В отчетном периоде разрыв ВВП оставался в диапазоне положительных значений. В третьем квартале 2023 года экономический рост составил 7,4%, что немного выше предыдущего прогноза Центрального банка РА (см. подраздел 3.2.3). Сильный рост в сфере услуг и строительстве продолжал способствовать высокому росту, отражая ускорение внутреннего спроса. В результате разрыв ВВП продолжал оставаться в диапазоне положительных значений (см. подраздел 3.1.2).

В третьем квартале 2023 года экономический рост составил 7,4%.

3.2.2. Расходная сторона экономики

В третьем квартале 2023 года основной вклад в экономический рост внес рост частных расходов на 5,4%, в основном за счет

высоких темпов роста частных основных средств. Увеличение государственных расходов также внесло большой вклад, а чистый экспорт оказал несколько положительное влияние на экономический рост, превысивший ожидания.

Накопленные в течение отчетного периода в результате высокого внешнего спроса доходы и сбережения частного сектора в определенной степени были направлены на частные расходы, что привело к увеличению внутреннего спроса. В то же время продолжился высокий рост кредитования домохозяйств. Высокий рост частных инвестиций согласуется с поддержанием осуществляемого за счет средств организаций жилищного строительства на высоком уровне.

В третьем квартале 2023 года положительное влияние внешнего спроса продолжалось, особенно на фоне продолжающегося высокого роста притока туристов. В то же время темп роста экспорта товаров постепенно скорректировался после гиперреакции предыдущего года. Что касается импорта товаров и услуг, то рост реального импорта товаров и услуг, вызванный высоким внутренним спросом, также скорректировался. В результате в третьем квартале 2023 года реальный экспорт товаров и услуг вырос на 0,2% г/г, а реальный импорт товаров и услуг снизился на 2,3% г/г.

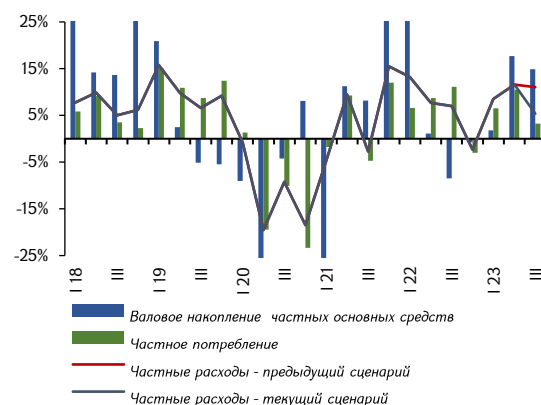
Таким образом, вклад чистого реального экспорта в ВВП в третьем квартале оказался несколько положительным, чем ожидалось.

В третьем квартале 2023 года чистые денежные переводы физических лиц (включая заработную плату сезонных рабочих и личные трансферты) скорректировались в сторону понижения после высоких темпов роста в предыдущем году (снижение оказалось несколько выше, чем ожидалось). По оценкам, снижение составило около 52% г/г. Снижение долларового эквивалента денежных переводов отчасти было обусловлено резкой девальвацией российского рубля в течение квартала.

Налогово-бюджетная политика ⁴

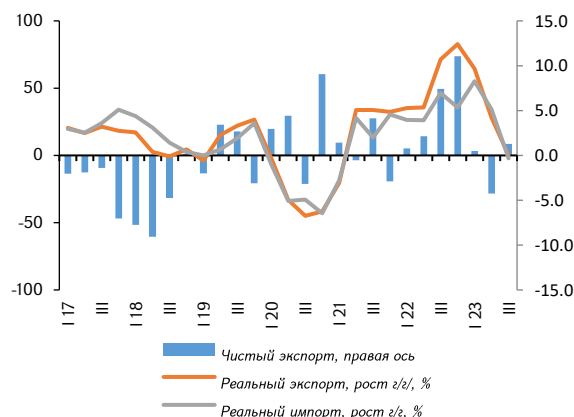
В третьем квартале 2023 года, по сравнению с предыдущими оценками Центрального банка РА, доходы бюджета существенно не отклонились от оценок, а расходы отклонились в сторону невыполнения, в основном за счет капитальных затрат. В

График 27
Структура частных расходов (г/г, %)



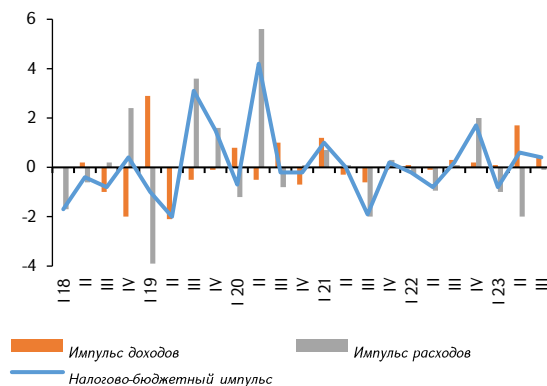
Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 28
Вклад чистого экспорта в третьем квартале 2023 г. оказался несколько положительным, г/г %



Источник: СК РА

График 29
В третьем квартале 2023 г. налогово-бюджетная политика имела сдерживающий эффект по сравнению с предыдущим кварталом



Источник: оценка ЦБ РА

⁴ Анализ налогово-бюджетного сектора выполнен на базе фактических показателей консолидированного бюджета за третий квартал.

результате влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос ослабло и, по оценкам, будет иметь стимулирующий характер на 0,4 процентного пункта.

В третьем квартале 2023 года доходы бюджета составили 105% от скорректированного плана правительства, в основном за счет роста налоговых поступлений. Остальные доходы также превысили план. Хотя налоговые поступления в третьем квартале существенно не отклонились от оценок Центрального банка РА, более высокий, чем ожидалось, экономический рост привел к тому, что импульс доходов был пересмотрен в сторону повышения до слабо стимулирующего на уровне 0,4%.

Расходы госбюджета в третьем квартале оказались ниже оценок Центрального банка РА. В результате влияние на затраты имело нейтральный характер по сравнению с предыдущим кварталом вместо ранее оцененного стимулирующего влияния. В структуре расходов государственного бюджета оказались невыполненными в основном капитальные расходы.

В результате, вследствие вышеуказанной динамики доходов и расходов, в третьем квартале в государственном бюджете образовался дефицит в размере 60,1 млрд драмов. При этом дефицит консолидированного бюджета составил около 71,6 млрд драмов.

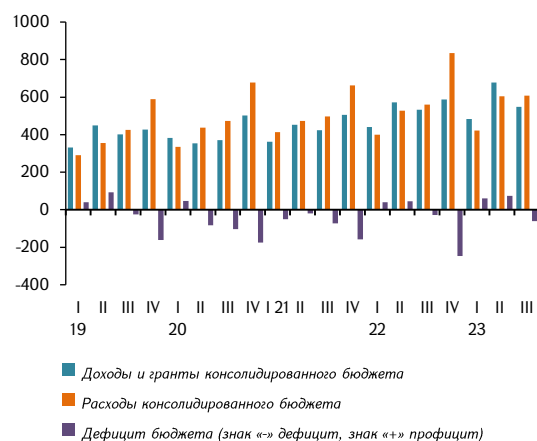
3.2.3. Производственная сторона экономики

В третьем квартале 2023 года экономический рост составил 7,4%, что несколько превысило оценку предыдущей программы Центрального банка РА. Значительный вклад в экономический рост, продолжают вносить секторы услуг и строительства на 10,8% и 17,4% соответственно. Высокие темпы роста сектора услуг по-прежнему поддерживаются высокими темпами роста секторов информации и связи и торговли. Это ускорение обуславливается высоким внутренним спросом. В строительном секторе продолжается строительство, осуществляемое за счет средств организации, чему в основном способствует рост жилищного строительства.

В сельском хозяйстве сохраняется слабый рост (1,4%) из-за продолжающихся негативных событий в животноводстве. В промышленности зафиксирован спад на 2,6%, обусловленный главным образом некоторым замедлением темпов роста обрабатывающей промышленности.

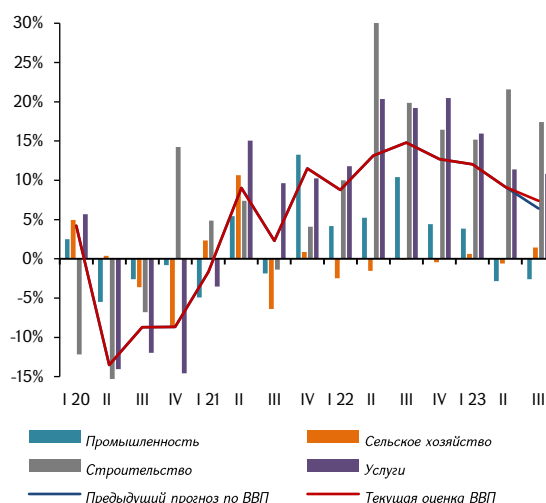
Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос ослабло и, по оценкам, будет иметь стимулирующий характер на 0,4 процентного пункта.

График 30
Дефицит госбюджета в третьем квартале 2023 г.
(млрд драмов)



Источник: СК РА

График 31
Отраслевая структура ВВП (рост г/г, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

3.2.4. Рынок труда

Уровень безработицы в третьем квартале 2023 года составил, по оценкам, около 12,9%, что несколько ниже предыдущих оценок Центрального банка РА. Он все же остается ниже долгосрочного устойчивого уровня (15%).

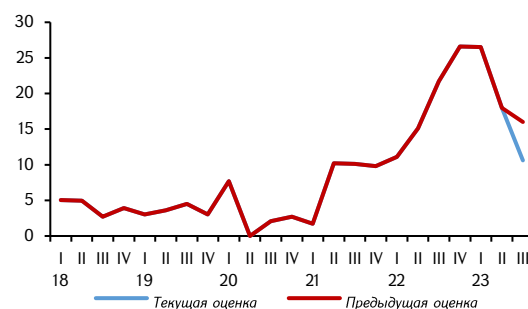
В отчетном периоде рост номинальной заработной платы частной сферы составил 10,6%, что несколько ниже предыдущей оценки Центрального банка. Рост заработной платы по-прежнему фиксируется главным образом в секторе услуг, где рост обеспечивается также за счет расширения продукции. Однако инфляционное давление со стороны рынка труда значительно ослабло.

Что касается роста реальной заработной платы в частном секторе, то из-за высокого роста номинальной заработной платы и слабой инфляционной среды он составил около 10%.

В этом отношении рост заработной платы в частном секторе остается высоким, хотя темпы роста значительно снизились⁵.

График 32

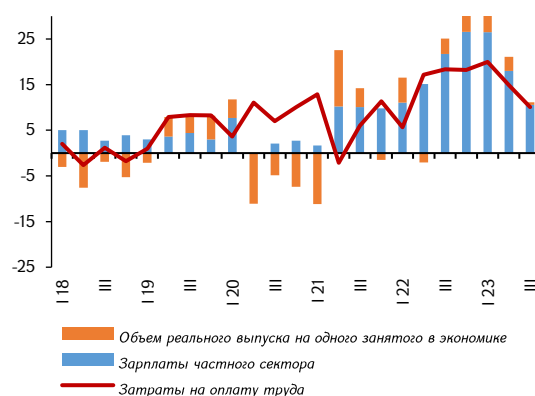
Частная номинальная заработная плата (рост z/z , %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 33

Затраты на оплату труда (рост $г/г$, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

3.3. Ситуация на финансовом рынке

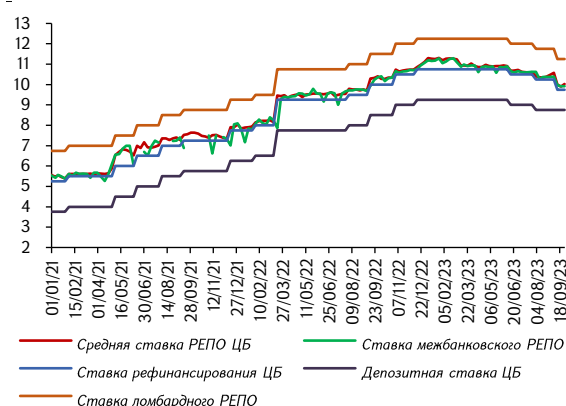
В третьем квартале 2023 года Совет Центрального банка снизил ставку рефинансирования на 0,75 процентного пункта, установив ее на уровне 9,75%.

В третьем квартале 2023 года в РА сохранился высокий рост экономической активности и совокупного спроса, хотя инфляционное давление значительно ослабло. В результате в третьем квартале Совет Центрального банка понизил ключевую ставку на 0,75 процентных пункта. Совет также заявил, что будет последовательным в обеспечении адекватных действий по регулированию спроса и удержанию инфляционных ожиданий.

В третьем квартале 2023 года Совет Центрального банка снизил ставку рефинансирования на 0,75 процентного пункта, установив ее на уровне 9,75%.

График 34

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



Источник: ЦБ РА

⁵ Производительность труда в удельных затратах на оплату труда представлена негативным вкладом.

Таблица 5.

Средние процентные ставки финансового рынка РА

	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 – 31.07.23	01.08.23 – 11.09.23	12.09.23 – 30.09.23
Ставка рефинансирования ЦБ	10.0	10.5	10.75	10.75	10.75	10.50	10.25	9.75
Ставка РЕПО ЦБ	10.32	10.7	11.11	11.12	10.90	10.67	10.42	9.97
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	10.32	10.66	11.11	11.06	10.82	10.64	10.4	9.93
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (среднее)								
Краткосрочные облигации (1 год)	10.86	11.50	11.67	11.54	11.44	11.06	10.63	10.37
Среднесрочные облигации (5 лет)	11.43	11.83	11.94	11.76	11.40	10.91	10.41	10.34
Долгосрочные облигации (30 лет)	12.04	12.11	12.02	11.85	11.37	10.64	10.42	10.24

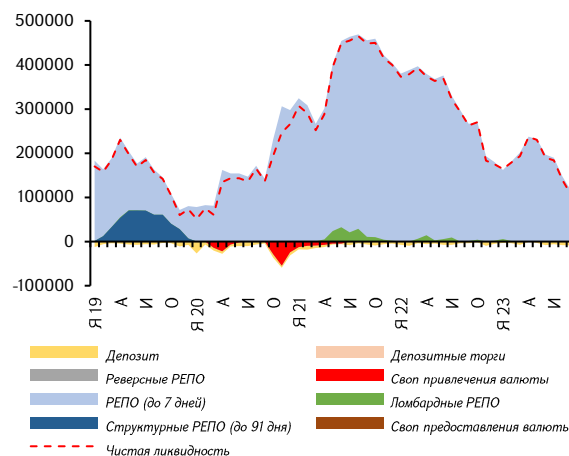
В третьем квартале 2023 года в финансовой системе продолжали сохраняться высокие уровни ликвидности и капитала. В результате в течение рассматриваемого квартала по-прежнему было зафиксировано определенное снижение спроса на ликвидность, предоставляемую через основной инструмент Центрального банка. Однако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

В третьем квартале 2023 года на рынке ГО зафиксировано снижение доходности по всей длине кривой, что соответствует действиям Центрального банка за тот же период. События, происходящие в Арцахе в конце сентября, отразились в усилении волатильности и неопределенности в финансовой системе, а также наблюдался определенный рост кривой доходности. В целом, среднее снижение доходности государственных облигаций по всей длине кривой составило в третьем квартале около 0,7 процентного пункта.

Средства, привлеченные и предоставленные коммерческими банками в третьем квартале 2023 года продолжили расти, отражая высокую экономическую активность в реальном секторе. В то же время произошло повышение процентных ставок по кредитам населению, отчасти из-за роста спроса на потребительские кредиты.

График 35

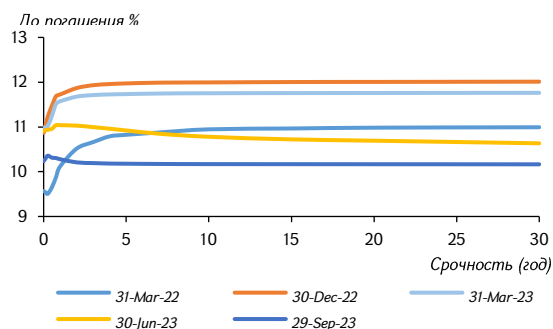
Объемы предоставления и привлечения ликвидности за счет операций Центрального банка РА (среднемесячный резерв, млн драмов РА)



Источник: ЦБ РА

График 36

В третьем квартале 2023 г. различия между доходностями гособлигаций в краткосрочном и долгосрочном отрезках сократились

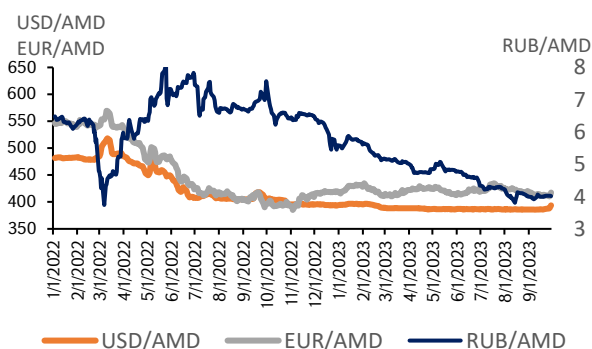


Источник: ЦБ РА

Согласно опросам, проведенным Центральным банком⁶, в третьем квартале индекс условий кредитования в коммерческих банках находился в тенденции нетто-смягчения. Спрос на кредиты продолжал расти в основном за счет потребительских кредитов, а индекс спроса на ипотеку имел тенденцию нетто-снижения. Поскольку опросы проводились в октябре на фоне высокой неопределенности, индексы ожидаемых условий кредитования и ожидаемого спроса на кредиты несколько снизились, но после снижения неопределенности и волатильности в финансовой системе объем кредитования в финансовой системе продолжил расти высокими темпами.

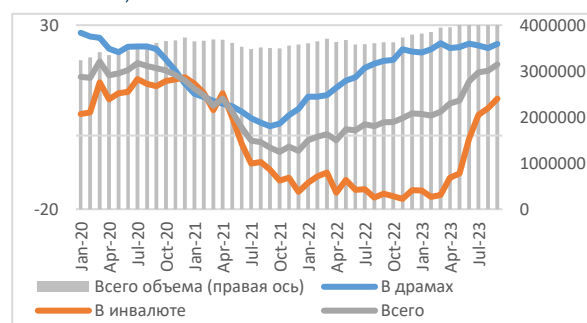
В третьем квартале 2023 года драм укрепился по отношению к рублю на валютном рынке, что было обусловлено главным образом событиями в российской экономике и ослаблением курса рубля по отношению к валютам стран-партнеров. Армянский драм продемонстрировал относительно стабильное поведение по отношению к евро и доллару. В течение отчетного периода укрепительная динамика армянского драма по-прежнему определялась высоким спросом на внутренние услуги со стороны иностранных гостей и увеличением производства и экспорта высокопроизводительных услуг. С другой стороны, высокий внутренний спрос и ускоряющийся импорт частично нейтрализовали давление укрепления. Наблюдавшийся в ряде случаев масштабный приток иностранной валюты превышал поглощающую способность валютного рынка РА, вызывая риски его дестабилизации, на что Центральный банк реагировал ситуативным участием на валютном рынке, купив 415,3 млн долларов и способствуя нормальному функционированию финансовых рынков.

График 41
Динамика курсов валют по отношению к драму РА



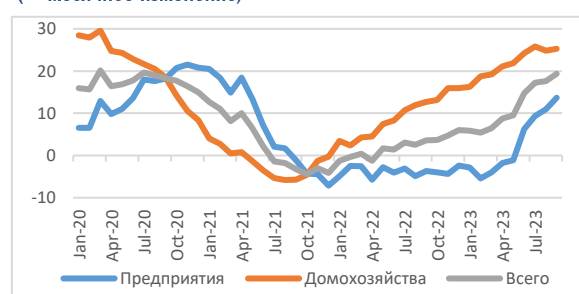
Источник: ЦБ РА

График 37
Кредиты, предоставленные банками (12-месячное изменение)



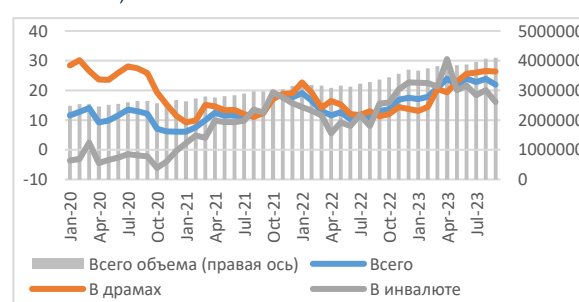
Источник: ЦБ РА

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



Источник: ЦБ РА

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



Источник: ЦБ РА

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



Источник: ЦБ РА

⁶ См: <https://www.cba.am/am/sitepages/statssbanksblending.aspx>

4. РЕЗЮМЕ

Согласно сценарию, представленном в программе денежно-кредитной политики ЦБ РА четвертого квартала 2023 года, в ближайшем будущем сохранится низкая инфляционная среда, обусловленная главным образом дефляционными воздействиями со стороны международных рынков, и некоторым снижением инфляционных ожиданий. В такой ситуации Центральный банк посчитал целесообразным продолжить поэтапное смягчение денежно-кредитных условий на данном этапе. При этом Центральный банк будет последовательно предпринимать адекватные действия по обеспечению дальнейшего регулирования спроса и удержания инфляционных ожиданий. В условиях проводимой денежно-кредитной политики и ожидаемых макроэкономических развитий 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 намеченной 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
(12.12.2023)

**О процентной ставке
рефинансирования**

**На заседании Совета Центрального банка РА
12 декабря 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-е декабря. Обсуждалась динамика инфляции, развитие событий во внешней среде, реальном, налогово-бюджетном, финансовом и денежно-кредитном секторах.

Была представлена текущая ситуация во внешнем секторе. Было отмечено, что в четвертом квартале, в условиях продолжающихся геополитических явлений и сохраняющейся неопределенности, активность мировой экономики и экономики основных стран-партнеров Республики Армения продолжает замедляться. В результате этих развитий и проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики цены на международных товарно-сырьевых рынках снижаются, а инфляционная среда в мировой экономике в определенной степени смягчается. Тем не менее 12-месячные показатели инфляции в основных странах-партнерах РА по-прежнему сохраняются на уровне выше целевого показателя, исходя из чего центральные банки этих стран будут поддерживать относительно сдерживающие денежно-кредитные условия в ближайшем будущем. По оценкам, в результате указанных событий ожидается дефляционное воздействие на экономику РА со стороны внешнего сектора.

Совет обсудил текущую ситуацию в экономике РА. Было зафиксировано, что в четвертом квартале экономическая активность остается высокой, что обусловлено высоким темпом роста, главным образом, в секторах услуг и строительства. Совокупный спрос также остается на высоком уровне в течение квартала, главным образом за счет роста внутреннего спроса, который, в свою очередь, поддерживается высокими темпами роста частного потребления за

счет расходования ранее накопленных сбережений и продолжающегося роста доходов. В то же время внешний спрос несколько ослабевает, отражая замедление потока иностранных посетителей и туристов.

Была обсуждена ситуация на финансовом рынке РА и было отмечено, что в четвертом квартале рыночные краткосрочные процентные ставки также в основном формировались вблизи ключевой ставки. В то же время в последние месяцы в результате региональных и геополитических событий на рынке ГО наблюдалось увеличение доходности по всей длине кривой доходности. В силу этих же факторов наблюдалась определенная волатильность на валютном рынке, на что Центральный банк реагировал ситуативным участием на рынке (продажей иностранной валюты) в целях обеспечения нормального функционирования финансового рынка. Также было отмечено, что в условиях ускорения внутреннего спроса сохраняются высокие темпы роста потребительского и ипотечного кредитования физических лиц.

Совет обсудил динамику инфляции и констатировал, что в ноябре 2023 года, по сравнению с октябрём, инфляция составила 0,5% вместо инфляции в 1,1% за аналогичный период прошлого года. Инфляция за месяц была обусловлена ростом цен на продовольственные товары на 0,6%, на 0,3% - на непродовольственные товары и на 0,2% - на услуги. В результате 12-месячная инфляция снизилась и на конец ноября составила -0,5%. 12-месячная базовая инфляция в октябре составила 0,0%. Было также отмечено, что в условиях внешнего дефляционного воздействия и сдерживающей денежно-кредитной политики, реализуемой Центральным банком РА, сохраняется низкая инфляционная среда, что также выражается в некотором снижении темпов роста заработной платы на рынке труда и ослаблении инфляционных ожиданий.

После обсуждения ситуационного отчета, а также внешних и внутренних макроэкономических развитий 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. Обсуждая различные сценарии развития экономической ситуации, члены Совета сошлись во мнении, что инфляционная среда остается низкой в основном за счет внешнего дефляционного воздействия и

сдерживающей денежно-кредитной политики, проводимой Центральным банком РА. В то же время, по оценке Совета, 12-месячная инфляция в ближайшее время останется ниже целевого уровня. По мнению Совета, в результате увеличения предложения рабочей силы на рынке труда РА и плавного включения вынужденно перемещенного населения из Арцаха на рынок труда могут возникнуть риски давления на рынке труда, снижения заработной платы и значительного ослабления внутренней инфляционной среды. С другой стороны, Совет обсудил и тот факт, что сохраняется большая неопределенность в отношении инфляционных ожиданий, внутренние факторы спроса в экономике продолжают расширяться, и в этом случае избыточный спрос и инфляционное давление могут продлиться дольше и привести также к формированию высоких инфляционных ожиданий. Поэтому, с точки зрения управления намеченными рисками, Совет счел более целесообразным продолжить постепенное ослабление денежно-кредитных условий. В результате, **Совет Центрального банка единогласно принял решение снизить ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта.** Совет также подтвердил свою приверженность принятию адекватных действий по обеспечению дальнейшего регулирования спроса и стабилизации 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 укрепитесь 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 по инструментам ЦБ и предлагаемый пресс-релиз (прилагаются).

Решение о процентной ставке

КОД

050.0221 Л. 12.12.23

**12 декабря 2023 года
номер 221Л**

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 РА «О Центральном банке Республики Армения» и положениями закона РА «О нормативных правовых актах», Совет Центрального банка Республики Армения

Р е ш а е т:

1. Установить ставку рефинансирования Центрального банка РА на уровне 9,25%.
2. Установить ставку ломбардного репо, предоставляемого Центральным банком Республики Армения, на уровне 10,75%.
3. Установить ставку инструмента привлечения средств Центральным банком Республики Армения на уровне 7,75%.
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
12.12.2023

На заседании, состоявшемся 12-го декабря 2023 года, Совет ЦБ принял решение снизить ставку рефинансирования на 0,25 п.п., установив ее на уровне 9,25%.

В ноябре 2023 года 12-месячная инфляция снизилась, составив к концу месяца -0,5%. 12-месячная базовая инфляция составила в октябре 0,0%.

В четвертом квартале активность мировой экономики и экономики основных стран-партнеров Республики Армения продолжает замедляться. Это выражается в снижении цен на международных товарно-сырьевых рынках и темпов мировой инфляции. В этих условиях центральные банки стран-партнеров в ближайшее время сохраняют относительно сдерживающие денежно-кредитные условия. В результате со стороны внешнего сектора ожидается дефляционное воздействие на экономику РА.

В четвертом квартале в Республике Армения сохраняется высокая экономическая активность, чему способствуют высокие темпы роста в секторах строительства и услуг. Внешний спрос замедляется, тогда как внутренний спрос остается высоким, что главным образом выражается высокими темпами роста частного потребления. В условиях слабых дефляционных эффектов со стороны внешнего сектора и проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики сохраняется низкая инфляционная среда, что выражается также некоторым снижением темпов роста заработной платы на рынке труда и инфляционных ожиданий.

В сложившейся ситуации **Совет ЦБ считает целесообразным снизить ключевую ставку денежно-кредитной политики.** 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 укрепитя 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 ПО ПРЕДСТАВЛЕННОМУ СЦЕНАРИЮ

Ցուցանիշներ	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	программа	программа	программа	программа
Внешний сектор											
Экономический рост США (% ,реальный рост)	1.7	2.3	2.9	2.3	-2.7	6.0	2.0	2.5	1.3	1.8	3.0
Экономический рост еврозоны (% ,реальный рост)	1.8	2.7	1.9	1.6	-6.3	5.4	3.3	0.5	-0.4	0.5	1.3
Экономический рост России (% ,реальный рост)	0.2	1.8	2.8	2.0	-2.9	5.7	-1.9	3.2	1.0	-0.4	0.1
Инфляция в США (среднее, %)	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	4.6	7.7	4.1	2.7	2.5	2.1
Инфляция в еврозоне (среднее, %)	0.2	1.5	1.7	1.2	0.3	2.5	8.0	5.6	2.9	2.3	1.8
Инфляция в России (среднее, %)	6.8	3.6	2.8	4.5	3.4	6.5	12.9	5.9	7.6	4.8	4.0
Цены на нефть (доллар/баррель)	45.0	54.6	71.4	64.1	42.5	71.0	99.5	82.1	80.1	81.1	82.2
Цены на медь (доллар/тонна)	4867.6	6201.5	6544.7	6024.1	6191.2	9288.1	8956.0	8458.5	8136.3	8319.1	8541.3
Индекс ФАО	91.9	98.0	95.9	95.1	98.1	125.7	143.5	124.1	121.5	124.7	126.8
Внутренняя экономика											
Цены											
Инфляция (г/г, конец периода, %)	-1.1	2.6	1.8	0.7	3.7	7.7	8.3	0.0	3.1	3.8	4.0
Индекс потребительских цен (г/г, среднее, %)	-1.4	1.0	2.5	1.5	1.2	7.2	8.6	2.0	2.6	3.5	4.0
Базовая инфляция г/г, среднее, %)	-2.0	0.8	4.0	1.2	1.3	7.2	8.9	2.7	1.8	3.2	3.9
Совокупный продукт											
ВВП (млрд драмов РА)	5067.3	5568.9	6017.0	6543.3	6181.7	6983.0	8496.8	9573.4	10563.7	11612.5	12076.9
ВВП (% ,реальный рост)	0.2	7.5	5.2	7.6	-7.4	5.7	12.6	8.3	6.1	5.7	5.4
Предложение 5.4											
Промышленность (% ,реальный рост)	7.7	11.7	4.9	12.0	-1.7	3.5	6.3	-0.9	6.2	6.1	5.5
Сельское хозяйство (% ,реальный рост)	-5.0	-5.1	-6.9	-5.8	-4.1	-0.6	-0.7	0.6	2.5	2.9	2.9
Строительство (% ,реальный рост)	-14.1	2.8	0.6	6.5	-6.7	3.1	19.1	17.7	12.8	8.9	7.0
Услуги (% ,реальный рост)	3.2	10.6	9.1	10.0	-9.7	7.9	18.1	11.4	5.7	5.5	5.1
Налоги, нетто (% ,реальный рост)	-3.7	9.7	8.0	7.1	-10.0	7.4	8.2	10.3	6.7	6.2	5.5
Спрос											
Потребление (% ,реальный рост)	-2.1	11.6	3.8	11.7	-10.9	4.2	7.7	9.1	6.4	6.2	4.9
Государственное потребление (% ,реальный рост)	-2.4	-2.1	-3.0	12.9	9.2	8.4	6.5	12.7	10.4	11.7	5.1
Частное потребление (% ,реальный рост)	-2.1	14.0	4.8	11.5	-14.0	3.4	8.0	8.4	5.7	5.4	4.9
Валовое накопление основных средств* (% ,реальный рост)	-11.4	9.7	4.8	4.4	-1.5	6.3	9.5	18.5	12.9	9.8	5.5
Государственные вложения** (% ,реальный рост)	5.0	31.7	-37.4	31.1	16.2	-9.9	41.1	46.8	18.0	9.7	0.7
Совокупное накопление частных основных средств (% ,реальный рост)	-13.9	6.2	19.6	-0.5	-5.7	11.2	1.9	12.3	11.3	9.8	5.8
Экспорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	21.3	19.3	5.0	16.0	-33.4	16.6	54.4	22.1	-9.5	2.6	4.0
Импорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	6.3	24.6	13.3	11.6	-31.4	12.9	33.8	30.0	-7.3	3.2	3.7
Счет текущих операций											
Торговый баланс (млн долларов США)	-976.9	-1400.9	-1724.4	-1727.9	-1382.2	-1504.8	-1859.2	-2575.2	-2666.8	-2776.0	-2873.5
Баланс услуг (млн долларов США)	70.4	159.4	24.7	-66.9	118.0	396.9	1711.0	1965.2	1690.2	1674.4	1652.8
Денежные переводы (млн долларов США)	1009.4	1179.3	1136.2	1143.8	1046.2	1274.0	1538.3	935.9	907.3	845.3	854.8
Счет текущих операций (млн долларов США)	-107.9	-173.9	-875.9	-1002.3	-477.8	-483.0	151.0	-753.0	-875.3	-1022.3	-1131.9
Торговый баланс (вес в ВВП, %)	-8.6	-10.8	-13.7	-13.1	-10.0	-7.9	-0.8	-2.5	-3.8	-3.9	-4.0
Баланс услуг (вес в ВВП, %)	0.7	1.4	0.2	-0.5	0.9	2.8	8.7	8.0	6.5	5.9	5.4
Денежные переводы (вес в ВВП, %)	9.5	10.2	9.1	8.4	8.3	9.1	7.9	3.8	3.5	3.0	2.8
Счет текущих операций (вес в ВВП, %)	-1.0	-1.5	-7.0	-7.3	-3.8	-3.5	0.8	-3.1	-3.4	-3.6	-3.7
Государственный сектор ***											
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	1171.1	1237.8	1342	1559.1	1560.4	1683.8	2046.0	2355.0	2664.2	3033.7	3461.0
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	1079.7	1158	1258	1464.3	1385.2	1586.9	1926.0	2224.8	2566.2	2944.2	3374.8
Расходы (млрд драмов РА)	1449.1	1504.8	1447	1623	1894.3	2004.3	2243.5	2522.3	2966.7	3353.4	3795.5
Дефицит (млрд драмов РА)	-278	-267	-105.4	-63.9	-333.9	-320.5	-197.5	-167.3	-302.5	-319.7	-334.5
Доходы и гранты (вес в ВВП, %)	23.1	22.2	22.3	23.8	25.2	24.1	24.1	24.6	25.2	26.1	28.7
Налоговые доходы (вес в ВВП, %)	21.3	20.8	20.9	22.4	22.4	22.7	22.7	23.2	24.3	25.4	27.9
Расходы (вес в ВВП, %)	28.6	27	24.1	24.8	30.6	28.7	26.4	26.3	28.1	28.9	31.4
Дефицит (вес в ВВП, %)	-5.5	-4.8	-1.8	-1	-5.4	-4.6	-2.3	-1.7	-2.9	-2.8	-2.8
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (г/г, %)	17.5	18.5	7.5	11.2	9	13.1	16.1	0	0	0	0
Драмовая масса (г/г, конец периода, %)	24.8	28.9	13.2	21.5	14.8	12.8	13.4	0	0	0	0
Кредиты экономике (г/г, конец периода, %)	6	16.5	17.2	18.5	14.3	-3.9	4.5	0	0	0	0
Доллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	480.5	482.7	483	480.4	489	503.8	435.7	0	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 ссбюджета на 2023 год являются оценками ЦБ. Показатели на 2024-2026 годы взяты из программы государственных среднесрочных расходов (ПГССР).											

Ереван, 2023

