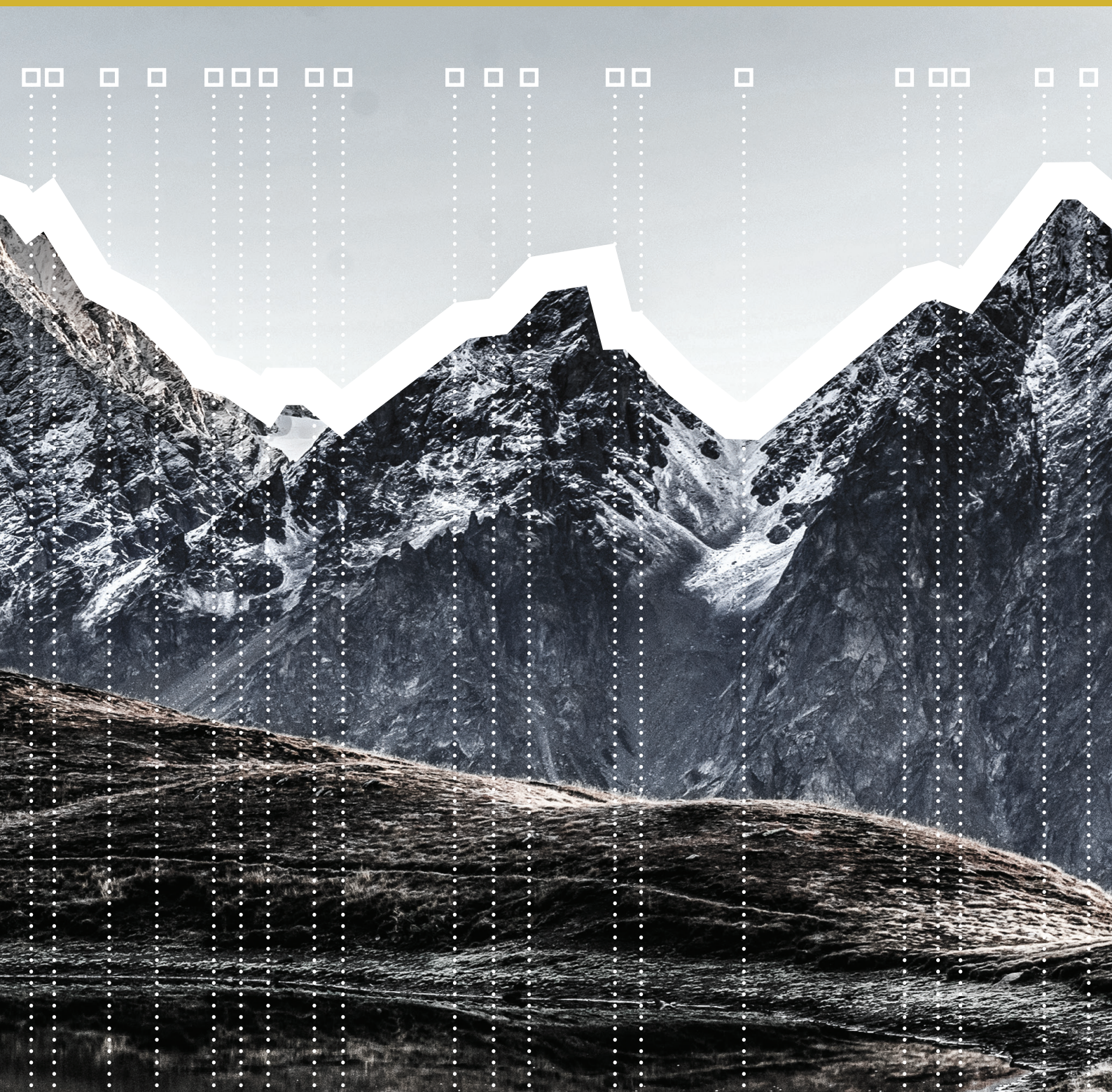




Центральный банк
Республики Армения

Обзор инфляции

2023 / 1



*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 27.03.2023 года номер 33-И*

Обзор инфляции /1

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



*Отчет о выполнении программы денежно-
кредитной политики 4-го квартала 2022 года*

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

Первый раздел «Обзора инфляции» состоит из программы денежно-кредитной политики, в которой представляются основные направления денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе и составленных на их базе сценарий инфляционного развития и динамики других макроэкономических показателей. Этот сценарий является одним из возможных рассматриваемых сценариев и основан на оценках текущей ситуации и предположениях Центрального банка о будущих развитиях с учетом влияния на них результатов предпринимаемых Центральным банком действий.

Второй раздел состоит из отчета о выполнении программы денежно-кредитной политики за предыдущий одногодичный период, где представляются результаты осуществленной денежно-кредитной политики и фактические экономические развития.

Опубликование 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 целевой ставкой в 4% и сценарием инфляции. Траектория показателя инфляции, сформировавшегося в результате планирования направлений денежно-кредитной политики, публикуется в виде графиков распределения вероятностей прогноза для 12-квартального временного горизонта.

Прогнозы в настоящем сценарии составлены с использованием всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 14 марта 2023 года, с учетом результатов опросов Центрального банка и суждений о будущих макроэкономических развитиях, сформировавшихся на базе имеющейся информации.

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

СОДЕРЖАНИЕ

1. Краткий обзор.....	5
2. Представленный сценарий, изменения и риски	7
2.1. Внешняя среда.....	7
2.2. Представленный сценарий.....	12
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика.....	12
Врезка 1. Инфляция групп товаров, отличающихся «жесткими» ценами в РА.....	15
2.2.2. Экономическая активность.....	17
2.2.3. Сопоставление с предыдущим сценарием.....	20
2.2.4. Основные суждения и риски.....	22
Врезка 2. Итоги опроса домашних хозяйств и субъектов финансовой системы относительно их ожиданий.....	23
3. Фактические развития в четвертом квартале 2022 года.....	31
3.1. Инфляция.....	31
3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции.....	31
Врезка 3. Альтернативная денежно-кредитная политика (контрфактический анализ).....	33
3.1.2. Цены	35
3.2. Развита в экономике.....	38
3.2.1. Экономическое положение.....	38
3.2.2. Расходная сторона экономики.....	38
3.2.3. Производственная сторона экономики.....	40
3.2.4. Рынок труда	41
3.3. Ситуация на финансовом рынке.....	41
4. Резюме	44
Приложение	45
Протокол	45
Решение ЦБ РА о процентной ставке	48
Пресс-релиз	49
Основные макроэкономические показатели РА	50

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

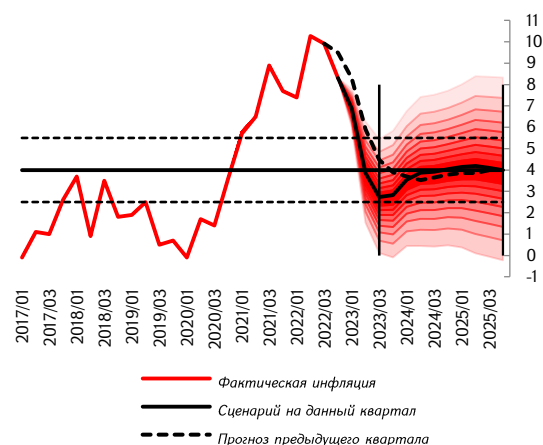
В первом квартале 2023 года в мировой экономике, в частности, в основных странах-партнерах Армении сохраняется низкая экономическая активность. В указанных странах 12-месячная инфляция постепенно замедляется, во многом из-за продолжающегося снижения цен на продукты питания и энергоносители. Однако на динамику инфляции по-прежнему оказывает основное влияние высокий спрос и инфляционные ожидания. В частности, рост цен на услуги в ряде развитых стран продолжает оставаться значительно выше целевого уровня. В этих условиях центробанки развитых стран будут продолжать ужесточение монетарных условий. Это приведет к дальнейшему постепенному ослаблению спроса и по-прежнему будет выражаться в снижении цен на товарных рынках в краткосрочной перспективе.

В начале года в РА сохраняются высокие темпы роста экономической активности, чему в значительной степени способствует высокий внешний спрос, сформированный в сфере услуг, а также высокий рост в строительстве. Высокая активность сопровождается увеличением потенциала экспорта и ВВП в промышленности и сфере услуг. Это выражается также в укреплении реального и номинального обменного курса драма. В результате проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики, укрепления драма, а также ослабления внешних инфляционных эффектов, общая инфляционная среда РА продолжает смягчаться. Однако высокий спрос и снижающиеся, но все еще высокие инфляционные ожидания способствуют росту заработной платы и цен на отдельные товары и услуги.

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

В первом квартале 2023 года 12-месячная инфляция значительно снизилась, однако пока осталась на высоком уровне, составив в феврале 8,1%. Согласно сценарию, представляемому Центральным банком РА, в ближайшее время общая инфляция будет быстро снижаться в основном за счет вышеперечисленных факторов предложения, но цены на некоторые товары и услуги (особенно нерегулируемые услуги) продолжат расти вследствие сформировавшегося высокого спроса и инфляционных ожиданий. Исходя из вышеизложенного, Центральный банк счел целесообразным сохранение на данном этапе относительно жестких монетарных условий с учетом сохраняющейся высокой инфляции в группах товаров, отличающихся особенно «жесткими» ценами (см. Врезку 1).

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



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

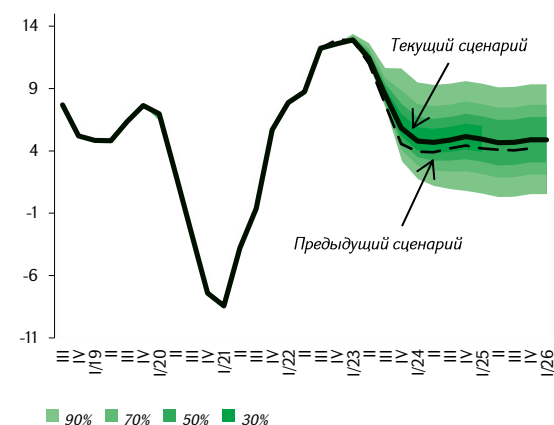
В результате проводимой денежно-кредитной политики и ожидаемых макроэкономических развитий 12-месячная инфляция снизится в течение года и в дальнейшем будет находиться вблизи 4% целевого показателя.

В соответствии с представленным сценарием Центрального банка высокая экономическая активность в ближайшее время сохранится, и в 2023 г. ожидается более высокий экономический рост, чем предполагалось в сценарии предыдущей программы. В последнем отрезке среднесрочного периода рост будет постепенно замедляться и укрепится вблизи долгосрочного равновесного уровня.

Ожидаемому экономическому росту в 2023 году в основном будет способствовать достаточно высокий рост сферы услуг и строительства. В свою очередь, рост строительства будет в значительной степени определяться строительными работами, связанными с эксплуатацией Амулсарского золотоносного рудника. Эксплуатация Амулсарского рудника положительно повлияет на рост потенциала ВВП в 2024 году и в определенной степени в 2025 году, и следовательно, будет способствовать поддержанию высокого уровня экономического роста. Однако в среднесрочной перспективе экономический рост замедлится из-за постепенного закрытия положительного разрыва ВВП параллельно корректировке высокого спроса. В конце горизонта экономический рост будет близок к своему долгосрочному стабильному уровню в 4,0%.

В трехгодичном горизонте риски отклонения инфляции и экономического роста от намеченной траектории в основном равновесные (см. подраздел 2.2.4). В случае возникновения риска в каком-либо направлении, Совет адекватно отреагирует и обеспечит ценовую стабильность.

График 2
Распределение вероятностей сценария реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-



Источник: СК РА, сценарий ЦБ РА

¹Темп роста за каждый квартал рассчитывается как совокупный темп роста за предыдущие 4 квартала.

2. ПРЕДСТАВЛЕННЫЙ СЦЕНАРИЙ, ИЗМЕНЕНИЯ И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

В мировой экономике, в частности, в основных странах-партнерах Армении сохраняется низкая экономическая активность, а 12-месячная инфляция постепенно замедляется, во многом из-за продолжающегося снижения цен на продовольственные товары и энергоносители. Однако в ряде развитых экономик спрос пока остается высоким, и сохраняются тенденции «перегрева» рынка труда. В этих условиях цены на товары, характеризующиеся как особенно «жесткие», остаются на высоком уровне, а в ряде случаев и повышаются, способствуя расширению общей инфляционной среды. В результате ожидается, что центральные банки развитых стран пока продолжат проводить политику ужесточения монетарных условий, что будет сопровождаться замедлением экономической активности в мировой экономике и определенным снижением цен на товарных рынках.

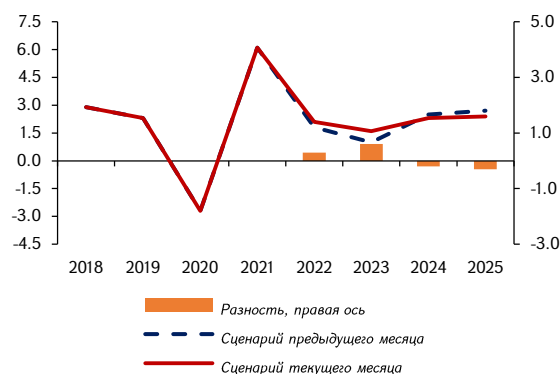
Экономика США. По оценке Бюро экономического анализа Министерства торговли США, в четвертом квартале 2022 года в экономике Соединенных Штатов Америки был зафиксирован рост на 0,9% в годовом выражении, что несколько выше показателя, представленного в предыдущей программе Центрального банка. Положительный вклад в рост экономики в четвертом квартале внесло увеличение частного потребления и чистого экспорта. Следует отметить, что обусловленный высоким ростом частного потребления экономический рост США в 2023 году также будет выше оценки, предусмотренной в предыдущей программе, составив примерно 1,6%. Однако предполагается, что экономический рост в США останется на относительно низком уровне из-за ожидаемого ужесточения денежно-кредитной политики и приблизится к долгосрочному устойчивому уровню только в конце среднесрочного периода.

По оценке Бюро экономического анализа Министерства торговли, индекс инфляции личных потребительских расходов² в США в четвертом квартале замедлился более быстрыми темпами по

В мировой экономике, в частности, в основных странах-партнерах Армении сохраняется низкая экономическая активность, а 12-месячная инфляция постепенно замедляется, во многом из-за продолжающегося снижения цен на продовольственные продукты и энергоносители.

Центральные банки развитых стран пока продолжают проводить политику ужесточения монетарных условий, что будет сопровождаться замедлением экономической активности в мировой экономике и определенным снижением цен на товарных рынках.

График 3
Сценарий экономического роста США (%)



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

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

сравнению с ожиданиями предыдущей программы, снизившись до 5,7% с 6,5% предыдущего квартала, а годовой индекс потребительской инфляции в четвертом квартале составил 7,1%. Замедление личных потребительских расходов и потребительской инфляции в основном было обусловлено снижением цен на энергоносители, а также цен на поддержанные автомобили, однако следует отметить, **что в сфере услуг отмечается ускорение роста цен.** В начале 2023 года снижение цен на энергоносители и поддержанные автомобили также способствовало замедлению инфляции личных потребительских расходов в США, которая в январе составила 5,4% в годовом выражении, а потребительская инфляция замедлилась до 6,0% в феврале. Однако общая инфляция продолжает оставаться значительно выше целевого показателя ФРС США, что поддерживается инфляцией групп товаров потребительской корзины, отличающихся сравнительно более «жесткими» ценами.

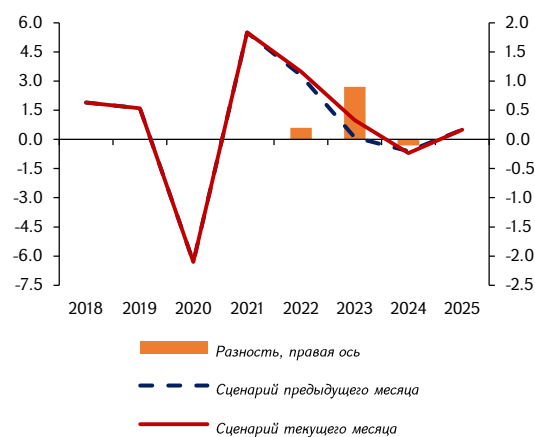
Рынок труда США остается «перегретым». В четвертом квартале безработица составила 3,6%, что ниже уровня, зафиксированного до пандемии, а количество вакансий почти вдвое превышало количество безработных. Указанные факторы порождают значительное инфляционное давление со стороны рынка труда на экономику.

Принимая во внимание вышеупомянутое, ожидается, что Федеральная резервная система США продолжит ужесточение монетарных условий, но более медленными темпами. В результате инфляция будет снижаться медленнее, чем ожидалось ранее, и приблизится к целевому уровню только в конце прогнозируемого горизонта.

Экономика стран Европы. В четвертом квартале 2022 года экономика еврозоны росла быстрее, чем предусматривалось предыдущим сценарием Центрального банка, что было обусловлено более мягким проявлением негативных эффектов со стороны энергетического рынка. По оценкам Евростата, годовой рост экономики еврозоны составил 1,8%, чему положительно способствовал рост частного потребления и вложений, тогда как вклад чистого экспорта, как и в предыдущем квартале, был отрицательным. Последнее было обусловлено влиянием санкций, введенных в результате российско-украинского конфликта, которое еще будет сохраняться в течение ближайших кварталов.

Положительное развитие экономики еврозоны во многом обусловлено тем, что потребление природного газа было значительно ниже среднего в результате благоприятных погодных

График 4
Сценарий экономического роста ЕС (%)



Источники: Евростат, сценарий ЦБ РА

условий. Это позволило, особенно в энергоемких секторах экономики, избежать возможных вынужденных ограничений на поставку газа, что, естественно, привело бы к сокращению производства, а также к инфляции. С другой стороны, напрямую влияя на цены на природный газ, это способствовало ослаблению инфляционной среды.

В результате в краткосрочной перспективе уровень экономического роста еврозоны окажется на несколько более высоком уровне, чем оценивалось ранее, а в среднесрочной перспективе, с учетом постоянно ужесточающихся монетарных условий, а также влияния введенных в отношении России жестких ограничений на экономику еврозоны, рост будет формироваться в соответствии с предыдущей оценкой, на более низком уровне.

В еврозоне инфляционное давление сохраняется. В четвертом квартале 2022 года годовая инфляция в еврозоне составила 10,0% в годовом выражении, чему во многом способствовали высокие цены на энергоносители, нефть и газ, а также их вторичные эффекты. В начале 2023 года темпы инфляции несколько замедлились, но остаются значительно выше целевого показателя, установленного ЕЦБ. Инфляция в феврале составила 8,5% в годовом выражении. Замедление темпов инфляции в основном вызвано снижением цен на энергоносители. Следует отметить, что, в отличие от замедления общей инфляции, темпы базовой инфляции продолжают ускоряться. В феврале 12-месячная инфляция без учета энергоносителей и продуктов питания составила 7,4%. Был зафиксирован особенно высокий рост цен на промышленные товары и услуги.

Как и в США, в еврозоне рынок труда работает в условиях «перегрева». Безработица находится на исторически низком уровне (около 6%), а уровень участия в рабочей силе также значительно увеличился, превысив показатель до пандемии. Предполагается, что эти тенденции сохранятся, в результате будет наблюдаться определенное ускорение роста заработной платы, особенно в отдельных секторах экономики.

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.

Экономика России. По оценкам Росстата, в 2022 году экономика России сократилась на 2,1%. По оценкам Центрального банка в четвертом квартале спад экономики РФ составил 4,2%, что несколько позитивнее предыдущей программы. Основной вклад в

сокращение российской экономики внесли секторы обрабатывающей промышленности, а также оптовой и розничной торговли, что особенно выражается в сокращении объемов экспорта природного газа. Положительный вклад в экономический рост продолжали вносить секторы сельского хозяйства, строительства и жилищно-коммунального хозяйства, общественного питания.

Согласно сценарию ЦБ РА в 2023 году развитие экономики России, по сравнению с предыдущим сценарием, будет более позитивным: в течение года будет зарегистрировано сокращение экономики примерно на 0,2%, что будет обусловлено более стимулирующей фискальной политикой и более быстрым восстановлением частного спроса. Последнее также отразится на более быстром, чем ожидалось, процессе импортозамещения. Ожидается, что государственный бюджет России будет дефицитным как в текущем году, так и в среднесрочной перспективе (до 2% ВВП в 2023 г. и до 1,4% в 2024 г.)³.

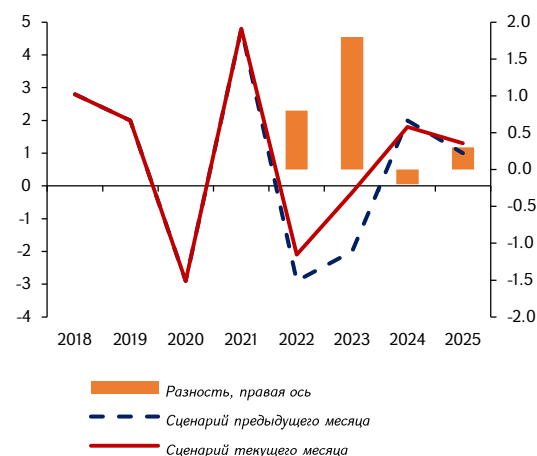
Действующий запрет ЕС на ввоз российской нефти, а также установленная политика «ценового потолка» повлияли на номинальные объемы российского экспорта нефти и газа, но фактические объемы экспорта в последние месяцы даже несколько увеличились за счет увеличения экспорта российской нефти в азиатские страны. Предполагается, что ограничения, объявленные ЕС в отношении российской экономики, не окажут существенного влияния на мировые цены на нефть. С другой стороны, о позитивных изменениях в российской экономике также свидетельствует быстрое восстановление импорта, чему во многом способствовало «открытие» экономики Китая.

На фоне указанных факторов в России было оценено более быстрое сокращение счета текущих операций, что привело к девальвации рубля и некоторому усилению инфляционных давлений. В четвертом квартале 2022 года 12-месячная инфляция составила 12,2% (оставаясь существенно выше целевого уровня в 4%). Тем не менее замедление инфляции продолжилось и в начале 2023 года, составив уже в феврале 11,0% в годовом выражении. Однако стоит отметить, что, несмотря на замедление 12-месячной инфляции, месячный уровень инфляции в последние месяцы уже был положительным, отражая влияние вышеуказанных факторов.

По текущим оценкам Центрального банка РА, Банк России в целях нейтрализации рисков ускорения инфляции и инфляционных

График 5

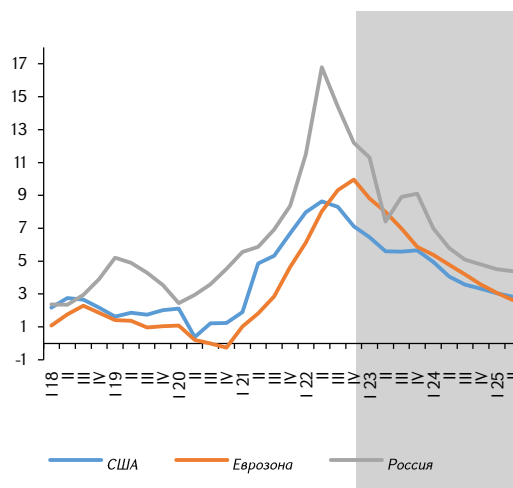
Сценарий экономического роста России (%)



Источники: Росстат, сценарий ЦБ РА

График 6

Инфляция в странах партнерах (%)



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

³ Федеральный бюджет России на 2023-2025 гг., министерство финансов Российской Федерации.

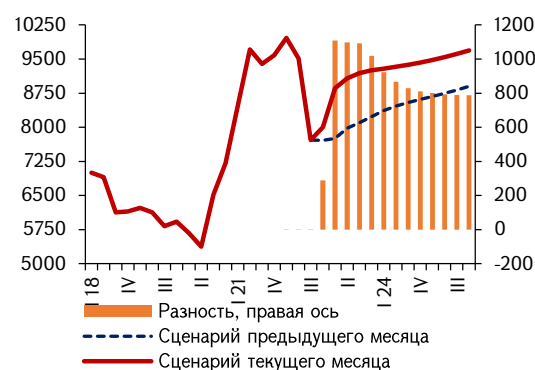
ожиданий начнет несколько ужесточать монетарные условия, обеспечивая приближение инфляции к целевому уровню в конце прогнозируемого горизонта.

Рынки сырьевых и продовольственных товаров. Наряду с ужесточением глобальных финансовых условий снижение цен было зафиксировано практически на всех международных товарных рынках. С другой стороны, существенное ослабление пандемических ограничений в Китае и ожидания восстановления спроса оказывают определенное положительное влияние на цены на сырье и продовольственные товары. Особенно это заметно на мировом рынке меди, где Китай является ведущим мировым потребителем. Ожидается, что в краткосрочной перспективе цены на нефть и продовольственные товары продолжают снижаться по мере замедления мирового спроса на фоне ужесточения финансовых условий. Что касается цен на медь, то после резкого краткосрочного ускорения рост цен замедлится.

На международном рынке меди в четвертом квартале 2022 года цены снизились из-за продолжающегося ужесточения денежно-кредитных условий в мире и сохраняющихся на конец года экономических ограничений в Китае. В результате в течение четвертого квартала 2022 года мировые цены на медь снизились примерно на 16,5% в годовом выражении, составив 8000 долларов США за тонну. В прогнозируемом горизонте, несмотря на сохранение сдерживающих монетарных условий в экономиках ведущих стран, цены на медь были пересмотрены в сторону повышения по сравнению с предыдущей оценкой Центрального банка в связи с ожиданиями повышения спроса на медь на фоне «открытия» экономики Китая. Ожидается, что в среднесрочной перспективе, в результате постепенной нормализации мирового спроса и финансовой конъюнктуры, мировые цены на медь несколько стабилизируются, приблизившись к уровню 9,5 тыс. долларов США за тонну в конце прогнозируемого горизонта.

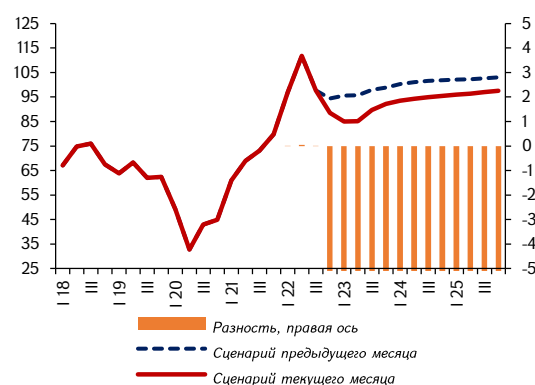
На международный рынок нефти также влияет ужесточение мировых финансовых условий. С другой стороны, ограничения, примененные к российской нефти, не привели к сокращению объемов предложения нефти в мире, поскольку России, как и ожидалось, удалось эффективно перераспределить добытую нефть в новые страны - страны азиатского региона. В результате в течение четвертого квартала 2022 года цены по сравнению с предыдущим кварталом снизились на 9,3%, сформировавшись на уровне 89 долларов США за баррель.

График 7
Международные цены на медь



Источник: Всемирный банк, сценарий ЦБ РА

График 8
Международные цены на нефть



Источник: Всемирный банк, сценарий ЦБ РА

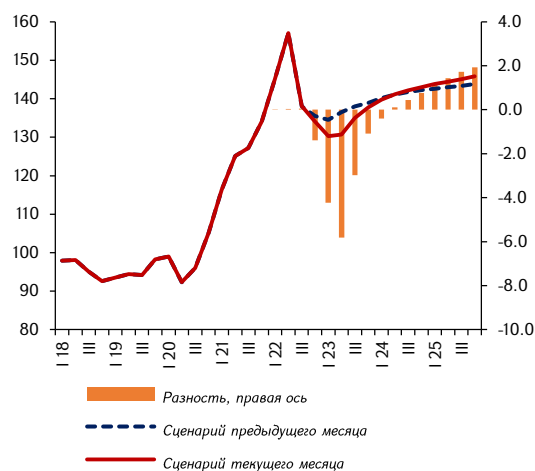
В течение четвертого квартала 2022 года страны-члены ОПЕК+ приняли решение сократить добычу нефти на 2 млн баррелей в сутки с ноября того же года, и в первом квартале 2023 года это решение осталось без изменений, что, по оценкам ОПЕК, должно нивелировать ожидаемое замедление мирового спроса.

Учитывая развития нефтяного рынка, согласно представленному сценарию Центрального банка, цены на нефть в ближайшее время немного снизятся, а затем несколько вырастут, приблизившись к 98 долларам США за баррель в конце горизонта.

На рынках продовольственных товаров, с одной стороны, за счет оптимистичных ожиданий относительно объемов поставок отдельных продуктов и смягчения сбоев в цепочках поставок, с другой стороны, за счет ужесточения глобальных финансовых условий, в четвертом квартале 2022 года цены на все группы продовольственных товаров снизились, сформировавшись на несколько более низком уровне по сравнению с предыдущими оценками Центрального банка. Тенденция к снижению цен практически на все группы товаров сохраняется в течение первого квартала текущего года. В частности, по итогам февраля 2023 года цены на продовольственную корзину по сравнению с уровнем аналогичного периода предыдущего года снизились примерно на 8,0%. Это было вызвано значительным снижением цен на растительное масло более чем на 32% в годовом выражении и цен на молочную продукцию – примерно на 7% в годовом выражении. Небольшое снижение цен было зафиксировано и по другим группам товаров. Согласно текущему сценарию Центрального банка РА, на всем горизонте политики, в связи с продолжающимся ужесточением финансовых условий и благоприятными условиями предложения, цены на рынках продовольственных товаров в краткосрочной перспективе продолжат снижаться, формируясь на уровнях ниже предыдущих оценок, а в среднесрочной перспективе вернуться на уровни, близкие к предыдущим оценкам.

График 9

Международные цены на продовольственные товары



Источник: Всемирный банк, сценарий ЦБ РА

2.2. Представленный сценарий

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

В течение первого квартала 2023 года слабый экономический рост, зафиксированный в основных странах-партнерах РА, сопровождается смягчением общей инфляционной среды, однако цены на некоторые товары и

услуги по-прежнему остаются высокими. В этой ситуации инфляционные давления со стороны внешнего сектора на экономику РА, продолжают ослабевать.

Сохраняется высокий уровень активности в экономике РА, который продолжает поддерживаться высоким внешним спросом, особенно в сфере услуг. Давление спроса на рынке труда продолжает расти. В результате сдерживающей денежно-кредитной политики, проводимой Центральным банком РА, укрепления драма и ослабления инфляционного давления со стороны внешнего сектора, в РА наблюдается замедление роста цен на импортные товары, а в ряде случаев и снижение цен. При этом в условиях высокого спроса и инфляционных ожиданий по-прежнему наблюдается рост цен на отдельные группы товаров. В сложившейся ситуации Центральный банк считает целесообразным оставить процентную ставку политики без изменений.

В первом квартале 2023 года высокой экономической активности РА продолжают оказывать существенное содействие высокий внешний спрос в сфере услуг и положительные развития в сфере строительства. Предполагается, что высокому спросу, сформировавшемуся в текущем году, будет способствовать определенное восстановление внутреннего спроса, а также импорт инвестиционных товаров для целей эксплуатации Амулсарского золотоносного рудника. При этом наблюдается рост потенциала экспорта и ВВП в сфере услуг и промышленности, который продолжится в ближайшие годы, в основном за счет эксплуатации Амулсарского рудника. В результате предполагается, что разрыв в спросе по сравнению с предыдущими ожиданиями будет сокращаться медленнее, оставаясь при этом в области положительных значений. Это будет и впредь оказывать инфляционное давление и способствовать поддержанию высоких инфляционных ожиданий. Согласно сценарию, представленному Центральным банком, общая инфляция в ближайшее время снизится, но цены на некоторые товары и услуги, особенно с «жесткими» ценами, продолжат расти под влиянием сформировавшегося высокого спроса и инфляционных ожиданий.

В сложившейся ситуации Совет ЦБ принял решение оставить учетную ставку без изменений. В результате в условиях ослабления инфляционного давления со стороны внешнего сектора, сдерживающей денежно-кредитной политики, укрепления

Совет принял решение оставить процентную ставку рефинансирования без изменений.

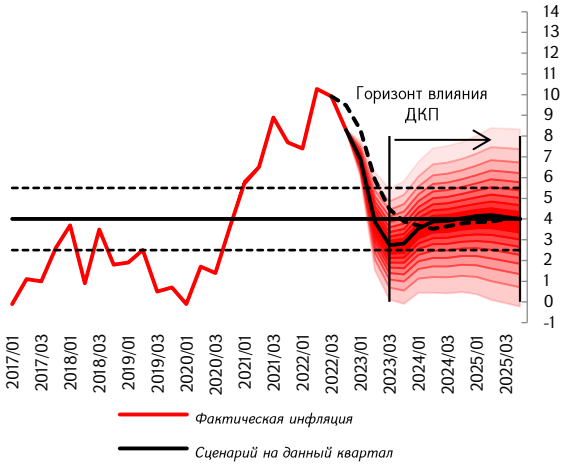
драма и постепенно ослабевающего совокупного спроса инфляция в 2023 году снизится и позже укрепится вблизи целевого показателя.

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

Таблица 1.

	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
I кв. 2023	0.0%	0.0%	0.4%	56.7%	42.8%
II кв. 2023	2.1%	14.4%	70.1%	11.7%	1.6%
III кв. 2023	13.6%	29.8%	51.8%	4.3%	0.5%
IV кв. 2023	14.9%	27.2%	50.6%	6.1%	1.1%
I кв. 2024	8.7%	19.8%	55.4%	12.2%	3.9%
II кв. 2024	8.3%	16.8%	52.0%	15.4%	7.5%
III кв. 2024	8.4%	16.5%	51.2%	15.8%	8.1%
IV кв. 2024	7.9%	15.6%	50.4%	16.7%	9.4%
I кв. 2025	8.4%	15.0%	48.1%	17.2%	11.3%
II кв. 2025	9.8%	14.7%	44.7%	17.1%	13.8%
III кв. 2025	10.9%	15.1%	44.2%	16.5%	13.3%
IV кв. 2025	12.0%	15.6%	43.6%	15.9%	12.9%

График 10
Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте



Источники: СК РА, сценарий ЦБ РА

Врезка 1

Инфляция групп товаров, отличающихся «жесткими» ценами в РА

С четвертого квартала 2022 года, в связи с ослаблением инфляционных давлений со стороны внешнего сектора, укреплением драма и последовательным ужесточением денежно-кредитной политики, наблюдается замедление темпов как 12-месячной, так и квартальной инфляции. Примечательно, что параллельно отмечается ослабление показателей базовой инфляции, рассчитываемых ЦБ (см. график 11). Также следует отметить, что согласно сценарию, представленному в текущей программе, инфляция в течение следующих кварталов, в том числе за счет нейтрализации базовых эффектов, а также значительного увеличения веса продовольственных товаров в потребительской корзине, будет продолжать быстро снижаться и сформируется на уровнях несколько ниже целевых уровней.

При изучении развитии отдельных основных компонентов инфляции, можно заметить, что в настоящее время в их динамике наблюдаются существенные различия (см. график 12 и график 13). В частности, снижение как общей, так и базовой инфляции во многом обусловлено снижением цен на энергоносители и цен на ввозимые продовольственные продукты, что является отражением ослабления инфляционной среды в мировой экономике и влияния укрепления драма.

С другой стороны, рост цен на нерегулируемые услуги и непродовольственные товары (за исключением топлива) продолжает оставаться на высоком уровне. Эти группы товаров, которые с определенными оговорками можно назвать группами товаров с «жесткими» ценами в Армении, заслуживают особого внимания со стороны денежно-кредитной политики, так как лучше всего отражают состояние спроса и инфляционные ожидания в экономике. При этом, несмотря на то, что вес указанных групп товаров в потребительской корзине с 2023 года уменьшился (а значит, и их влияние на общую инфляцию), значимость этих групп товаров с точки зрения денежно-кредитной политики неизменна, т.к. по существу отражает уровень закрепления инфляции в экономике.

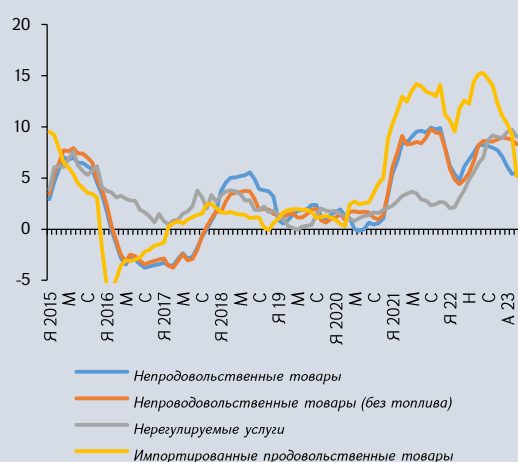
График 11

Динамика общей и базовой инфляции



График 12

Динамика отдельных компонентов инфляции, рост в годовом выражении⁴



⁴ Показатель за первый квартал 2023 года является оценкой, основанной на фактических развитиях в январе-феврале.

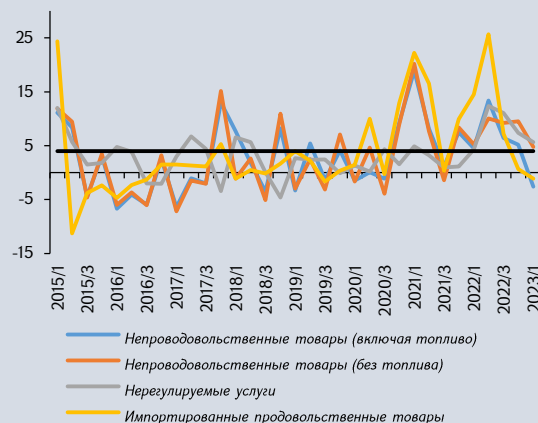
В целом цены на товары и услуги, отличающиеся «жесткими» ценами, обычно не сразу реагируют на временные колебания спроса и предложения. Это может быть обусловлено самыми разными причинами, в том числе фиксацией цен и себестоимости продукции в рамках действующих контрактов, а также стремлением сохранить лояльность клиентов. Таким образом, наблюдаемые инфляционные тенденции в этих группах товаров могут свидетельствовать о более долгосрочных инфляционных факторах в экономике, таких как сохраняющийся высокий спрос, перегретость рынка труда или высокие инфляционные ожидания.

Примечательно, что на текущем этапе экономического развития вышеперечисленные явления характерны не только для Армении. Во многих развитых странах наблюдается ослабление общей инфляции, но цены групп товаров с «жесткими» ценами продолжают формироваться на высоком уровне или даже расти, отражая по-прежнему высокий спрос и эффекты «перегрева» рынка труда в экономике указанной страны (США, ЕС и др.).

Таким образом, как в ряде развитых стран, так и в Республике Армения, несмотря на снижение общей инфляции, инфляция товаров с «жесткими» ценами по-прежнему остается высокой вследствие высокого спроса и инфляционных ожиданий. В такой ситуации основной задачей центральных банков будет регулирование инфляции наиболее важных с монетарной точки зрения групп товаров, характеризующихся «жесткими» ценами, для эффективного обеспечения ценовой стабильности в среднесрочной перспективе.

График 13

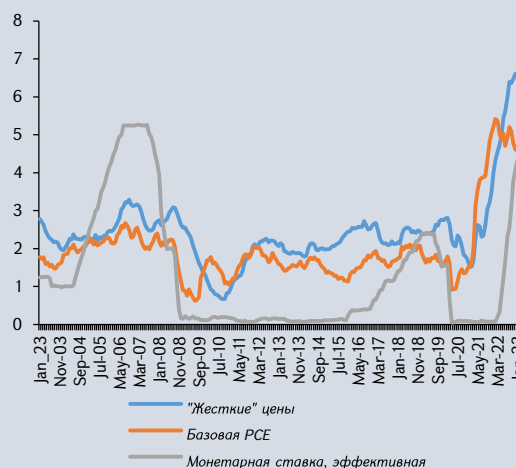
Динамика отдельных компонентов инфляции, процентный рост⁵



Источник: СК РА, ЦБ РА

График 14

Динамика отдельных компонентов инфляции и меры политики в США, процентный рост в годовом



Источник: Федеральный резервный банк Сент-Луиса

⁵ Показатель за первый квартал 2023 года является оценкой, основанной на фактических развитиях в январе-феврале.

2.2.2. Экономическая активность⁶

С начала 2023 года экономическая активность сохраняется на достаточно высоком уровне. По сравнению с предыдущей программой оценка экономического роста за год была пересмотрена в сторону роста и оценивается на уровне около 5,8%, а также были несколько изменены компоненты экономического роста. В частности, оценка частных расходов была пересмотрена в сторону роста. Учитывая, что сбережения в основном аккумулировались в частных предприятиях, большое количество выданных разрешений на строительство, а также программу, связанную с запуском Амулсара⁷, в текущем году ожидается значительное ускорение частных инвестиций. Хотя высокие темпы роста частных инвестиций в определенной степени ослабнут, они продолжают формироваться на высоких уровнях в среднесрочной перспективе, способствуя увеличению потенциала ВВП и экспорта. Частное потребление, по сравнению с экономическим ростом, останется сдержанным, хотя и несколько ускорится.

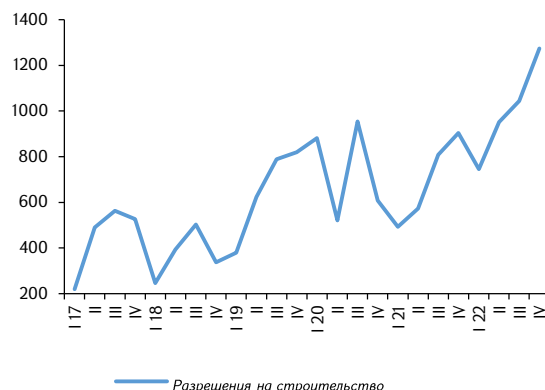
Ожидается, что в текущем году значительно увеличатся государственные капитальные вложения, что окажет существенное влияние на экономический рост. Хотя рост государственных инвестиций и в последующие годы сохранится на высоком уровне (значительно ниже показателя текущего года), однако вклад в экономический рост уже будет значительно меньше.

В прогнозируемом горизонте потенциальные уровни ВВП и экспорта также оцениваются несколько выше, что обусловлено продолжающимся ростом производства, главным образом, в сфере ИТ-услуг и обрабатывающей промышленности. Этому в основном способствовал более позитивная динамика притока капитала и рабочей силы (в основном из Российской Федерации), а также экспорта и инвестиционной деятельности в обрабатывающей промышленности. В результате в среднесрочной перспективе экономический рост будет несколько выше (см. график 2).

Внешний спрос. В четвертом квартале 2022 года положительное влияние внешнего сектора на экономику РА продолжало превосходить ожидания. Это выразилось в росте

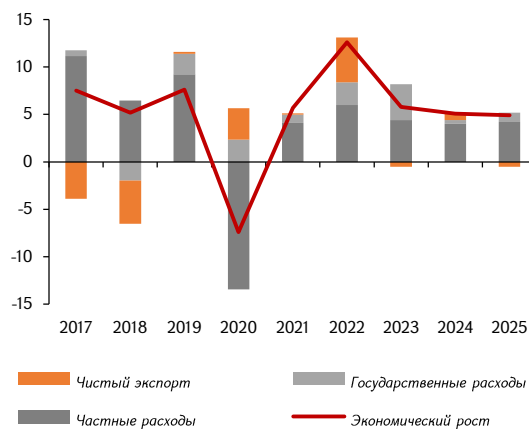
По сравнению с предыдущей программой оценка экономического роста за год была пересмотрена в сторону роста и оценивается на уровне около 5,8%.

График 15
Разрешения на строительство



Источник: СК РА, ЦБ РА

График 16
Вклад компонентов спроса⁸ в рост (процентные пункты)



Источник: СК РА, сценарий ЦБ РА

⁶ Прогноз экономического роста в цифрах см. в графике 22, таблица 2.

⁷ См. <https://www.yerevan.am/am/quarterly-statistics/>

⁸ В показатели спроса не включено изменение запасов нематериальных оборотных средств, поскольку он рассчитывается Статистическим комитетом РА как балансовая статья и не отражает фактический уровень вложений, поэтому показатели роста экономики, рассчитанные с точки зрения спроса и предложения, могут отличаться друг от друга.

См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

потенциального уровня экспорта товаров и, особенно, в высоких объемах туристического экспорта. Уровень туристического импорта по-прежнему остается ниже ожидаемого. В условиях подобной динамики внешнего спроса ожидается опережающий рост экспорта товаров и услуг по сравнению с предыдущими оценками. При этом в условиях высокой экономической активности прирост импорта товаров и услуг оценивается как высокий, хотя и несколько ниже ожиданий. Реальный рост экспорта и импорта товаров и услуг в 2022 году составил 54,4% и 33,8% соответственно. В результате в 2022 году влияние внешнего спроса на ВВП оценивается как более положительное, чем в предыдущем сценарии.

Чистый приток общих денежных переводов (включая доходы трудовых мигрантов и частные денежные переводы) увеличится в 2022 году на 32,0%, как и в предыдущем сценарии, за счет высокого номинального роста в долларовом выражении в неэкспортном секторе российской экономики (строительство и торговля).

С учетом приведенных выше оценок в 2022 году профицит счета текущих операций оценивается в 0,1%.

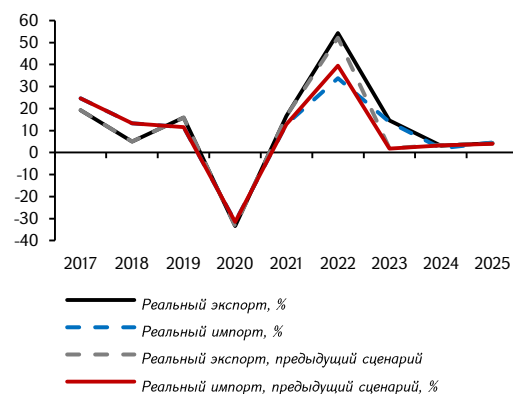
В течение 2023 года показатель дефицита счета текущих операций к ВВП увеличится по сравнению с предыдущим годом и составит 1,4%. В 2023 году рост экспорта и импорта товаров и услуг несколько стабилизируется после высокого роста предыдущего года. Экспортные возможности РА в Россию продолжают расширяться с учетом определенного увеличения экспортного потенциала. С точки зрения экспорта услуг ожидается, что в краткосрочной перспективе сохранится высокий приток иностранных посетителей. При этом сохранится высокий рост экспорта ИТ-услуг. В результате в 2023 году ожидается рост реального экспорта товаров и услуг на 14,3%. В условиях сохраненной активности спроса и доходов, сформированных в предыдущем году, в 2023 году ожидается рост реального импорта товаров и услуг на 14,6%.

В 2023 году денежные переводы физических лиц как из России, так и из США снизятся с высокого уровня, отчасти из-за последствий снижения экономической активности в странах-партнерах.

В среднесрочной перспективе постепенная корректировка высокого внешнего спроса будет выражаться в увеличении показателя дефицита счета текущих операций к ВВП, но в среднесрочной перспективе он все еще будет ниже расчетного равновесного уровня в пределах 4,0-6,0%. Обусловлено это будет

График 17

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



Источник: СК РА, сценарий ЦБ РА

экспортом драгоценных металлов в 2024 году в результате эксплуатации Амулсарского рудника.

Налогово-бюджетная политика⁹. В условиях высокого фактического экономического роста в 2022 году влияние фискальной политики на совокупный спрос было нейтральным. По сравнению с бюджетным планом на 2022 год было зафиксировано перевыполнение как доходов, так и расходов государственного бюджета, при этом образовался меньший, чем планировалось, дефицит государственного бюджета.

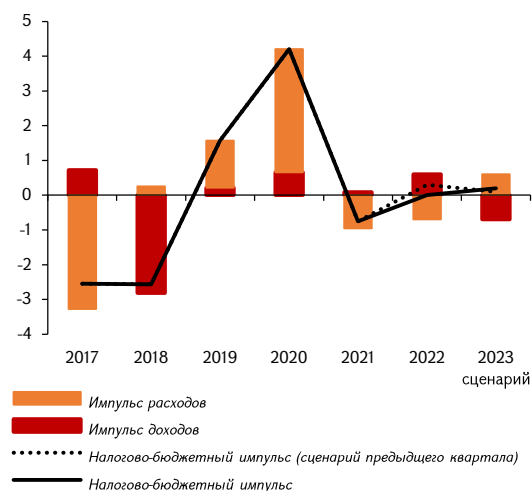
По оценке Центрального банка, в 2023 году соотношение налоги/ВВП¹⁰ составит 23,9 п.п., как следствие слегка опережающего роста налогов по сравнению с ростом ВВП.

Наряду с сохранением высоких темпов экономической активности в начале 2023 года продолжился высокий рост сбора налогов. В результате налоговые поступления ожидаются примерно на 113,0 млрд драмов выше, чем предусматривалось предыдущей программой Центрального банка, и итогам года составят около 2366 млрд драмов.

Расходы государственного бюджета в январе-феврале 2023 года недовыполнены в основном за счет недовыполнения капитальных затрат. Темпы расходования средств в последние месяцы несколько замедлились, в результате выполнение программы расходов было оценено на 98,5%, или примерно на 39,0 млрд драмов меньше. В 2023 году государственные расходы составят около 2541 млрд драмов. Тем не менее согласно оценке Центрального банка, в 2023 году соотношение расходов к ВВП составит 27,2%, увеличившись на 0,8 п.п. по сравнению с предыдущим годом. В результате соотношение дефицита к ВВП составит 1,9%, что на 0,4 п.п. ниже, чем в 2022 году.

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, по оценкам, будет иметь слабый расширяющий эффект примерно в 0,2 п.п. Это будет связано с расширяющими импульсами расходов и сдерживающими импульсами доходов.

График 18
Налогово-бюджетный импульс, сценарий (п.п.)



Источник: сценарий ЦБ РА

В 2023 г. по сравнению с 2022 г. налогово-бюджетная политика, по оценкам, будет иметь слабый расширяющий эффект примерно в 0,2 п.п.. Это будет связано с расширяющими импульсами расходов и сдерживающими импульсами доходов.

⁹ Влияние фискальной политики на совокупный спрос в 2023 году оценивалось с учетом Закона о бюджете на 2023 год, «Программы 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.

¹⁰ Показатели ВВП, используемые в программе, являются оценками ЦБ.

В среднесрочной перспективе, исходя из проекта программы государственных среднесрочных расходов на 2024-2026 гг., оценка фискальной политики остается неизменной по сравнению с предыдущим сценарием и ожидается слабый стимулирующий эффект из-за большого объема капитальных затрат, запланированных на этот период, и некоторого замедления темпов роста ВВП. Также ожидается постепенное сокращение дефицита бюджета и долговой нагрузки за счет увеличения налоговых поступлений и улучшения структуры расходов.

Рынок труда. Ожидается, что уровень безработицы в 2023 году пока останется ниже своего долгосрочного устойчивого уровня, составив примерно 12,6%. Показатель будет отражать постепенную корректировку положительного спроса в краткосрочном отрезке, а также рост занятости наряду с увеличением потенциала ВВП. В среднесрочной перспективе, в результате некоторой корректировки спроса и потенциального роста, уровень безработицы стабилизируется около расчетного естественного уровня в 15%.

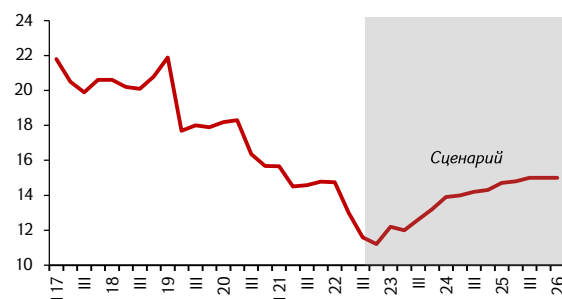
В соответствии с устойчивым высоким экономическим ростом и инфляционной средой ожидается, что рост заработной платы в частном секторе будет довольно высоким и составит около 18% в 2023 году. В среднесрочной перспективе, при стабилизации спроса и инфляции, ожидается, что рост частной заработной платы стабилизируется на уровне базовых 7-8 процентов.

Таким образом, некоторое ожидаемое инфляционное давление со стороны рынка труда сохранится в 2023 году за счет опережающего роста заработной платы в частном секторе по сравнению с ростом производительности. Однако по мере роста производительности рост удельных затрат на оплату труда в среднесрочной перспективе снизится и стабилизируется в пределах 4%.

2.2.3. Сопоставление с предыдущим сценарием

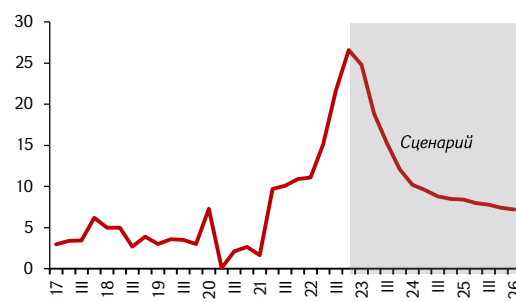
Оценка экономического роста пересмотрена Центральным банком РА в сторону повышения по сравнению с предыдущим сценарием.

График 19
Уровень безработицы (%)



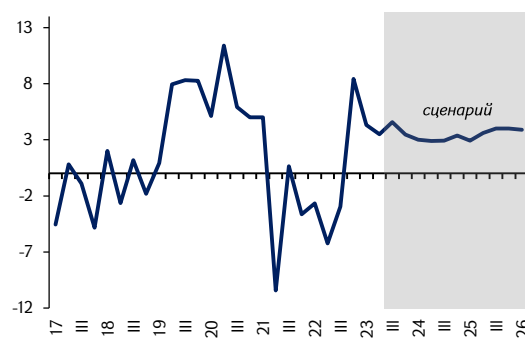
Источник: СК РА, сценарий ЦБ РА

График 20
Годовой прирост заработной платы частного сектора (%)



Источник: СК РА, сценарий ЦБ РА

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



Источник: СК РА, сценарий ЦБ РА

Экономический рост в 2023 году оценивается в 5,8% по сравнению с прежней оценкой в 4,6%, чему в основном будет содействовать ожидаемый высокий рост в сфере услуг и строительстве.

В сфере услуг в 2023 году пока ожидается высокий рост, который будет по-прежнему поддерживаться как сохранением положительного внешнего спроса, так и высоким ростом производительности. Активность в секторе будет по-прежнему обуславливаться продолжающимся высоким ростом в сфере транспорта и ИТ-услуг, а также сохраняющейся высокой активностью в сфере услуг по временному проживанию и общественному питанию в течение всего года на фоне устойчивого туристического притока.

В строительном секторе сохранится высокий рост жилищного строительства, осуществляемого за счет средств организаций. Кроме того, в 2023 году активизируется строительство в сфере добычи полезных ископаемых, за счет увеличения строительных работ, связанных с эксплуатацией Амулсарского рудника. По оценкам, содействие этих работ росту сектора за весь год составит почти 4,0 процентных пункта.

В сельскохозяйственном секторе, в соответствии с оценкой предыдущей программы, сохранится низкий рост за счет сокращения посевных площадей.

В 2023 году росту промышленного сектора будут способствовать сохраняющиеся положительные развития в обрабатывающей промышленности. В среднесрочной перспективе рост промышленного сектора будет выше по сравнению с предыдущей программой за счет увеличения мощности и высокого роста производства в секторе в результате эксплуатации Амулсарского рудника.

В среднесрочной перспективе положительный разрыв ВВП закроется, а экономический рост замедлится из-за постепенного ослабления спроса.

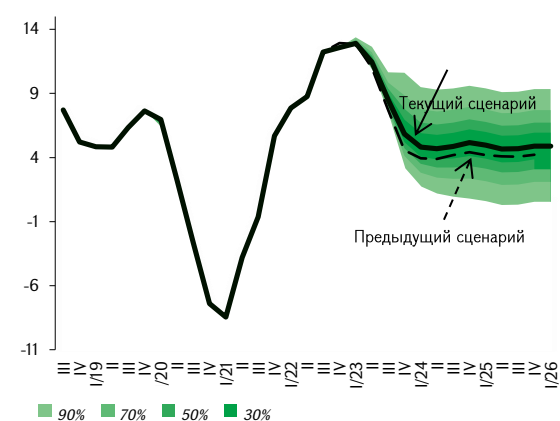
Однако на среднесрочный экономический рост будут влиять факторы потенциального роста ВВП, связанные с временным повышением инвестиционной активности и производительности. В результате при сохранении роста потенциального ВВП на высоком уровне, экономический рост по-прежнему будет составлять около 5% в конце трехлетнего горизонта и приблизится к устойчивому уровню 4% в более долгосрочной перспективе.

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

Экономический рост в 2023 году оценивается в 5,8% по сравнению с прежней оценкой в 4,6%, чему в основном будет содействовать ожидаемый высокий рост в сфере услуг и строительстве.

График 22

Распределение вероятностей сценария реального (кумулятивного) роста ВВП¹¹ в 3-годичном прогнозном горизонте



Источник: СК РА, сценарий ЦБ РА

Таблица 2

Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
период	интервал 30% вероятности	интервал 90% вероятности
2023 январь-декабрь / 2022 январь-декабрь	5.2 – 7.0	3.1 – 10.6
2024 январь-декабрь / 2023 январь-декабрь	4.1 – 6.2	0.7 – 9.6
2025 январь-декабрь / 2024 январь-декабрь	3.9 – 5.9	0.4 – 9.3
2026 январь-декабрь / 2025 январь-декабрь	3.9 – 5.9	0.4 – 9.3

В 2023 году показатель дефицита счета текущих операций к ВВП будет на более низком уровне по сравнению с предыдущим сценарием, что связано с улучшением торгового баланса в результате высокого роста внешнего спроса и более низкого уровня отрицательного сальдо инвестиций.

По сравнению с предыдущим сценарием налогово-бюджетный импульс будет иметь стимулирующий эффект около 0,2 процентных пункта: в расчет берется сдерживающий эффект доходов и стимулирующий эффект расходов в случае полного выполнения скорректированного плана налогов и 98,5% (оценка ЦБ) скорректированного плана расходов.

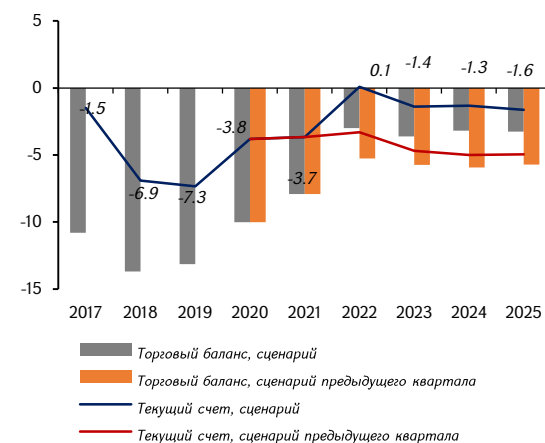
Согласно представленному сценарию, **общая инфляция в краткосрочном отрезке будет на более низком уровне, чем предполагалось по сценарию предыдущей программы** в основном за счет более низкого уровня базовой инфляции и регулируемых тарифов на услуги. Согласно текущему сценарию, общая инфляция в течение следующих кварталов, в том числе за счет нейтрализации последствий высоких показателей прошлого года, а также значительного увеличения веса продовольственных товаров в потребительской корзине, продолжит стремительно снижаться, формируется на уровне несколько ниже целевого, и с 2024 года стабилизируется на целевом уровне (см. график 1).

2.2.4. Основные суждения и риски

В данном разделе приведены основные суждения, послужившие основанием для разработки программы денежно-кредитной политики ЦБ РА на первый квартал 2023 года, и риски реализации этой программы, которые вытекают из развитий внешнего сектора,

График 23

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

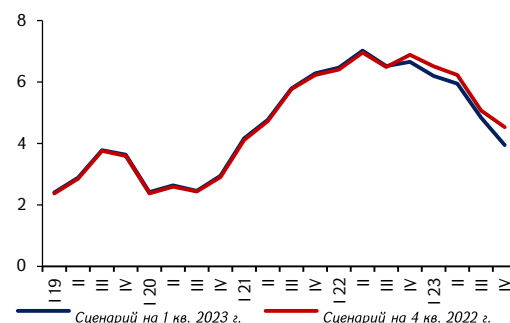


Источник: СК РА, сценарий ЦБ РА

Согласно представленному сценарию, общая инфляция в краткосрочном отрезке будет на более низком уровне, чем предполагалось по сценарию предыдущей программы.

График 24

Прогнозы краткосрочных инфляционных ожиданий (%)



Источник: оценки ЦБ РА

осуществляемой налогово-бюджетной политики, сформировавшихся тенденций и краткосрочных прогнозов.

Врезка 2

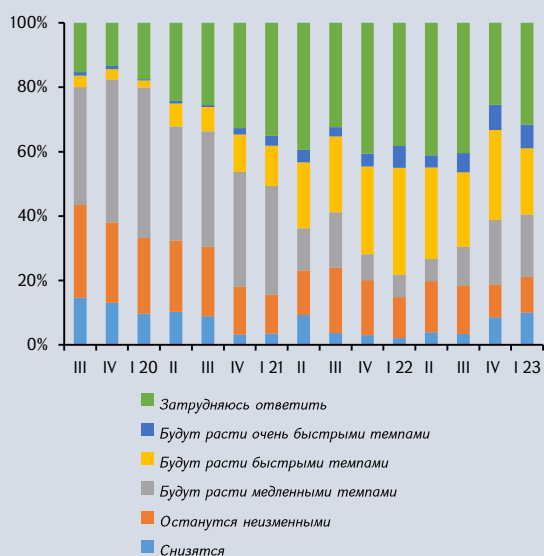
Результаты опросов домашних хозяйств и участников финансового сектора относительно их ожиданий

По результатам проведенного ЦБ опроса домохозяйств об ожидаемых изменениях некоторых макроэкономических показателей в первом квартале 2023 года, инфляционные ожидания несколько снизились, но остаются на высоком уровне. В частности, среди общего числа опрошенных снизилась доля домохозяйств, ожидающих высокую годовую инфляцию, а доля тех, кто ожидает низкую инфляцию – несколько возросла.

Опросы также показывают, что неуверенность респондентов в вопросе ожидаемой инфляции в первом квартале резко возросла и осталась высокой после резкого снижения в предыдущем квартале. Таким образом, можно констатировать, что снижение доли ожидающих высокую инфляцию в текущем квартале большей частью выразилось в росте неопределенности. Примечательно, что хотя инфляционные ожидания домохозяйств в последнее время снижаются, они все же остаются относительно высокими, что и определяет логику вышеуказанных действий по реализации денежно-кредитной политики.

График 25

Опрос об инфляционных ожиданиях домохозяйств



Источник: ЦБ РА

Таблица 3. Суждения представленного сценария

Основные суждения и предположения	Вероятные последствия данного предположения
Санкции, введенные против России, сохранятся на протяжении всего прогнозируемого горизонта. В то же время сбои в цепочках поставок продолжают ослабевать. В Китае ослабили и продолжают ослабление ограничений, введенных из-за пандемии.	✓ Рост экономики США и Еврозоны, одних из основных торговых партнеров РА, продолжит формироваться на низком уровне, а экономический спад в России будет меньшим, в основном за счет меньшего спада в промышленном секторе и роста в строительном секторе.

Недавние банкротства некоторых банков финансового сектора США не носят системного характера и не окажут существенного влияния на финансовый и реальный секторы, в том числе в результате адекватных мер политики. В еврозоне благодаря значительно благоприятным погодным условиям удалось существенно сократить потребление газа, что позволит избежать вынужденных ограничений потребления газа в текущем году. Однако проблема поставок природного газа в необходимых объемах в еврозону на ближайшие годы до конца не решена. Налогово-бюджетная политика в России будет носить стимулирующий характер на протяжении всего прогнозного горизонта. Одобренная странами-членами ОПЕК+ в 2022 году договоренность о снижении добычи нефти на 2 млн баррелей в сутки с ноября будет фактически сохранена. Последствия запрета на импорт российской нефти в ЕС и введения потолка цен на объем добычи нефти в России, а значит, и на предложение нефти на мировом рынке, будут незначительными.	✓ Корректировка цен в сторону понижения на рынках нефти и продовольствия продолжится. ✓ Влияние восстановления спроса в Китае будет особенно значительным на цены на медь, преувеличив влияние ужесточения денежно-кредитных условий в развитых странах. ✓ В странах-партнерах - в США и ЕС - инфляция будет по-прежнему зависеть от более низких цен на сырьевые товары, которые будут несколько сдерживаться в экономиках этих стран вследствие ожидаемого более высокого спроса и более медленной, чем ожидалось, траектории его сокращения. ✓ Инфляция товаров с относительно «жесткими» ценами продолжит оставаться на высоком уровне. Среди основных стран-партнеров Армении ФРС США и Центральный банк еврозоны продолжают ужесточать монетарные условия. В этих странах инфляция вернется к целевому уровню только в конце прогнозируемого горизонта.
Премия за страновой риск РА, в связи со значительным снижением долговой нагрузки в условиях высокого экономического роста (а также улучшения перспектив) и укрепления обменного курса в РА, несколько снизилась. Тем не менее оценивается, что при нынешних высоких потоках капитала премия за страновой риск РА сформировалась несколько ниже уровня, обусловленного фундаментальными факторами.	✓ Ожидается, что по мере нейтрализации текущих тенденций премия за страновой риск будет постепенно увеличиваться, стабилизируясь вокруг долгосрочного стабильного уровня.
Ожидается, что в 2023 году налогово-бюджетная политика будет оказывать определенное влияние на снижение доходов и стимулирование расходов.	✓ В 2023 г. ожидается стимулирующий эффект налогово-бюджетной политики на 0,2 п.п. (при выполнении годового плана налоговых поступлений и выполнения скорректированного плана расходов на 98,5%), обусловленный резким увеличением капитальных затрат. В среднесрочной перспективе, по оценкам программы государственных среднесрочных расходов на 2024-2026 гг.,

	ожидается слабый стимулирующий эффект налогово-бюджетной политики.
Экспортные возможности Армении продолжают расширяться с учетом потенциального роста в обрабатывающей промышленности и ИТ-секторе, а также сохранения высокого внешнего спроса.	✓ Дополнительные позитивные изменения в обрабатывающей промышленности будут продолжаться, включая некоторое расширение производственных мощностей. ✓ В случае сохранения притока иностранных посетителей положительные тенденции внешнего спроса сохранятся в краткосрочной перспективе. ✓ В краткосрочной перспективе сохранится высокий рост сектора ИТ и связи, что в 2022-23 гг. в среднем окажет положительное влияние на потенциал ВВП, порядка 1,5-2,0 п.п.
В среднесрочной перспективе ожидается, что горнодобывающий сектор внесет определенный положительный вклад в рост уровня потенциального ВВП.	✓ Эксплуатация Амулсарского рудника внесет положительный вклад в рост уровня потенциального ВВП в течение 2023-25 гг. . В частности, в 2023 г. влияние эксплуатации Амулсара на ускорение потенциального роста выразится в высоком росте сектора строительства и активизации инвестиций (примерно на 1,0 п.п. ВВП), и в 2024 г. и в некоторой степени - в 2025 г., в расширении выпуска и экспортного потенциала (дополнительное влияние около 2,0 п.п. на ВВП).
Изменение акцизных и таможенных ставок до 2023 года в рамках ЕАЭС, в связи с требованием применения единых ставок.	✓ В 2021-2023 гг. влияние постепенного изменения акцизного налога оценивается примерно в 0,4 п.п., а влияние изменения таможенных ставок оценивается до 0,3 п.п. за каждый год. Предполагается, что упомянутые эффекты на инфляцию будут продолжать проявляться в первой половине 2023 года.

Сценарные риски

В регионе продолжает сохраняться высокий уровень геополитической неопределенности, что создает значительные риски, особенно с точки зрения перспектив роста потенциала в Российской Федерации и Еврорегии, а также темпов восстановления спроса в России. Хотя в Еврорегии, благодаря благоприятным погодным условиям, в 2023 году можно будет избежать негативных последствий сокращения природного газа, однако остается проблема обеспечения долгосрочных стабильных поставок энергоносителей, содержащая определенные риски с точки зрения среднесрочного роста.

Проблемы, появившиеся в финансовой системе США, могут носить системный характер. Это может выражаться в резком ухудшении перспектив экономического роста как в США, так и в мировой экономике.

Значительное ослабление пандемических ограничений в Китае, с одной стороны, оказывает определенное положительное влияние на формирование цен на товарно-сырьевых рынках, с другой стороны, в силу высокой неопределенности относительно темпов восстановления спроса, способствует увеличению волатильности цен на этих рынках. Тем не менее проблемы на рынке недвижимости в Китае сохраняются, что создает определенные риски для быстрого восстановления спроса.

Рынки труда в США и еврозоне находятся в состоянии «перегрева». Безработица находится на исторически низком уровне, продолжают сохраняться также высокие темпы создания новых рабочих мест, особенно в сфере услуг. В условиях этих тенденций рост заработной платы может ускориться, создавая значительные инфляционные риски.

В целом вышеперечисленные факторы по-прежнему создают риски и угрозы стабилизации мировой экономики, обеспечению и восстановлению нормального функционирования международных рынков сырья, продовольствия и финансов, а также цепочек поставок. В условиях длительного пребывания инфляции в мире на уровнях, значительно превышающих целевые уровни, сохраняются риски ослабления фиксации долгосрочных инфляционных ожиданий. С учетом этого центральные банки многих стран придерживаются и все еще предусматривают ужесточения монетарных условий. Значительная часть рисков связана с неопределенностью в отношении темпов ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США, что приводит к увеличению волатильности на мировых финансовых рынках и существенной корректировке цен на активы.

Вышеупомянутые факты, безусловно, создают высокую неопределенность и значительные риски также и для экономики РА. Помимо рисков со стороны внешнего мира существуют также риски, связанные с крупномасштабной военной агрессией со стороны 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 прогнозного сценария.

С точки зрения совокупного спроса можно выделить следующие риски:

- Проблемы, возникшие в банковской системе США, могут иметь системный характер и оказать существенное влияние на сокращение мирового спроса.
- Налогово-бюджетная политика в России может оказаться более стимулирующей, чем ожидалось, способствуя более быстрому восстановлению спроса в экономике и расширению инфляционной среды.
- В условиях текущих геополитических событий в регионе, ввиду продолжительности и объемов ожидаемого притока иностранных посетителей и финансовых потоков, их влияние на экономику РА в основном создает положительные риски спроса.
- Возможное замедление сезонной миграции и денежных переводов из РА в связи с неблагоприятной экономической средой в РФ и ограничениями движения капитала, с одной стороны, создает риски замедления потребления, с другой стороны - риски увеличения предложения рабочей силы.
- С точки зрения налогово-бюджетной политики, в случае невыполнения плановых капитальных затрат на значительно высоких уровнях, в основном существуют риски расширения инфляционной среды, вызванные перенаправлением сэкономленных средств на текущие расходы.
- В условиях значительного положительного спроса возникают трудности с привлечением дополнительной рабочей силы и ресурсов, в результате чего возникают риски нелинейного воздействия на инфляцию.
- В результате значительного превышения показателей инфляции своего целевого уровня в РА в течение длительного периода сохраняются риски, связанные с ослаблением фиксации долгосрочных инфляционных ожиданий и раскручиванием инфляционной спирали.
- В условиях формирования высокого уровня накопленных сбережений в частном секторе, имеются большие инфляционные или дефляционные риски, связанные соответственно с ускорением потребления и ускорением вложений.

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

- Риски, связанные с прогнозами цен на сырье и продовольственные товары, обусловлены темпами замедления спроса в мировой экономике, степенью 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 продолжающихся санкций против Российской Федерации.

- В условиях сохраняющейся геополитической напряженности существуют риски деглобализации и вытекающие в основном из этого инфляционные риски.
- 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 Амулсарского рудника, характером и объемом инвестиций, а также объемами производства и экспорта после ввода рудника эксплуатацию, что является как положительным, так и отрицательным риском.
- 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 пограничной напряженностью и геополитической и региональной неопределенностью.

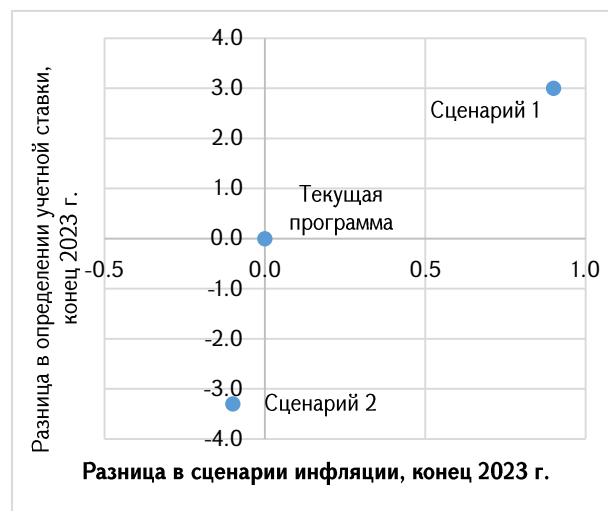
- Преимущественно положительные риски, связанные с ускорением инвестиций за счет накопления сбережений в частном секторе.
- Реализация проекта ЕС “Восточное партнерство”, предусматривающего пакет поддержки в размере 2,6 млрд евро, что является риском в сторону роста (годовой рост ВВП около 0,9-1,0%).

В целом, поскольку существует значительная неопределенность, связанная с геополитической ситуацией, деглобализацией, реорганизацией глобальной цепочки создания стоимости и возможными финансово-экономическими развитиями, а также с продолжением притока международного туризма, капитала и рабочей силы в Армению, Центральный банк пытается уменьшить возможные риски, вытекающие из этой неопределенности, путем построения и рассмотрения различных сценариев развития ситуации. В частности, в силу особенностей современного этапа, среди возможных проявлений многочисленных рисков, были подробно рассмотрены два типовых сценария развития экономики – дефляционный и инфляционный.

- Поддержание долгосрочной высокой инфляционной среды и высоких инфляционных ожиданий, с одной стороны, высокого спроса и дальнейшего разогрева рынка труда, особенно в отдельных секторах экономики, с другой стороны, может привести к ускорению инфляции некоторых компонентов общей инфляции (товарные группы, отличающиеся «жесткими» ценами). Даже при нахождении общей инфляции вблизи 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 для обеспечения стабильности инфляции Центральному банку потребуется установление более высокого уровня учетной ставки (сценарий 1).
- В результате российско-украинского конфликта приток капитала и рабочей силы в РА оказал и будет иметь гораздо более положительное влияние на потенциал экономики в среднесрочной перспективе, чем предусматривается в сценарии, представленном в текущей программе. Иными словами, и рост экономики РА, и укрепление реального обменного курса и снижение премий за страновой риск являются факторами, максимально влияющими на долгосрочную производительность, уровень инвестиционной

График 26

Возможные сценарии развития экономики в текущей ситуации



Источник: сценарий ЦБ РА

привлекательности и увеличение потенциала экономики, в отличие от оценки факторов спроса в сценарии, рассматриваемом в программе. В этом случае в связи с более слабой инфляционной конъюнктурой в отечественной экономике и более низким нейтральным уровнем процентных ставок Центральный банк устанавливает более низкую траекторию директивных процентных ставок, чтобы снять ненужное дополнительное давление на экономику, нейтрализовать возможные дефляционные риски и обеспечить стабильность цен.

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.

в результате российско-украинского конфликта в краткосрочной перспективе также наблюдался значительный рост премии за страновой риск и волатильность финансового рынка РА, что также способствовало некоторому росту инфляционных ожиданий и инфляционных рисков. Уже со второго квартала 2022 года в связи с масштабным притоком иностранных посетителей и туристов в Армению, а также денежных переводов наблюдается значительное ускорение темпов роста экономической активности. Таким образом, высокому экономическому росту максимальное содействие оказали факторы внешнего спроса на внутренние услуги. Положительные сдвиги также наблюдались в экспортном секторе, особенно в сфере информационных технологий и обрабатывающей промышленности. Постоянно растущий спрос также способствовал расширению общей инфляционной среды и сохранению высоких инфляционных ожиданий. Во втором полугодии вследствие снижения цен на энергоносители и продовольственные товары на фоне сдерживающей монетарной политики, проводимой центральными банками основных стран-партнеров Армении, а также постепенного устранения нарушений в производственно-сбытовых цепочках, наблюдалось ослабление инфляционного влияния из внешнего сектора. В результате общая инфляционная среда РА смягчилась, но сохраняющийся в РА высокий спрос продолжал в значительной степени способствовать росту заработной платы и цен на отдельные товары и услуги. В течение 2022 года под влиянием высокого спроса со стороны иностранных посетителей и значительного притока финансовых переводов из-за рубежа на валютном рынке РА наблюдалось значительное укрепление драма, способствовавшее некоторому смягчению вышеуказанных инфляционных факторов.

С учетом вышеизложенного Центральный банк продолжил ужесточать денежно-кредитные условия в первом квартале 2022 года, повысив учетную ставку на 1,5 п.п. Более того, отреагировав на прогнозируемую на среднесрочную перспективу высокую инфляционную ситуацию, обусловленную геополитическими событиями, Центральный банк ужесточил в марте монетарные условия относительно большим шагом - на 1,25 п.п. Во втором квартале Центральный банк воздержался от изменения процентной ставки, принимая во внимание ожидания постепенного ослабления инфляционных эффектов в условиях укрепления армянского драма параллельно увеличению внешнего спроса. Однако в третьем и четвертом кварталах, несмотря на некоторое ослабление инфляционного давления на экономику РА со стороны внешнего сектора, учитывая высокий спрос и инфляционные ожидания в отечественной экономике в условиях продолжающегося большого притока иностранных посетителей и туристов, а также финансовых

средств, Центральный банк ужесточил денежно-кредитные условия и повысил учетную ставку на 0,75 п.п.

Подводя итоги, отметим, что 12-месячная инфляция значительно увеличилась с марта 2022 года, достигнув 10,3% к концу второго квартала, а затем в результате проводимой монетарной политики постепенно снизилась до 8,3% к концу года. Динамика 12-месячной базовой инфляции в течение года была аналогичной, составив 9,5% в конце года. Согласно оценке, инфляция будет постепенно ослабевать и со второй половины 2023 года укрепится вблизи целевого показателя 4% в результате последовательных мер денежно-кредитной политики.

12-месячная инфляция значительно увеличилась с марта 2022 года, достигнув 10,3% к концу второго квартала, а затем в результате проводимой монетарной политики постепенно снизилась до 8,3% к концу года.

Врезка 3

Альтернативная денежно-кредитная политика (контрфактический анализ)

Для обеспечения ценовой стабильности, а также сохранения/повышения уровня доверия населения к центральным банкам важно своевременно и адекватно реагировать на отклонения инфляции и инфляционных ожиданий от целевых показателей. Это особенно важно, когда эти отклонения по разным причинам (даже под влиянием экзогенных факторов) сохраняются длительное время и вызывают риски ослабления фиксации инфляционных ожиданий и ценовой стабильности.

Последствия российско-украинского конфликта в экономике РА были в основном поглощены укреплением номинального обменного курса, поскольку экономика подверглась значительному шоку внешнего спроса. При этом на фоне значительно высокого спроса ответная реакция ЦБ в виде повышения процентных ставок также была направлена на нейтрализацию возможных рисков инфляционных ожиданий.

В этих условиях может возникнуть вопрос. Какой была бы динамика инфляции в Армении, если бы, например, в текущей ситуации ЦБ сохранил процентные ставки на неизменном уровне в течение всего 2022 года, следуя суждению о том, что в результате внешних факторов спроса инфляционные давления будут полностью поглощены за счет укрепления драма? С этой целью были проведены упражнения по ответным мерам денежно-кредитной политики для сравнения поведения инфляции при различных ответных мерах политики.

График 28

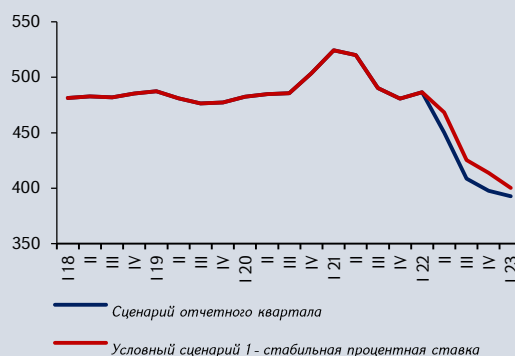
Динамика 12-месячной инфляции по сценарию отчетного квартала и сценарию стабильной процентной ставки



Источник: ЦБ РА

График 29

Динамика обменного курса драма по сценарию отчетного квартала и условному сценарию стабильной процентной ставки



Источник: ЦБ РА

В частности, если Центральный банк оставил бы расчетную ставку неизменной после первого квартала 2022 года, инфляция повысилась бы, оставаясь на двузначном уровне в течение всего года. Следует отметить, что в условиях общей высокой инфляции цены на предметы первой необходимости также формируются на значительно более высоких уровнях, что предполагает значительное увеличение расходов для наиболее уязвимых слоев общества. Такая политика ослабит доверие населения к Центральному банку, определенным образом ослабит фиксацию инфляционных ожиданий и сделает более затратным обеспечение ценовой стабильности в будущем.

В результате, чтобы снизить высокую инфляцию и укрепить ее на уровне 4% в среднесрочной перспективе с 2023 года, потребуются более решительные монетарные меры, например, повышение ставки рефинансирования примерно до 12 процентов в начале 2023 года.

Следует также отметить, что в результате более мягкой денежно-кредитной политики экономическая активность будет несколько выше в краткосрочной перспективе, что, однако, будет «компенсировано» в будущем за счет необходимости ужесточения денежно-кредитной политики в условиях более высокой инфляции.

В результате своевременная и адекватная реакция позволила Центральному банку Армении, в отличие от представленного условного сценария, обеспечить более умеренное ускорение инфляции и ее стабилизацию вблизи целевых уровней в среднесрочной перспективе при относительно меньших расходах.

Как уже отмечалось, в результате значительного увеличения числа иностранных посетителей и финансовых потоков в течение 2022 года обменный курс драма значительно вырос в номинальном и реальном выражении. В частности, в период с марта по декабрь 2022 года номинальное укрепление драма по отношению к доллару США составило около 20%, что существенно способствовало смягчению расширения инфляционной среды, вызванного влиянием внешнего спроса. В связи с этим может возникнуть следующий вопрос: каково было бы влияние вышеуказанных явлений на инфляцию и экономику РА, если бы Центральный банк, отказавшись от текущей денежно-кредитной стратегии, условно принял курс на закрепление номинального обменного курса драма на стабильном уровне в течение всего 2022 года, напрямую вмешиваясь в развитие валютного рынка (условный сценарий)².

График 30

Расчетная ставка ЦБ по сценарию отчетного квартала и условному сценарию стабильной процентной ставки



График 31

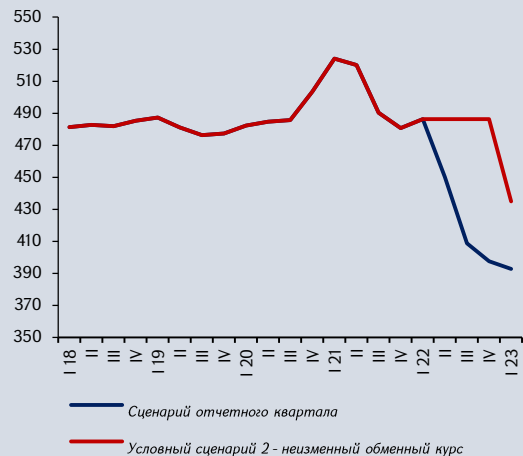
Динамика 12-месячной инфляции по сценарию отчетного квартала и условному сценарию неизменного обменного курса



Источник: ЦБ РА

График 32

Динамика обменного курса драма по сценарию отчетного квартала и условному сценарию неизменного обменного курса



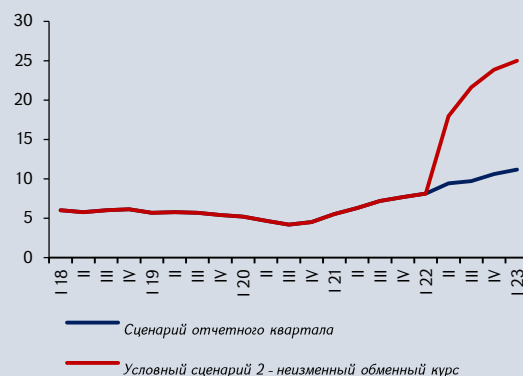
Источник: ЦБ РА

Например, согласно этому условному сценарию, если начиная с первого квартала 2022 года номинальный курс драма оставался бы стабильным в течение года, то фактически ЦБ усилил бы инфляционное давление, обусловленное внешним спросом, и для достижения стабильности цен в среднесрочной перспективе было бы необходимо повысить учетную ставку вплоть до 25%. Но даже при таких ответных мерах инфляция продолжила бы ускоряться, приблизившись к концу года примерно к 15%. Здесь важно подчеркнуть, что расширение инфляционной среды в РА во многом определялось ростом внешнего спроса, поэтому повышение директивных процентных ставок фактически обеспечило бы стабилизацию инфляции за счет сдерживания внутреннего спроса, переложив бремя на внутреннюю экономику. Примечательно, что даже если исключить потерю первичной репутации в результате резкой смены стратегии политики, такая политика негативно отразилась бы на доверии населения к ЦБ на фоне ускорения инфляции. Таким образом, из-за ослабления фиксации инфляционных ожиданий инфляция в дальнейшем осталась бы на высоком уровне, а обеспечение ценовой стабильности стало бы гораздо более затратным.

12 Следует отметить, что представленный условный сценарий не учитывает возможные риски утраты доверия к ЦБ и последующего ослабления инфляционных ожиданий, обычно вытекающих из изменения стратегии политики.

График 33

Процентная ставка ЦБ по сценарию отчетного квартала и условному сценарию неизменного обменного курса



тарифы на ряд услуг (аренда квартир, рестораны и гостиницы, парикмахерские услуги, финансовые и почтовые услуги), отличающиеся особенно «жесткими» ценами, 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 продукции (топливо, подсолнечное масло, зерно), что также отразилось на ценах на ввозимые в РА товары. 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.

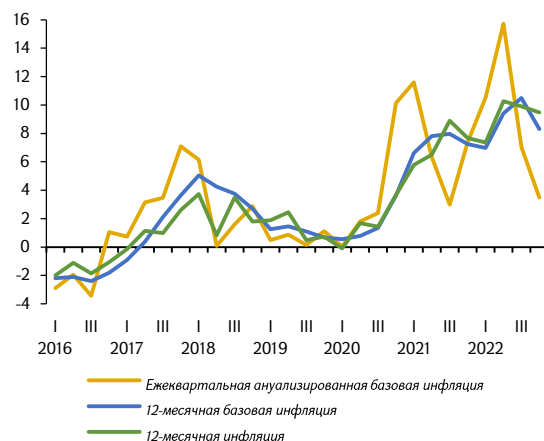
Одновременно, на рост цен компонентов базовой инфляции - товарные группы «Табачные изделия» и «Алкогольные напитки», по оценкам, повлияло изменение ставок акцизного налога в начале года.

Помимо вышеперечисленных факторов, значительному ускорению инфляции с начала отчетного периода способствовал высокий рост цен на сезонные продукты питания. На формирование высоких цен на овощи влияние оказало сокращение посевных площадей некоторых продуктов, 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.

В первом полугодии 2022 года резко выросли тарифы на регулируемые услуги в связи с повышением тарифов на водоснабжение с января, на электроэнергию с марта, и на природный газ с апреля.

График 34

Резкий рост инфляционной среды в первом полугодии 2022 года несколько ослаб в конце года



Источник: СК РА, ЦБ РА

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

Наименование товарной группы	Вес	12-месячная инфляция в декабре 2022 г.	Содействие годовой инфляции
Базовая инфляция	75.1	9.5	7.1
Хлебобулочная продукция и крупы	8.1	14.1	1.1
Мясо	9	12.3	1.1
Масла и жиры	2.6	4.8	0.1
Сахарный песок	0.5	-2.1	0.0

Молочная продукция	4.2	16.6	0.7
Алкогольные напитки	2.4	9.1	0.2
Табачные изделия	1.4	8.6	0.1
Одежда	1.3	7.4	0.1
Обувь	0.8	6.7	0.1
Бытовая техника	0.6	8.8	0.1
Топливо	6.8	2.6	0.2
Пассажирские воздушные перевозки	0.6	47.1	0.3
Амбулаторное лечение	2.7	3.3	0.1
Фактическая арендная плата, уплаченная арендатором за дополнительное жилье	1	63.0	0.6
Рестораны и гостиницы	1	8.8	0.1
Тарифы на услуги банков, почтовых отделений	0.6	18.6	0.1
Импортные продовольственные товары	14.8	11.1	1.6
Сезонные продовольственные товары	9.4	4.1	0.4
Яйца	1.3	-6.2	-0.1
Фрукты	3.2	10.9	0.3
Овощи	4.9	2.1	0.1
Регулируемые услуги	15.5	5.2	0.8

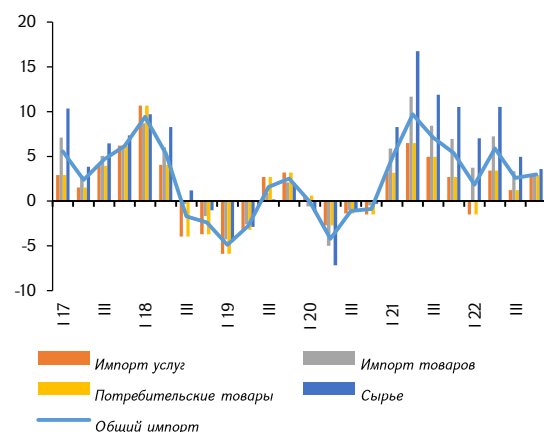
Цены на импорт

В течение четвертого квартала 2022 года в мировой экономике было отмечено снижение цен на продовольственные товары, что привело к снижению цен на импорт в долларовом выражении в Армении. Снижение указанных цен основном было обусловлено снижением цен на товары промежуточного потребления, в отличие от товаров народного потребления, где был зафиксирован небольшой рост. В частности, в четвертом квартале цены на импорт в долларовом выражении в РА снизились на 0,2% по сравнению с предыдущим кварталом, однако они все еще на 3,0% выше показателя того же периода предыдущего года.

По сравнению с тем же периодом предыдущего года рост в основном был обусловлен сохранением все еще высокого уровня цен на нефть и пшеницу по сравнению с предыдущим годом. Что касается потребительских товаров, то здесь содействие долларовых цен было положительное, составив 1,0 п.п.

График 35

В четвертом квартале 2022 г. по сравнению с аналогичным кварталом предыдущего года рост долларовых цен импорта товаров и услуг стабилизировался, г/г, %



Источник: расчеты ЦБ РА

3.2. Развития в экономике

3.2.1. Экономическое положение

В отчетном периоде разрыв ВВП оставался в области положительных значений. В четвертом квартале 2022 года экономический рост составил 12,8% (см. раздел 3.2.3), что несколько ниже оценки, предусмотренной в предыдущей программе Центрального банка, но все же остается высоким показателем. Росту в основном способствовал высокий внешний спрос в сфере услуг. Кроме того, по сравнению с предыдущей программой рост потенциала ВВП наблюдался также в сфере услуг и промышленности. В результате по сравнению с предыдущей оценкой разрыв ВВП был пересмотрен в сторону уменьшения и продолжает выражаться в поддержании инфляционной среды, особенно в сфере услуг.

В отчетном периоде разрыв ВВП оставался в области положительных значений.

3.2.2. Расходная сторона экономики

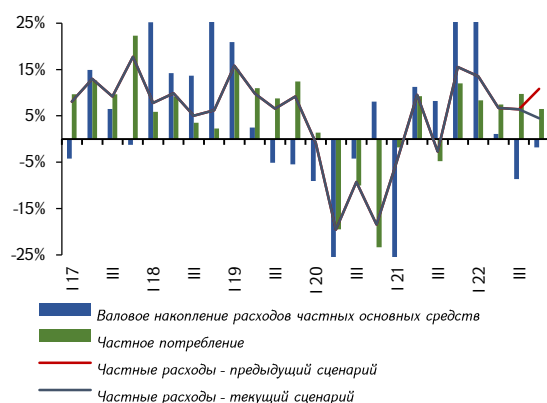
С точки зрения спроса положительное содействие росту экономики оказали в основном государственные расходы и чистый экспорт.

Рост частных расходов в отчетном квартале составил 3,9%, что ниже предыдущей оценки Центрального банка. Отклонение обусловлено более низкими уровнями как частного потребления, так и совокупного частного накопления основного капитала. 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 увеличении уровня сбережений. Согласно оценкам Центрального банка, рост сбережений был наиболее большим среди предприятий, которые пока не спешат с инвестированием на фоне неопределенности в отношении основных факторов текущего экономического роста (иностранцы посетители и финансовые потоки). Хотя сохраняются большие объемы жилищного строительства, осуществляемого за счет средств организаций, в целом уровень частных инвестиций остается низким.

В результате сохраняющегося высокого внешнего спроса в четвертом квартале 2022 года, реальный рост экспорта товаров и услуг практически соответствовал ожиданиям. Реальный рост импорта товаров и услуг оказался несколько ниже предыдущих

График 36

Структура частных расходов (рост в годовом выражении)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

оценок. Высокие доходы, сформировавшиеся во внутренней экономике, пока не обуславливаются ожидаемым увеличением импорта туризма. По экспорту высокие темпы роста продолжились в условиях некоторого ослабления прежней конкурентной среды на рынках и открытия новых позиций. В условиях устойчивого высокого роста числа иностранных посетителей развитие экспорта туризма несколько превзошло ожидания. В результате в четвертом квартале 2022 года рост реального экспорта товаров и услуг составил 68,8% в годовом выражении, а рост реального импорта товаров и услуг – 35,0% в годовом выражении.

Подводя итоги, отметим, что вклад чистого реального экспорта в ВВП в четвертом квартале оказался более положительным, чем ожидалось.

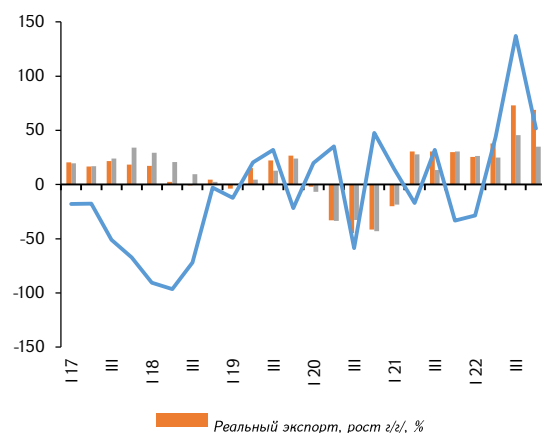
В четвертом квартале 2022 года прирост долларовой суммы чистых денежных переводов физических лиц (включая оплату труда трудовых мигрантов и личные трансферты) составил, по оценкам, 36,1% в годовом выражении. Это связано с высоким ростом номинальных долларовых доходов, формируемых в неэкспортном секторе российской экономики.

Налогово-бюджетная политика¹³. В четвертом квартале 2022 года как доходы, так и расходы бюджета отклонились от оценок Центрального банка в сторону большего выполнения. В результате влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос, в соответствии с предыдущими ожиданиями, по оценкам, увеличится на 0,4 п.п.

В четвертом квартале 2022 года доходы бюджета составили 103,5% от скорректированного плана, в основном за счет увеличения налоговых поступлений. Прочие доходы также превысили план примерно в 1,8 раза, в основном за счет более высоких доходов процентных платежей, полученных от использования временно свободных средств бюджета. Налоговые поступления в государственный бюджет РА превысили запланированный показатель благодаря высокому экономическому росту и инфляции, зафиксированному с начала года. В результате импульс доходов был расширяющим на 0,4 п.п., что соответствует предыдущей оценке.

График 37

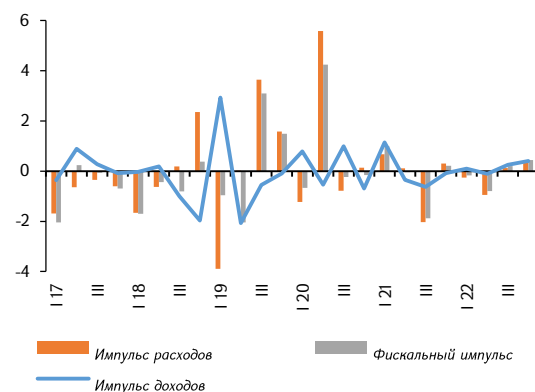
В четвертом квартале 2022 года позиция чистого экспорта продолжала улучшаться (чистый реальный экспорт, г/г %, положительный знак: улучшение)



Источник: СК РА

График 38

В четвертом квартале 2022 года фискальная политика оказала слабый стимулирующий эффект по сравнению с предыдущим кварталом



Источник: оценки ЦБ РА

Влияние доходов на совокупный спрос было расширяющим на 0,4 п.п., что соответствует предыдущей оценке.

¹³ Анализ налогово-бюджетного сектора выполнен на базе фактических показателей совокупного бюджета за первый квартал.

Расходы государственного бюджета в четвертом квартале составили 102,1% от ожиданий Центрального банка. В результате импульс расходов был менее расширяющим по сравнению с предыдущим кварталом: вместо ранее оцененного показателя в 0,7 п.п. он составил 0,3 п.п. В структуре расходов государственного бюджета превышены расходы по линии нефинансовых активов, а текущие расходы несколько недовыполнены по сравнению с расчетами Центрального банка.

В результате в связи с вышеуказанной динамикой доходов и расходов, в четвертом квартале в государственном бюджете образовался дефицит на 211,2 млрд драмов (средства, предусмотренные в качестве внутренних источников покрытия бюджетного дефицита, оказались недостаточными). При этом дефицит сводного бюджета составил около 246,6 млрд драмов.

3.2.3. Производственная сторона экономики

В четвертом квартале 2022 года рост экономики составил 12,8%, что было близко к оценке, предусмотренной предыдущей программой Центрального банка. Положительное содействие высоким темпам роста экономики продолжили оказывать сектор услуг и строительство, где рост составил 20,6% и 16,5% соответственно.

Основной вклад в рост строительного сектора продолжает вносить строительство жилых домов, осуществляемое за счет средств организаций. Кроме этого определенным образом увеличилось и строительство, осуществляемое за счет средств государственного бюджета.

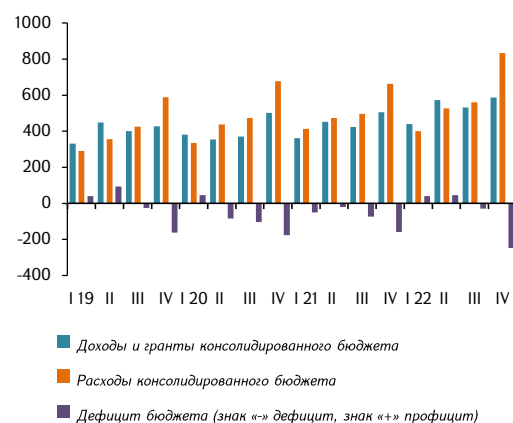
Высокий рост услуг сохранился в сферах финансовой и страховой деятельности, транспорта, услуг по временному проживанию и общественному питанию, а также в секторе информации и связи благодаря высокому внешнему спросу.

Более высокий рост (4,9%) был зафиксирован в промышленном секторе по сравнению с оценкой, предусмотренной предыдущей программой, в основном отражая сохраняющиеся тенденции к увеличению объемов производства и экспортного потенциала в обрабатывающей промышленности.

В сельскохозяйственном секторе в результате негативных явлений, наблюдаемых с начала года как в растениеводстве, так и в животноводстве, зафиксировано снижение на 0,4%, что совпадает с оценкой Центрального банка.

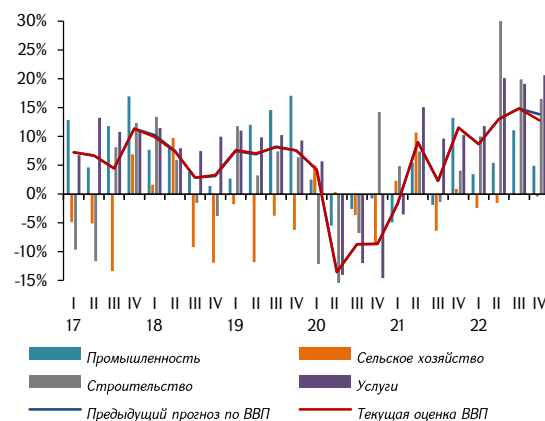
График 39

В четвертом квартале сформировался дефицит бюджета (млрд драмов РА)



Источник: СК РА

График 40
Отраслевая структура ВВП (рост в годовом выражении, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

3.2.4. Рынок труда

В четвертом квартале 2022 года уровень безработицы оценивается примерно в 11,2%, что ниже предыдущей оценки Центрального банка. Снижение уровня безработицы произошло в основном за счет увеличения занятости населения, что проявилось в условиях высокой экономической активности. При этом на рынке труда наблюдалось опережение роста спроса по сравнению с ростом предложения, в результате рост номинальной заработной платы в частном секторе в четвертом квартале 2022 года оказался значительно выше ожиданий Центрального банка, составив 24,8%. Заработная плата увеличилась в основном в секторе услуг (в частности, в секторе ИТ и финансовых услуг), где наблюдался значительный рост производства. Примечательно, что в условиях существующей инфляционной среды рост реальной заработной платы в частном секторе составил около 10%.

Таким образом, на высокий рост заработной платы в частном секторе и снижение уровня безработицы в значительной степени повлияли положительные факторы разрыва ВВП и спроса в отчетном периоде.

Следует также отметить, что в четвертом квартале произошло значительное увеличение затрат на рабочую силу из-за опережающего роста заработной платы в частном секторе по сравнению с выпуском продукции на одного занятого. Хотя на это частично влияют вышеперечисленные факторы спроса, это также отражает факт некоторого усиления инфляционного давления со стороны рынка труда.

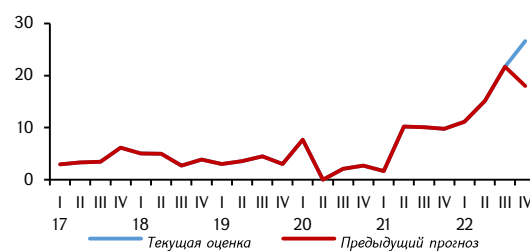
3.3. Ситуация на финансовом рынке

В четвертом квартале 2022 года Совет Центрального банка повысил ставку рефинансирования на 0,75 п.п. и установило ее на уровне 10,75%.

Несмотря на некоторое ослабление инфляционного влияния из внешнего сектора, а также дефляционный эффект от укрепления драма в условиях большого объема иностранных посетителей, продолжающееся расширение инфляционной среды и высокие инфляционные ожидания явились основанием для решения Совета ЦБ РА ужесточить монетарные условия в ноябре, повысив ставку

График 41

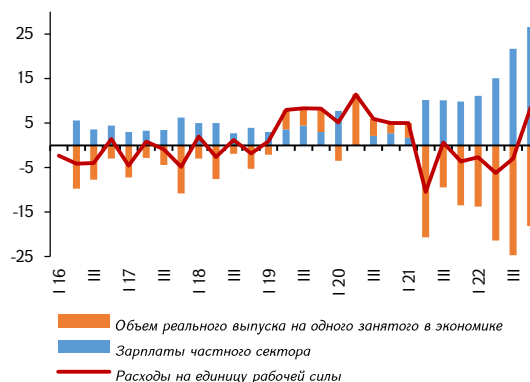
Номинальная зарплата частного сектора (рост в годовом выражении, %)



Источник: СК РА, оценки ЦБ РА

График 42

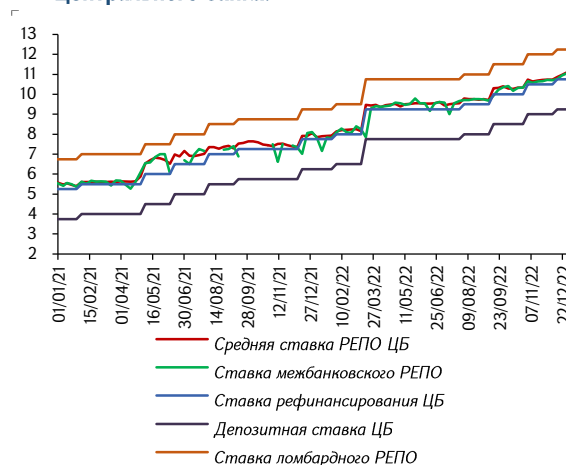
Расходы на единицу рабочей силы¹⁴ (рост в годовом выражении, %)



Источник: СК РА, оценка ЦБ РА

График 43

В течение квартала краткосрочные процентные ставки продолжали формироваться вблизи учетной ставки Центрального банка.



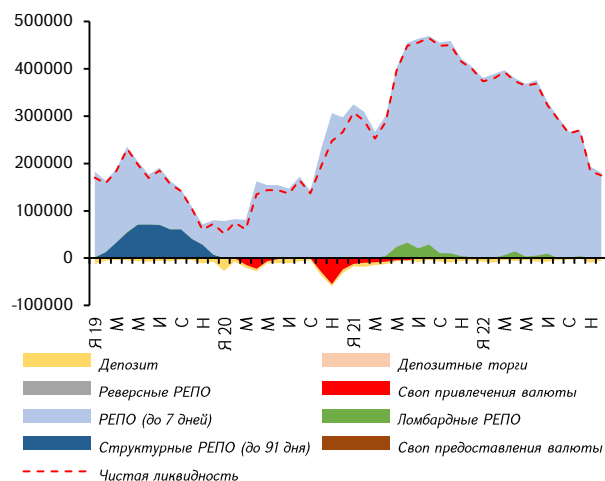
Источник: ЦБ РА

В четвертом квартале 2022 года Совет ЦБ повысил ставку рефинансирования на 0,75 п.п. и установило ее на уровне 10,75%.

¹⁴ Производительность в затратах на рабочую силу представлена отрицательным вкладом.

рефинансирования ЦБ на 0,5 п.п. Также в декабре Совет ЦБ, действуя из первоочередности задачи управления монетарными рисками, посчитал необходимым продолжить ужесточение денежно-кредитной политики, но с меньшим шагом в 0,25 п.п. Совет полагал, что относительно жесткая денежно-кредитная политика и укрепление драма постепенно помогут обуздать спрос и снизить инфляционные ожидания. Совет также объявил о намеренности проведения последовательной политики по принятию адекватных мер для обеспечения стабильности инфляции и нейтрализации рисков ослабления фиксации инфляционных ожиданий.

График 44
Объемы предоставления и привлечения ликвидности за счет операций Центрального банка Армении (среднемесячный резерв, млн драмов РА)



Источник: ЦБ РА

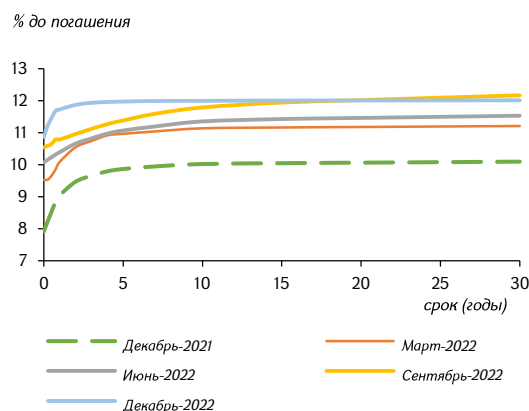
Таблица 5. Средние процентные ставки финансового рынка РА

	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
Ставка рефинансирования ЦБ	8.00	9.25	9.25	9.25	9.5	10.0	10.5	10.75
Ставка РЕПО ЦБ	8.20	9.46	9.51	9.53	9.75	10.32	10.7	11.11
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	8.14	9.39	9.65	9.55	9.67	10.32	10.66	11.11
Доходность краткосрочных государственных облигаций по кривой доходности (в среднем)								
Краткосрочные облигации (1 год)	9.08	10.13	10.25	10.41	10.46	10.86	11.50	11.67
Среднесрочные облигации (5 лет)	9.93	10.97	10.87	10.98	11.02	11.43	11.83	11.94
Долгосрочные облигации (30 лет)	10.25	11.20	11.26	11.59	11.69	12.04	12.11	12.02

В четвертом квартале 2022 года тенденции финансового рынка продолжились: финансовая система характеризовалась высоким уровнем ликвидности и капитала, а армянский драм укрепился на валютном рынке, в основном под влиянием большого притока иностранных посетителей и финансовых переводов. В течение наблюдаемого квартала было зафиксировано некоторое снижение спроса на ликвидность, предоставляемую Центральным банком, а краткосрочные процентные ставки драмового рынка формировались вокруг учетной процентной ставки.

В четвертом квартале 2022 года на фоне повышения процентной ставки политики ЦБ рост доходности на рынке государственных облигаций был значительным в среднесрочном сегменте рынка. Примечательно, что в конце четвертого квартала, параллельно действиям ЦБ, реакция долгосрочных процентных

График 45
В четвертом квартале 2022 года доходность государственных облигаций увеличилась в краткосрочном и среднесрочном отрезках



Источник: ЦБ РА

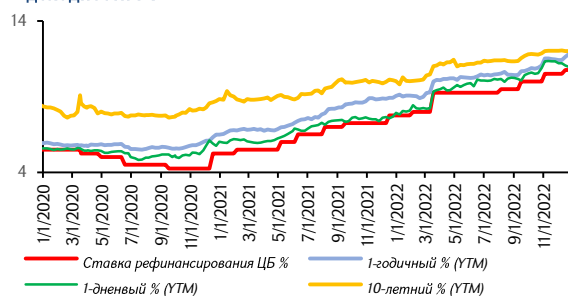
ставок была нисходящей. Кроме того, рост доходности сдерживался как высоким уровнем ликвидности на финансовом рынке, так и политикой правительства по управлению внутренним долгом. Тем не менее среднее увеличение доходности государственных облигаций по всей кривой составило 0,5 п.п. .

В течение четвертого квартала 2022 года продолжился рост средств, привлекаемых и предоставляемых коммерческими банками. В то же время это сопровождалось повышением процентных ставок под влиянием повышения процентной ставки политики ЦБ. В условиях неопределенности в отношении роста доходов в реальном секторе и его перспектив спрос на кредитование и, следовательно, фактический рост объемов были относительно ограничены. Согласно опросам об условиях кредитования, проведенным Центральным банком¹⁵, экономическая активность сопровождалась активизацией других коммерческих услуг, предлагаемых банками, и более пассивным поведением в сфере кредитования. Однако, согласно тем же исследованиям, ожидается, что в ближайшие кварталы спрос и предложение на бизнес-кредитование увеличатся. Также ожидается некоторое оживление потребительского и ипотечного кредитования. Несмотря на ужесточение условий ипотечного кредитования, в четвертом квартале 2022 года здесь также наблюдался достаточно высокий рост. В целом кредитование в 2022 году¹⁶ выросло на 4,5%, а после фильтрации эффекта обменного курса – примерно на 13,5%.

В четвертом квартале 2022 года на валютном рынке продолжилась тенденция укрепления драма в связи с высоким спросом иностранных гостей на внутренние услуги и притоком средств из-за рубежа. Среднеквартальный курс армянского драма к доллару США укрепился на 2,79%, а армянский драм к российскому рублю – на 8,5%.

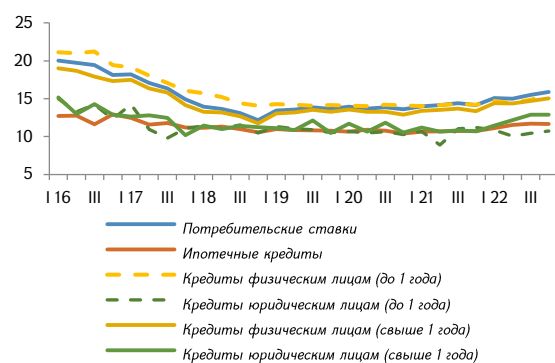
Масштабный приток иностранной валюты в некоторых ситуациях превышал поглощающую способность валютного рынка РА, вызывая риски обвала рынка, на что Центральный банк реагировал ситуативным участием на валютном рынке, покупая иностранную валюту и способствуя нормальному функционированию финансовых рынков. В течение четвертого квартала объем нетто-покупок долларов США Центральным банком составил 252,0 млн долларов США.

График 46
Динамика ставки рефинансирования ЦБ и доходности ГО



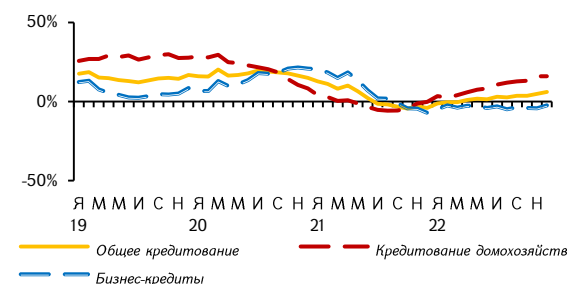
Источник: ЦБ РА

График 47
В четвертом квартале 2022 года ставки по кредитам продолжили расти



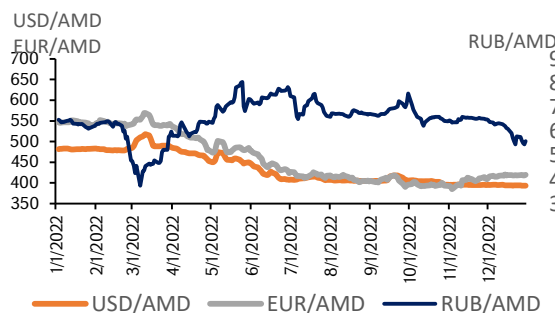
Источник: ЦБ РА

График 48
12-месячная динамика роста кредитов, предоставленных банками



Источник: ЦБ РА

График 49
Динамика курсов валют по отношению к драму РА в течение 2022 года



Источник: ЦБ РА

¹⁵ Опрос об условиях кредитования проводится ежеквартально, в котором принимают участие коммерческие банки и кредитные организации. Опрос по четвертому кварталу был проведен в феврале 2023 года.

¹⁶ В расчет включен объем кредитов, предоставленных резидентам банками и кредитными организациями.

4. РЕЗЮМЕ

Согласно программе денежно-кредитной политики первого квартала 2023 года Центрального банка РА, общая инфляция в ближайшем будущем снизится, но цены на некоторые товары и услуги (особенно нерегулируемые услуги) продолжат оставаться на высоком уровне под влиянием высокого спроса и инфляционных ожиданий. Исходя из вышеизложенного, Центральный банк счел целесообразным сохранение на данном этапе относительно жестких монетарных условий, придавая значение ценовому регулированию товаров с «жесткими» ценами для обеспечения ценовой стабильности. 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 развитий 12-месячная инфляция снизится в течение года и **в дальнейшем укрепитя вблизи целевого показателя 4%.**

Риски отклонения инфляции от целевой траектории в течение 3-летнего прогнозного 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
(14.03.2023)

О процентной ставке рефинансирования

На заседании Совета Центрального банка РА

14 марта 2023 года присутствовали:

Председатель ЦБ РА М. Галстян, заместители Председателя ЦБ

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

А. Каграманян, Д. Наапетян,

А. Манукян и Л. Саакян,

Н. Казарян

Заседание Совета началось с представления Отчета о ситуации по состоянию на 14 марта. 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 в первом квартале 2023 года сохраняются тенденции замедления экономической активности в мировой экономике и странах-партнерах РА, однако в связи с ослаблением пандемических ограничений в Китае в краткосрочной перспективе ожидается определенное оживление экономики. В условиях продолжающегося ужесточения финансовых условий на международных товарных рынках наблюдается снижение цен на продовольственные товары и нефть, что также способствует замедлению мировой инфляции. Тем не менее общая инфляционная среда остается повышенной из-за сохраняющегося высокого спроса и давления со стороны рынка труда. С учетом этих условий центральные банки развитых стран в ближайшее время продолжат проводить ужесточение денежно-кредитной политики. В результате таких действий будет постепенно ослабевать мировой спрос и снижаться цены на международных товарных рынках, что также будет способствовать смягчению глобальной инфляционной среды и ослаблению инфляционных давлений из внешнего сектора на экономику РА.

Совет обратился также к последним событиям, происходящим на финансовом рынке США, подробно обсудив их последствия и риски для экономики США, а также пути и сценарии их возможного влияния на экономику РА.

Были обсуждены развития на финансовом рынке РА, отмечено, что в течение первого квартала 2023 года продолжилось снижение потребности банковской системы в предоставлении ликвидности через основной инструмент ЦБ. Тем не менее краткосрочные рыночные процентные ставки в основном сформировались вокруг учетной ставки ЦБ. Следует отметить, что премия за страновой риск РА остается на низком уровне в связи с улучшением рейтинга РА и влиянием ряда специфических для экономики факторов.

Совет ознакомился с информацией о текущей динамике инфляции. Было отмечено, что инфляция в феврале 2023 г. составила 0,1%, что обусловлено ростом цен на продовольственные товары на 0,3% и повышением тарифов на услуги на 0,2%, в то время как цены на непродовольственные товары снизились в течение месяца на 0,6%. **В результате 12-месячная инфляция продолжила снижаться и в конце месяца составила 8,1%. 12-месячная базовая инфляция также снизилась, составив 8,4%.** Также было отмечено, что в результате сдерживающей денежно-кредитной политики, проводимой ЦБ, укрепления драма и ослабления инфляционного влияния со стороны внешнего сектора, общая инфляционная среда РА продолжает смягчаться, однако высокий спрос и инфляционные ожидания по-прежнему способствуют росту заработной платы и цен на отдельные товары и услуги.

После обсуждения ситуационного отчета и внешних и внутренних макроэкономических развитий Совет перешел к рассмотрению макроэкономических сценариев, направлений денежно-кредитной политики и вопроса об уровне процентной ставки. Группа прогнозирования представила Совету сценарии, описывающие возможные монетарные риски, вытекающие из ближайших перспектив экономического развития в вышеупомянутой макроэкономической ситуации. В частности, рассматривая возможные сценарии развития событий на финансовом рынке США, большинство членов Совета ожидают, что они не будут носить системного характера, а макроэкономические эффекты на мировую экономику будут слабыми и незначительными. Члены Совета сошлись во мнении, что, с одной стороны, инфляционное влияние внешнего сектора в экономику РА продолжает ослабевать благодаря последовательной денежно-кредитной политике, проводимой центральными банками основных стран-партнеров РА, а с другой стороны, в экономике РА сохраняется высокий спрос и инфляционные ожидания. С учетом вышесказанного члены Совета

отметили, что хотя в ближайшее время ожидается существенное снижение 12-месячной инфляции, цены на важные компоненты потребительской корзины с точки зрения денежно-кредитной политики (товарные группы с «жесткими» ценами) продолжают расти, и в этом случае Совет подчеркивает важность последовательного осуществления действий по регулированию будущих инфляционных рисков. В результате **Совет ЦБ единогласно принял решение оставить ставку рефинансирования без изменений**. Совет ЦБ также подтвердил свою приверженность принятию адекватных мер по стабилизации инфляции и нейтрализации любого риска ослабления фиксации инфляционных ожиданий. Согласно представленному сценарию денежно-кредитной политики, 12-месячная инфляция будет постепенно снижаться и со второй половины 2023 года укрепитя вокруг целевого показателя 4%.

По оценкам Совета Центрального банка, 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 10,75%.
2. Установить ставку ломбардного репо, предоставляемого Центральным банком Республики Армения, на уровне 12,25%.
3. Установить ставку инструмента привлечения средств Центральным банком Республики Армения на уровне 9,25%.
4. Утвердить пресс-релиз о ставке рефинансирования Центрального банка Республики Армения (прилагается).
5. Настоящее решение вступает в силу на следующий день после опубликования на веб-сайте Центрального банка Республики Армения.

*Председатель Центрального банка
Республики Армения*

*Мартын Галстян
14 марта 2023 года*

На заседании, состоявшемся 14 марта 2022 года, Совет ЦБ принял решение оставить ставку рефинансирования без изменений, установив ее на уровне 10,75%.

В феврале 2022 года 12-месячная инфляция продолжила снижаться и в конце месяца составила 8,1%. 12-месячная базовая инфляция также снизилась, составив 8,4%.

В первом квартале 2022 года замедляется рост мировой экономики и экономики основных стран-партнеров Армении, замедляется также 12-месячная инфляция. Тем не менее общая инфляционная среда остается высокой из-за все еще сохраняющегося высокого спроса и давления со стороны рынка труда. Поэтому центральные банки развитых стран в ближайшее время продолжают ужесточение монетарных условий. Это приведет к ослаблению мирового спроса и будет способствовать некоторому снижению цен на международных товарных рынках. В результате инфляционное воздействие мировой экономики на экономику РА продолжает ослабевать.

Высокая активность, сформировавшаяся в экономике РА в начале 2022 года, сохраняется, чему по-прежнему способствует высокий рост, отмечаемый в сфере услуг и строительстве. Высокая активность сопровождается наблюдаемым увеличением экспортного и ВВП потенциала в промышленности и сфере услуг. В результате сдерживающей денежно-кредитной политики, укрепления драма, и ослабления внешних инфляционных воздействий общая инфляционная среда РА продолжает смягчаться. Тем не менее высокий спрос и инфляционные ожидания пока способствуют росту заработной платы и цен на отдельные товары и услуги.

Совет считает целесообразным оставить учетную ставку без изменений. Совет ЦБ будет последовательно предпринимать адекватные меры для стабилизации цен и нейтрализации любого риска ослабления фиксации инфляционных ожиданий. В намеченном сценарии денежно-кредитной политики 12-месячная инфляция будет постепенно снижаться и со второй половины 2022 года укрепится вблизи 4%-го целевого уровня.

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

*Служба связей с общественностью
Центрального банка Армении.*

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ СОГЛАСНО ПРЕДСТАВЛЕННОМУ СЦЕНАРИЮ

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	программа	программа	программа
Внешний сектор											
Экономический рост США (% <i>, реальный рост</i>)	2.7	1.7	2.3	2.9	2.3	-2.7	6.1	2.1	1.6	2.3	2.4
Экономический рост еврозоны (% <i>, реальный рост</i>)	1.9	1.8	2.7	1.9	1.6	-6.3	5.5	3.5	1.0	-0.7	0.5
Экономический рост России (% <i>, реальный рост</i>)	-1.9	0.2	1.8	2.8	2.0	-2.9	4.8	-2.2	-0.2	1.8	1.3
Инфляция в США (<i>среднее, %</i>)	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	4.7	8.0	5.8	4.0	2.7
Инфляция в еврозоне (<i>среднее, %</i>)	0.0	0.2	1.5	1.7	1.2	0.3	2.6	8.4	7.4	4.5	2.5
Инфляция в России (<i>среднее, %</i>)	14.4	6.8	3.6	2.8	4.5	3.4	6.7	13.7	9.2	5.7	4.3
Цены на нефть (<i>доллар/баррель</i>)	53.5	45.0	54.6	71.4	64.1	42.5	71.0	98.7	88.0	94.5	96.7
Цены на медь (<i>доллар/тонна</i>)	5497.4	4867.6	6201.5	6544.7	6024.1	6191.2	9288.1	8956.0	9094.7	9353.9	9578.9
Индекс ФАО	93.0	91.9	98.0	95.9	95.1	98.1	125.7	143.6	133.4	141.5	144.8
Внутренняя экономика											
Цены											
Инфляция (<i>в годовом выражении, конец периода, %</i>)	-0.1	-1.1	2.6	1.8	0.7	3.7	7.7	8.3	2.8	4.0	4.0
Индекс потребительских цен (<i>в годовом выражении, среднее, %</i>)	3.7	-1.4	1.0	2.5	1.5	1.2	7.2	8.6	4.4	3.8	4.0
Базовая инфляция (<i>в годовом выражении, среднее, %</i>)	5.1	-2.0	0.8	4.0	1.2	1.3	7.2	8.9	4.8	4.0	4.0
Совокупный продукт											
ВВП (<i>млрд драмов РА</i>)	5043.6	5067.3	5568.9	6017.0	6543.3	6181.7	6983.0	8496.8	9352.3	10230.3	11160.9
ВВП (% <i>, реальный рост</i>)	3.2	0.2	7.5	5.2	7.6	-7.4	5.7	12.6	5.8	5.2	4.9
Предложение											
Промышленность (% <i>, реальный рост</i>)	6.2	7.7	11.7	4.9	12.0	-1.7	3.5	6.3	5.2	7.4	6.3
Сельское хозяйство (% <i>, реальный рост</i>)	13.2	-5.0	-5.1	-6.9	-5.8	-4.1	-0.6	-0.7	1.2	2.4	2.8
Строительство (% <i>, реальный рост</i>)	-3.1	-14.1	2.8	0.6	6.5	-6.7	3.1	19.1	13.2	8.4	5.9
Услуги (% <i>, реальный рост</i>)	1.6	3.2	10.6	9.1	10.0	-9.7	7.9	18.1	6.3	4.4	4.6
Налоги, нетто (% <i>, реальный рост</i>)	-5.1	-3.7	9.7	8.0	7.1	-10.0	7.4	8.2	4.7	5.6	5.4
Спрос											
Потребление (% <i>, реальный рост</i>)	-6.0	-2.1	11.6	3.8	11.7	-10.9	4.2	7.7	4.6	4.1	4.6
Государственное потребление (% <i>, реальный рост</i>)	4.7	-2.4	-2.1	-3.0	12.9	9.2	8.4	6.5	7.6	2.1	3.5
Частное потребление (% <i>, реальный рост</i>)	-7.5	-2.1	14.0	4.8	11.5	-14.0	3.4	8.0	3.9	4.5	4.8
Валовое накопление основных средств* (% <i>, реальный рост</i>)	2.5	-11.4	9.7	4.8	4.4	-1.5	6.3	9.5	23.3	5.5	8.4
Государственные вложения** (% <i>, реальный рост</i>)	13.6	5.0	31.7	-37.4	31.1	16.2	-9.9	41.1	60.7	3.5	15.9
Совокупное накопление частных основных средств (% <i>, реальный рост</i>)	1.2	-13.9	6.2	19.6	-0.5	-5.7	11.2	1.9	12.1	6.4	4.8
Экспорт товаров и услуг (% <i>, реальный рост</i>)	4.9	21.3	19.3	5.0	16.0	-33.4	17.1	54.4	14.3	3.4	4.5
Импорт товаров и услуг (% <i>, реальный рост</i>)	-15.3	6.3	24.6	13.3	11.6	-31.4	12.5	33.8	14.6	1.7	4.6
Счет текущих операций											
Торговый баланс (<i>млн долларов США</i>)	-1186.4	-976.9	-1400.9	-1724.4	-1727.9	-1382.2	1504.8	-2016.1	2091.8	-1972.3	-2031.3
Баланс услуг (<i>млн долларов США</i>)	-96.4	70.4	159.4	24.7	-66.9	118.0	396.9	1429.4	1251.9	1243.3	1228.2
Денежные переводы (<i>млн долларов США</i>)	1098.3	1009.4	1179.3	1136.2	1143.8	1046.2	1243.1	1630.5	1297.8	1222.3	1157.6
Счет текущих операций (<i>млн долларов США</i>)	-284.7	-107.9	-173.9	-875.9	-1002.3	-477.8	-515.1	14.8	-322.9	-301.6	-400.3
Торговый баланс (<i>вес в ВВП, %</i>)	-12.2	-8.6	-10.8	-13.7	-13.1	-10.0	-7.9	-3.0	-3.6	-3.2	-3.3
Баланс услуг (<i>вес в ВВП, %</i>)	-0.9	0.7	1.4	0.2	-0.5	0.9	2.8	7.3	5.4	5.5	5.0
Денежные переводы (<i>вес в ВВП, %</i>)	10.4	9.5	10.2	9.1	8.4	8.3	8.9	8.3	5.6	5.4	4.7
Счет текущих операций (<i>вес в ВВП, %</i>)	-2.7	-1.0	-1.5	-7.0	-7.3	-3.8	-3.7	0.1	-1.4	-1.3	-1.6

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	2366.4	2630	2969
Налоговые доходы (млрд драмов РА)	1067.9	1079.7	1158	1258	1464.3	1385.2	1586.9	1926	2248	2553	2898
Расходы (млрд драмов РА)	1409	1449.1	1504.8	1447	1623	1894.3	2004.3	2243.5	2541	2846	3190
Дефицит (млрд драмов РА)	-241.3	-278	-267	-105.4	-63.9	-333.9	-320.5	-197.5	-174.6	-	-221.4
Доходы и гранты (вес в ВВП, %)	23.2	23.1	22.2	22.3	23.8	25.2	24.1	24.1	25.3	25.7	26.6
Налоговые доходы (вес в ВВП, %)	21.2	21.3	20.8	20.9	22.4	22.4	22.7	22.7	24	25	26
Расходы (вес в ВВП, %)	28	28.6	27	24.1	24.8	30.6	28.7	26.4	27.2	27.8	28.6
Дефицит (вес в ВВП, %)	-4.8	-5.5	-4.8	-1.8	-1	-5.4	-4.6	-2.3	-1.9	-2.1	-2
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

