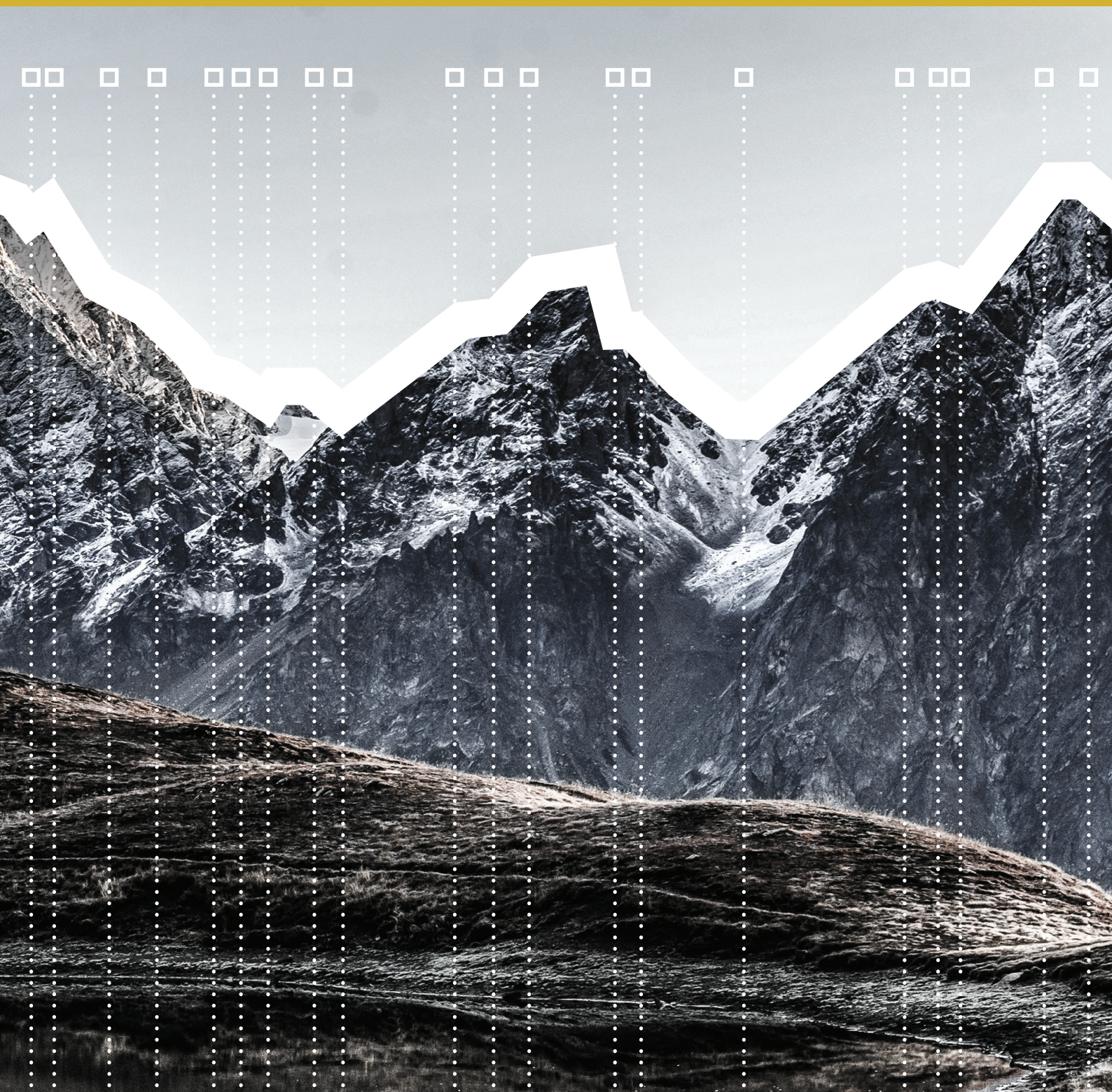




Центральный банк
Республики Армения

Обзор инфляции

2023 / 2



*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 27.06.2023 номер 92-А*

Обзор инфляции/2

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

*Отчет о выполнении программы денежно-
кредитной политики 1-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 относительно будущих развитий, с учетом влияния на них результатов предпринимаемых ЦБ действий.

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

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

В соответствии с монетарным правилом денежно-кредитная политика направлена на то, чтобы эффективно 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 прогноза для 12-квартального временного горизонта.

Настоящий сценарий составлен с использованием всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 13 июня 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
Врезка 1. “Супер-циклы” сырьевых и продовольственных товаров	12
2.2. Сценарий развития 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.....	21
Врезка 2. Итоги опроса домашних хозяйств и субъектов финансовой системы относительно их ожиданий.....	22
3 Фактические развития в первом квартале 2023 года.....	29
3.1. Инфляция.....	29
3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции.....	29
3.1.2. Цены	31
Врезка 3. Инфляция групп товаров, характеризующихся «жесткими» ценами, в РА.....	34
3.2. Развитие в экономике.....	36
3.2.1. Экономическое положение.....	36
3.2.2. Расходная сторона экономики.....	36
3.2.3. Производственная сторона экономики.....	38
Врезка 4. Оценка долгосрочного потенциального роста экономики РА	39
3.2.4. Рынок труда	42
3.3. Ситуация на финансовом рынке.....	42
4. Резюме	45
Приложение	46
Протокол	46
Решение ЦБ РА о процентной ставке.....	50
Пресс-релиз	51
Основные макроэкономические показатели РА.....	52
Графики	52
Таблицы	52

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

Во втором квартале 2023 года в основных странах-партнерах РА по-прежнему сохраняются медленные темпы экономического роста, что сопровождается устойчивым смягчением инфляционной среды. Тем не менее во всех странах-партнерах цены на некоторые виды товаров и услуг, отличающихся «жесткими» ценами, по-прежнему остаются на высоком уровне при продолжающемся инфляционном давлении со стороны рынков труда. Поэтому центробанки этих стран в ближайшее время продолжат ужесточение денежно-кредитных условий. В результате мировой спрос будет продолжать слабеть, что окажет содействие снижению цен на международных товарно-сырьевых рынках.

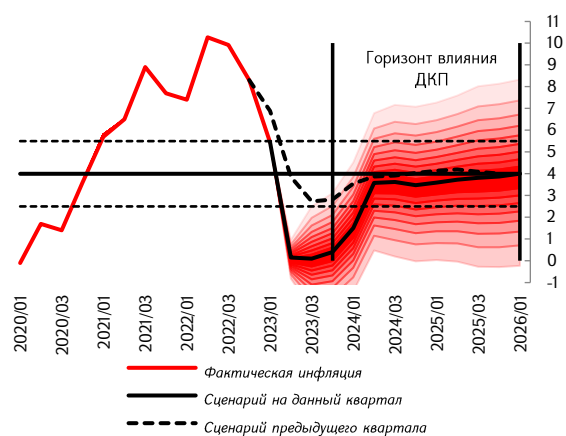
В экономике РА сохраняются тенденции высокой экономической активности, чему в основном способствуют положительные сдвиги в строительном секторе и высокий внешний спрос в сфере услуг. В то же время, в результате продолжающегося ослабления инфляционных эффектов, исходящих из мировой экономики на экономику РА, проводимой Центральным банком РА сдерживающей денежно-кредитной политики и укрепления драма, в РА наблюдается значительное снижение цен на импортные продовольственные товары, что привело к быстрому ослаблению общей инфляционной среды. Однако в условиях высокого спроса и инфляционных ожиданий инфляция в сфере услуг и некоторых видов товаров корректируется медленнее.

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

Во втором квартале 2023 года 12-месячная инфляция резко снизилась, составив на конец мая 1,3%. Согласно сценарию, представленному Центральным банком РА, в ближайшее время ожидается некоторое снижение 12-месячной инфляции, но сохраняются высокий спрос и инфляционные ожидания в экономике, при этом заработная плата и инфляция некоторых видов услуг и товаров, характеризующихся наиболее «жесткими ценами», по-прежнему находятся на высоком уровне. Исходя из вышеизложенного, Центральный банк счел целесообразным ослабить на данном этапе монетарные условия относительно небольшим шагом снижения, будучи последовательным в окончательном регулировании инфляции.

В результате проводимой денежно-кредитной политики и ожидаемых макроэкономических развитий 12-месячная инфляция в ближайшее время сохранится ниже целевого уровня, а затем постепенно повысится и в среднесрочном периоде укрепитесь вблизи 4% целевого показателя.

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



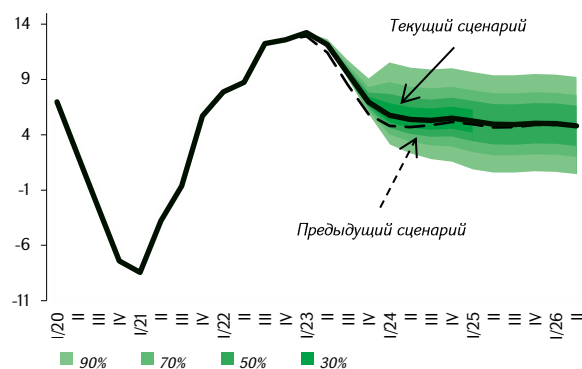
Источники: СК РА (Статистический комитет). сценарий ЦБ РА

Согласно базовому сценарию Центрального банка высокая экономическая активность в ближайшее время сохранится, и в 2023 г. ожидается более высокий экономический рост, чем предусматривалось в сценарии предыдущей программы.

В среднесрочной перспективе, наряду с корректировкой факторов спроса и положительного разрыва ВВП, рост будет постепенно замедляться и в долгосрочной перспективе укрепитесь вблизи равновесного уровня в 4,5%.

В представленном сценарии вероятные риски отклонения инфляции и экономического роста от намеченных траекторий денежно-кредитной политики в трехгодичном горизонте 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-годи́чном горизонте



Источник: СК РА, сценарий ЦБ РА

¹Темп 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 частности, в основных странах-партнерах Армении, с начала 2023 года экономическая активность остается сдержанной, а 12-месячная инфляция значительно замедляется, в основном за счет продолжающегося снижения цен на продовольственные товары и энергоносители. Однако в ряде развитых экономик инфляционное давление, вызванное «перегревом» рынков труда, сохраняется, способствуя поддержанию высокого уровня цен главным образом на товары и услуги, характеризующиеся «жесткими» ценами. В результате ожидается, что центральные банки развитых стран продолжат проведение сдерживающей монетарной политики, что выразится в продолжающемся ослаблении спроса в мировой экономике и некотором снижении цен на товарно-сырьевых рынках.

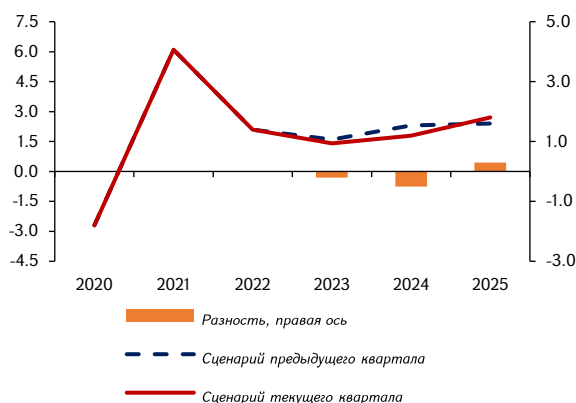
Экономика США. По оценке Бюро экономического анализа Министерства торговли США, в первом квартале 2023 года в экономике Соединенных Штатов Америки был зафиксирован рост на 1,6% в годовом выражении, что несколько ниже показателя, представленного в предыдущей программе Центрального банка. Положительный вклад в экономический рост первого квартала внесли рост частного потребления, государственных расходов, а также чистого экспорта, в то время как по части частных инвестиций был зафиксирован отрицательный вклад.

За последние кварталы условия кредитования банков США также стали достаточно жесткими² (см. график 4). Согласно оценкам ЦБ РА, отрицательный эффект от ужесточения условий кредитования банками проявится со второго полугодия 2023 года и продлится до конца 2024 года, оказывая отрицательное влияние на экономический рост до 1,0 п.п. в целом. В результате, согласно сценарию, представленному в программе, экономический рост США в 2023 году будет несколько ниже оценки, указанной в предыдущей программе, около 1,4%. По оценкам, экономический рост в США останется на относительно низком уровне в условиях жесткой

В мировой экономике, в частности, в основных странах-партнерах Армении, с начала 2023 года экономическая активность остается сдержанной, а 12-месячная инфляция значительно замедляется.

Центральные банки развитых стран продолжат проведение сдерживающей монетарной политики, что выразится в продолжающемся ослаблении спроса в мировой экономике и некотором снижении цен на товарно-сырьевых рынках.

График 3
Сценарий экономического роста США (%)



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

² Опрос старших кредитных специалистов (SLOOS).
<https://www.federalreserve.gov/data/sloos/sloos-202304.htm>

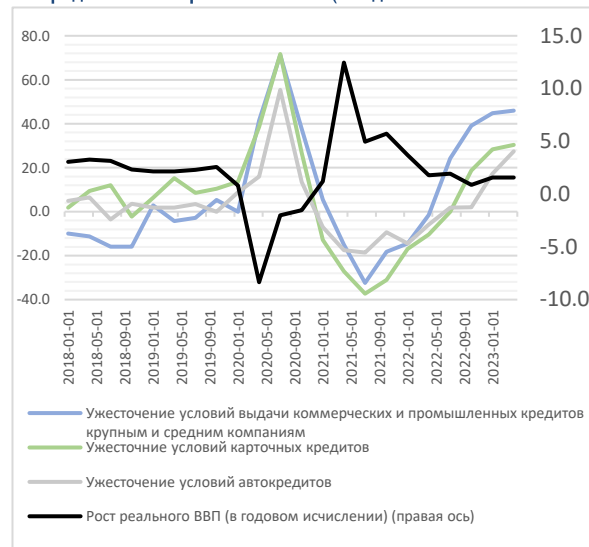
денежно-кредитной политики и приблизится к долгосрочному устойчивому уровню только в конце среднесрочного горизонта.

По оценке Бюро экономического анализа Министерства торговли, в первом квартале индекс инфляции личных потребительских расходов³ в США замедлился более быстрыми темпами по сравнению с ожиданиями предыдущей программы, снизившись с 5,7% в предыдущем квартале до 4,9%, а годовой индекс потребительской инфляции составил в первом квартале 5,8%. Замедление личных потребительских расходов и потребительской инфляции в первом квартале в основном было обусловлено снижением цен на энергоносители, а также цен на поддержанные автомобили. Примечательно, что на рынке поддержанных автомобилей уже во втором квартале фиксируется рост цен за счет увеличения спроса. Ускорение инфляции наблюдается и в сфере услуг. Однако в условиях снижения цен на энергоносители во втором квартале 2023 года инфляция расходов на личное потребление в США продолжала замедляться, достигнув 4,4% г/г в апреле, в то время как потребительская инфляция замедлилась до 4,0% в мае. Тем не менее, общая инфляция по-прежнему остается выше целевого показателя инфляции ФРС США, чему способствует инфляция групп товаров потребительской корзины, отличающихся относительно «жесткими» ценами. Отметим, что в потребительской корзине без учета показателей топлива и продуктов питания в мае 2023 года, по сравнению с предыдущим месяцем, была зафиксирована инфляция на уровне 0,4% (около 5% в годовом выражении).

Рынок труда США остается «перегретым». Безработица в первом квартале 2023 года оставалась ниже допандемического уровня, составив 3,5%, а количество вакантных мест превышало количество безработных примерно в 1,5 раза. Эти факторы продолжают передавать инфляционное давление рынка труда на экономику.

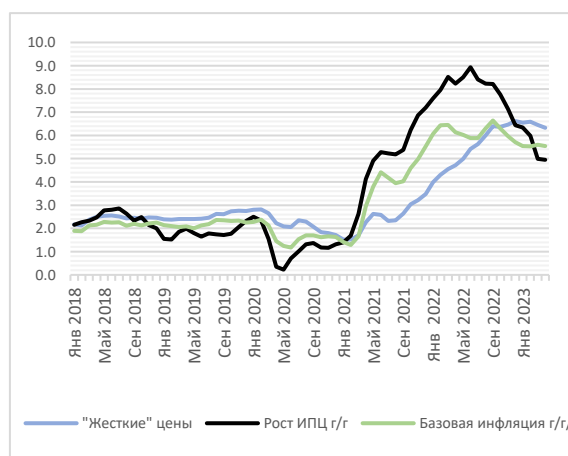
В этих условиях ожидается, что Федеральная резервная система США в ближайшее время продолжит проведение сдерживающей монетарной политики, обеспечив возврат инфляции к целевому уровню в конце горизонта. Однако, принимая во внимание ожидаемые последствия ужесточения условий кредитования, ФРС США прогнозирует более низкую траекторию

График 4
Ужесточение условий кредитования банками и рост кредитования и реального ВВП (в годовом)



Источник: Федеральная резервная система США

График 5
Инфляция и "жесткие" цены, рост в годовом выражении, скорректированный с учетом сезонности (%)



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

³ Целевой показатель инфляции расходов на личное потребление составляет 2%, что эквивалентно росту потребительских цен в среднем на 2,3%.

директивных процентных ставок по сравнению с предыдущими оценками.

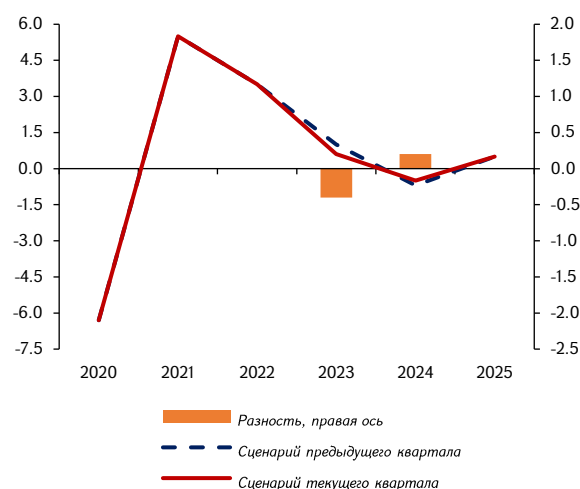
Экономика стран Еврозоны. По оценкам Евростата, в первом квартале 2023 года рост экономики еврозоны составил 1,0 п.п, что несколько ниже оценки сценария, представленного в предыдущей программе ЦБ РА. Отрицательный вклад в экономический рост внесли сокращение частного потребления, государственных расходов, а также резервов, в то время как по части чистого экспорта и инвестиций вклад был положительным. Принимая во внимание постоянно ужесточающиеся монетарные условия, а также влияние введенных против России жестких санкций на экономику еврозоны, ожидается, что экономический рост еврозоны в краткосрочном и среднесрочном отрезках будет формироваться на низких уровнях, близких к предыдущим оценкам.

Рынок труда в ЕС продолжает действовать в условиях «перегрева». Безработица снизилась и составила около 6%, но, с другой стороны, уровень участия в рабочей силе значительно вырос, превысив допандемический показатель. Предполагается, что эти условия еще будут сохраняться, вызывая инфляционное давление в некоторых отраслях экономики (особенно в сфере услуг).

12-месячная инфляция в еврозоне продолжает замедляться. В частности, в первом квартале 2023 года в еврозоне была зафиксирована инфляция 8,0% г/г вместо 10% инфляции в предыдущем квартале. Замедлению инфляции в большей части способствовали более низкие уровни цен на энергоносители; нефть и газ по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Во втором квартале 2023 года темпы инфляции продолжили замедляться, но по-прежнему остаются на значительно более высоком уровне, чем целевой показатель, установленный ЕЦБ, составив в мае 6,1% г/г. Следует отметить, что, в отличие от общей инфляции, базовая инфляция еще несколько ускорилась в первом квартале и начала замедляться только во втором квартале, но значительно медленными темпами, чем общая инфляция. В мае 12-месячная инфляция без учета энергетических и продовольственных показателей составила 6,9%.

Таким образом, с учетом вышеизложенного ожидается, что ЕЦБ продолжит ужесточение монетарных условий, обеспечив дальнейшее смягчение инфляционной среды и возвращение инфляции к целевому уровню в конце прогнозируемого горизонта.

График 6
Сценарий экономического роста ЕС (%)



Источники: Евростат, сценарий ЦБ РА

Экономика России.

По оценкам Росстата, в первом квартале 2023 года экономика России сократилась на 1,9% г/г, что является более положительным результатом по сравнению с оценками предыдущей программы ЦБ РА. Сокращению российской экономики в наибольшей степени способствовали отрасли оптовой и розничной торговли, а более позитивная динамика экономического роста, чем ожидалось, была обусловлена в основном увеличением объема выпуска в отрасли обрабатывающей промышленности. Стоит отметить, что спрос в России также восстанавливается быстрее, чем ожидалось, чему в значительной степени продолжают способствовать существенно стимулирующая налогово-бюджетная политика и восстановление частного потребления.

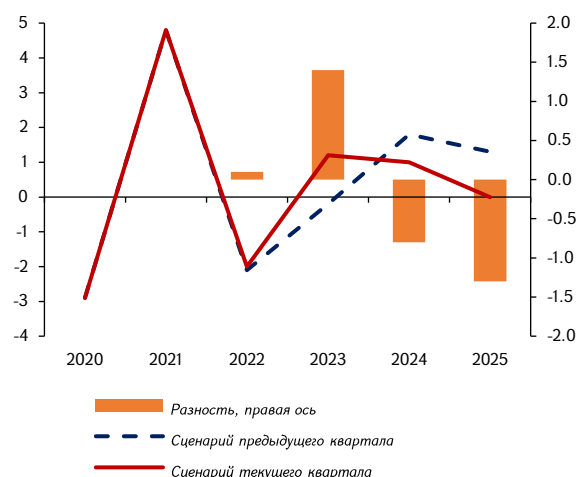
Согласно сценарию ЦБ РА в 2023 году развитие экономики России, по сравнению с предыдущим прогнозом, будет более позитивным: в течение года будет зарегистрирован примерно 1,2% рост экономики. Также следует отметить, что как в текущем году, так и на всем среднесрочном горизонте государственный бюджет в России будет дефицитным (до 2% ВВП в 2023 г. и до 1,4% в 2024 г.)⁴, однако, в отличие от текущего года, влияние налогово-бюджетной политики на экономику в последующие годы будет в основном нейтральным.

Наряду с более быстрым, чем ожидалось, восстановлением спроса наблюдается также быстрое сокращение профицита счета текущих операций, что, в свою очередь, приводит к обесцениванию номинального курса рубля и некоторому усилению инфляционных давлений.

В первом квартале 2023 года 12-месячная инфляция составила 8,7%, что значительно выше целевого уровня 4%, но с марта 12-месячная инфляция значительно снизилась, отражая влияние высокой инфляции, зафиксированной в марте прошлого года. Замедление инфляции продолжилось и во втором квартале 2023 года, составив в мае 2,5% г/г. Следует отметить, что, несмотря на замедление 12-месячной инфляции, инфляция в сфере услуг формируется на значительно более высоком уровне, среди прочих факторов, в основном отражая инфляционные эффекты постоянно “перегреваемого” рынка труда.

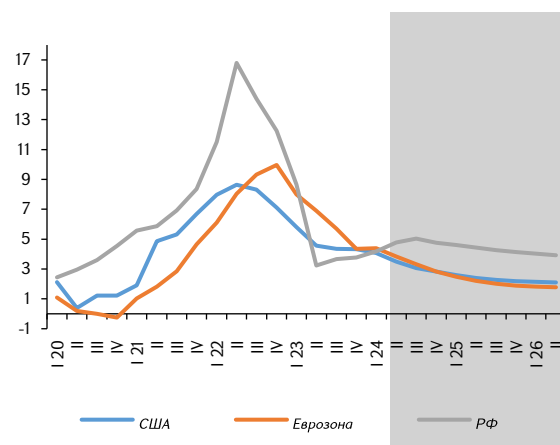
По текущим оценкам ЦБ РА, ЦБ России, в целях нейтрализации рисков ускорения инфляции и инфляционных ожиданий, несколько ужесточит денежно-кредитные условия в краткосрочной

График 7
Сценарий экономического роста России (%)



Источники: Росстат, сценарий ЦБ РА

График 8
Инфляция в странах-партнерах (%)



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

⁴ Федеральный бюджет России в 2023-2025 гг., Министерство финансов Российской Федерации.

перспективе, обеспечив приближение инфляции к целевому уровню в конце горизонта, намеченного денежно-кредитной политикой.

Рынки сырьевых и продовольственных товаров.

Наряду с ужесточением мировых финансовых условий, в первом квартале 2023 года цены продолжали снижаться почти на всех международных товарных рынках. Ожидается, что по мере полного восстановления цепочек поставок, а также замедления глобального спроса, продолжающегося на фоне ужесточения финансовых и налогово-бюджетных условий, реальные цены на сырьевые товары и продовольствие продолжат корректироваться в сторону понижения, приближаясь в среднесрочной перспективе к уровням, обуславливаемым долгосрочными фундаментальными факторами (см. врезку 1). В результате инфляционные эффекты, исходящие из товарных рынков на экономику РА, будут слабыми.

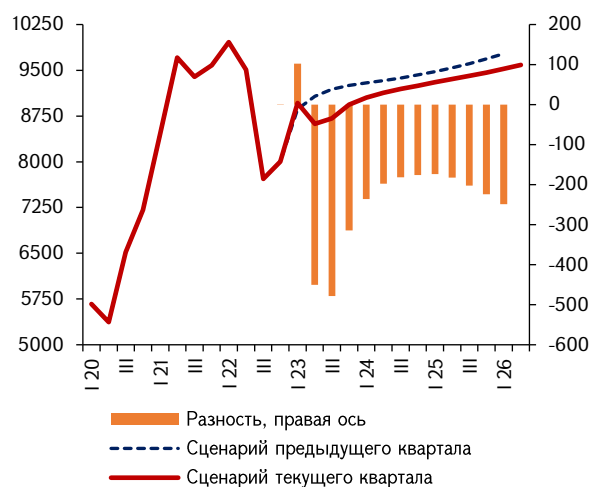
В первом квартале 2023 года, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, цены на международном рынке меди снизились примерно на 10% г/г, составив 8 900 долларов США за 1 тонну, в связи с продолжающимся ужесточением монетарных условий в мире. На фоне более быстрого замедления спроса, обусловленного сдерживающей денежно-кредитной политикой, проводимой в развитых странах, и ужесточением мировых финансовых условий, цены на медь в краткосрочной перспективе были пересмотрены в сторону некоторого понижения по сравнению с предыдущей программой ЦБ, а в среднесрочной перспективе ожидается определенное повышение международных цен на медь до 9,5 тыс. долларов США за тонну в конце горизонта.

Замедление мирового спроса влияет также на международный рынок нефти. В течение первого квартала 2023 года цены снизились примерно на 15% г/г, сформировавшись на уровне 82 долларов США за 1 баррель. Снижение мировых цен на нефть продолжилось и во втором квартале.

В целях обеспечения баланса спроса и предложения на международном рынке нефти и регулирования цен в апреле 2023 года страны-члены ОПЕК+ приняли решение сократить добычу нефти дополнительно на 1,6 млн баррелей в сутки до конца года (а затем продлить сокращение до конца 2024 года), что несколько смягчило дефляционные риски, связанные с замедлением спроса.

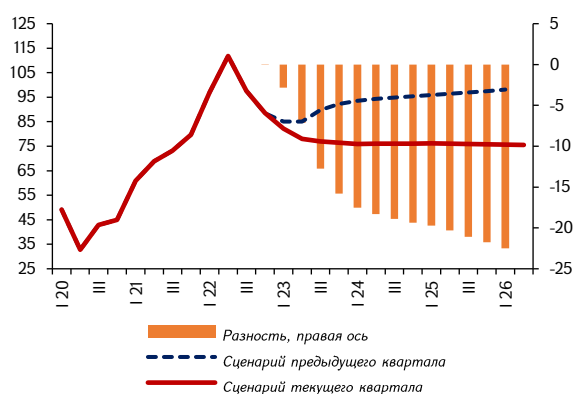
С учетом вышеизложенного, согласно текущему сценарию, представленному Центральным банком РА, цены на нефть в

График 9
Международные цены на медь



Источник: Всемирный банк,
сценарий ЦБ РА

График 10
Международные цены на нефть



Источник: Всемирный банк,
сценарий ЦБ РА

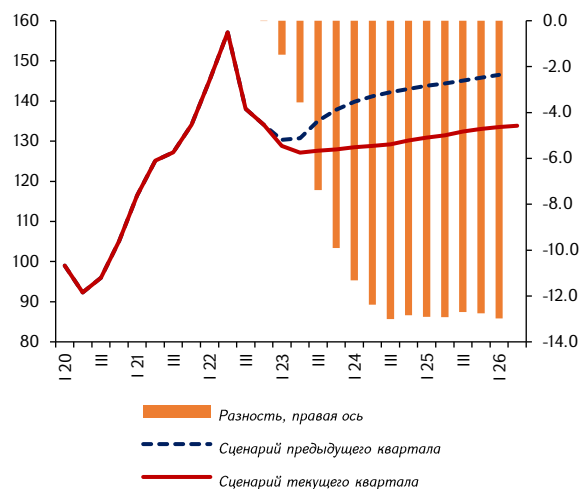
рассматриваемом горизонте составят около 75 долларов США за баррель.

В результате оптимистичных ожиданий относительно объемов предложения отдельных продуктов на рынках продовольственных товаров и ужесточения мировых финансовых условий в течение первого квартала 2023 года цены на продовольственные товары, кроме сахара и мясных продуктов, снизились, сформировавшись на несколько более низких уровнях по сравнению с предыдущими оценками Центрального банка. В частности, по итогам первого квартала 2023 года цены на продовольственную корзину по сравнению с уровнями аналогичного периода предыдущего года снизились примерно на 11,0%. Это было вызвано значительным снижением цен на растительное масло – более чем на 36% в годовом выражении, цен на молочную продукцию – примерно на 7% в годовом выражении и цен на зерно – примерно на 5%. Снижение цен практически на все товарные группы продолжается и во втором квартале.

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

График 11

Международные цены на продовольственные товары



Источник: ФАО, сценарий ЦБ РА

Врезка 1

“Супер-циклы” сырьевых и продовольственных товаров

Международные цены на сырье и продовольственные товары всегда отличаются высокой волатильностью, которая особенно усугубилась в начале пандемии Covid-19, из-за существенного роста неопределенности, широкого использования нетрадиционных мер стимулирующей денежно-кредитной политики и нарушений цепочек создания стоимости. Естественно, это также приводит к увеличению волатильности цен потребительской корзины стран. Указанная проблема особенно актуальна в таких развивающихся странах с открытой экономикой (в том числе в Армении), где велика доля импортных продуктов питания в потребительской корзине. В основном из-за этих факторов в последние годы как в РА, так и в других развивающихся и развитых странах наблюдается некоторый рост волатильности в поведении инфляции.

График 12

“Супер-циклы” реальных цен на сырьевые и продовольственные товары (ВСПИ)



Источник: оценка ЦБ РА

Несмотря на значительные колебания в краткосрочном отрезке, реальные цены товаров на сырьевых и продовольственных рынках проходят длительные периоды роста и падения, которые можно назвать “супер-циклами”. Примечательно также, что реальные (номинальные цены, скорректированные на прирост цен конечной общей потребительской корзины) цены (номинальные цены, скорректированные на общую инфляцию) этих товарных групп в среднем⁵ на очень длительном временном горизонте (за последние 100-150 лет) остаются почти неизменными (см. график 12⁶), а супер-циклы имеют примерно одинаковую продолжительность – 30-35 лет. Следовательно, согласно этой оценке, за последние примерно 125 лет было 4 “супер-цикла”, и в настоящее время рынки находятся на последнем отрезке 4-го цикла, что означает, что рынки прошли ценовой пик и в настоящее время близки к долгосрочному стабильному уровню, за которым последует фаза снижения цикла.

Причина возникновения “супер-циклов” (фаз роста) почти всегда одна и та же: формирование длительного, стабильного, высокого мирового спроса, в основном за счет резкого повышения уровня индустриализации в различных крупных экономиках (Erten and Ocampo, 2012), что происходит на фоне значительно более медленной, постепенной, запаздывающей с большим временным лагом реакции на увеличение предложения сырья (“time to build”)⁸. В случае указанных товарных групп, особенно сырья (нефть, металлы и др.), медленная реакция на увеличение их предложения обусловлена затратами, связанными с осуществлением масштабных инвестиций (start-up costs), для начала которых необходимо быть уверенным, что рост спроса не временный, что он останется высоким в течение определенного длительного периода времени (страхование выкупа инвестиций, Majd and Pindyck, 1987). В результате заметные инвестиции в увеличение предложения осуществляются через некоторое время (обычно через несколько лет) после увеличения спроса, а от начала инвестиций до производства или выпуска проходит еще несколько лет (Radetzki et al. 2008).

График 13

Связь между “супер-циклами” товарно-сырьевого и глобального роста



Источники: Всемирный банк, оценка ЦБ РА

⁵ Это относится к динамике общих индексов, содержащих все основные продовольственные и сырьевые товары.

⁶ Эти оценки основаны на результатах исследования, проведенного Банком Канады в 2016 году <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2016/11/boc-review-autumn16-buyuksahin.pdf>, с использованием методологии Colletti (1993г.) и Christiano и Fitzgerald (2003г.).

⁷ Индекс цен на товары и продукты питания, рассчитываемый Банком Канады (BCPI – Bank of Canada Commodity Price Index), который включает 26 групп товаров <https://www.bankofcanada.ca/rates/price-indexes/bcpi/>.

⁸ Непрерывный высокий рост промышленности в США и других странах в начале XIX века, высокий рост в 1930-х годах (в довоенный период) оборонной и военной промышленности почти во всем мире, начало стремительного промышленного роста в Китае в конце XX века и в целом рост свободной торговли в мире на фоне усиливающейся глобализации. “Супер-цикл” в 1970-х годах связан с многочисленными долгосрочными сбоями в цепочке поставок из-за геополитических событий.

Так, фаза роста “супер-циклов” формируется в случае значительного дефицита товаров (высокий спрос и относительно стабильное, затем более медленно растущее предложение), а фаза спада, наоборот, формируется при избытке товаров (ослабление спроса и пока еще растущее высокими темпами, а затем медленно корректируемое предложение).

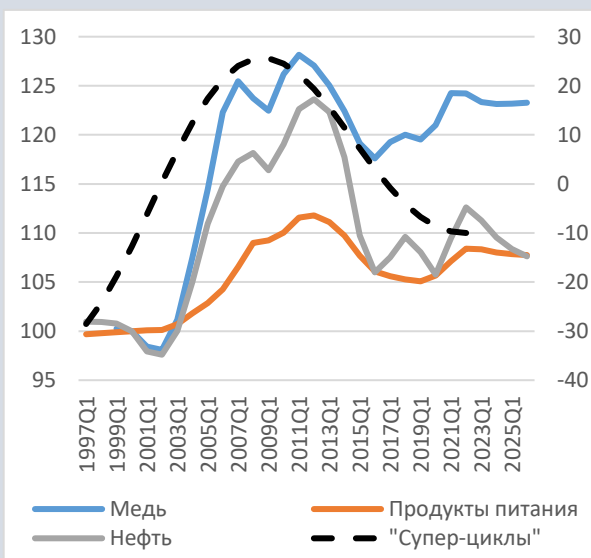
При рассмотрении товарно-сырьевых “супер-циклов” в этом контексте следует отметить, что в настоящее время в силу как наблюдаемых явлений деглобализации (сегментация стран, «торговые войны», применение жестких экономических санкций), так и поддержания высокого уровня неопределенности относительно геополитических событий и других факторов мы находимся в глобальной фазе спада “супер-циклов”⁹ (см. график 13).

Также следует отметить, что в течение 2020-2022 гг., в основном из-за значительного роста временного спроса, с одной стороны (значительно стимулирующая денежно-кредитная и фискальная политика практически во всем мире), а с другой - сбоев в производственно-сбытовых цепочках, цены на сырье и продукты питания значительно выросли, значения которых сформировались выше уровней, обуславливаемых долгосрочными факторами.

Предполагается, что за счет постепенной нейтрализации указанных факторов, значительного восстановления производственно-сбытовых цепочек и быстрого ужесточения монетарной и фискальной политик (особенно ДКП), сокращения ликвидности и «нормализации» финансовых условий (см. “Отбзор инфляции за 1 квартал 2022 г.”, врезка 1), реальные цены на сырье и продукты питания в ближайшие годы продолжат корректироваться в сторону понижения, приближаясь к долгосрочным “фундаментальным” уровням. В результате, Центральный банк пересмотрел оценки относительно тенденций реальных цен на сырье и продовольственные товары соответствующим образом (см. график 14).

⁹ “Супер-циклы” глобального роста оцениваются по той же методологии, что и для оценки сырья и продовольственных товаров.

График 14
Оценка ЦБ РА среднесрочной динамики реальных цен на сырье и продовольственные товары (индекс, 2000 = 100)



Источник: оценка ЦБ РА

2.2. Сценарий развития во внутренней экономике

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

Во втором квартале 2023 года в условиях сохраняющихся медленных темпов экономического роста в основных странах-партнерах РА и продолжающегося смягчения инфляционной среды инфляционные воздействия мировой экономики на экономику РА значительно ослабевают.

Премия за страновой риск РА, обусловленная фундаментальными факторами значительного снижения долговой

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

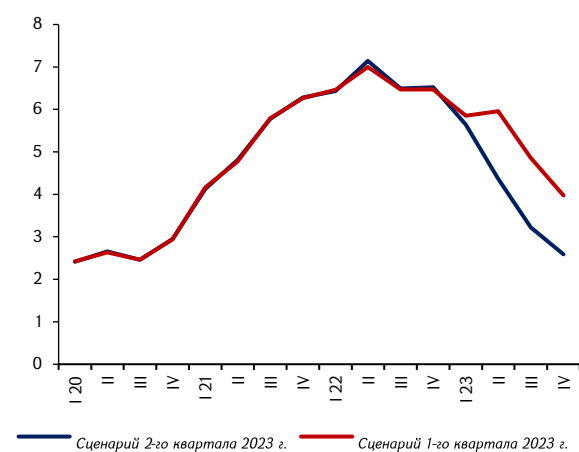
Тенденции высокой экономической активности в экономике РА сохраняются. В частности, в апреле 2023 года был зафиксирован рост экономической активности на 12,1%, чему в основном способствовали положительные сдвиги, зафиксированные в секторе строительства и услуг (особенно ИТ). Следует отметить, что хотя начиная со второй половины текущего года вклад ИТ-сектора в экономический рост несколько ослабнет, рост производительности в этом секторе сохранится на высоком уровне, способствуя большему увеличению потенциала экономики в среднесрочной перспективе по сравнению с предыдущими оценками.

В первые месяцы 2023 года наблюдался наиболее большой наплыв туристов, чем ожидалось. Ожидается, что на сформировавшийся в текущем году высокий спрос положительное влияние окажет также восстановление внутреннего спроса. В результате предполагается, что разрыв спроса, хотя и является несколько более положительным по сравнению с предыдущими оценками, в ближайшее время закроется под влиянием жестких монетарных и фискальных условий, способствуя стабилизации инфляционной среды.

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

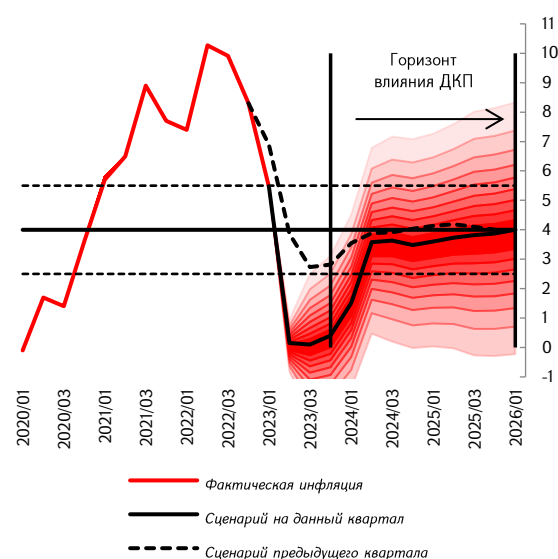
В результате, из-за продолжающегося ослабления инфляционного воздействия мировой экономики на экономику РА, сдерживающей денежно-кредитной политики, проводимой Центральным банком РА, и укрепления драма, в РА наблюдается значительное снижение цен, в частности, на импортные продукты питания, а инфляционная среда продолжает смягчаться быстрыми темпами. Произошло значительное снижение цен на импортируемые

График 15
Оценка краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: оценка ЦБ РА

График 16
Распределение вероятностей сценария 12-месячной инфляции в 3-годовом горизонте



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

продукты питания. Однако в условиях высокого спроса и инфляционных ожиданий инфляция в сфере услуг и некоторых товаров корректируется медленнее (см. врезку 3).

В сложившейся ситуации Совет ЦБ принял решение снизить ключевую ставку на 0,25 п.п., установив ее на уровне 10,5%.

В сложившейся ситуации Совет ЦБ принял решение снизить ключевую ставку на 0,25 п.п.

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

12-месячная инфляция будет оставаться ниже целевого уровня в ближайшее время, достигнув 0,4% на конец 2023 года.

Таблица 1.

	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
II кв. 2023	93.8%	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%
III кв. 2023	72.6%	22.3%	5.2%	0.0%	0.0%
IV кв. 2023	63.5%	26.1%	10.2%	0.1%	0.0%
I кв. 2024	38.0%	32.1%	28.5%	1.4%	0.2%
II кв. 2024	8.5%	19.5%	55.6%	12.5%	4.1%
III кв. 2024	10.3%	18.7%	51.5%	13.6%	6.0%
IV кв. 2024	12.0%	19.8%	50.1%	12.6%	5.5%
I кв. 2025	11.4%	18.8%	49.8%	13.5%	6.5%
II кв. 2025	11.5%	17.7%	48.0%	14.6%	8.3%
III кв. 2025	12.7%	16.7%	44.7%	15.1%	10.8%
IV кв. 2025	12.6%	16.4%	44.2%	15.3%	11.5%
I кв. 2026	12.0%	15.6%	43.6%	15.9%	12.9%

2.2.2. Экономическая активность¹⁰

Оценка экономического роста РА по сравнению с предыдущим сценарием ЦБ пересмотрена в сторону повышения.

В 2023 году экономический рост составит 6,9% по сравнению с предыдущей оценкой в 5,9%. Рост будет по-прежнему в

Оценка экономического роста РА по сравнению с предыдущим сценарием ЦБ пересмотрена в сторону повышения. В 2023 году экономический рост составит 6,9% по сравнению с предыдущей оценкой в 5,9%.

значительной степени поддерживаться зарегистрированным и ожидаемым высоким ростом в секторе услуг и строительства.

В секторе услуг в 2023 году ожидается высокий рост, обусловленный определенным ростом производства и мощностей (особенно в секторе ИТ-услуг) и, в частности, сохранением высокого внешнего спроса в первой половине года, который в значительной степени выражается в высоких темпах роста в секторах размещения, общественного питания и транспорта, а также в продолжающихся пол ожительных сдвигах в торговле.

Рост сектора строительства во многом будет обусловлен сохранением активности в строительстве жилых домов, осуществляемом организациями в сфере недвижимости, а также увеличением объемов строительных работ, направленных на эксплуатацию Амулсарского рудника со второй половины 2023 года.

Вклад других отраслей экономики в экономический рост будет слабым. В частности, существенных положительных сдвигов в сельскохозяйственном секторе по сравнению с предыдущей программой не ожидается. Здесь темпы роста останутся низкими вследствие сокращения посевных площадей и продолжающегося сокращения производства в секторе животноводства. А рост промышленного сектора будет положительно поддерживаться ростом обрабатывающей промышленности за счет низкого роста мощностей в условиях устойчивого внешнего спроса.

В прогнозируемом горизонте потенциальные уровни ВВП и экспорта, по оценкам, также будут несколько выше, что обусловлено продолжающимся наращиванием мощностей, главным образом в секторах ИТ-услуг и обрабатывающей промышленности. Эти секторы в основном поддерживаются за счет притока капитала и рабочей силы (преимущественно из РФ).

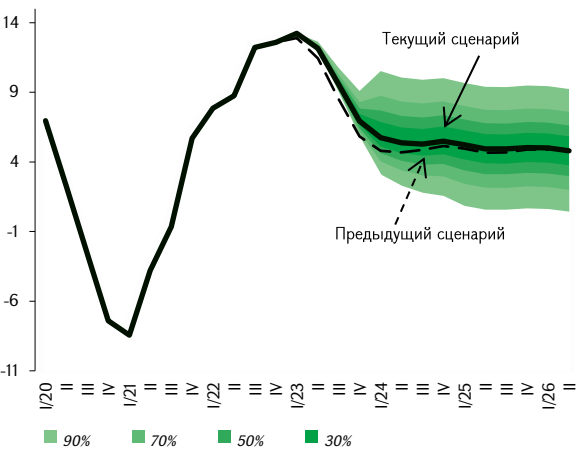
Таблица 2

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
Период	Интервал 30% вероятности	Интервал 90% вероятности
2023 январь-декабрь / 2022 январь-декабрь	6.7 - 7.4	5.7 - 9.1
2024 январь-декабрь / 2023 январь-декабрь	4.6 - 6.6	1.5 - 10.0

¹⁰ Прогноз экономического роста в цифрах см. в графике 17, таблице 2.

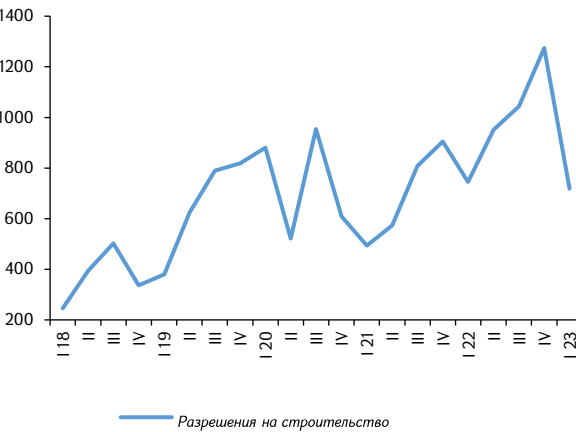
¹¹ Темп роста каждого квартала рассчитывается как кумулятивный темп роста за последние 4 квартала

График 17
Распределение вероятностей сценария реального (кумулятивного)¹¹ роста ВВП в 3-голичном



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

График 18
Разрешения на строительство



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

2025 январь-декабрь / 2024 январь-декабрь	4.0 – 6.1	0.6 – 9.5
2026 январь-июнь / 2025 январь-июнь	3.8 – 5.8	0.4 – 9.2

Внутренний спрос. Предусматриваемая на 2023 года более высокая экономическая активность будет в основном связана с более высоким ростом частных расходов. В частности, с учетом накопления сбережений, в основном, в частных предприятиях, а также фактических объемов незавершенного строительства в текущем году ожидается ускорение роста частных инвестиций.

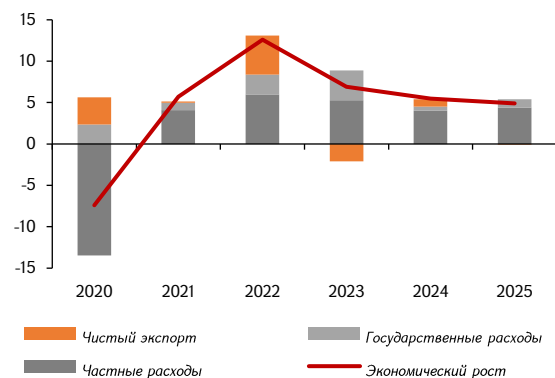
Хотя высокие темпы роста частных инвестиций несколько снизятся в среднесрочной перспективе, они все же останутся на высоком уровне, способствуя росту ВВП и экспортного потенциала. Рост внутреннего частного потребления по-прежнему будет оставаться низким по сравнению с экономическим ростом, хотя темпы его роста несколько ускорятся.

Внешний спрос. В течение 2022 года дефицит счета текущих операций, по сравнению с предыдущим годом, значительно уменьшился и составил 0,9%. В 2022 году были зафиксированы положительные эффекты, исходящие из внешнего сектора на экономику РА. Это выражалось в увеличении фактического и потенциального уровней экспорта товаров и, особенно, в больших объемах экспорта туризма. В то же время на фоне высокого уровня экономической активности рост импорта товаров и услуг также был высоким, хотя и отставал от роста экспорта. В результате в 2022 году воздействие внешнего спроса на ВВП было положительным.

В течение 2023 года показатель дефицита счета текущих операций к ВВП увеличится по сравнению с предыдущим годом и составит 1,7%. В 2023 году рост экспорта и импорта товаров и услуг несколько стабилизируется после высокого роста предыдущего года. Экспортные возможности РА в Россию продолжают расширяться с учетом определенного увеличения экспортного потенциала. С точки зрения экспорта услуг ожидается сохранение высокого притока иностранных посетителей. При этом сохранится высокий рост экспорта ИТ-услуг, хотя во второй половине текущего года он несколько замедлится. В результате предполагается, что в 2023 году рост реального экспорта товаров и услуг будет высоким по сравнению с показателем предыдущего сценария и сформируется на уровне 18,7%. В условиях высоких доходов, зафиксированных в течение предыдущего года, при определенной активизации

График 19

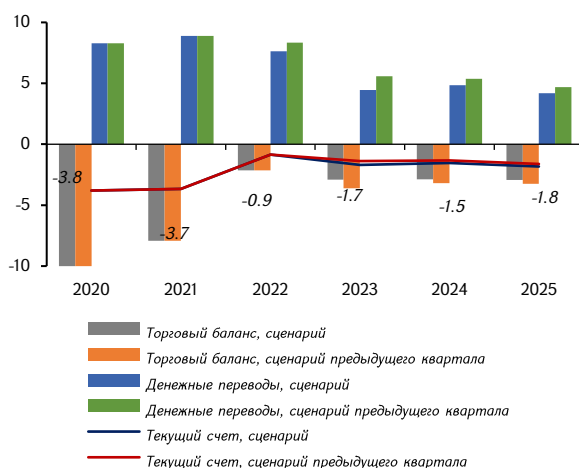
Вклад компонентов спроса в рост (процентные пункты)



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

График 20

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



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

внутреннего спроса и инвестиционной деятельности в 2023 году рост реального импорта товаров и услуг также будет на высоком уровне, составив 22,1%.

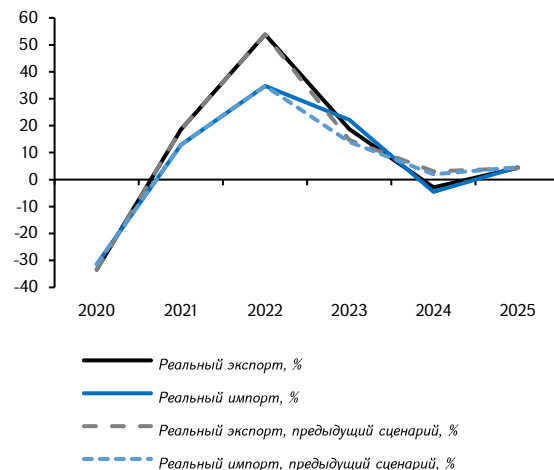
В течение 2023 года потоки денежных переводов физических лиц¹² как из России, так и из США снизятся по сравнению со сформировавшимися высокими уровнями, отчасти из-за замедления экономической активности в странах-партнерах.

В среднесрочной перспективе постепенная корректировка высокого внешнего спроса будет выражаться в увеличении показателя соотношения дефицита счета текущих операций к ВВП, но в среднесрочной перспективе он все еще будет ниже расчетного равновесного уровня в пределах 4,0-6,0%. Это будет обуславливаться положительными эффектами экспорта драгоценных металлов в результате эксплуатации Амулсарского рудника начиная с 2024 года.

В результате предполагается, что в ближайшее время положительный разрыв ВВП будет закрыт, а экономический рост замедлится из-за постепенного ослабления внешнего спроса. Тем не менее, среднесрочный экономический рост будет выше оценки предыдущего квартала, что также отражает потенциальный рост ВВП благодаря более позитивным изменениям на рынке труда и росту производительности. В результате экономический рост в конце прогнозируемого периода по-прежнему будет составлять около 5%, что также отражает положительный эффект от эксплуатации Амулсарского золотого рудника в среднесрочной перспективе, после чего он снизится почти до устойчивого уровня в 4,5%.

Налогово-бюджетная политика¹³. Учитывая прогнозируемый высокий экономический рост в 2023 году, оценивается, что влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет сдерживающим. По сравнению с скорректированным планом государственного бюджета на 2023 год за первые 5 месяцев текущего года зафиксировано перевыполнение доходной части государственного бюджета и недовыполнение расходной части, в результате образовался значительно меньший

График 21
Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочной перспективе, (%)



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

¹² В 2022 году в официальную статистику платежного баланса внесены изменения в части отражения доходов, полученных релокантами в РА, и в этом случае чистый приток доходов сезонных рабочих теперь оценивается на самом низком уровне.

¹³ 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 текущими решениями Правительства), текущими развитиями и оценками ЦБ, составленными на их основе.

дефицит государственного бюджета, чем планировалось. Однако следует также отметить, что превышение показателей по сбору доходов во многом связано с более высоким, чем ожидалось, уровнем налога на прибыль, что является результатом высокого экономического роста в предыдущем году. По остальным видам налогов, кроме налога на прибыль, есть небольшие недовыполнения по сравнению с планом. Поэтому, несмотря на то, что в начале 2023 года сохраняются высокие темпы роста экономической активности, в 2023 году ожидается более высокий экономический рост, сбор налогов оценивается в соответствии с планом.

Ожидается, что в текущем году государственные капиталовложения значительно увеличатся, что окажет значительное влияние на экономический рост. Хотя рост государственных инвестиций и в последующие годы сохранится на высоком уровне, вклад в экономический рост уже будет значительно меньше.

Таким образом, по текущей оценке ЦБ, в 2023 году соотношение налогов к ВВП¹⁴ составит 23,7%, что является отражением несколько более медленного роста сбора налогов по сравнению с ростом ВВП.

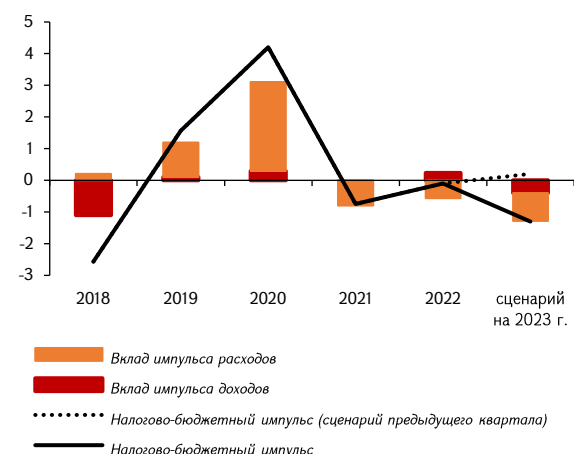
Расходы государственного бюджета в январе-мае 2023 года были недовыполнены в основном по части капитальных затрат. В последние месяцы темпы расходов несколько замедлились, в результате чего предусматривается выполнение программы расходов на 98%, или около 57 млрд драмов меньше расходов. Потекшей оценке ЦБ РА, в 2023 году государственные расходы составят около 2,5 трлн драмов, а соотношение расходов к ВВП составит 26,6%, снизившись на 1,1 п.п. по сравнению с предыдущей оценкой.

В результате предполагается, что в 2023 году соотношение дефицита к ВВП составит 1,3%, снизившись на 1,0 п.п. по сравнению с 2022 годом.

Таким образом, после корректировки расходов и доходов государственного бюджета за счет потоков, не влияющих на совокупный спрос, в 2023 году по сравнению с 2022 годом налогово-бюджетная политика будет иметь более сдерживающий эффект - примерно на 1,3 п.п. Это будет обусловлено сдерживающими импульсами как расходов, так и доходов.

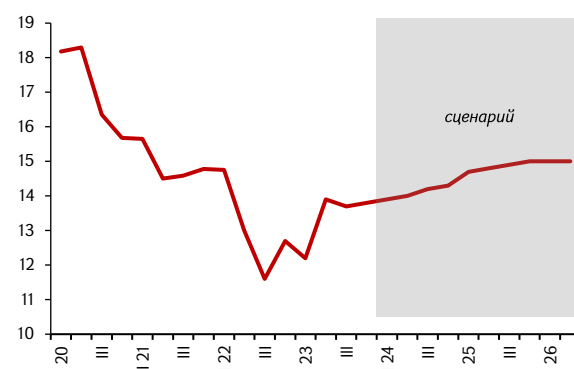
В среднесрочной перспективе, исходя из плана государственных среднесрочных расходов на 2024-2026 гг., влияние налогово-бюджетной политики будет нейтральное в связи с

График 22
Сценарий налогово-бюджетного импульса (процентные пункты)



Источник: сценарий ЦБ РА

График 23
Уровень безработицы (%)



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

В 2023 году по сравнению с 2022 годом налогово-бюджетная политика будет иметь более сдерживающий эффект - примерно на 1,3 п.п.

¹⁴ Показатели ВВП, используемые в программе, являются оценками ЦБ.

ожидаемым большим объемом капитальных затрат и некоторым замедлением темпов роста ВВП в этот период. Также ожидается постепенное сокращение дефицита бюджета и долговой нагрузки за счет увеличения налоговых поступлений и улучшения структуры расходов.

Рынок труда. В 2023 году ожидается примерно 13,4% уровень безработицы, что несколько ниже своего долгосрочного устойчивого уровня. Это обусловлено увеличением уровня занятости в условиях высокого спроса в краткосрочной перспективе. В среднесрочной перспективе, в результате некоторой корректировки спроса и потенциального роста, уровень безработицы стабилизируется около расчетного естественного уровня в 15%.

В 2023 году в результате высокого спроса на рынке труда, с одной стороны, и роста производительности труда, с другой стороны, ожидается довольно высокий рост заработной платы в частном секторе, который составит около 18%. Однако следует отметить, что в последнее время в условиях ослабления инфляции и инфляционных ожиданий рост заработной платы населения замедлился и несколько стабилизировался. В среднесрочной перспективе, при урегулировании спроса и инфляции, ожидается, что рост частной заработной платы стабилизируется на уровне базовых 7-8%.

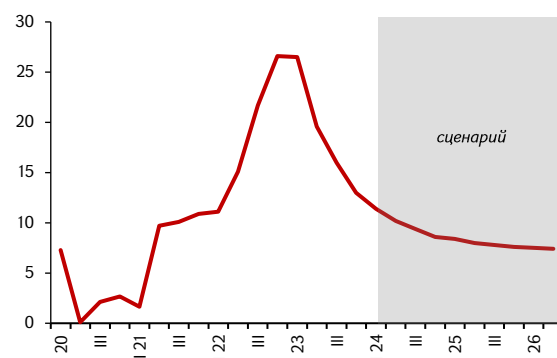
Таким образом, инфляционное давление со стороны рынка труда несколько ослабнет в 2023 году благодаря опережающему росту заработной платы в частном секторе в сочетании с повышением производительности, а удельные затраты на оплату труда в среднесрочной перспективе стабилизируются на уровне около 4%.

2.2.3. Основные суждения и риски

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

График 24

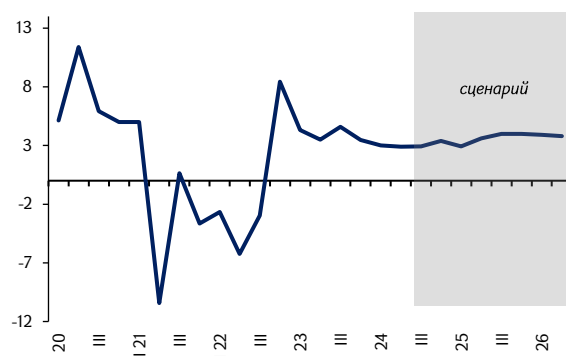
Заработная плата частного сектора, рост в годовом выражении (%)



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

График 25

Рост затрат на рабочую силу в годовом выражении (%)



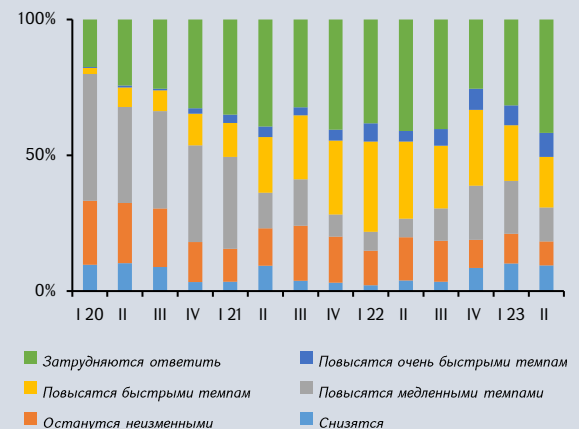
Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

**Результаты опросов домашних хозяйств и участников
финансового сектора относительно их ожиданий**

Результаты проведенного Центробанком опроса среди домохозяйств об ожидаемых изменениях некоторых макроэкономических показателей во втором квартале 2023 года свидетельствуют об увеличении неопределенности в отношении инфляции. В частности, среди опрошенных домохозяйств уменьшилась доля домохозяйств, как ожидающих высокую инфляцию, так и ожидающих низкую инфляцию в годовом горизонте. Причем доля ожидающих низкую инфляцию уменьшилась в большей степени.

Стоит отметить, что хотя инфляционные ожидания домашних хозяйств в последнее время несколько снизились, они по-прежнему остаются относительно высокими.

График 26
Инфляционные ожидания домохозяйств, опрос



Источник: ЦБ РА

Таблица 3. Суждения по представленному сценарию

Основные суждения и предположения	Вероятные последствия в случае реализации данного предположения
Санкции, введенные против России, сохранятся на протяжении всего горизонта политики.	✓ Экономический рост в США и Еврозоне, одних из основных стран-торговых партнеров РА, будет продолжать развиваться на низких уровнях, а восстановление экономики в России будет происходить более быстрыми темпами, в основном за счет более быстрого восстановления обрабатывающей промышленности и роста сектора строительства.
Банкротства некоторых банков финансового сектора США, отмеченные в последнее время, не будут носить системного характера, в том числе в результате адекватных мер политики.	✓ Продолжится корректировка цен в сторону понижения на рынках сырья и продовольственных товаров.
Ужесточение условий кредитования банковской системой США окажет негативное влияние на реальный сектор в среднесрочной перспективе.	✓ Среди основных стран-партнеров, в США и ЕС, инфляция будет по-прежнему зависеть от снижения цен на товарно-сырьевых рынках, но инфляция в секторе услуг останется на высоком уровне.
Налогово-бюджетная политика в России будет дефицитной на всем горизонте политики, восстановление частного спроса будет более быстрым.	✓ Инфляция товаров с относительно “жесткими” ценами сохранится на высоком уровне. Европейский центральный банк, регулирующий монетарную политику стран еврозоны, одной из основных стран-партнеров Армении, продолжит несколько
Одобренное странами-членами ОПЕК+ соглашение о сокращении добычи нефти еще на 1,6 млн баррелей в сутки с апреля 2023 года будет эффективно действовать до конца 2024 года.	

Наряду с продолжающимся замедлением мирового спроса на фоне ужесточения экономической политики, а также с полным восстановлением цепочек поставок, реальные цены на сырьевые и продовольственные товары будут продолжать снижаться, формируясь в среднесрочной перспективе на уровнях, определяемых фундаментальными факторами.	ужесточать жесткие монетарные условия, а Минфин США сохранит жесткие условия. Инфляция в указанных странах постепенно вернется к целевому уровню только в конце горизонта политики.
Ожидается, что денежно-кредитная политика окажет сдерживающее воздействие как на расходы, так и на доходы в 2023 году.	✓ В 2023 году ожидается сдерживающий эффект денежно-кредитной политики на 1,3 п.п. (при выполнении годового плана налоговых поступлений и 98% выполнении скорректированного плана расходов), в основном за счет поддержания уровня расходов в условиях более высокого экономического роста. В среднесрочной перспективе, исходя из плана государственных среднесрочных расходов на 2024-2026 гг., ожидается слабый стимулирующий эффект налогово-бюджетной политики.
Экспортные возможности Армении продолжают расширяться с учетом роста потенциала обрабатывающей промышленности и ИТ-сектора, а также сохранения высокого внешнего спроса.	✓ Определенные положительные сдвиги в обрабатывающей промышленности будут сохранены при некотором расширении производственных мощностей. ✓ В случае сохранения потока иностранных посетителей положительные тенденции внешнего спроса сохранятся в краткосрочной перспективе. ✓ В краткосрочной перспективе сохранится высокий рост сектора информационно-коммуникационных технологий, который в 2023 году окажет на потенциал ВВП в среднем положительное влияние, порядка 1,8-2,0 п.п.
В среднесрочной перспективе ожидается определенный положительный вклад горнодобывающей промышленности в рост потенциала ВВП.	✓ Эксплуатация Амулсарского рудника положительно повлияет на рост потенциального уровня РА в течение 2023-2025 гг. . В частности, в 2023 году вклад пуска Амулсара в ускорение потенциального роста выразится в высоком росте строительной отрасли и активизации инвестиций (около 1,0 п.п. в ВВП), а в 2024 году, в некоторой степени и в 2025 году, в расширении производственно-экспортного потенциала (дополнительно около 2,0 п.п. общего влияния на ВВП).

Сценарные риски

В регионе и во всем мире продолжает сохраняться высокий уровень геополитической неопределенности, что порождает риски и угрозы стабилизации мировой экономики, обеспечению и восстановлению нормального функционирования международных рынков сырья, продовольствия и финансов, а также функционированию 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 неопределенности прогнозов 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 в США и Еврозоне “перегреты”. Безработица находится на исторически низком уровне, и продолжают сохраняться высокие темпы создания новых рабочих мест, особенно в сфере услуг. В условиях сохранения этих тенденций может сохраниться высокий рост заработной платы в отдельных отраслях, что создаст дополнительные инфляционные риски. В России рынок труда также продолжает “перегреваться”, поддерживая определенные риски ускорения инфляции.
- Проблемы в банковской системе США могут носить системный характер и оказывать существенное влияние на сокращение мирового спроса.
- Налогово-бюджетная политика в России может оказаться более стимулирующей, чем ожидалось, способствуя более быстрому восстановлению спроса в экономике и расширению инфляционной среды.
- В условиях текущих геополитических событий в регионе, в связи с продолжительностью и объемом ожидаемого притока иностранных гостей, туристов и финансов, влияние последних на экономику РА в основном создает риски положительного спроса.
- В случае ухудшения ситуации с безопасностью в РА и/или регионе может наблюдаться отток иностранных посетителей

и капитала, который может иметь как инфляционные (обесценение обменного курса), так и дефляционные (снижение внешнего спроса) эффекты.

- Возможное замедление сезонной миграции из РА и денежных переводов в РА в связи с неблагоприятной экономической конъюнктурой в РФ и ограничениями движения капитала, а также улучшением условий труда в РА, с одной стороны, создает риски с точки зрения замедления потребления и, с другой стороны, роста предложения труда в отечественной экономике.
- С точки зрения налогово-бюджетной политики в основном существуют риски содействия сдерживанию инфляционной среды в краткосрочной перспективе в случае недовыполнения запланированных капитальных затрат на значительно более высоких уровнях.
- В условиях значительного положительного спроса возникают трудности с привлечением дополнительной рабочей силы и ресурсов, особенно в отдельные отрасли экономики, в этом случае возникают риски нелинейного воздействия на инфляцию.
- В результате превышения показателей инфляции целевого уровня в РА в течение длительного периода времени, пока сохраняются риски ослабления фиксации долгосрочных инфляционных ожиданий.
- В условиях формирования высокого уровня накопленных сбережений в частном секторе, в краткосрочной перспективе существуют инфляционные риски, главным образом связанные с ускорением роста потребления и вложений.

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

- Риски, связанные с оценками цен на сырье и продовольственные товары, обусловлены темпами замедления спроса в мировой экономике, степенью будущего ужесточения денежно-кредитной политики Федеральной резервной системой США, темпами восстановления спроса в Китае, так и возможным нарушением всех цепочек и натуральных объемов поставок на международных рынках из-за эскалации российско-украинского конфликта.
- В условиях сохраняющейся геополитической напряженности существуют риски деглобализации и вытекающие, в основном, из этого 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, оно будет иметь преимущественно дефляционный эффект в результате опережающего роста совокупного предложения.
- В случае сохранения благоприятных погодных условий существуют риски получения более высоких, чем в среднем, урожаев сельскохозяйственной продукции с соответствующими дефляционными эффектами.
- В случае сохранения напряженности на границе РА, высокой геополитической и региональной неопределенности возникают инфляционные риски, связанные с чрезмерной реакцией финансовых рынков и повышением премии за страновой риск РА.

В среднесрочной перспективе риски отклонения инфляции от прогнозной траектории 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 факторами:

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

предусмотренных программой государственных среднесрочных расходов бюджета.

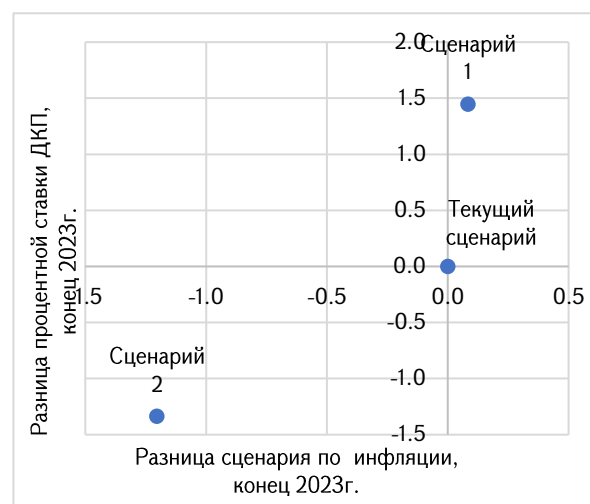
- Отрицательные риски, связанные с напряженностью на границе и геополитической и региональной неопределенностью.
- Преимущественно положительные риски, связанные с ускорением инвестиций за счет накопления сбережений в частном секторе.
- Реализация проекта ЕС “Восточное партнерство”, предусматривающего 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, притока капитала и рабочей силы в Армению, направлениями использования масштабных сбережений, накопленных в реальном секторе экономики, Центральный банк пытается снизить возможные риски, возникающие из-за этих неопределенностей, путем построения и обсуждения различных сценариев развития ситуации. В частности, в силу специфики текущего этапа, среди возможного проявления многих рисков, были подробно рассмотрены два типовых сценария экономического развития, предполагающих относительно более жесткую или мягкую денежно-кредитную политику по сравнению с представленным сценарием.

- Инфляционные ожидания остаются на высоком уровне в условиях высокой инфляционной среды и устойчивого спроса в течение длительного периода времени. При этом определенные поведенческие изменения, наблюдаемые в группах товаров с “жесткими” ценами (увеличение удельного веса товаров, зафиксировавших повышение цены в группе общих услуг по сравнению со средними ценами за определенный длительный период времени), будут сохраняться, способствуя сохранению инфляции услуг и некоторых продуктов на постоянно высоком уровне. Даже при нахождении общей инфляции ниже целевого уровня это может привести к ослаблению фиксации инфляционных ожиданий и снижению доверия к Центральному банку, что сделает достижение целевого уровня инфляции более затратным. В результате Центальному банку потребуется

График 27

Вероятные сценарии экономического развития в текущей ситуации



Источник: сценарий ЦБ РА

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

- Хотя в настоящее время быстро снижающиеся цены на импортные продовольственные товары на международных рынках в значительной степени способствуют быстрому снижению инфляции, их быстрая корректировка может существенно способствовать быстрому снижению инфляционных ожиданий в экономике. Более того, по некоторым оценкам, явления международной дефляции в ценах на отдельные продовольственные товары еще не в полной мере отражаются в ценах на местных рынках. В такой ситуации 12-месячная инфляция будет снижаться значительно быстрее, чем в сценарии, представленном в текущей программе, способствуя снижению себестоимости продукции в других секторах, а также продолжающемуся ослаблению краткосрочных инфляционных ожиданий. В этом случае Центральный банк РА обеспечит достижение целевого уровня инфляции в среднесрочной перспективе путем реализации более мягкой политики по сравнению с представленным сценарием (сценарий 2).

Примечательно, что были рассмотрены возможности принятия монетарных мер в соответствии с этими сценариями, что позволит при проявлении первых признаков материализации этих рисков реагировать на них соответствующим образом.

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ПЕРВОГО КВАРТАЛА 2023 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

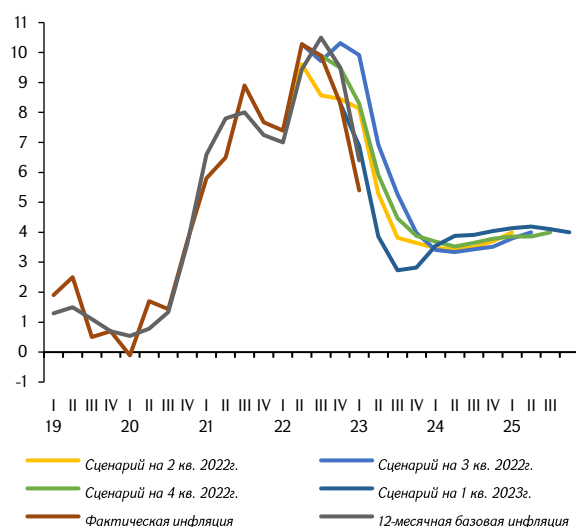
Согласно основным суждениям сценария, представленного в программе на второй квартал 2022 года, инфляционная среда в ближайший год должна была остаться высокой из-за исходящих из внешних рынков инфляционных эффектов в результате эскалации российско-украинского конфликта и высокого спроса, формируемого в экономике РА в условиях предполагаемого притока иностранных гостей и финансовых ресурсов. При этом предусматривалось, что влияние глобальных инфляционных явлений и внешнего спроса, являющихся преобладающими факторами инфляции, на фоне происходящего укрепления драма в течение года будет ослабевать, нивелируя риски, связанные с инфляцией и инфляционными ожиданиями. В результате, полагалось, что в условиях ужесточения денежно-кредитной политики и ожидаемых макроэкономических изменений, 12-месячная инфляция в среднесрочной перспективе будет постепенно снижаться и укрепится вблизи целевого уровня 4%.

В течение отчетного периода 12-месячная инфляция снижалась более быстрыми темпами, чем ожидалось, что в основном было связано со значительным ослаблением инфляционных эффектов, исходящих из внешнего сектора, и продолжающимся укреплением драма. Это сопровождалось постепенным ослаблением темпов ужесточения денежно-кредитных условий со стороны ЦБ РА. В этой ситуации за последние два квартала прогнозируемая траектория инфляции для краткосрочного периода была скорректирована в сторону понижения.

Согласно фактическим развитиям, со второго квартала 2022 года в результате эскалации российско-украинского конфликта и введения различных санкций против российской экономики в Армении наблюдается большой приток иностранных посетителей и денежных средств, что выразилось в значительном ускорении темпов роста экономической активности. Наибольшее влияние на высокий рост экономики оказала активизация внешнего спроса на внутренние услуги. Положительные сдвиги также наблюдались в экспортном секторе, особенно в сфере ИТ и обрабатывающей промышленности, что свидетельствует о тенденциях к увеличению

График 28

За рассматриваемый период 12-месячная инфляция в целом имела тенденцию к снижению, что привело к пересмотру в сторону понижения краткосрочной оценки за последние два квартала



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

производственного потенциала и экспорта в этих секторах. Однако постоянно растущий спрос способствовал расширению общей инфляционной среды и формированию высоких инфляционных ожиданий. В течение периода с третьего квартала 2022 года до первого квартала 2023 года, вследствие снижения цен на энергоносители и продукты питания в результате сдерживающей денежно-кредитной политики, проводимой центральными банками основных стран-партнеров РА, а также постепенной корректировки сбоев в цепочках добавленной стоимости, наблюдалось определенное ослабление инфляционных эффектов, исходящих из внешней среды. В результате общая инфляционная среда в РА значительно смягчилась, но все еще высокий спрос продолжал способствовать росту заработной платы и цен на отдельные товары и услуги. В связи с высоким спросом со стороны иностранных посетителей и значительным притоком денежных переводов из-за рубежа в течение наблюдаемого периода драм на валютном рынке РА значительно укрепился, способствуя некоторому смягчению воздействия указанных инфляционных факторов.

В условиях таких развитий, во втором квартале 2022 года Центральный банк воздержался от изменения процентной ставки, принимая во внимание ожидания постепенного ослабления инфляционных эффектов в результате укрепления армянского драма наряду с увеличением внешнего спроса. Однако в третьем и четвертом кварталах, несмотря на некоторое ослабление инфляционных эффектов, исходящих из внешнего сектора на экономику РА, в условиях расширяющегося спроса во внутренней экономике и высоких инфляционных ожиданий на фоне продолжающегося большого притока релокантов и туристов, а также финансовых средств, Центральный банк ужесточил денежно-кредитные условия и повысил ключевую процентную ставку на 0,75 процентного пункта.

В первом квартале 2023 года продолжились дефляционные явления, наблюдаемые в отношении импортируемых продовольственных товаров, однако сохраняющийся высокий спрос способствовал росту цен на некоторые виды товаров с “жесткими” ценами. В такой ситуации ЦБ оставил учетную ставку без изменений, сохранив относительно жесткие монетарные условия.

В результате эскалации российско-украинского конфликта с конца первого квартала 2022 года наблюдается рост волатильности финансового рынка РА. В течение года Центральный банк последовательно достигал цели адекватного регулирования ликвидности на финансовом рынке, в результате чего рыночные

процентные ставки в основном формировались вокруг операционной цели – учетной ставки. В течение отчетного периода из-за значительного увеличения предложения иностранной валюты и спроса на драмы на финансовом рынке драм постоянно укреплялся. В целях нейтрализации краткосрочных сбоев и проблем, наблюдаемых на валютном рынке в условиях масштабных потоков иностранной валюты, Центральным банком было проведено ситуативное вмешательство на рынке, способствовавшее нормальной работе финансового рынка.

Резюмируя, отметим, что 12-месячная высокая инфляция, сформировавшаяся в начале отчетного периода, начала снижаться быстрыми темпами в результате сдерживающей денежно-кредитной политики, укрепления драма и значительного ослабления инфляционного влияния со стороны внешнего сектора и на конец марта 2023 года составила 5,4%. Динамика 12-месячной базовой инфляции в этот период была аналогичной, составив 6,4%. По оценкам, под влиянием проводимой денежно-кредитной политики 12-месячная инфляция продолжит снижаться и в среднесрочной перспективе укрепитя вблизи целевого показателя 4%.

12-месячная высокая инфляция, сформировавшаяся в начале отчетного периода, начала снижаться быстрыми темпами в результате сдерживающей денежно-кредитной политики, укрепления драма и значительного ослабления инфляционного влияния со стороны внешнего сектора и на конец марта 2023 года составила 5,4%.

3.1.2. Цены

Начиная со второго квартала 2022 года высокая инфляционная среда, обуславливаемая инфляционными эффектами, исходящими из внешнего сектора, и ростом спроса во внутренней экономике, сохранилась и только с конца года проявила тенденцию к некоторому ослаблению. Это выразилось в динамике цен отдельных видов товаров в потребительской корзине.

В частности, с конца первого квартала 2022 года в результате влияния, поступающего с международных продовольственных рынков вследствие эскалации российско-украинского конфликта, во внутреннем рынке наблюдалось резкое повышение цен на товарные группы “Хлебобулочные и крупяные изделия”, “Мясные продукты”, “Молочные продукты”, “Масла и жиры”. Рост мировых цен на энергоносители сказался на ценах на топливо. В то же время, из-за большого потока иностранных посетителей в РА, высокий спрос, сформировавшийся в экономике РА, усилил инфляционное давление на товары и особенно услуги местного производства, в результате были скорректированы тарифы на ряд услуг (аренда квартир, рестораны и гостиницы, парикмахерские услуги, финансовые и почтовые услуги), характеризующиеся “жесткими” ценами, которые

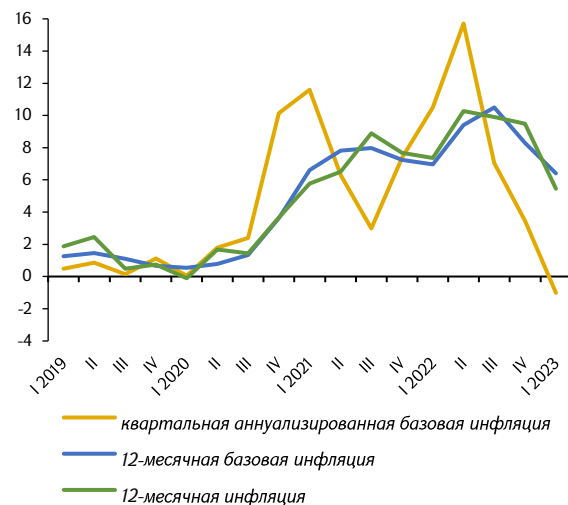
в течение отчетного периода постепенно повышались. В четвертом квартале 2022 года в условиях ожидаемого ослабления мирового спроса и ужесточения финансовых условий на международных товарных рынках наблюдалось снижение цен на некоторые виды товаров (топливо, подсолнечное масло, зерно, сахарный песок), что также отразилось на ценах на импортные товары в РА. Следует также отметить, что укрепление обменного курса армянского драма, происходящее параллельно увеличению внешнего спроса, существенно сдержало рост цен на импортные товары, начиная с третьего квартала 2022 года. Хотя все это выражалось в значительном поквартальном снижении тенденций базовой инфляции, тем не менее, высокий рост цен на основные компоненты базовой инфляции - услуги и большую группу непродовольственных товаров - продолжает существенно способствовать динамике внутренней инфляции.

Одновременно, на рост цен компонентов базовой инфляции - товарные группы “Табачные изделия” и “Алкогольные напитки”, как и предусматривалось, оказало влияние изменение ставок акцизного налога в начале 2022-2023 гг., 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, значительному ускорению инфляции с начала отчетного периода способствовал высокий рост цен на сезонные продукты питания. На формирование высоких цен на овощи повлияло сокращение посевных площадей по отдельным продуктам, а по части цен на фрукты - неблагоприятные погодные условия, особенно во втором квартале. С третьего квартала 2022 года влияние этих факторов на инфляцию несколько смягчилось.

Во втором квартале 2022 года продолжилось повышение тарифов на регулируемые услуги в связи с повышением тарифов на электроэнергию с марта, и на природный газ с апреля. Вторичные инфляционные эффекты этих услуг особенно проявились во второй половине 2022 года, а тенденции ослабления наблюдались только к концу отчетного периода.

График 29
Высокая инфляционная среда сохранилась и с конца года проявила лишь некоторую тенденцию к ослаблению



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

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

Наименование товарной группы	Вес	12-месячная инфляция в марте 2023 г.	Содействие годовой инфляции
Базовая инфляция	73.9	6.4	4.7
Хлебобулочная продукция и крупы	8.5	6.0	0.5
Мясо	10.6	7.5	0.8
Масла и жиры	2.9	-6.0	-0.2
Сахарный песок	0.5	-10.9	-0.1
Молочная продукция	4.4	12.0	0.5
Алкогольные напитки	2.5	7.8	0.2
Табачные изделия	2.0	8.8	0.2
Одежда	2.2	6.7	0.2
Обувь	1.2	8.9	0.1
Бытовая техника	0.6	5.9	0.0
Топливо	5.4	-2.6	-0.1
Пассажирские воздушные перевозки	1.1	47.5	0.5
Амбулаторное лечение	2.6	6.6	0.2
Фактическая арендная плата, уплаченная арендатором за дополнительное жилье	1.1	33.1	0.4
Рестораны и гостиницы	1.9	9.0	0.2
Тарифы на услуги банков, почтовых отделений	0.8	21.4	0.2
Импортные продовольственные товары	15.3	3.6	0.6
Сезонные продовольственные товары	11.0	1.7	0.2
Яйца	1.6	-1.1	0.0
Фрукты	4.1	8.7	0.4
Овощи	5.3	-0.7	0.0
Регулируемые услуги	15.1	2.0	0.3

Врезка 3

Инфляция групп товаров, характеризующихся “жесткими” ценами в РА

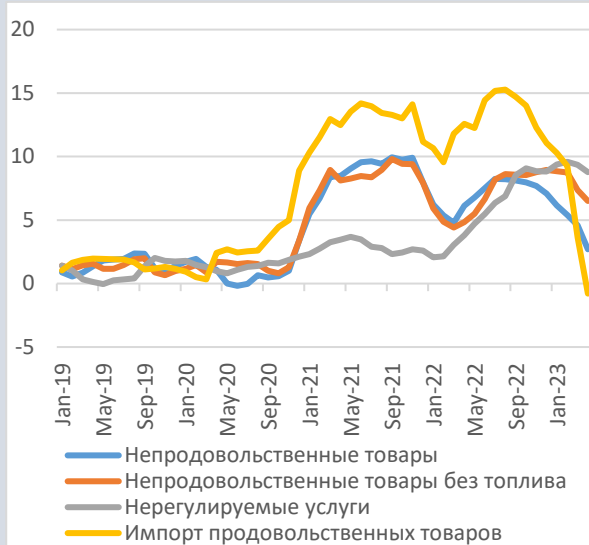
В условиях ослабления инфляционных воздействий со стороны внешнего мира, укрепления драма и проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики, особенно в последние месяцы наблюдается определенное ускорение темпов снижения как 12-месячной, так и квартальной инфляции. Примечательно, что параллельно отмечается ослабление показателей базовой инфляции, рассчитываемых ЦБ (см. график 30).

Однако, при изучении отдельных основных компонентов инфляции, можно заметить, что наблюдаемые существенные различия в их динамике в настоящее время еще более усугубились (см. графики 30 и 31). В частности, снижение как общей, так и базовой инфляции во многом обусловлено снижением цен на ввозимые, а также сезонные продовольственные товары, что является отражением ослабления инфляционной среды в мировой экономике и влияния укрепления драма.

С другой стороны, рост цен на нерегулируемые услуги и непродовольственные товары (медицинские: 12,8% г/г; рестораны и гостиницы: 7,8% г/г; парикмахерские, финансовые, банковские и почтовые: 22% г/г; юридические: 15,9% г/г и прочие услуги) продолжает поддерживаться на высоком уровне, как в квартальном, так и в годовом выражении, в основном за счет сохранения высокого внешнего спроса. Сохранению высокого уровня инфляции нерегулируемых услуг и некоторых товаров (строительные услуги, мебель и т.д.) продолжает способствовать также фиксируемая и ожидаемая высокая активность в секторе строительства (см. график 32).

Вышеупомянутые товарные группы, которые с некоторыми оговорками можно охарактеризовать как имеющие “жесткие” цены, заслуживают особого внимания со стороны денежно-кредитной политики в Армении, поскольку лучше всего отражают состояние спроса и инфляционные ожидания в экономике. При этом, несмотря на то, что с 2023 года удельный вес указанных товарных групп в потребительской корзине уменьшился (а значит, уменьшилось и их влияние на общую инфляцию), значимость этих товарных групп с точки зрения денежно-кредитной политики неизменна, так как по существу отражает уровень закрепления инфляции в экономике.

График 30
Динамика отдельных компонентов инфляции по сравнению с аналогичным месяцем предыдущего года, %



Источники: СК РА, ЦБ РА

График 31
Динамика отдельных компонентов инфляции, квартальный аннуализированный процентный рост



Источники: СК РА, ЦБ РА

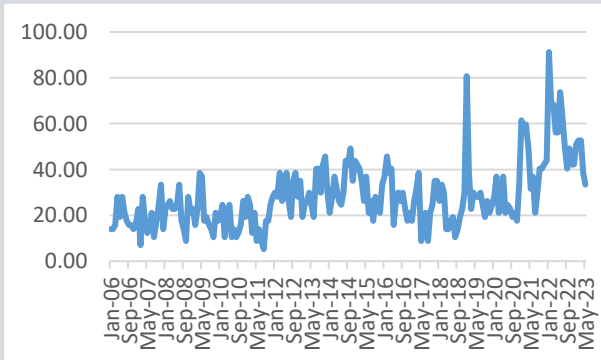
¹⁵ Показатель за второй квартал 2023 года является оценкой, основанной на фактических развитиях в апреле-мае.

Также следует отметить, что в течение 2022 года в условиях высокого внешнего спроса и формирования инфляционных ожиданий выше целевых уровней в секторе услуг наблюдается увеличение удельного веса подорожавших товаров по сравнению с предыдущим месяцем, который хотя и несколько снизился в последнее время, но все же остается на высоком уровне (см. график 33).

График 32
Процентное изменение тарифов на некоторые услуги с относительно "жесткими" ценами по сравнению с предыдущим месяцем



График 33
Вес товаров, цены на которые выросли по сравнению с предыдущим месяцем в секторе услуг



Источник: СК РА

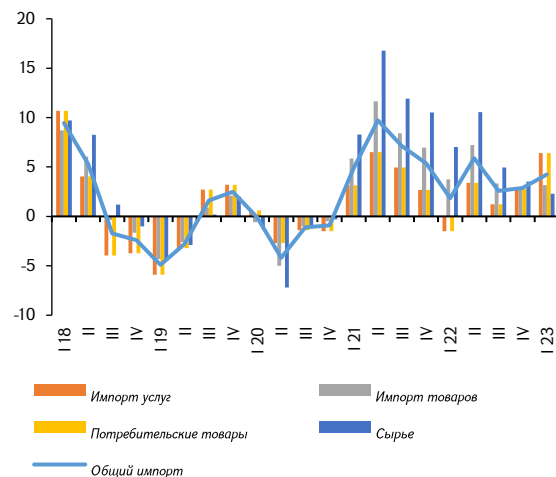
Цены на импорт

Хотя в течение первого квартала 2023 года в мировой экономике сохранялась тенденция к снижению цен на продовольственные товары, она еще не отразилась на динамике цен в основных странах-партнерах. В результате был зафиксирован рост долларовых цен импорта РА, что в основном было вызвано относительно высоким ростом цен на товары конечного потребления по сравнению с небольшим ростом цен на товары промежуточного потребления. Так, в первом квартале долларовые цены импорта РА выросли на 2,3% по сравнению с предыдущим кварталом, при этом рост по сравнению с тем же периодом предыдущего года составил 4,2% в годовом выражении.

По сравнению с аналогичным периодом предыдущего года рост товаров конечного потребления был в основном обусловлен ростом долларовых цен в России, Турции и странах Евросоюза. В то же время следует отметить, что по сравнению с прошлым годом цены на нефть и пшеницу сформировались на низких уровнях. Что касается товаров конечного потребления, то вклад долларовых цен составил 1,2 п.п., а вклад долларовых цен импорта услуг был положительным, составив 2,1 п.п.

График 34

В первом квартале 2023 г. по сравнению с аналогичным кварталом предыдущего года несколько ускорился рост долларовых цен импорта товаров и услуг, в годовом выражении, %



Источник: расчеты ЦБ РА

3.2. Развития в экономике

3.2.1. Экономическое положение

В отчетном периоде разрыв ВВП оставался высоким, в области положительных значений. В первом квартале 2023 года экономический рост составил 12,1% (см. раздел 3.2.3), что выше оценки, предусмотренной в предыдущей программе Центрального банка, что во многом связано с увеличением потенциального роста ВВП (в основном в секторе ИТ). Экономическому росту также продолжали способствовать высокие темпы роста сектора услуг, вызванные внешним спросом. Однако разрыв ВВП не был значительно пересмотрен по сравнению с предыдущей оценкой.

В первом квартале 2023 года экономический рост составил 12,1%.

3.2.2. Расходная сторона экономики

С точки зрения спроса положительный вклад в экономический рост внесли в основном частные расходы и чистый экспорт.

Рост частных расходов в отчетном квартале составил 6,6%, что соответствует предыдущей оценке ЦБ. В то же время в условиях достаточно высоких темпов экономического роста (см. раздел 3.2.3),

притока денежных переводов, а также реальной заработной платы (см. раздел 3.2.2) располагаемые доходы частного сектора значительно увеличились, что нашло отражение в повышении уровня сбережений. Согласно ЦБ, рост сбережений был наивысшим среди предприятий, которые все еще затягивают с инвестированием на фоне неопределенности в отношении основных факторов текущего экономического роста (иностранные посетители и финансовые потоки). Хотя сохраняются большие объемы жилищного строительства, осуществляемого за счет средств организаций, в целом уровень частных инвестиций остается низким.

В первом квартале 2023 года сохранились положительные эффекты внешнего спроса, что выразилось в высоком уровне реального роста экспорта товаров и услуг, несколько превышающем ожидания. Реальный рост импорта товаров и услуг оказался близок к ожидаемому. Высокие доходы, сформировавшиеся во внутренней экономике, пока не обуславливаются ожидаемым увеличением импорта туризма. Вместе с этим, благодаря продолжающемуся высокому притоку иностранных посетителей развитие экспорта туризма превзошло все ожидания. В результате в первом квартале 2023 года рост реального экспорта товаров и услуг составил 72,4% г/г, а рост реального импорта товаров и услуг – 49,1% г/г.

Резюмируя, отметим, что вклад чистого реального экспорта в ВВП в первом квартале оказался более положительным, чем ожидалось.

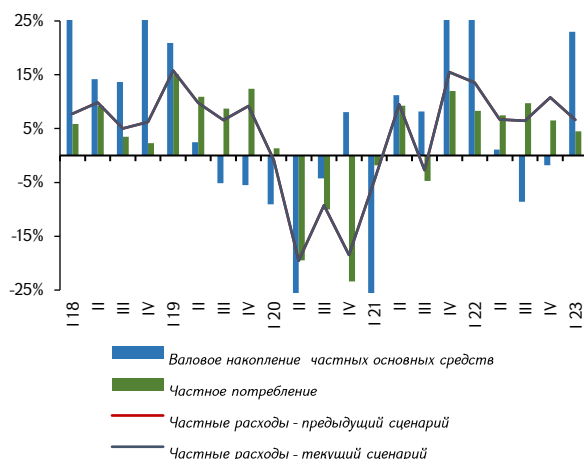
В первом квартале 2023 года прирост долларового объема чистых денежных переводов физических лиц (включая оплату труда трудовых мигрантов и личные трансферты) составил, по оценкам, 12,3% в годовом выражении. Это связано с высоким ростом номинальных долларовых доходов, формируемых в неэкспортном секторе российской экономики.

Налогово-бюджетная политика¹⁶

В первом квартале 2023 года как доходы, так и расходы бюджета отклонились от оценок Центрального банка в сторону недовыполнения. В результате влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет сдерживающим на 0,8 п.п.

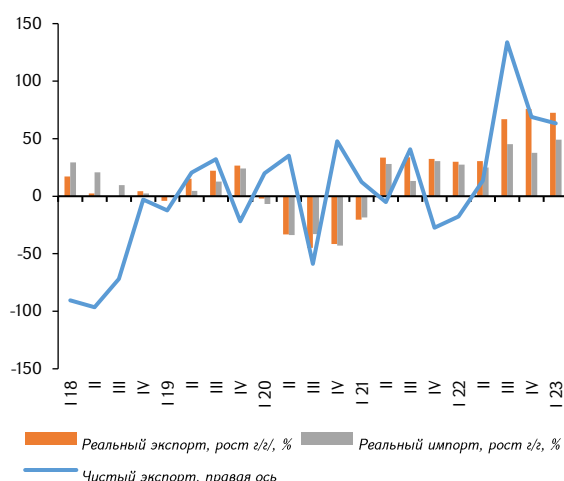
В первом квартале 2023 года доходы бюджета составили 98,3% от скорректированного плана, в основном за счет более

График 35
Структура частных расходов (рост в годовом выражении)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 36
Позиция чистого экспорта продолжала улучшаться в первом квартале 2023 г. (чистый реальный экспорт, в годовом выражении, %, положительный знак: улучшение)



Источники: СК РА

Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос будет сдерживающим на 0,8 п.п.

¹⁶ Анализ налогово-бюджетного сектора выполнен на базе фактических показателей совокупного бюджета за первый квартал.

низких налоговых поступлений. Прочие доходы также отстали от плана примерно на 91,5%. Налоговые поступления в государственный бюджет РА оказались меньше запланированного показателя, что связано с более высоким, чем ожидалось, ростом относительно более трудноналогооблагаемых отраслей экономики. В результате импульс доходов был расширяющим на 0,1 п.п.

Расходы государственного бюджета в первом квартале составили 94,1% от ожиданий Центрального банка. В результате импульс расходов был более сдерживающим по сравнению с предыдущим кварталом: вместо ранее оцененного показателя в 0,3 п.п. он составил 1,0 п.п. В структуре расходов государственного бюджета, по сравнению с оценками ЦБ, невыполненными оказались как расходы на нефинансовые активы, так и текущие расходы.

В результате, вследствие вышеуказанной динамики доходов и расходов в первом квартале в государственном бюджете образовался профицит на 60,9 млрд драмов (бюджетные средства, предусмотренные в качестве внутренних источников финансирования, превысили необходимые потребности). При этом профицит сводного бюджета составил около 75,0 млрд драмов.

3.2.3. Производственная сторона экономики

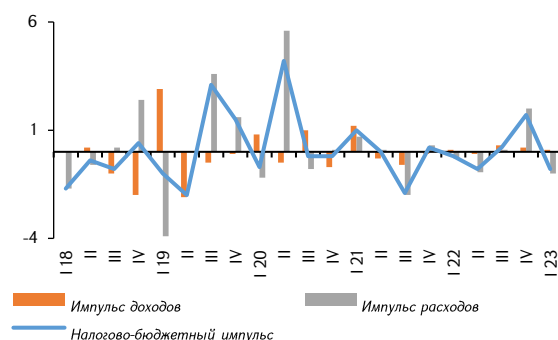
Экономический рост в первом квартале 2023 года составил 12,1%, что выше предыдущего прогноза ЦБ РА. Высоким темпам экономического роста в основном способствовали секторы услуг и строительства. Рост сектора услуг составил 15,9% благодаря сохраняющимся позитивным тенденциям в сфере ИТ, а также устойчиво высокому внешнему спросу.

Высокие темпы роста отмечены и в строительном секторе, составив 15,2%. Строительная деятельность ведется в различных отраслях экономики, но основной движущей силой остается строительство жилых домов, осуществляемое за счет средств организаций.

В промышленности и сельском хозяйстве существенного роста не зафиксировано. Промышленный сектор вырос на 3,9% за счет некоторого роста в обрабатывающей промышленности, в то время как в горнодобывающем секторе в отчетном периоде продолжился спад.

График 37

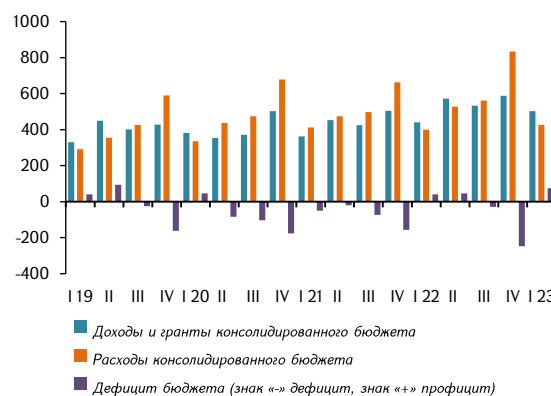
В первом квартале 2023 года налогово-бюджетная политика оказала сдерживающее влияние по сравнению с предыдущим кварталом



Источники: оценка ЦБ РА

График 38

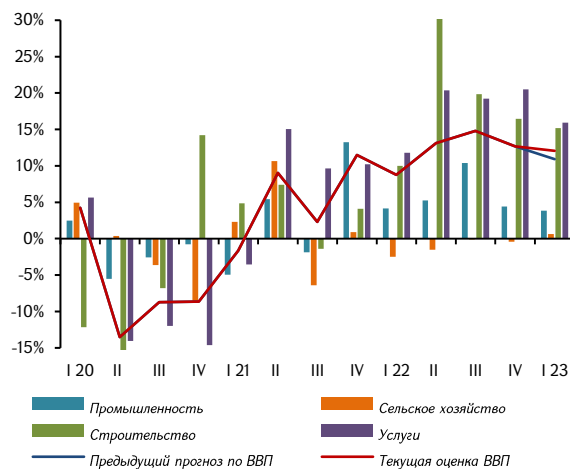
В первом квартале 2023 г. образовался профицит государственного бюджета (млрд драмов)



Источники: СК РА

График 39

Отраслевая структура ВВП (рост в годовом выражении, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

В сельскохозяйственном секторе зафиксирован рост на 0,6%, что соответствует оценке ЦБ РА. Слабые сдвиги в секторе в основном связаны с определенным спадом в секторе животноводства.

Врезка 4

Оценка долгосрочного потенциального роста экономики РА

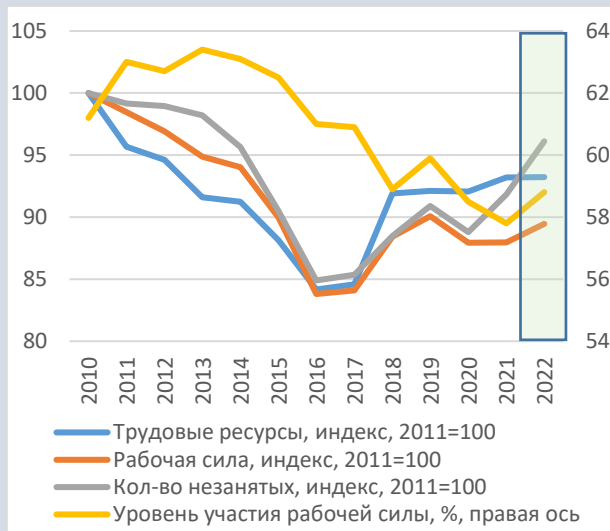
Начиная с 2020 года в результате пандемии и военных действий в Арцахе сформировались определенные негативные факторы для потенциального долгосрочного устойчивого роста экономики РА. В частности, домохозяйства и фирмы сократили свой временной горизонт планирования из-за значительного роста неопределенности, а также негативных тенденций по части рабочей силы (уменьшение трудоспособного населения из-за войны, миграции). Однако, особенно после начала российско-украинского конфликта, картина несколько изменилась, наблюдаются определенные позитивные структурные сдвиги в экономике (особенно с точки зрения рабочей силы и производительности труда), которые оказывают влияние на рост долгосрочного потенциального уровня.

Фундаментальные факторы, определяющие долгосрочные тенденции потенциального роста ВВП, связаны с изменениями в рабочей силе, капитале и производительности, которые претерпели некоторые изменения в последние годы.

В последнее время на рынке труда наблюдаются положительные изменения, что выражается в увеличении трудовых ресурсов и занятого населения, а также в тенденциях увеличения участия в рабочей силе (см. график 40). Наряду с ростом показателя количества новых вакантных мест наблюдается сокращения свободных вакансий (улучшение процесса поиска-сопоставления). Это также свидетельствует об улучшении гибкости рынка труда, выражающем некоторое снижение естественного уровня безработицы (см. график 41). Кроме того, отрицательное сальдо въездов/выездов в Армению несколько сократилось (см. график 42), что свидетельствует о долгосрочном притоке трудовых ресурсов (как иностранцев, так и граждан РА) в Армению, а также значительном замедлении темпов миграции граждан РА в последние годы.

График 40

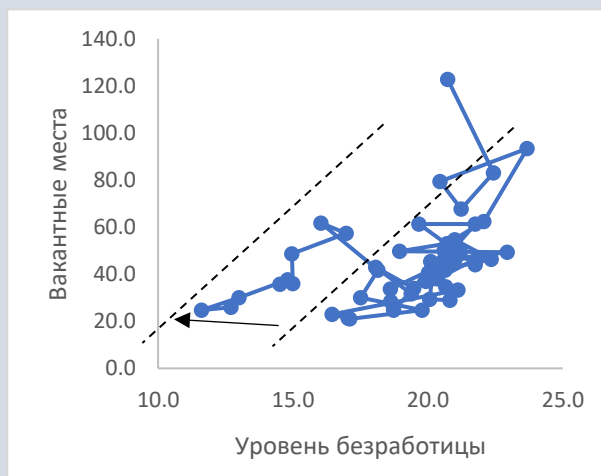
Динамика некоторых переменных, характеризующих рынок труда РА



Источник: СК РА

График 41

Кривая Бевериджа рынка труда РА, по загруженности одной вакантной должности



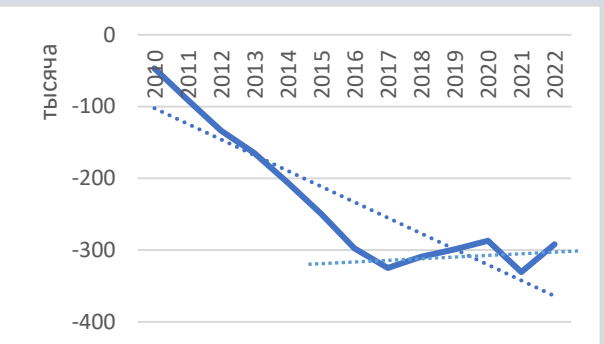
Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

В последнее время наблюдается значительный рост объемов производства и экспорта в информационно-коммуникационном секторе, что во многом связано с притоком высококвалифицированной рабочей силы и капитала из России. В связи со значительным ростом предприятий, работающих в секторе за последний год, вес ИТ-сектора в ВВП увеличился примерно вдвое и в 2023 году, по текущим оценкам ЦБ, составит около 6-7%, что позволяет предположить, что в долгосрочной перспективе рост производства в этой сфере (ИТ-индустрия в среднем растет значительно быстрее, чем экономика в целом) окажет гораздо большее содействие, чем это было раньше (см. график 43). Кроме того, увеличение в секторе ИТ числа работников-нерезидентов с превышающей средние уровни высокой заработной платой и производительностью приведет к усилению конкуренции в этом секторе (см. график 44). Предполагается, что в долгосрочной перспективе будет зафиксировано постепенное сближение производительности и заработной платы работников-нерезидентов и работников ИТ-сектора Армении на более высоких уровнях, что также предполагает более высокий рост общей производительности в ИТ-секторе РА.

В краткосрочной и среднесрочной перспективе ожидается определенный рост как государственных, так и частных инвестиций. Следует отметить, что в соответствии с намеченными целями Правительства РА государственные инвестиции увеличатся, составив в среднесрочной перспективе около 6% ВВП. Это, как предполагалось ранее, в зависимости от эффективности реализации программ может способствовать росту среднесрочного потенциала на 0,3-0,4 п.п.*. Рост частных инвестиций будет в основном поддерживаться ростом инвестиций, направленных на эксплуатацию Амулсарского золоторудного месторождения и направлением части сбережений, накопленных в частном секторе, на финансирование инвестиционных проектов. Примечательно, однако, что, по текущим оценкам, в долгосрочной перспективе не ожидается значительно более высокого роста частных инвестиций. В основном это связано с тем, что удельный вес частных инвестиций в ВВП продолжает оставаться стабильным в пределах 13-15%, а строительство в основном производственном капитале остается относительно небольшим, в то время как высокий рост в секторе строительства в основном обусловлен более опережающим ростом строительства жилых домов (см. графики 45 и 46).

График 42

Сальдо въездов/выездов в Армению, январь-декабрь



Источник: СК РА

График 43

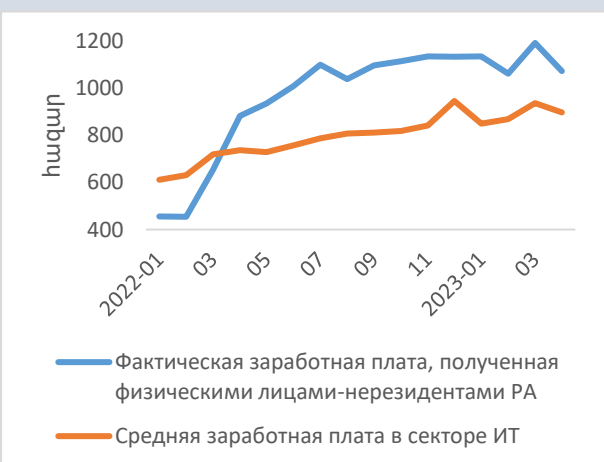
Увеличение объема производства сектора ИТ и вклад в экономический рост



Источник: СК РА

График 44

Средняя заработная плата зарегистрированных работников-нерезидентов и заработная плата в секторе ИТ РА



Источники: СК РА, Комитет государственных доходов РА

Подводя итог анализу трех фундаментальных факторов, определяющих долгосрочный стабильный уровень потенциального роста ВВП, можно сделать вывод, что в основном за счет позитивных изменений на рынке труда, а также оценки более высокого роста производительности, долгосрочный стабильный уровень потенциального роста экономики РА в настоящее время оценивается примерно выше на 0,5 п.п. Он составит 4,5% вместо прежних 4,0% (см. график 47). Следует отметить, что в ближайшие годы, в основном за счет капитальных вложений, связанных с эксплуатацией Амулсарского золоторудного месторождения, а также связанного с этим повышения производительности, потенциал роста экономики РА будет формироваться на уровне несколько выше долгосрочного стабильного уровня. Затем, по мере постепенной нейтрализации указанных одноразовых факторов, рост потенциала будет замедляться, стабилизируясь на уровне 4,5%.

График 45

Объем строительства в сфере недвижимости и других отраслях (млрд драмов)



Источник: СК РА

График 46

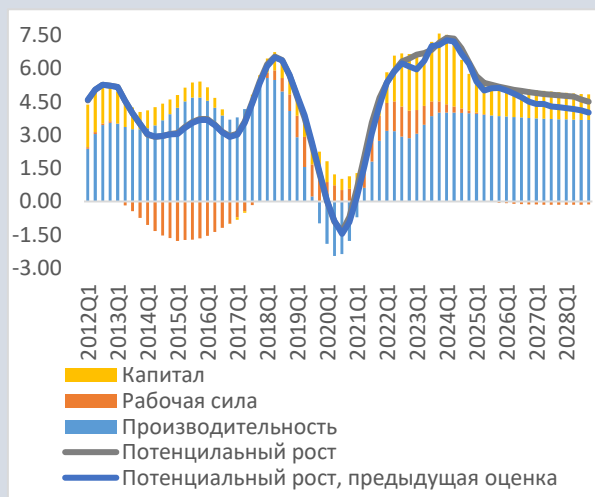
Вес частных инвестиций в ВВП (млрд драмов)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 47

Долгосрочный рост потенциального ВВП и факторы роста



Источник: оценка ЦБ РА

* "Обзор инфляции, 4-ый квартал 2021 года", Врезка 2. "Влияние государственных капиталовложений в 2022 году на экономический рост и потенциал ВВП."

https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Monetary%20overview_IV_2021.pdf

3.2.4. Рынок труда

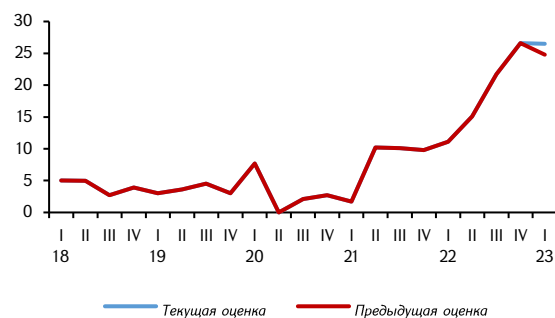
В первом квартале 2023 года уровень безработицы оценивается примерно в 12,6%, что близко к предыдущим оценкам ЦБ РА. Снижение уровня безработицы обусловлено увеличением занятости в условиях высокой экономической активности в различных отраслях экономики.

В первом квартале 2023 года номинальная заработная плата в частном секторе выросла на 26,5%, что выше прогноза ЦБ РА. Рост заработной платы был особенно высоким в сфере услуг, отражая высокий спрос за соответствующий период. Рост реальной заработной платы в частном секторе также был высоким из-за некоторого снижения инфляции, составив примерно 18%.

Таким образом, высокие темпы роста заработной платы в частном секторе и снижение уровня безработицы отражают высокий положительный разрыв ВВП в отчетном периоде. В первом квартале 2023 года сохранялось умеренное инфляционное давление со стороны рынка труда (с некоторым ростом удельных затрат на рабочую силу). Тем не менее, произошло некоторое снижение удельных затрат на рабочую силу по сравнению с предыдущим кварталом, что является следствием опережающего роста реальной заработной платы в частном секторе по сравнению с выпуском продукции на одного занятого.

График 48

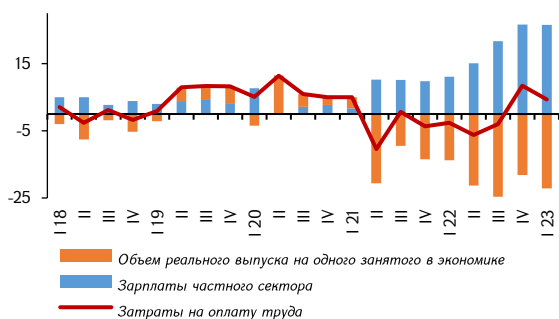
Частная номинальная заработная плата (рост в годовом выражении, %)



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

График 49

Затраты на оплату труда (рост в годовом выражении, %)¹⁷



Источники: СК РА, оценка ЦБ РА

В течение первого квартала 2023 года Совет ЦБ оставил ставку рефинансирования без изменений на уровне 10,75%.

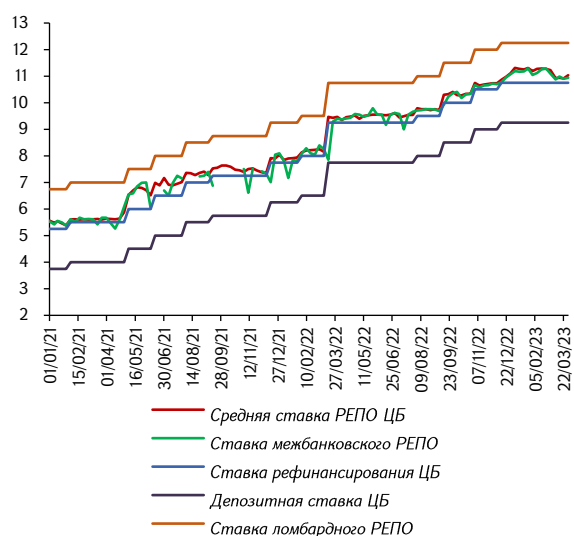
3.3. Ситуация на финансовом рынке

В течение первого квартала 2023 года Совет ЦБ оставил ставку рефинансирования без изменений на уровне 10,75%.

В первом квартале 2023 года, несмотря на ослабление инфляционного влияния международных товарных рынков на фоне замедления экономического роста в мировой экономике, сдерживающую денежно-кредитной политику, проводимую Центральным банком РА, и укрепление драма, сохраняющийся высокий спрос и инфляционные ожидания послужили основаниями для принятия Центральным банком решения оставить в феврале и марте ставку рефинансирования неизменной. По оценке Совета Центрального банка, сохраняющийся высокий спрос и инфляционные ожидания способствовали высокой инфляции на некоторые товары и услуги. Совет также подтвердил свою

График 50

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



Источник: ЦБ РА

¹⁷ Производительность в удельных затратах на оплату труда представлена отрицательным вкладом.

приверженность проведению последовательной политики по принятию адекватных мер для обеспечения стабильности инфляции и нейтрализации рисков ослабления фиксации инфляционных ожиданий.

Таблица 5. Средние процентные ставки финансового рынка РА

	02.02.22-15.03.22	16.03.22-03.05.22	04.05.22-14.06.22	15.06.22-02.08.22	03.08.22-13.09.22	14.09.22-01.11.22	02.11.22-13.12.22	14.12.22-31.01.23	01.02.23-29.03.23
Ставка рефинансирования ЦБ	8.00	9.25	9.25	9.25	9.5	10.0	10.5	10.75	10.75
Ставка РЕПО ЦБ	8.20	9.46	9.51	9.53	9.75	10.32	10.7	11.11	11.12
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	8.14	9.39	9,65	9,55	9.67	10.32	10.66	11.11	11.06
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (среднее) Краткосрочные облигации (1 год)	9.08	10.13	10.25	10.41	10.46	10.86	11.50	11.67	11.54
Среднесрочные облигации (5 лет)	9.93	10.97	10.87	10.98	11.02	11.43	11.83	11.94	11.76
Долгосрочные облигации (30 лет)	10.25	11.20	11.26	11.59	11.69	12.04	12.11	12.02	11.85

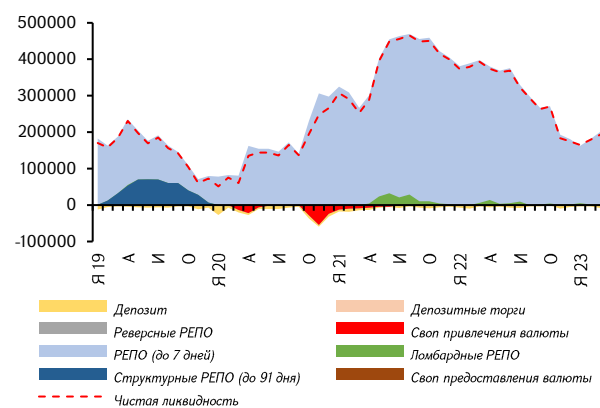
В первом квартале 2023 года финансовая система характеризовалась высоким уровнем ликвидности и капитала. Продолжалось снижение спроса банковской системы на ликвидность, предоставляемую через основной инструмент Центрального банка.

Краткосрочные процентные ставки на денежном рынке в основном формируются вблизи ключевой ставки.

В последнее время в результате проведения ЦБ сдерживающей денежно-кредитной политики рост доходности на рынке государственных облигаций был значительным в краткосрочном сегменте рынка, а реакция долгосрочных процентных ставок была умеренно нисходящей в результате проводимой ЦБ политики в условиях ожидаемого ослабления инфляционной среды. В результате разница между краткосрочными и долгосрочными процентными ставками на кривой доходности государственных облигаций сократилась примерно до 0,8 п.п.

График 51

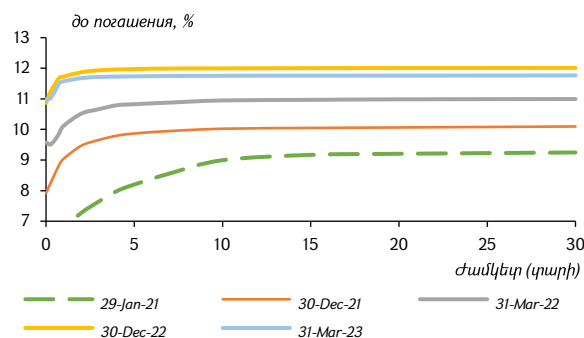
Объемы предоставления и привлечения ликвидности за счет операций Центрального банка РА (среднемесячный резерв, млн драмов РА)



Источник: ЦБ РА

График 52

В первом квартале 2023 г. разница в доходности государственных облигаций сократилась в краткосрочном и долгосрочном отрезках



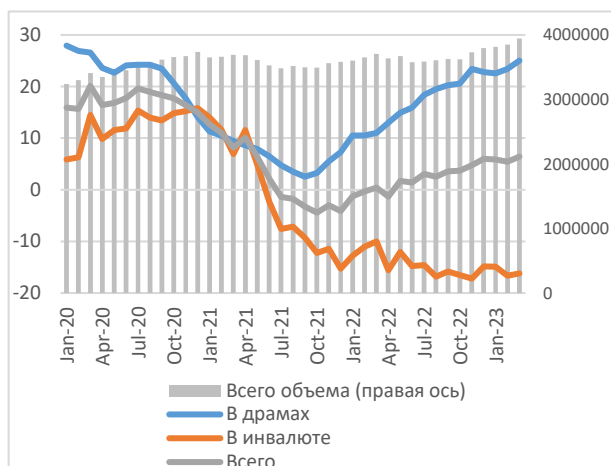
Источник: ЦБ РА

В течение первого квартала 2023 года продолжился рост средств, привлекаемых и предоставляемых коммерческими банками, без существенного изменения процентных ставок. Общий объем кредитования за 12 месяцев вырос в марте 2023 года на 6,4%, потребительское и ипотечное кредитование - на 11,3% и 28,6% соответственно.

В течение квартала объем привлеченных банками депозитов от нерезидентов стабилизировался на сформировавшемся высоком уровне, составив по итогам 12 месяцев в марте 2023 года 54,7%.

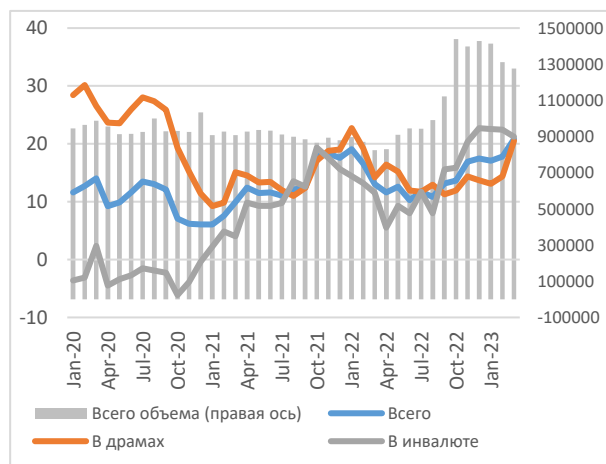
На валютном рынке продолжилась тенденция укрепления драма в связи с высоким спросом иностранных посетителей на внутренние услуги. Среднеквартальный курс армянского драма к доллару США укрепился на 1,26%, а армянский драм к российскому рублю - на 15,81%. Масштабный приток иностранной валюты в некоторых ситуациях превышал поглощающую способность валютного рынка РА, вызывая риски обвала рынка, на что Центральный банк реагировал ситуативным участием на валютном рынке, покупая иностранную валюту и способствуя нормальному функционированию финансовых рынков. В течение первого квартала объем нетто-покупок долларов США Центральным банком составил 191,3 млн долларов США.

График 53
Кредиты, предоставленные банками (12-месячное изменение)



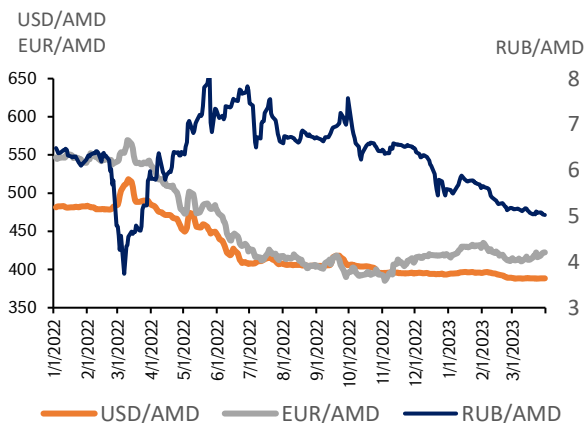
Источник: ЦБ РА

График 54
Депозиты, привлеченные банками (12-месячное изменение)



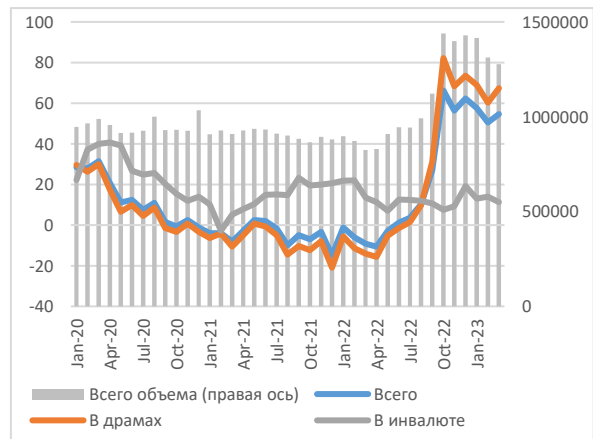
Источник: ЦБ РА

График 56
Динамика курсов валют по отношению к драму РА



Источник: ЦБ РА

График 55
Депозиты, привлеченные банками (12-месячное изменение) (нерезиденты)



Источник: ЦБ РА

4. РЕЗЮМЕ

Согласно сценарию денежно-кредитной политики второго квартала 2023 года Центрального банка РА, в ближайшее время общая инфляция несколько снизится, но цены на услуги и ряд товаров останутся высокими, под влиянием последствий сформировавшегося высокого спроса и инфляционных ожиданий. Исходя из вышеизложенного, Центральный банк счел целесообразным на данном этапе снизить ключевую ставку на относительно небольшой шаг. В то же время Центральный банк будет последовательно предпринимать адекватные действия для стабилизации инфляции и нейтрализации любых рисков ослабления фиксации инфляционных ожиданий. В результате проводимой денежно-кредитной политики и ожидаемых макроэкономических событий 12-месячная инфляция в ближайшее время сохранится ниже целевого уровня, затем будет постепенно повышаться и в среднесрочной перспективе укрепитя вблизи целевого уровня 4%.

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

ПРОТОКОЛ
ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА РА
(13.06.2023)

О процентной ставке рефинансирования

На заседании Совета Центрального банка РА

13 июня 2023 года присутствовали:

Председатель ЦБ РА М. Галстян, заместитель председателя

ЦБ РА 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 13 июня. Обсуждались развития в динамике инфляции, внешней среде, реальном, налогово-бюджетном, финансовом и денежно-кредитном секторах.

Были представлены текущие события во внешнем секторе. Было отмечено, что во втором квартале 2023 года сохраняются медленные темпы экономического роста в мире и основных странах-партнерах Армении. В то же время совокупный спрос продолжает слабеть в США и ЕС, являющихся одними из основных партнеров Армении, из-за сдерживающей денежно-кредитной политики и ужесточения финансовых условий, в то время как в России совокупный спрос восстанавливается более быстрыми темпами, чем ожидалось, в основном за счет проведения существенно стимулирующей налогово-бюджетной политики.

Был подчеркнут тот факт, что в условиях ожидаемого замедления темпов роста мировой экономики и проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики во всех странах-партнерах наблюдается существенное смягчение инфляционной среды, что также выражается в определенных дефляционных давлениях на международных товарно-сырьевых рынках. Однако при устойчиво высоком спросе и инфляционном воздействии со стороны рынка труда цены на товары и услуги, характеризующиеся “жесткими” ценами, по-прежнему остаются высокими. В этой ситуации центральные банки основных стран-партнеров РА в ближайшее время продолжат проводить сдерживающую денежно-кредитную политику. По оценкам, продолжающееся ослабление спроса в жестких финансовых условиях будет способствовать

снижению цен на товарно-сырьевых рынках, в результате чего инфляционные эффекты, исходящие из мировой экономики на экономику РА, продолжают значительно ослабевать.

Совет обсудил ситуацию в экономике РА, было зафиксировано, что во втором квартале 2023 года наблюдалась более высокая, чем ожидалось, экономическая активность, в основном за счет высоких темпов роста, зарегистрированных в секторах услуг и строительства. Сформировались также положительные факторы, влияющие на рост экономического потенциала, в основном за счет позитивных изменений, наблюдаемых на рынке труда и повышения производительности. Было отмечено, что совокупный спрос продолжает оставаться высоким под влиянием стабильно высокого внешнего спроса и постоянного роста доходов в экономике, что также существенно поддерживается большим притоком туристов. Вследствие вышеуказанных тенденций экономический рост в 2023 году оценивается как более высокий, чем раньше, в 6,9%.

Были обсуждены события финансового рынка РА и констатировалось, что хотя во втором квартале 2023 года спрос банковской системы на ликвидность, представляемую через инструмент Центрального банка, продолжал снижаться, краткосрочные рыночные процентные ставки в основном формировались вокруг ключевой ставки. Сохраняющиеся в течение квартала высокие темпы притока капитала и роста туризма также выражались в постоянном укреплении драма на валютном рынке.

Совет обсудил развитие инфляции и отметил, что в мае 2023 года была зафиксирована дефляция в размере 1,8%, в основном за счет снижения цен на продовольственные товары на 3,5%. В течение месяца цены на непродовольственные товары снизились на 0,9%, а тарифы на услуги выросли на 0,2%. **В результате 12-месячная инфляция продолжила снижаться быстрыми темпами и на конец месяца составила 1,3%. 12-месячная базовая инфляция также существенно снизилась, составив 3,1%.** Также было отмечено, что в результате значительного ослабления инфляционного влияния со стороны внешнего сектора, проводимой ЦБ сдерживающей денежно-кредитной политики и укрепления драма общая инфляционная среда РА продолжает смягчаться, однако в условиях высокого спроса и инфляционных ожиданий инфляция услуг и некоторых товаров корректируется медленнее.

После обсуждения ситуационного отчета и внешних и внутренних макроэкономических развитий Совет перешел к обсуждению макроэкономических сценариев, направлений денежно-кредитной политики и вопроса об уровне ключевой процентной ставки. Группа прогнозирования представила Совету сценарии, описывающие возможные монетарные риски, вытекающие из ближайших перспектив экономического развития в вышеупомянутой макроэкономической ситуации. Члены совета сошлись во мнении, что риски ослабления фиксации инфляционных ожиданий в основном нейтрализованы за счет значительного ослабления инфляционных эффектов, исходящих из внешнего сектора на экономику РА, смягчения инфляционной среды в результате проводимой денежно-кредитной политики. Некоторые члены Совета считают, что, хотя в ближайшее время ожидается некоторое снижение 12-месячной инфляции, инфляция по ряду товаров и услуг, характеризующихся “самыми жесткими ценами”, все еще снижается медленно, а спрос и инфляционные ожидания сохраняются высокими. Кроме того, неопределенность в отношении будущей траектории инфляции увеличилась вместе с быстрым снижением инфляции. Поэтому в краткосрочной перспективе, даже при замедлении 12-месячной инфляции, будущие инфляционные риски еще не полностью нейтрализованы, и необходимо проявлять консервативность в вопросе изменения денежно-кредитных условий. По оценке некоторых членов Совета, в предстоящий период, параллельно с низкой инфляционной средой, формирующейся в условиях дефляционных эффектов, исходящих из внешнего сектора, есть вероятность адекватного снижения инфляционных ожиданий, в то время как относительно сдерживающая налогово-бюджетная и денежно-кредитная политика будет при этом способствовать замедлению экономического спроса, создавая риски сохранения низкой инфляции. Поэтому, по их оценке, с точки зрения управления рисками дефляции и замедления экономического роста целесообразнее было ослабить денежно-кредитные условия на относительно больший шаг снижения. В результате **Совет ЦБ большинством голосов принял решение о снижении ставки рефинансирования на 0,25 п.п.** Совет также подтвердил, что это будет соответствовать адекватным действиям по обеспечению дальнейшего регулирования спроса и стабилизации инфляционных ожиданий. В сценарии денежно-кредитной политики предполагалось, что 12-месячная инфляция останется ниже целевого уровня в ближайшее время, затем постепенно повысится и в среднесрочной перспективе укрепитя вблизи целевого уровня 4%.

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

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

**СОВЕТ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

РЕШЕНИЕ

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

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

Р е ш а е т:

1. Установить ставку рефинансирования Центрального банка РА на уровне 10,5%.
2. Установить ставку ломбардного репо, предоставляемого Центральным банком Республики Армения, на уровне 12,0%.
3. Установить ставку инструмента привлечения средств Центральным банком Республики Армения на уровне 9,0%.
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
13 июня 2023 года*

На заседании, состоявшемся 13 июня 2023 года, Совет ЦБ принял решение снизить ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 10,5%.

В мае 2023 года 12-месячная инфляция продолжила снижаться быстрыми темпами и составила в конце месяца 1,3%. 12-месячная базовая инфляция также существенно снизилась, составив 3,1%.

Во втором квартале 2023 года сохраняются медленные темпы экономического роста в мире и основных странах-партнерах Армении, а 12-месячная инфляция продолжает снижаться. Однако во всех странах-партнерах цены на товары и услуги, отличающиеся «жесткими» ценами, по-прежнему остаются на высоком уровне на фоне продолжающихся инфляционных эффектов, исходящих из рынков труда. Поэтому центральные банки стран-партнеров в ближайшее время продолжат проводить сдерживающую денежно-кредитную политику. Продолжающееся ослабление спроса на фоне жестких финансовых условий способствует снижению цен на товарно-сырьевых рынках. В результате инфляционное воздействие мировой экономики на экономику РА продолжает значительно ослабевать.

Во втором квартале 2023 года в РА наблюдается более высокая, чем ожидалось, экономическая активность, чему в основном способствует высокий рост, зафиксированный в сферах строительства и услуг. Наблюдаемые положительные сдвиги на рынке труда и рост производительности обуславливают также определенное увеличение потенциального роста экономики. С другой стороны, устойчивый высокий внешний спрос и рост доходов в экономике положительно влияют на расширение спроса. В результате значительного ослабления инфляционного влияния со стороны внешнего сектора, проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики и укрепления драма, инфляционная среда в РА продолжает смягчаться быстрыми темпами. Однако в условиях высокого спроса и инфляционных ожиданий инфляция в сфере услуг и некоторых товаров корректируется медленнее.

Совет ЦБ считает целесообразным снизить ключевую ставку. Совет будет последовательно предпринимать адекватные меры для обеспечения корректировки 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 укрепитесь 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*

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ СОГЛАСНО ПРЕДСТАВЛЕННОМУ СЦЕНАРИЮ

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Показатели	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	программа	программа	программа
Внешний сектор											
Экономический рост США (%, реальный рост)	2.7	1.7	2.3	2.9	2.3	-2.7	6.1	2.1	1.4	1.8	2.7
Экономический рост еврозоны (%, реальный рост)	1.9	1.8	2.7	1.9	1.6	-6.3	5.5	3.5	0.6	-0.5	0.5
Экономический рост России (%, реальный рост)	-1.9	0.2	1.8	2.8	2.0	-2.9	4.8	-2.0	1.2	1.0	0.0
Инфляция в США (среднее, %)	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	4.7	8.0	4.8	3.4	2.4
Инфляция в еврозоне (среднее, %)	0.0	0.2	1.5	1.7	1.2	0.3	2.6	8.4	6.3	3.6	2.2
Инфляция в России (среднее, %)	14.4	6.8	3.6	2.8	4.5	3.4	6.7	13.7	4.8	4.7	4.4
Цены на нефть (доллар/баррель)	53.5	45.0	54.6	71.4	64.1	42.5	71.0	98.7	78.4	76.0	76.0
Цены на медь (доллар/тонна)	5497.4	4867.6	6201.5	6544.7	6024.1	6191.2	9288.1	8956.0	8809.5	9156.0	9383.2
Индекс ФАО	93.0	91.9	98.0	95.9	95.1	98.1	125.7	143.6	127.9	129.2	132
Внутренняя экономика											
Цены											
Инфляция (в годовом выражении, конец периода, %)	-0.1	-1.1	2.6	1.8	0.7	3.7	7.7	8.3	0.4	3.5	3.9
Индекс потребительских цен (в годовом выражении, среднее, %)	3.7	-1.4	1.0	2.5	1.5	1.2	7.2	8.6	2.2	2.8	3.7
Базовая инфляция (в годовом выражении, среднее, %)	5.1	-2.0	0.8	4.0	1.2	1.3	7.2	8.9	3.0	2.1	3.6
Совокупный продукт											
ВВП (млрд драмов РА)	5043.6	5067.3	5568.9	6017.0	6543.3	6181.7	6983.0	8496.8	9450.3	10368.3	11311.4
ВВП (%, реальный рост)	3.2	0.2	7.5	5.2	7.6	-7.4	5.7	12.6	6.9	5.5	5.0
Предложение											
Промышленность (%, реальный рост)	6.2	7.7	11.7	4.9	12.0	-1.7	3.5	6.3	4.6	7.4	6.4
Сельское хозяйство (%, реальный рост)	13.2	-5.0	-5.1	-6.9	-5.8	-4.1	-0.6	-0.7	1.3	2.4	2.8
Строительство (%, реальный рост)	-3.1	-14.1	2.8	0.6	6.5	-6.7	3.1	19.1	15.7	9.8	6.1
Услуги (%, реальный рост)	1.6	3.2	10.6	9.1	10.0	-9.7	7.9	18.1	7.8	4.8	4.8
Налоги, нетто (%, реальный рост)	-5.1	-3.7	9.7	8.0	7.1	-10.0	7.4	8.2	6.5	5.6	5.4
Спрос											
Потребление (%, реальный рост)	-6.0	-2.1	11.6	3.8	11.7	-10.9	4.2	7.7	6.1	4.1	4.6
Государственное потребление (%, реальный рост)	4.7	-2.4	-2.1	-3.0	12.9	9.2	8.4	6.5	8.1	2.1	3.5
Частное потребление (%, реальный рост)	-7.5	-2.1	14.0	4.8	11.5	-14.0	3.4	8.0	5.6	4.5	4.8
Валовое накопление основных средств* (%, реальный рост)	2.5	-11.4	9.7	4.8	4.4	-1.5	6.3	9.5	24.1	5.5	8.4
Государственные вложения** (%, реальный рост)	13.6	5.0	31.7	-37.4	31.1	16.2	-9.9	41.1	54.3	3.5	15.9
Совокупное накопление частных основных средств (%, реальный рост)	1.2	-13.9	6.2	19.6	-0.5	-5.7	11.2	1.9	15.1	6.4	4.8
Экспорт товаров и услуг (%, реальный рост)	4.9	21.3	19.3	5.0	16.0	-33.4	16.6	54.4	18.7	-2.9	4.4
Импорт товаров и услуг (%, реальный рост)	-15.3	6.3	24.6	13.3	11.6	-31.4	12.9	33.8	22.1	-4.5	4.6
Счет текущих операций											
Торговый баланс (млн долларов США)	-1186.4	-976.9	-1400.9	-1724.4	-1727.9	-1382.2	-1504.8	-2016.1	-2088.3	-1899.7	-1953.7
Баланс услуг (млн долларов США)	-96.4	70.4	159.4	24.7	-66.9	118.0	396.9	1429.4	1384.9	1243.3	1228.2
Денежные переводы (млн долларов США)	1098.3	1009.4	1179.3	1136.2	1143.8	1046.2	1243.1	1630.5	1075.9	1102.3	1030.4
Счет текущих операций (млн долларов США)	-284.7	-107.9	-173.9	-875.9	-1002.3	-477.8	-515.1	14.8	-408.3	-348.9	-449.9
Торговый баланс (вес в ВВП, %)	-12.2	-8.6	-10.8	-13.7	-13.1	-10.0	-7.9	-3.0	-2.9	-2.9	-2.9
Баланс услуг (вес в ВВП, %)	-0.9	0.7	1.4	0.2	-0.5	0.9	2.8	7.3	5.7	5.5	5.0
Денежные переводы (вес в ВВП, %)	10.4	9.5	10.2	9.1	8.4	8.3	8.9	8.3	4.5	4.8	4.2
Счет текущих операций (вес в ВВП, %)	-2.7	-1.0	-1.5	-7.0	-7.3	-3.8	-3.7	0.1	-1.7	-1.5	-1.8

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	программа	программа	программа
Государственный сектор ***											
Доходы и гранты (млрд драмов РА)	1167.7	1171.1	1237.8	1342	1559.1	1560.4	1683.8	2046.0	2366.4	2630.4	2968.6
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	1067.9	1079.7	1158	1258	1464.3	1385.2	1586.9	1926.0	2248.0	2553.0	2898.0
Расходы (млрд драмов РА)	1409	1449.1	1504.8	1447	1623	1894.3	2004.3	2243.5	2541.0	2846.0	3190.0
Дефицит (млрд драмов РА)	-241.3	-278	-267	-105.4	-63.9	-333.9	-320.5	-197.5	-174.6	-215.6	-221.4
Доходы и гранты (вес в ВВП, %)	23.2	23.1	22.2	22.3	23.8	25.2	24.1	24.1	25.0	25.4	26.2
Налоговые доходы (вес в ВВП, %)	21.2	21.3	20.8	20.9	22.4	22.4	22.7	22.7	23.8	24.6	25.6
Расходы (вес в ВВП, %)	28	28.6	27	24.1	24.8	30.6	28.7	26.4	26.9	27.4	28.2
Дефицит (вес в ВВП, %)	-4.8	-5.5	-4.8	-1.8	-1	-5.4	-4.6	-2.3	-1.8	-2.1	-2.0
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (в годовом выражении, %)	10.8	17.5	18.5	7.5	11.2	9	13.1	16.1	0	0	0
Драмовая масса (в годовом выражении, конец периода, %)	5.2	24.8	28.9	13.2	21.5	14.8	12.8	13.4	0	0	0
Кредиты экономике (в годовом выражении, конец периода, %)	-3.3	6	16.5	17.2	18.5	14.3	-3.9	4.5	0	0	0
Доллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	477.9	480.5	482.7	483	480.4	489	503.8	435.7	0	0	0
* Отныне вместо совокупного накопления ЦБ будет представлять только показатели по совокупному накоплению основных средств, поскольку показатель изменения запасов материальных оборотных средств рассчитывается со стороны СК в качестве балансовой статьи и не отражает реальные объемы совокупного накопления. См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf :											
** Фактические показатели по государственным вложениям являются контрольными расходами совокупного бюджета, а в прогнозах используются данные программы среднесрочных расходов на 2023-2025 гг.											
*** Показатели госбюджета на 2023 год являются оценками ЦБ. Показатели на 2024-2025 годы взяты из программы государственных среднесрочных расходов (ПГССР).											

Ереван, 2023

