

3-й квартал 2024 года

Доклад
о денежно-кредитной
политике

Программа денежно-кредитной
политики

Опубликовано 10 сентября 2024 г.

Содержание

01.	Общий обзор	3
	а. Заявление о денежно-кредитной политике	
	б. Краткое изложение экономической ситуации	
02.	Цели и система денежно-кредитной политики	8
	а. Заявление о долгосрочных целях денежно-кредитной политики	
	б. Система разумного управления рисками для разработки и реализации денежно-кредитной политики	
03.	Перспективы денежно-кредитной политики	12
	а. Глобальная экономика	
	б. Внутренний спрос	
	в. Текущая ситуация на рынке труда и динамика инфляции	
	г. Текущая ситуация на финансовом рынке	
	д. Множество сценариев	
	е. Перспективы денежно-кредитной политики	

Помимо Доклада о денежно-кредитной политике, Центральный банк РА одновременно публикует на своем официальном сайте дополнительные аналитические материалы, в том числе: Бюллетень: Диаграммы и таблицы (включающий статистические диаграммы и таблицы экономического развития в мировой и внутренней экономике, а также прогнозы для типовых сценариев) и Доклад о прозрачности (дает возможность узнать больше о процессе принятия решений по денежно-кредитной политике Советом Центрального банка).

ПРИМЕЧАНИЕ: Настоящий Доклад подготовлен на основе фактической информации по состоянию на 6-е сентября 2024 года.

01



Общий обзор

А. Заявление о денежно-кредитной политике

Совет Центрального банка Армении принял решение снизить ставку рефинансирования, установив ее на уровне 7,50%.

Совет Центрального банка 10 сентября 2024 года принял решение снизить ключевую ставку на 0,25 п.п., установив ее на уровне 7,50%. Совет считает, что более низкая ставка рефинансирования необходима для достижения цели инфляции на уровне 4% и стабильности цен в среднесрочной перспективе.

В третьем квартале 2024 года 12-месячная инфляция продолжала оставаться ниже целевого показателя, составив в августе 1,3%. 12-месячная базовая инфляция также осталась на низком уровне, составив в июле 0,3%.

В третьем квартале 2024 года сохраняются риски замедления экономического роста в мире и в основных странах-партнерах Армении. Глобальная инфляция продолжает замедляться, но цены на товары и услуги с жесткими ценами в странах-партнерах по-прежнему остаются относительно высокими. С начала года геополитические проблемы на Ближнем Востоке, а также растущая напряженность в международных торговых отношениях обусловили определенные риски в отношении возможного нарушения цепочек поставок и повышения волатильности цен на международном товарном рынке. В то же время некоторое ослабление условий на рынке труда в странах-партнерах свидетельствует о стабилизации конъюнктуры спроса. В этой ситуации вполне вероятно, что центральные банки стран-партнеров будут рассматривать вариант перехода к постепенному смягчению монетарных условий в ближайшем будущем, сохраняя при этом сдерживающую позицию. В результате сохранится слабое дефляционное воздействие внешнего сектора на экономику РА.

В третьем квартале 2024 года в Армении сохранилась высокая экономическая активность, чему во многом способствовал значительный рост строительного и торгового секторов. На это по-прежнему влияют некоторые краткосрочные факторы, содержащие значительную неопределенность в отношении устойчивости экономического роста, долгосрочных перспектив, а также будущих тенденций внутреннего спроса и потребления. Внешний спрос на услуги замедляется по сравнению с 2023 годом, а риски дополнительного стимулирования спроса со стороны налогово-бюджетной политики остаются актуальными. В то же время условия на рынке труда несколько смягчаются, что отражается в некотором снижении заработной платы, инфляции услуг с жесткими ценами.

В условиях высокой степени неопределенности, учитывая приверженность Совета ЦБ достижению цели ценовой стабильности, Совет рассматривает в своих обсуждениях несколько сценариев. С одной стороны, Совет обсудил сценарии, в которых основные события, включая более продолжительные жесткие денежно-кредитные условия в странах-партнерах, а также неопределенность в отношении премии за страновой риск и нейтральной процентной ставки, требуют более жесткой политики, чем ожидания рынка, чтобы обеспечить стабильность цен. С другой стороны, Совет рассмотрел сценарии, в которых возможное экономическое развитие, включая риски формирования слабого спроса, сопровождаемого возможным ухудшением условий на рынке труда, может привести к долгосрочному поддержанию низкой инфляции. Это предполагает более быстрое и значительное снижение ключевой ставки, чем ожидания рынка, для укрепления инфляции вокруг целевого показателя в среднесрочной перспективе.

В результате, уравнивая риски по двум вышеуказанным направлениям, Совет Центрального банка Армении решил продолжить постепенное смягчение денежно-кредитных условий медленными темпами. Совет продолжит следить за сценариями экономического развития и готов принять соответствующие меры для обеспечения 4%-го целевого уровня инфляции и стабильности цен в среднесрочной перспективе.

Утверждено Советом Центрального банка Республики Армения 10 сентября 2024 года.

Председатель
Мартын Галстян

Заместитель председателя:
Армен Нурбекян

Члены Совета:
Асмик Каграманян
Давид Наапетян
Левон Саакян
Нарек Казарян

Б. Краткое изложение экономической ситуации.

Глобальная экономика

В третьем квартале 2024 года, несмотря на неравномерность экономического развития в странах-партнерах, риски замедления экономической активности в мире в целом сохранились. В США продолжает оставаться неопределенность относительно ключевых показателей экономики. В частности, с одной стороны, несмотря на поддержание базовой процентной ставки в США на высоком уровне в течение последних кварталов, экономический рост, в основном обусловленный факторами внутреннего спроса, остается высоким. Хотя инфляция замедляется, показатели основной инфляции, включая инфляцию товаров с жесткими ценами и рост заработной платы, по-прежнему остаются выше целевых уровней, что представляет собой проблему для органов денежно-кредитного регулирования в их деятельности, направленной на окончательное приближение инфляции к целевому значению и обеспечению стабильности цен. С другой стороны, сохраняющиеся жесткие финансовые условия в США и постепенное сокращение избыточных сбережений создают риски резкого замедления потребления. Кроме того, в контексте обязательств по обеспечению максимальной занятости смягчение условий на рынке труда может означать большую степень готовности ФРС США начать смягчение денежно-кредитной политики. При этом, учитывая уязвимость финансового сектора экономики и риски все еще высоких условий потребления и спроса, основная неопределенность в ближайшем будущем относится к масштабам, а не направлениям смягчения позиции ДКП. В то же время в США сохраняется неопределенность относительно среднесрочной нейтральной процентной ставки, что может оказать влияние на дальнейший курс политики ФРС, а также на долгосрочные процентные ставки и потоки капитала в развивающихся странах.

Европейский центральный банк решил снизить учетную ставку на 25 базисных пунктов в июне 2024 года и оставить ее без изменений в июле. Однако явных признаков полного ослабления инфляционной среды в еврозоне нет. В еврозоне рост сектора услуг способствовал восстановлению экономической активности, но риски замедления экономического роста сохраняются, учитывая структурные проблемы с фундаментальными показателями промышленности, особенно обрабатывающей промышленности, в ключевых странах еврозоны. Риски, связанные с замедлением экономического роста в еврозоне, а также опасения по поводу стабильности рынка недвижимости и финансовой системы в Китае, остаются основными источниками неопределенности относительно более слабых перспектив мировой экономики.

Экономический рост и внутренний спрос в экономике РФ продолжают оставаться на высоких уровнях, что способствует формированию высокой инфляционной среды. В связи с этим в июле 2024 года ЦБ России повысил ключевую ставку на 200 базисных пунктов. В то же время ужесточение и более целенаправленные западные санкции продолжают создавать определенные риски для среднесрочных перспектив российской экономики.

На мировых товарно-сырьевых рынках сохраняется низкая инфляция на фоне слабого мирового спроса, хотя существуют риски роста. Сохранение геополитической напряженности на Ближнем Востоке продолжает нести риски потенциального роста и усиления нестабильности мировых цен на нефть, а также потенциального сбоя в глобальных цепочках поставок. В то же время мировые цены на продовольствие остаются на низком уровне по сравнению с предыдущими годами.

Условия внутреннего спроса

Во втором квартале 2024 года экономический рост в Армении остался на более высоком уровне, чем долгосрочная оценка стабильного роста (около 5%), составив 6,4% г/г. Отрасли строительства, торговли и финансовых услуг продолжали вносить значительный вклад в экономический рост. Наряду с этим показатели экономического роста за предыдущие кварталы были существенно пересмотрены в сторону понижения, в основном за счет переоценки добавленной стоимости в обрабатывающей промышленности. Сохранение экономического роста выше потенциального уровня и некоторая его концентрированность создают неопределенность относительно соотношения совокупного спроса и совокупного предложения в экономике.

Высокий внешний спрос, наблюдавшийся с 2022 года, постепенно ослабевает в 2024 году, что отражается на снижении реальных затрат на одного туриста и стабилизации туристических потоков. Экспорт и производство ИТ-услуг продолжают снижаться на фоне ослабления мирового спроса и некоторого оттока высокопроизводительной иностранной рабочей силы. С другой стороны, экспорт «традиционной» продукции, в том числе коньяка, табака, минеральной воды и т.д., остается на стабильном уровне. В то же время сохраняется неопределенность относительно состояния внутреннего спроса. С одной стороны, сильный рост розничной торговли, потребительского кредитования, внутреннего туризма и других услуг указывает на сильный внутренний спрос. При этом процентные ставки по потребительским кредитам остаются на относительно высоком уровне, что отражает высокий спрос на них. С другой стороны, все еще довольно концентрированный экономический рост, продолжающееся снижение денежных переводов, некоторое ослабление условий на рынке труда и общая слабая инфляционная среда могут указывать на относительно слабый спрос. Есть также неопределенности относительно перспектив внутреннего спроса. Основные неопределенности связаны, с одной стороны, с сокращением долговой нагрузки по сравнению с доходами в частном секторе в предыдущие годы, будущим использованием накопленных сбережений в частном секторе, с другой стороны, с замедлением роста заработной платы и геополитической и региональной неопределенностью. В этой ситуации влияние на совокупный спрос и предложение может варьироваться в зависимости от направлений развития сбережений и кредитования. Потенциальные риски дополнительного стимулирования спроса посредством

бюджетной политики также остаются субъективными. В основном это связано с рисками невыполнения программы налоговых поступлений и, параллельно, возможным увеличением текущих затрат, необходимых для реализации программ социальной помощи.

Рынок труда и инфляция

В последние месяцы условия на рынке труда продолжали ухудшаться. По результатам опроса домохозяйств, проведенного в первом квартале 2024 года, о численности рабочей силы, уровень безработицы повысился до 15,5%. Учитывая неопределенность вокруг этого вопроса, важно отслеживать возможные сценарные последствия роста уровня безработицы. С одной стороны, рост безработицы можно интерпретировать как фактор ослабления и корректировки величины спроса в экономике, учитывая, что рост уровня безработицы произошел не за счет значительного увеличения предложения рабочей силы, а за счет уменьшения численности занятых. С другой стороны, количество официально зарегистрированных работников (согласно базе данных КГД) продолжало увеличиваться. Это может указывать на более жесткие условия рынка труда в экономике, чем предполагает опрос домохозяйств. В этом контексте, в качестве альтернативной интерпретации, рост числа зарегистрированных работников может отражать постепенное сокращение теневого сектора рынка труда в пользу официальной занятости.

Продолжающееся замедление роста заработной платы в частном секторе в последние месяцы также является важным фактором ослабления конъюнктуры рынка труда в экономике. Так, например, в июле 2024 года рост заработной платы в частном секторе продолжил замедляться до 4,1% г/г, что указывает на значительное ослабление или нейтрализацию давления со стороны рынка труда. Потенциальное дополнительное увеличение предложения рабочей силы также может стать источником дальнейшего смягчения условий на рынке труда и рыночного инфляционного давления в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Здесь основная неопределенность связана со скоростью интеграции на рынке труда РА вынужденно переселенного населения из Нагорного Карабаха, а также уменьшением потока трудовых мигрантов из РА в РФ и возможностью участия на рынке труда в отечественной экономике. С другой стороны, в последние месяцы наблюдается определенное снижение количества работников-нерезидентов на рынке труда РА. Продолжение или ускорение подобных тенденций может иметь негативные последствия как для предложения рабочей силы в экономике, так и для потенциального ВВП.

Во втором квартале 2024 года слабая инфляционная среда в экономике сохранилась за счет слабого дефляционного давления, исходящего из внешнего сектора, а также стабилизации совокупного спроса. На этом фоне 12-месячная инфляция оставалась ниже целевого показателя с апреля 2023 года, составив 1,3% в годовом исчислении в августе 2024 года. Инфляция неэкспортируемых товаров с относительно жесткими ценами, которая отражает ценовое поведение, обусловленное внутренним спросом, осталась на относительно стабильном уровне, составив в июле 2,4% г/г. Вместе с этим инфляция услуг, связанных с внешним

спросом, продолжала снижаться, отражая тенденции замедления роста спроса. Однако по-прежнему сохраняется высокая неопределенность в отношении инфляционных ожиданий домохозяйств.

Денежно-кредитная политика

Ожидания участников рынка относительно ставки рефинансирования ЦБ РА, по сравнению с предыдущими опросами, несколько скорректированы в сторону понижения и отражают траекторию постепенного снижения ставки рефинансирования в течение следующих 8 решений. Короткая часть кривой доходности несколько сместилась вниз после принятия предыдущих решений по процентной ставке, тогда как длинная часть кривой осталась стабильной. При этом, по оценке ЦБ, в текущих показателях кривой доходности, помимо ожиданий рынка относительно процентной ставки, котируются различные факторы риска.

В отличие от значительного снижения премии за страновой риск, зафиксированного в других развивающихся странах, премия за страновой риск в Армении с начала года оставалась на относительно стабильном, низком уровне, демонстрируя тенденцию к увеличению в последние недели. Это может отражать как страновую, так и региональную неопределенность, включая напряженность на границе, региональные геополитические события и другие факторы. В этом случае возможная переоценка премии за страновой риск в сторону повышения может привести к пересмотру в сторону повышения нейтральной процентной ставки, которая при прочих равных условиях несет в себе преимущественно инфляционные риски в условиях более стимулирующей позиции денежно-кредитной политики. В то же время макроэкономическая стабильность и высокие темпы экономического роста РА являются определенными позитивными предпосылками с точки зрения возможной переоценки риска страны и снижения нейтральной процентной ставки.

В целях управления возможными рисками, возникающими из-за существующей неопределенности, Центральный банк Армении строит и рассматривает различные сценарии развития экономической ситуации. Представленный в настоящем Докладе сценарий типа А (по которому траектория процентной ставки должна быть выше ожиданий рынка) основан на суждениях о том, что премия за страновой риск Армении несколько отстает от ее основного значения, и существуют возможные риски быстрой корректировки к долгосрочному стабильному уровню из-за сохранения неопределенностей, связанных с региональной напряженностью и геополитическими событиями. В случае быстрой корректировки премии за риск в условиях все еще уязвимой макроэкономической среды возможны проявления повышенной волатильности на финансовых рынках и расшатывания инфляционных ожиданий. В этом случае траектория денежно-кредитной политики Центрального банка Армении может иметь более жесткую позицию по сравнению с ожиданиями рынка с учетом корректировок в сторону повышения премии за риск РА и нейтральной процентной ставки.

В основе представленного в настоящем Докладе сценария типа Б (по которому траектория процентной ставки должна быть ниже ожиданий рынка) лежат потенциальные риски,

связанные с развитием негативной конъюнктуры спроса в отечественной экономике. В частности, зафиксированные в последние месяцы рост уровня безработицы, замедление темпов роста заработной платы в частном секторе и сохранение слабой инфляционной среды содержат риски формирования и продолжения слабых условий совокупного спроса. Вышеупомянутые события могут содержать дополнительные риски формирования и сохранения значительных дефляционных эффектов в среднесрочной перспективе. В такой ситуации Центральный банк отдаст предпочтение более резкому снижению ставок по сравнению с ожиданиями рынка, чтобы стимулировать спрос и

приблизить инфляцию к целевому показателю в среднесрочной перспективе.

В условиях фундаментальных рисков и неопределенностей, характерных для текущего периода, в целях разумного управления возможными рисками и применения критического мышления и анализа источников неопределенности Центральный банк Армении строит и рассматривает различные сценарии. Во время обсуждений денежно-кредитной политики, а также с целью установления связей между описанными в сценариях рисками, были изучены наиболее подробные заключения по двум типичным сценариям. Эти типовые сценарии не отражают наиболее вероятное будущее, не придают результатам значимость, и не охватывают полностью все возможные риски и неопределенности.



02 |

Цели и система денежно-кредитной политики

О долгосрочных целях денежно-кредитной политики

Дата принятия: 12 марта 2024 года

Согласно закону Республики Армения “О Центральном банке” и Конституции Республики Армения, основными целями Центрального банка Республики Армения являются обеспечение ценовой и финансовой стабильности в Республике Армения. Совет Центрального банка РА (далее – Совет) будет последовательно применять весь инструментарий денежно-кредитной политики для обеспечения надежного номинального “якоря” экономики и достижения цели стабильности цен.

Совет отмечает, что миссия Центрального банка РА как структуры, действующей в общественном секторе, заключается в улучшении национального благосостояния путем реализации основных целей по обеспечению стабильности цен и финансовой стабильности. Последовательная политика, направленная на обеспечение низкой и стабильной инфляции, является надежным номинальным “якорем” экономики, который сам по себе способствует закреплению инфляционных ожиданий, нейтрализации неэффективных периодов и экономическому развитию страны, стимулирует инвестиции и повышает благосостояние общества в течение времени.

Для достижения цели стабильности цен Центральный банк разрабатывает и реализует денежно-кредитную политику. Фундаментальная роль политики заключается в закреплении инфляции и инфляционных ожиданий в экономике. Совет уверен, что целевой уровень инфляции в 4% в среднесрочной перспективе сопоставим с целью обеспечения стабильности цен в стране. Целевой индекс инфляции выражается через индекс потребительских цен (ИПЦ), поскольку он лучше всего отражает величину изменения общего уровня стоимости жизни, цен на конечные потребительские товары и услуги, а также является основным ориентиром для участников рынка при принятии решений и заключения договоров. Однако денежно-кредитная политика не может оказывать прямое влияние на временные колебания цен, вызванные сезонными и экзогенными факторами на рынках отдельных товаров и услуг, входящих в корзину ИПЦ. В процессе принятия решений по денежно-кредитной политике Совет также рассматривает альтернативные показатели инфляции, такие как базовая инфляция или индексы неэкспортных жестких цен, которые являются полезными индикаторами базовой инфляционной среды в экономике.

Позиция и направление денежно-кредитной политики определяются изменениями в ожидаемой траектории краткосрочных процентных ставок. В случае, когда ключевая ставка ограничена эффективной нижней границей, Совет готов использовать полный набор инструментов денежно-кредитной политики.

Подчеркивая приоритет достижения целей стабильности цен и финансовой стабильности в среднесрочной перспективе, Совет осознает, что он также несет ответственность за эффективное управление дилеммой инфляции и экономической активности в краткосрочной перспективе. В открытой рыночной экономике различные экономические и финансовые потрясения могут привести к некоторым колебаниям экономической активности и инфляции. Исходя из этого Центральный банк никогда не ставит целью быстро приблизить инфляцию к целевому показателю в краткосрочной перспективе, если это может вызвать нежелательную экономическую и финансовую нестабильность. В любой экономической ситуации Центральный банк разрабатывает и реализует денежно-кредитную политику, направленную на приближение инфляции к целевому уровню в среднесрочной перспективе (в течение 12 кварталов) при минимальных государственных расходах.

Эффективная денежно-кредитная политика, закрепляя долгосрочные инфляционные ожидания, способствует снижению волатильности экономического роста и безработицы, что, в свою очередь, повышает благосостояние общества за счет снижения уровня безработицы и способствуя росту производственного потенциала экономики. Совет отмечает, что принятие Центральным банком других возможных целей не должно противоречить достижению целевого показателя инфляции в 4% в среднесрочной перспективе и основных целей ценовой и финансовой стабильности.

Совет придает большое значение тому, что необходимо доносить до общественности основные принципы осуществления денежно-кредитной политики и принятия решений в ясной и понятной форме. Четкость и эффективность коммуникации способствует эффективности денежно-кредитной политики и стимулирует финансовые рынки, предпринимателей и общество лучше оценивать и управлять рисками и неопределенностями. Более того, такая коммуникативность также важна для повышения прозрачности денежно-кредитной политики и совершенствования подотчетности Центрального банка, и служит приоритетом для независимой организации, работающей в общественном секторе.

Заявление о долгосрочных целях денежно-кредитной политики может пересматриваться Советом каждый год в рамках первого подэтапа разработки направлений политики.

Система разумного управления рисками для разработки и реализации денежно-кредитной политики

Для достижения цели стабильности цен Центральный банк РА разрабатывает и реализует денежно-кредитную политику в рамках системы разумного управления рисками. Эта система представляет собой структурированный и систематический подход к денежно-кредитной политике, основанный на управлении рисками, который позволяет эффективно анализировать и сообщать о значимых для политики рисках и неопределенностях.

Растущая неопределенность и риски являются новой реальностью и вызовом для центральных банков, требующим переосмысления текущего подхода к разработке и коммуникации денежно-кредитной политики. Система разумного управления рисками денежно-кредитной политики эффективно включает в себя, доводит до сведения и адресует вышеизложенные соображения.

В рамках этой системы процесс принятия решений по денежно-кредитной политике будет руководствоваться построением и рассмотрением нескольких сценариев развития экономики РА. Вышеуказанные сценарии (два или более) предполагают более высокую или более низкую траекторию ключевой ставки относительно текущих рыночных ожиданий. Эти сценарии

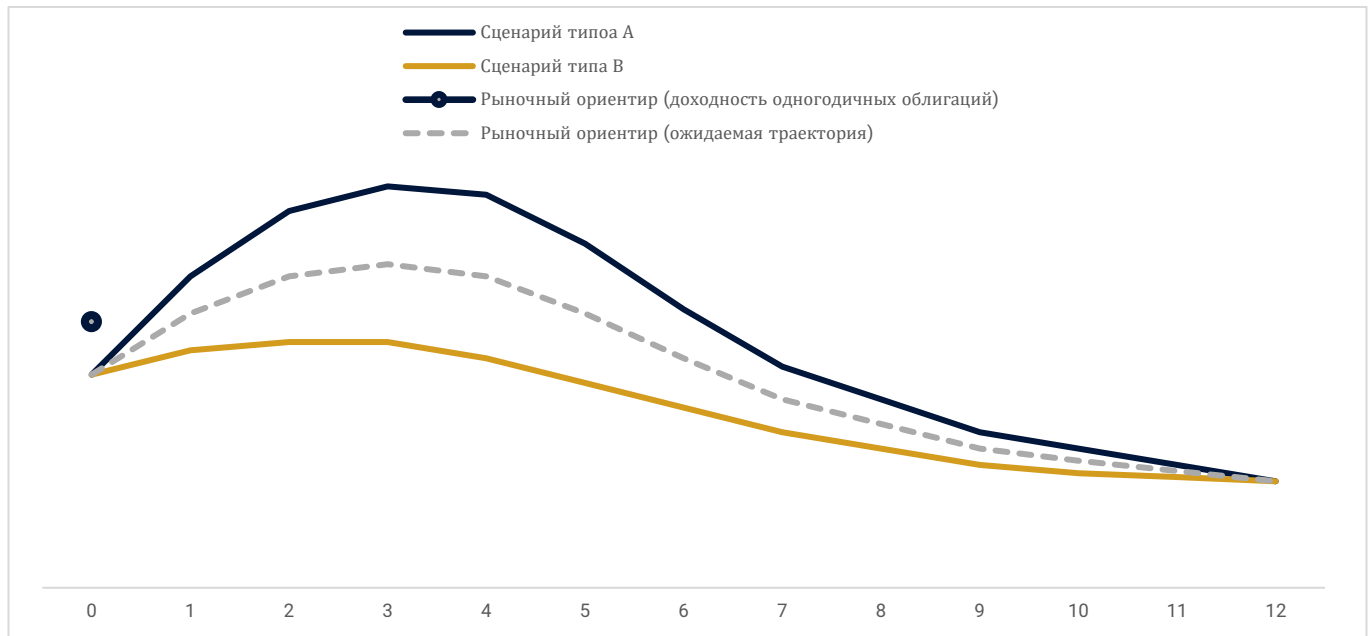
подразумевают четкие направления денежно-кредитной политики, а не сценарии, описывающие абстрактные или нереалистичные риски. Вышеуказанные сценарии строятся по следующей логике:

Ориентирующие ожидания участников рынка представляют собой ожидания финансового рынка относительно ожидаемой траектории ключевой ставки. Последняя оценивается, с одной стороны, по доходности государственных облигаций со сроком погашения до одного года, а с другой стороны, по результатам опросов, проводимых среди участников рынка.

Сценарии типа А (Case A) – это сценарии, в которых предполагается, что ключевая ставка будет выше рыночных ожиданий. Сценарий включает в себя направляющие к росту факторы (риски, неопределенности), которые могут сформировать более высокую инфляционную среду в экономике.

Сценарии типа Б (Case B) – это сценарии, в которых предполагается, что ключевая ставка будет ниже рыночных ожиданий. Сценарий включает в себя понижающие факторы (риски, неопределенности), которые могут сформировать дефляционную или более низкую инфляционную среду в экономике.

Рисунок 2.1. Траектории ключевой ставки по сценариям



Источник: ЦБ РА

Примечание: Представленные траектории являются условными примерами сценариев типа А и типа Б.

Более подробная информация о системе разумного управления рисками денежно-кредитной политики обобщена в книге “Подход к разумному управлению рисками в денежно-кредитной политике: теория и практика FPAS Mark II в Центральном банке Армении”.

Структура Доклада

Доклад о денежно-кредитной политике начинается с главы “Общий обзор” (Заявление о денежно-кредитной политике). Он включает заявление Совета о решении по денежно-кредитной политике, а также краткое изложение экономической ситуации и фундаментальных условий. При принятии промежуточных решений по денежно-кредитной политике глава “Общий обзор” служит основным инструментом коммуникации с общественностью.

В Главе 2 представлено заявление Совета Центрального банка Республики Армения о долгосрочных целях денежно-кредитной политики и дается краткое изложение текущей системы разработки и реализации денежно-кредитной политики.

Глава 3 включает анализ текущей экономической ситуации и фундаментальных условий, а также результаты подхода Центрального банка к системе управления рисками в рамках концепции “политики наименьшего сожаления”. Система управления рисками состоит из таблицы, обобщающей совокупность наиболее реалистичных и важных сценариев текущего этапа денежно-кредитной политики, которая построена с учетом информации об основных рисках, неопределенностях и опасениях Совета Центрального банка, команды экспертов по денежно-кредитной политике Центрального банка, а также участников рынка. Исходя из этого в Докладе о денежно-кредитной политике представлены два (или более) типовых сценария, которые также включают в себя соответствующие меры денежно-кредитной политики для обеспечения стабильности цен в условиях действия факторов, рассматриваемых в сценариях.

Доклад о денежно-кредитной политике Центрального банка публикуется в тот же день, когда Совет принимает решения по денежно-кредитной политике. Это позволяет оперативно предоставлять общественности подробную информацию об анализе и соображениях, лежащих в основе принятия решения по денежно-кредитной политике. За принятием решения по денежно-кредитной политике следует пресс-конференция Председателя Центрального банка, после чего также публикуется раздел Доклада о “Прозрачности денежно-кредитной политики”. Он включает протокол заседания по принятию

решений по процентным ставкам, а с июня 2024 года – поименную информацию о голосовании членов Совета. Начиная с сентября 2024 года, Доклад о прозрачности будет также включать обоснование голосования каждого члена Совета по ставке денежно-кредитной политики.

Примечание

Информация, представленная в настоящем Докладе, основана на фактических данных, доступных до 6 сентября 2024 года, результатах опросов, проведенных Центральным банком, а также суждениях относительно будущего развития макроэкономической среды.

Для Центрального банка Доклад о денежно-кредитной политике является основным инструментом коммуникации в области денежно-кредитной политики, публикуемый ежеквартально. Доклад о денежно-кредитной политике составлен с учетом принципа и приоритета понятности и доступности как для узкого профессионального круга, так и для широкой общественности, и включает всесторонний обзор важных вопросов денежно-кредитной политики. Логическая последовательность информации, представленной в Докладе, дает читателю возможность получить представление о размышлениях и решениях Совета относительно различных рисков и неопределенностей на текущем этапе принятия решений. Типовые сценарии, представленные в этом Докладе, были построены экспертами команды по денежно-кредитной политике Центрального банка Армении. В обсуждениях сценариев экономического развития и определения важных составляющих принимает участие также Совет Центрального банка, вклад которого в этот процесс очень велик. Для сохранения целостности анализа и основной идеи, представленной в Докладе, в него не были включены некоторые дополнительные данные и обзоры. В Бюллетене - приложении к Докладу также публикуются диаграммы и таблицы, содержащие полное и всестороннее описание экономической ситуации и фундаментальных условий.

03 |

Перспективы денежно-кредитной политики

А. Глобальная экономика

Текущая ситуация в экономике США

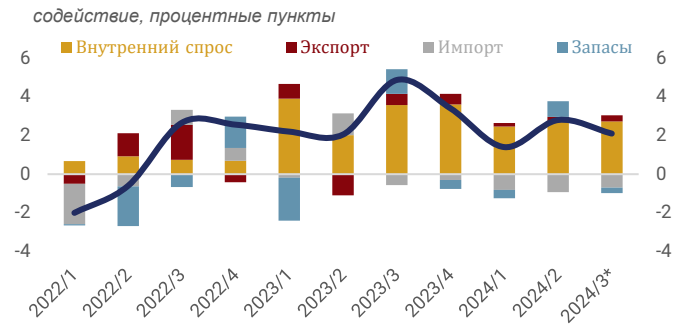
После относительно слабого роста производства в США в первом квартале 2024 года, во втором квартале рост восстановился до 2,8%, что значительно превышает оценки потенциального роста. Потребление (особенно услуг) продолжает оставаться основным фактором роста. Сохраняющийся высокий рост заработной платы, высокий уровень располагаемых доходов населения, а также влияние стимулирующей фискальной политики создают условия для того, чтобы потребление и в дальнейшем оставалось на высоком уровне. Несмотря на жесткие условия, вышеупомянутые факторы могут способствовать поддержанию роста ВВП выше потенциального в краткосрочной перспективе. Однако недавние события в экономике США могут также послужить аргументом в пользу ослабления условий совокупного спроса. В частности, объемы просрочек по кредитным картам и автокредитам (которые весьма чувствительны к процентным ставкам в экономике) продолжают расти, а доверие потребителей падает. Это может указывать на то, что жесткие финансовые условия в экономике оказывают определенное ограничительное воздействие на определенные отрасли экономики. Более того, значительное сокращение накопленных сбережений с 2020 года может несколько смягчить риски, связанные с дальнейшим ускорением потребления.

Инфляционная среда в экономике США продолжает существенно ослабевать. Несмотря на некоторое замедление инфляции по товарным группам с жесткими ценами в месячном исчислении, она все еще остается выше целевого уровня. Это содержит риски сохранения инфляционных ожиданий на уровне выше целевого, что также может оказать влияние на ценовое поведение предприятий и работников. В этом контексте, несмотря на некоторое замедление роста заработной платы во втором квартале 2024 года, она остается повышенной и создает риски с точки зрения стабильной траектории достижения целевого показателя инфляции. В то же время, несмотря на сохранение значительной неопределенности, недавние события на рынке труда можно интерпретировать как значительное ухудшение условий на рынке труда. В частности, в июне 2024 года темпы найма продолжали снижаться, а количество новых рабочих мест и увольнений на одного безработного снизилось. С другой стороны, рост уровня безработицы (4,3% в июле) обусловлен главным образом увеличением предложения рабочей силы, а не увеличением числа людей, увольняющихся с работы. Это может свидетельствовать о том, что существенного ухудшения ситуации на рынке труда пока не зафиксировано.

В контексте вышеизложенного участники финансового рынка США более оптимистичны в отношении возможного снижения ставки в ближайшем будущем (рис. 3.А.3). Во многом это связано с интерпретацией того, что ФРС США, возможно, отложила начало смягчения денежно-кредитной политики (отстает от графика снижения ставки). В своих последних отчетах ФРС выразила большую уверенность в том, что инфляция находится на стабильном пути к цели. В то же время растущие риски ухудшения ситуации на рынке труда указывают на большую готовность ФРС США смягчить монетарные условия. Однако, учитывая неопределенность вокруг фундаментальных показателей экономики, опасения по поводу уязвимости финансового сектора и все еще жесткие условия потребления и спроса могут смягчить масштабы краткосрочного снижения процентных ставок относительно ожиданий рынка. Кроме того, неопределенность в отношении нейтральной процентной ставки в США (см. Доклад о ДКП ЦБ РА за второй квартал 2024 года) по-прежнему вызывает вопросы о траектории ставки в долгосрочной перспективе.

Потребление продолжает оставаться основным фактором экономического роста, значительно превышая оценки потенциального роста.

Рисунок 3.А.1. Рост реального ВВП по компонентам расходов



Источник: Бюро экономического анализа (BEA), Резервный банк Атланты

Примечание: Данные за 3-й квартал 2024 г. являются предварительными, согласно оценке GDPNow Резервного банка Атланты за 4-е сентября.

Хотя инфляция снизилась в последние месяцы, окончательное приближение инфляции к цели представляет серьезные проблемы для ФРС.

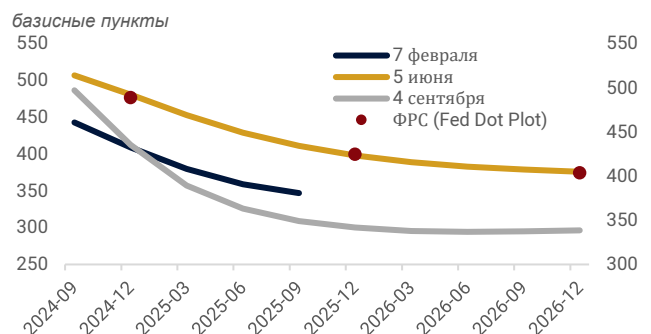
Рисунок 3.А.2. Показатели основной инфляции



Источник: Бюро статистики труда (BLS); Бюро экономического анализа (BEA), Резервный банк Атланты

Участники финансового рынка США более оптимистичны в отношении возможного снижения ставки в ближайшем будущем.

Рисунок 3.А.3. Ожидания рынка относительно траектории процентных ставок ФРС



Источники: Резервный банк Атланты, ФРС

Текущая ситуация в экономике еврозоны

Несмотря на некоторые признаки восстановления роста в первой половине 2024 года, перспективы роста экономики еврозоны остаются весьма неопределенными. Сезонно скорректированный ВВП увеличился во втором квартале 2024 года на 0,6% г/г и на 0,2% по сравнению с предыдущим кварталом (рис. 3.A.4). В этом контексте конечное потребление домохозяйств (0,5% г/г), особенно потребление услуг, продолжает оставаться основным драйвером экономического роста. Продолжающееся проявление роста, обусловленного главным образом спросом, может указывать на то, что дисбаланс между совокупным спросом и предложением в экономике все еще сохраняется.

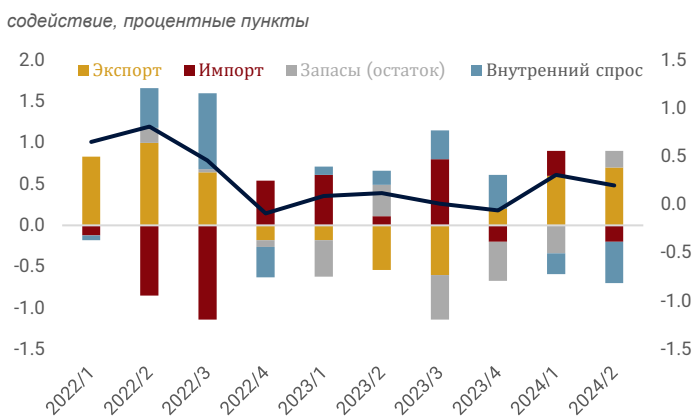
Показатели PMI ЕС, которые являются важным источником информации об общей экономической ситуации, показывают, что недавний экономический рост был в основном обусловлен ростом сектора услуг. Примечательно, что в июле 2024 года в секторе появились признаки некоторого ослабления темпов роста (рис. 3.A.5). Однако продолжающийся рост реальных располагаемых доходов и высокий уровень сбережений несут в себе риски потенциального роста потребления, которое в ближайшем будущем может стать драйвером роста, ориентированного на сферу услуг. В то же время промышленность, особенно обрабатывающая промышленность, остается в структурно слабом положении, особенно в промышленно развитых странах, таких как Германия и Франция. В связи с этим сдерживающие условия денежно-кредитной политики, медленное восстановление после энергетического кризиса и риски потери конкурентоспособности на международных рынках в последние годы остаются основными проблемами сектора. События последних месяцев, включая спад новых заказов и ускоряющееся сокращение производства и занятости, позволяют предположить, что эти структурные неопределенности могут представлять риск ухудшения среднесрочных перспектив роста еврозоны.

Инфляционная среда в еврозоне продолжает несколько стабилизироваться. В июле 2024 года в еврозоне зафиксирована инфляция на уровне 2,2% г/г. Однако в условиях давлений на рынке труда, базовые инфляционные показатели, особенно инфляция цен на услуги, продолжают сохраняться на высоких уровнях – 4,2% г/г (рис. 3.A.6). В июле 2024 года уровень безработицы в еврозоне снизился до 6,4% и остается на исторически низком уровне. Это может указывать на то, что условия на рынке труда по-прежнему остаются напряженными.

Неопределенность в отношении перспектив экономики в контексте структурных проблем, а также продолжающееся сохранение основного инфляционного давления в экономике подчеркивают трудности, с которыми сталкивается ЕЦБ в стремлении окончательного приближения инфляции к целевому показателю. На этом фоне, хотя ЕЦБ снизил учетную ставку на 25 базисных пунктов в июне 2024 года, он воздержался от предоставления прогнозных указаний, заявив, что ЕЦБ «не берет на себя никаких предварительных обязательств относительно какого-либо пути изменения учетной ставки».

Стагфляционная среда в еврозоне может стать проверкой решимости ЕЦБ своевременно достичь своей цели по стабильности цен.

Рисунок 3.A.4. Рост реального ВВП еврозоны по компонентам расходов

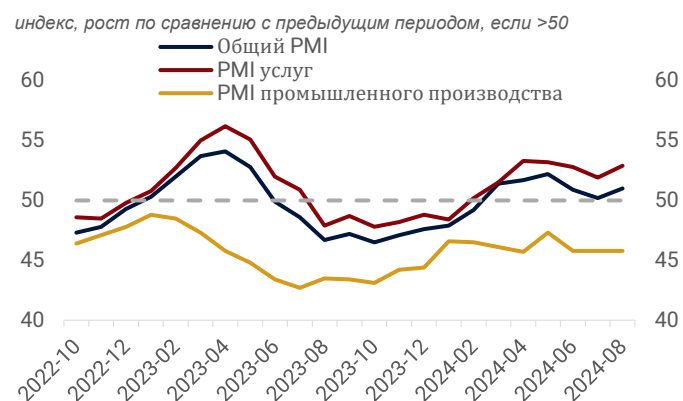


Источник: Евростат, Европейская комиссия.

Примечание: Данные за 2-й квартал являются предварительной оценкой

Сектор услуг продолжает оставаться основным драйвером экономического роста, в то время как промышленность остается в структурно слабом положении.

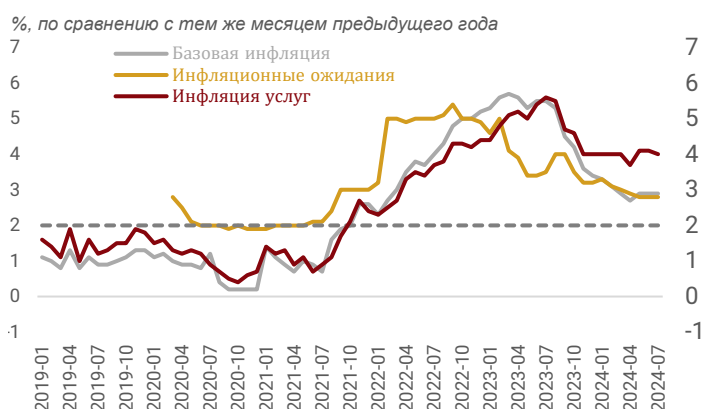
Рисунок 3.A.5 Показатели PMI еврозоны



Источник: S&P Global & Hamburg Commercial Bank

Неоднозначные сигналы базовых инфляционных показателей порождают разные интерпретации относительно экономики.

Рисунок 3.A.6. Базовые инфляционные показатели



Источник: Евростат

Текущая ситуация в экономике РФ

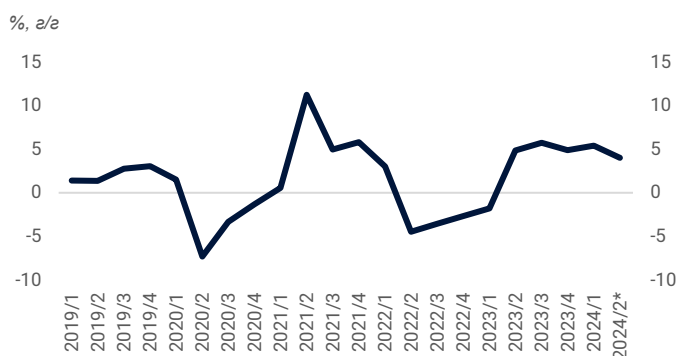
Во втором квартале 2024 года, несмотря на некоторое замедление темпов экономического роста (4,0% г/г, в первом квартале – 5,4% г/г), сохранялось перегретое состояние российской экономики (рис. 3.А.7). В некоторых отраслях экономики, а именно оптовой и розничной торговле, промышленности (особенно оборонной), продолжает фиксироваться стабильный, высокий рост. Однако основным драйвером роста остается высокий внутренний спрос, обусловленный значительным увеличением доходов домохозяйств. Высокий спрос обусловлен перегретым рынком труда, при этом безработица остается на рекордно низком уровне (2,4% в июне 2024 г.), а реальная заработная плата продолжает расти быстрыми темпами (рис. 3.А.8). В такой ситуации внутренний спрос продолжает превышать производственный потенциал экономики, а усиливающаяся конкуренция между военным и другими секторами экономики и продолжающаяся нехватка рабочей силы усугубляют дальнейший рост производственного потенциала экономики.

На фоне избыточного спроса в экономике инфляция остается на высоком уровне, составив в июле 2024 года 9,1% г/г, в основном за счет роста расходов на жилье и коммунальные услуги. Инфляционные ожидания, несмотря на определенные тенденции к снижению в последние месяцы, увеличились в августе 2024 года, а за весь следующий год составят в среднем 12,9%. В связи с этим в июле 2024 года ЦБ России повысил ключевую ставку на 200 базисных пунктов, не исключая дальнейшего ужесточения монетарных условий в ближайшем будущем. Однако способность более высоких процентных ставок сдерживать избыточный спрос и высокое инфляционное давление затрудняется крайне расширяющей позицией налогово-бюджетной политики, хотя постепенное прекращение субсидируемых государством ипотечных программ с июня 2024 года дает определенные сигналы с точки зрения постепенного смягчения налогово-бюджетных стимулов и повышения эффективности ДКП.

Введение санкций западными странами начиная с 2022 года и дальнейшее их ужесточение создают риски, связанные с перспективами устойчивого роста российской экономики. Дальнейшее ужесточение существующих санкций со стороны западных стран (например, введение потолка цен на российскую нефть) и введение новых, более целенаправленных санкций могут иметь ряд последствий для экономики. Во-первых, более целенаправленные санкции могут поставить под угрозу бюджетные доходы. В сложившейся ситуации проведение ужесточения налоговой политики с целью восполнения “потерянных” доходов бюджета может оказать негативное влияние на совокупное состояние потребления и спроса. Во-вторых, при ограниченном доступе к международным рынкам более целенаправленные санкции создают риски с точки зрения способности России заменить определенные стратегические импортные товары (включая потребительские, инвестиционные и военные) товарами отечественного производства. Это может оказать негативное влияние на среднесрочный и долгосрочный потенциал ВВП.

Внутренний спрос продолжает превышать производственный потенциал экономики.

Рисунок 3.А.7. Реальный рост ВВП РФ



Источник: Банк России, Росстат

Примечание: Данные роста за 2-й квартал 2024 г. являются предварительной оценкой

Низкий уровень безработицы и высокие темпы роста заработной платы отражают нехватку рабочей силы, что ограничивает рост производственного потенциала.

Рисунок 3.А.8. Уровень безработицы и рост заработной платы

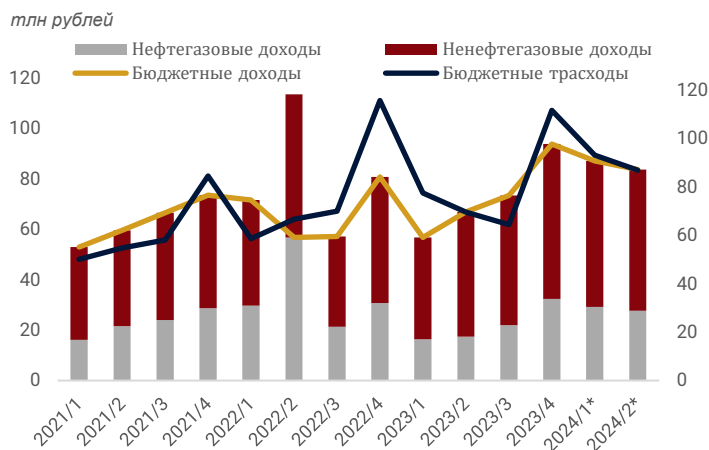
левая ось: %, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года; правая ось:



Источник: Росстат

Несмотря на введенные против России санкции и рост расходов на оборону, дефицит бюджета дальше не увеличился.

Рисунок 3.А.9. Доходы и расходы российского бюджета



Источник: Министерство финансов РФ

Текущая ситуация на товарно-сырьевом рынке

Медь. После продолжающегося в течение 2023 года снижения мировых цен на медь (в основном из-за замедления мирового спроса), в первой половине 2024 года международные цены на медь несколько восстановились, достигнув в мае двухлетнего максимума: около \$10120 за тонну. Рост международных цен на медь в основном объясняется последствиями ограничений и сбоев в цепочках поставок уже в начале 2024 года. Однако на фоне неопределенных перспектив мирового спроса, включая замедление экономической активности в Китае, являющемся основным потребителем, цены на медь в последние месяцы несколько упали, составив в июле 9385 долларов США за тонну. В этой ситуации перспективы мирового рынка меди остаются крайне нестабильными из-за макроэкономических, страновых и отраслевых тенденций. С одной стороны, переход к «зеленым» технологиям продолжает стимулировать рост спроса, с другой стороны, ужесточение рыночного регулирования и торговых барьеров, а также неопределенность в отношении глобального спроса являются существенным источником дальнейших рисков и неопределенностей.

Нефть. В последние месяцы мировые цены на нефть продемонстрировали значительную волатильность из-за неопределенности в отношении перспектив мировой экономики, геополитических событий и мировых поставок нефти. Сохраняющийся слабый спрос в Китае, а также неопределенность относительно направления экономической активности в развитых странах создают риски снижения мирового спроса и цен на нефть. И несмотря на подобную ситуацию, ОПЕК+ еще не объявил, когда начнет ослаблять потенциальные сокращения добычи нефти. В то же время продолжающееся увеличение поставок со стороны стран, не входящих в ОПЕК, может способствовать увеличению мировых поставок нефти в среднесрочной перспективе. Несмотря на ожидания увеличения мировых поставок нефти, сохранение геополитической неопределенности на Ближнем Востоке, на долю которого приходится четверть мировых поставок нефти, продолжает нести риски возможного роста мировых цен на нефть и усиления волатильности.

Продукты питания. Международный индекс цен на продовольствие (ФАО), незначительно снизившись по сравнению с предыдущим месяцем, в августе 2024 года составил 120,7. Незначительному снижению цен способствовало, главным образом, снижение мировых цен на сахар, мясо и зерно. Снижение цен на сахар и зерно связано с ожиданиями более высокого урожая на фоне благоприятных погодных условий в основных странах-производителях. С другой стороны, снижение цен на сахар и зерно было компенсировано слабым ростом цен на растительное масло и молочные продукты. Цены на продукты питания в целом остаются ниже уровней предыдущих двух лет (в августе международные цены на продукты питания снизились на 1,1% г/г и снизились на 24,7% по сравнению с мартом 2022 года, когда цены на продукты питания достигли исторического максимума). Однако сохраняющиеся риски сбоев в цепочках поставок, включая геополитическую напряженность на Ближнем Востоке, продолжают усугублять риски глобального роста цен на продукты питания и на отечественные продукты питания.

Международные цены на медь снизились после резкого роста в мае 2024 года, что отражает сохраняющуюся неопределенность в отношении фундаментальных показателей мировой экономики.

Рисунок 3.A.10. Мировые цены на медь



Источник: Экономические данные Федерального резерва (FRED)

Неопределенность в отношении перспектив цен на нефть сохраняется на фоне геополитической напряженности, неопределенности мирового спроса и потенциального увеличения поставок нефти.

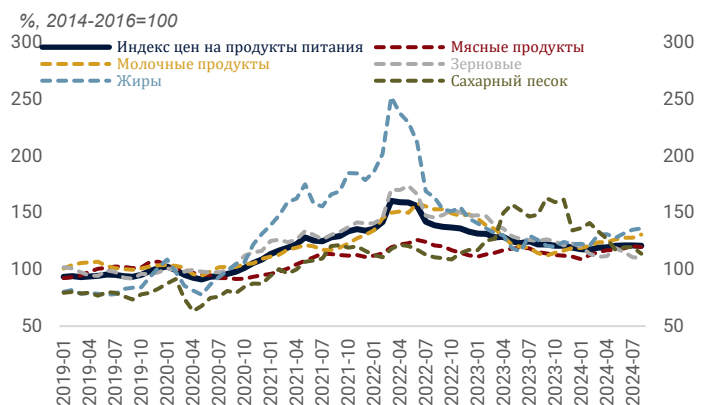
Рисунок 3.A.11. Мировые цены на нефть марки Brent Crude



Источник: Экономические данные Федерального резерва (FRED).

В условиях смягчения глобального дисбаланса спроса и предложения мировые цены на продовольствие несколько снизились.

Рисунок 3.A.12. Индекс цен на продовольствие Всемирной продовольственной организации (ФАО)



Источник: Продовольственная и сельскохозяйственная организация Объединенных Наций (ФАО)

Таблица 3.A.1. Прогнозы мировых цен на продовольствие и сырье

Источник/тема Дата	Нефть Brent, доллар/баррель)			Медь (доллар/тонна)			Прогноз ВБ относительно мировых цен на продовольствие (годовой рост)		
	УЭИ	ВБ	Члiibibnli	ВБ	РЭЕ	Консенсус	Нефть и продовольствие	Зерно	Прочие продукты
	Авг- 24	Апр- 24	Сен- 24	Апр- 24	Янв- 24	Сен- 24	Апр- 24	Апр- 24	Апр- 24
2024	83	84	83	8900	9510	9420	-7.3	-11.3	2.1
2025	80	79	80	8800	9860	9952	-4.9	-3.8	-2.8

Источник: УЭИ, ВБ, Блумберг, РЭЕ, МВФ

Таблица 3.A.2. Прогнозы экономического роста и инфляции в странах-партнерах

Источник Дата	США					ЕС						РФ				
	МВФ	ВБ	ОЭСР	ФРС	Консенсус	МВФ	ВБ	ОЭСР	ЕС	ЕЦБ	Консенсус	МВФ	ВБ	ОЭСР	ЦБР	Консенсус
	Июл- 24	Янв- 24	Май- 24	Янв- 24	Сен- 24	Июл- 24	Янв- 24	Май- 24	Май- 24	Янв- 24	Сен- 24	Июл- 24	Янв- 24	Май- 24	Июл- 24	Сен- 24
Экономический рост (годовой %)																
2023 (Ф*)				2.5					0.5					3.6		
2024	2.6	2.5	2.6	2.1	2.5	0.9	0.7	0.7	0.8	0.9	0.7	3.2	2.9	2.6	3.8	3.3
2025	1.9	1.8	1.8	2.0	1.7	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3	1.5	1.4	1.0	1.0	1.6
2026	2.0	1.8	-	2.0	2.0	1.4	1.3	-	-	1.6	1.4	1.2	1.1	-	1.5	1.3
Инфляция (годовая, %)																
2023 (Ф*)				3.4					2.9					7.4		
2024	2.9	-	2.6	2.6	2.9	2.4	-	2.6	2.5	2.5	2.4	6.9	-	7.2	6.8	7.5
2025	2.0	-	2.1	2.3	2.3	2.1	-	2.1	2.1	2.2	2.1	4.5	-	5.3	4.3	5.2
2026	2.1	-	-	2.0	2.3	1.9	-	-	-	1.9	2.0	4.0	-	-	4.0	4.2

* Фактический

Источник: Международный валютный фонд (МВФ), Всемирный банк (ВБ), ОЭСР, ФРС США, ЕЦБ, Блумберг

Б. Внутренний спрос

Совокупный спрос и предложение

Во втором квартале 2024 года экономический рост составил 6,4% г/г, который по-прежнему был сконцентрирован в основном в торговле (19,0% г/г), финансах (17,0% г/г) и строительстве (17,9% г/г). Экономический рост в предыдущих кварталах был существенно пересмотрен в сторону понижения, в основном из-за переоценки добавленной стоимости в производственном секторе. Рост продолжил восстанавливаться в сельскохозяйственном секторе (5,2% г/г), а обрабатывающая промышленность в течение первой половины года, несмотря на пересмотр в сторону понижения, находитесь в области положительных значений, после отрицательного роста в предыдущих кварталах. Поддержание экономического роста выше долгосрочного устойчивого роста и его неинклюзивный характер создают неопределенность и риски при оценке относительного положения совокупного спроса и предложения. После нескольких лет высокого роста в секторе информации и связи, в первой половине 2024 года наблюдалось сокращение. Также наблюдается некоторый отток высокопроизводительной иностранной рабочей силы внутри отрасли. Учитывая важность ИТ сектора в процессе формирования потенциала ВВП и экспортного потенциала, его корректировка в сторону понижения несет риски с точки зрения среднесрочных перспектив экономического роста. Однако явных признаков широко распространенного спада по-прежнему нет, поскольку в основе замедления также лежат тенденции в области искусственного интеллекта и глобального развития. Поэтому структурные сдвиги в отрасли неизбежны. В сфере услуг основной движущей силой является торговый сектор, что можно интерпретировать как прогрессивный рост спроса по сравнению с предложением, так и процесс реэкспорта.

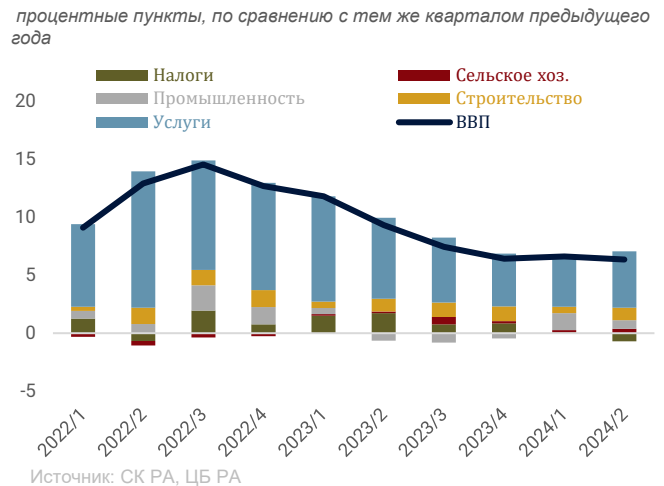
Что касается иностранных посетителей, то высокий внешний спрос, наблюдавшийся с 2022 года, постепенно ослабел в 2024 году, о чем свидетельствует снижение реальных расходов на одного туриста и стабилизация притока туристов (рис. 3.Б.2).

Учитывая, что туристы прибывают в РА в основном из стран региона, неопределенность, связанная с среднесрочными перспективами российской экономики и региональными геополитическими развитиями, может содержать риски замедления туризма, выраженные в дальнейшем замедлении экономической активности и роста экспорта.

В результате такого развития событий разрыв ВВП во втором квартале 2024 года оценивается как нейтральный (рис. 3.Б.3), хотя вокруг этих оценок сохраняется неопределенность. С одной стороны, экономический рост, превышающий долгосрочный потенциальный рост, увеличение частных расходов и высокий рост кредитования содержат сигналы об условиях избыточного спроса. С другой стороны, концентрация экономического роста в определенных отраслях, ухудшение условий на рынке труда, а также слабая инфляционная среда могут указывать на слабые условия спроса и даже предполагать отрицательный разрыв ВВП в экономике. Также примечательно, что сезонно скорректированный реальный эффективный обменный курс (рис. 3.Г.7) также оказал влияние на сдерживание избыточного внешнего спроса.

Рост по-прежнему сконцентрирован в определенных отраслях, что повышает неопределенность относительно условий внутреннего спроса.

Рисунок 3.Б.1. Рост реального ВВП по производственному методу - по основным компонентам



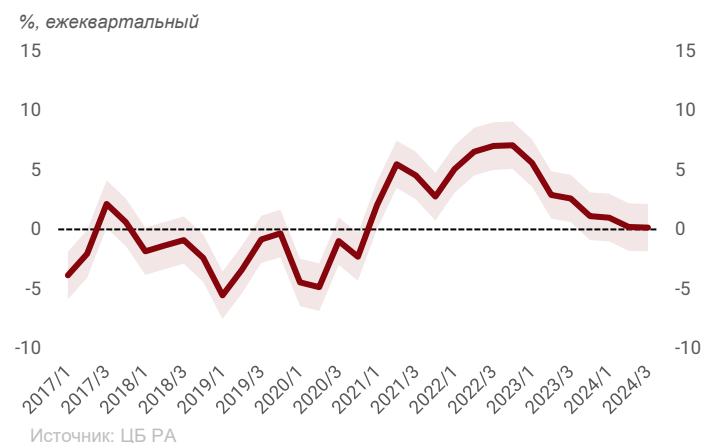
Приток туристов стабилизировался, а средние расходы снизились.

Рисунок 3.Б.2. Фактические расходы на одного туриста и количество прибывающих туристов



Дисбаланс между совокупным спросом и предложением уменьшился.

Рисунок 3.Б.3. Разрыв ВВП



Потребление и инвестиции

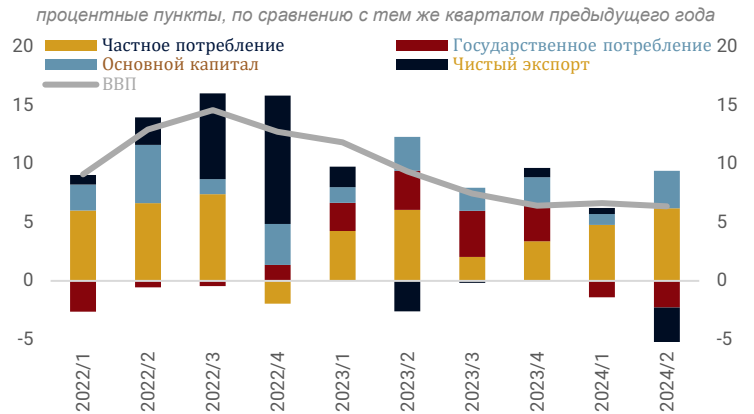
Рост валового потребления во втором квартале 2024 года был обусловлен ростом частного потребления в условиях снижения государственного потребления (рис. 3.Б.4). Частное потребление, хотя оно и было относительно сдержанным по сравнению с экономическим ростом в предыдущие годы, ускорилось в первой половине года, зафиксировав рост на 7,5% в годовом исчислении. Совокупный рост инвестиций, который с начала года, а также в предыдущий период был в основном обусловлен ростом государственных инвестиций, ускорился во втором квартале, поскольку выросли как государственные, так и частные инвестиции. Частные инвестиции по-прежнему сконцентрированы в секторе недвижимости, хотя общая инвестиционная активность во втором квартале несколько возросла, о чем свидетельствует рост объемов бизнес-кредитования. В этих условиях высокий уровень выданных разрешений на строительство по-прежнему указывает на продолжающийся высокий рост частных инвестиций и строительства недвижимости (рис. 3.Б.6). С другой стороны, некоторое замедление импорта инвестиционных товаров во втором квартале указывает на возможную задержку инвестиций из-за сохранения региональной геополитической неопределенности.

В ближайшем будущем неопределенность будет связана с перспективами внутреннего спроса. С одной стороны, дальнейший рост внутреннего спроса может быть обусловлен расходованием ранее накопленных сбережений в частном секторе, снижением долговой нагрузки и ростом дальнейшего кредитного потенциала. В таком сценарии эти факторы могут усилить давление спроса в экономике (особенно если экономика близка к определенному потенциалу ВВП или превышает его), увеличивая инфляционное давление. С другой стороны, тот факт, что экономический рост сконцентрирован в нескольких отраслях, некоторое увеличение безработицы и замедление роста заработной платы в частном секторе создают риски формирования слабого спроса, выражающегося в сохранении слабой инфляционной среды. Кроме того, возросшая неопределенность в отношении геополитических и региональных факторов может сдерживать рост частных расходов как в плане потребления, так и инвестиций. При таком сценарии эти факторы могут ослабить относительную позицию спроса по отношению к долгосрочному экономическому росту. Еще одно важное соображение связано с притоком вынужденно переселенного населения из Арцаха. Программы социально-экономической помощи, способствующие их интеграции, могут оказать определенное положительное влияние на совокупный спрос в ближайшей перспективе, а интеграция на рынке труда РА станет решающим фактором в увеличении потенциала ВВП и в балансировании спроса и предложения в экономике.

Сокращение денежных переводов физических лиц продолжилось (рис. 3.Б.5) вследствие замедления экономической активности в основных странах-партнерах. В то же время сокращение разрыва в заработной плате между строительным сектором РА и РФ (рис. 3.Б.3), а также возможное налогообложение доходов сезонных трудовых мигрантов могут создать дополнительные риски сезонной миграции и сокращения денежных переводов. В то же время, в связи с интеграцией на рынке труда РА сезонных трудовых мигрантов, возможны определенные дефляционные риски, связанные с увеличением предложения рабочей силы и потенциала ВВП.

Ускорение роста частных расходов несет в себе риски расширения спроса.

Рисунок 3.Б.4. Содействие росту реального ВВП по компонентам расходов

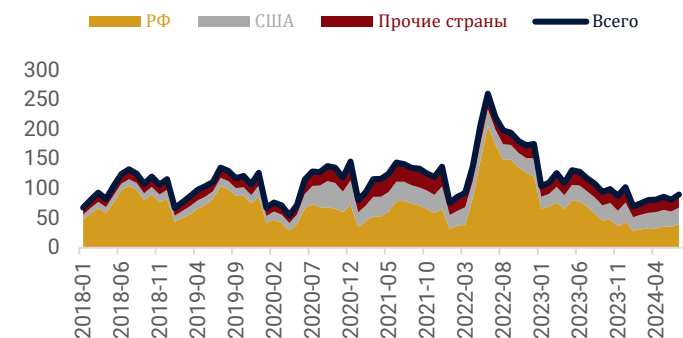


Источник: СК РА, ЦБ РА

Некоммерческие переводы значительно снизились по сравнению с максимумами 2022 года.

Рис. 3.Б.5. Приток некоммерческих денежных переводов по странам

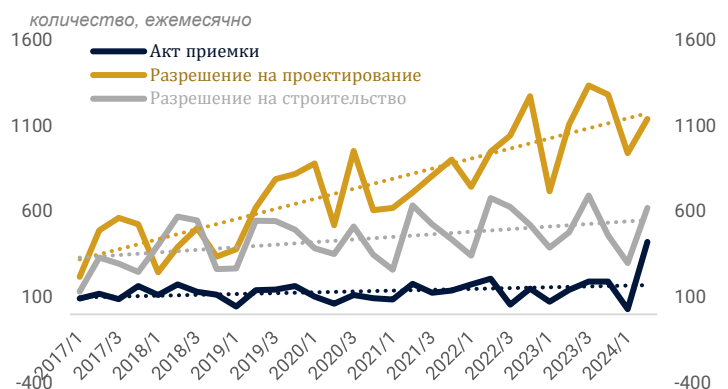
ежемесячные потоки, млн драмов



Источник: ЦБ РА

Уровень разрешений на строительство продолжает оставаться высоким, что способствует сохранению инвестиционной активности в строительном секторе.

Рисунок 3.Б.6. Количество разрешений на проектирование, строительство и актов завершения строительства в Ереване



Источник: Мэрия Еревана

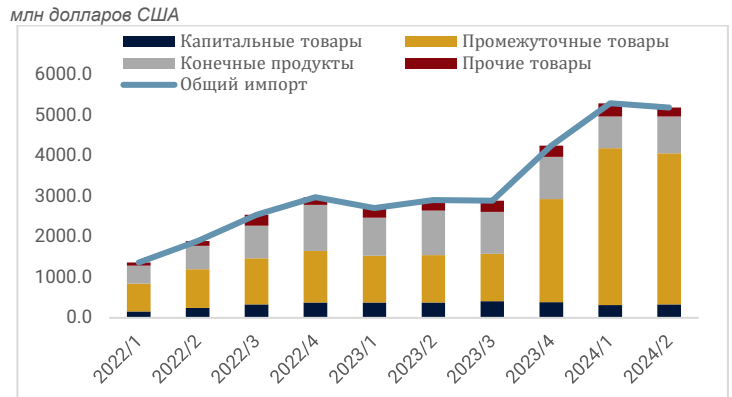
Внешняя торговля и внешний спрос

Высокие темпы роста экспорта и импорта сохранились во втором квартале 2024 года, во многом благодаря увеличению торговой активности в некоторых секторах. При этом сохраняется высокий внешний спрос на товары отечественного производства, хотя по ряду товарных групп происходят некоторые корректировки. Спрос на импортные товары, несмотря на высокий уровень накопленных в последние годы сбережений и нынешние высокие темпы экономического роста, несколько ослабел, что отразилось на слабом спросе на импорт товаров конечного потребления и средств производства (хотя это не имеет широкого распространения и, например, в случае с автомобилями он в большей степени характеризует насыщенность рынка). Это может отражать в целом слабый спрос на фоне неинклюзивного экономического роста и неравномерного распределения доходов. В то же время в условиях формирования высоких доходов происходят изменения потребительских предпочтений от потребления товаров к потреблению услуг. Возможными причинами сдержанного спроса на инвестиционную продукцию являются неопределенность перспектив дальнейшего развития региона, а также завершение некоторых инвестиционных проектов. В этих условиях неопределенность дальнейшей оценки внутреннего спроса несколько усложняется.

Реальный эффективный обменный курс несколько обесценился в третьем квартале 2024 года из-за ослабления корзины валют стран-партнеров РА (особенно российского рубля) по отношению к доллару США. Здесь основные неопределенности связаны с циклически укрепленным обменным курсом в процессе стабилизации внешних дисбалансов и поглощения избыточного спроса. Рост внешнего спроса, приток капитала и рабочей силы, большой приток туризма и экспорт ИТ-услуг с 2022 года на фоне геополитических событий в Евразийском регионе способствовали значительному укреплению реального эффективного обменного курса (рис. 3.Б.8), а с 2023 года по сравнению с инфляцией в странах-партнерах низкая инфляция в экономике РА способствовала замедлению роста курса. И если повышение реального эффективного обменного курса в значительной степени носит циклический характер, его корректировка неизбежно будет отражать корректировку текущего счета вслед за процессом корректировки совокупного спроса. С другой стороны, возможно, что нынешний уровень экспорта отражает новые возможности, которые способствуют увеличению долгосрочного экспортного потенциала (особенно в сфере услуг), что приводит к фундаментальному, а не циклическому повышению реального эффективного обменного курса. Эти потенциальные изменения также отражают неопределенность в отношении общих экономических перспектив и возможных ответных действий денежно-кредитной политики, которые подробно описаны во Врезке 2.

Спрос на потребительские и инвестиционные товары остается несколько слабым.

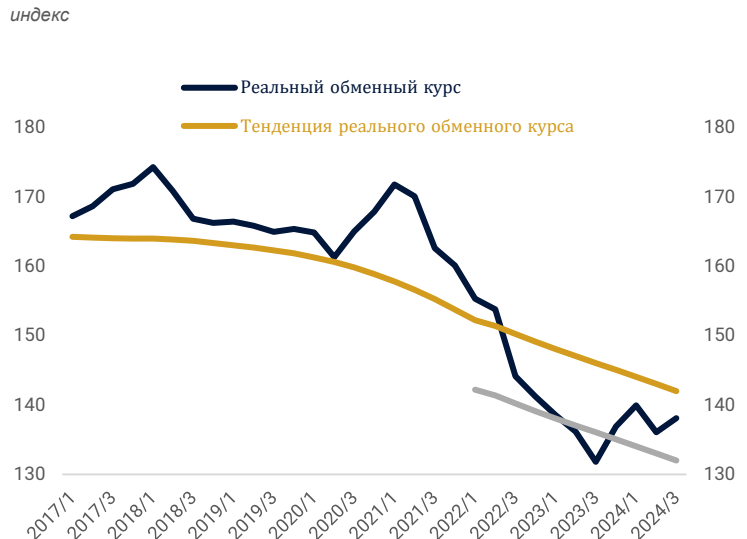
Рисунок 3.Б.7. Объемы импорта по видам экономической деятельности



Источник: СК РА, ЦБ РА

Некоторое ослабление реального обменного курса свидетельствует об уменьшении внешних дисбалансов, однако неопределенность относительно тенденции ослабления сохраняется.

Рисунок 3.Б.8. Реальный эффективный курс по отношению к доллару, евро и рублю (снижение индекса означает укрепление драма)



Источник: ЦБ РА

Налогово-бюджетная политика

Несмотря на показатели высокой экономической активности в первой половине 2024 года, налоговые поступления отстают от первоначального плана, главным образом из-за особенностей структуры экономического роста. Хотя рост налоговых поступлений по сравнению с предыдущим годом достаточно высок, он составил за первое полугодие 7,6%, но часть увеличения связана с методическими изменениями, поскольку с 2024 года и доходные, и расходные статьи бюджета предусматривают возмещение подоходного налога по процентам по ипотеке. С учетом методических изменений рост налоговых поступлений за первое полугодие составил 4,3%, что несколько ниже экономического роста за тот же период. Это создает некоторые риски с точки зрения увеличения дефицита и государственного долга в течение года, а также более стимулирующего воздействия налогово-бюджетной политики на спрос. С другой стороны, в такой ситуации налогово-бюджетным органам придется сокращать расходы, чтобы сбалансировать бюджет, хотя большая часть текущих расходов не является обратимой, а сокращение капитальных расходов создает определенные риски с точки зрения замедления потенциального роста в среднесрочной перспективе. В краткосрочной перспективе также существуют определенные риски для стабилизации долга и финансирования государственного дефицита в условиях ужесточения налогового администрирования и законодательных изменений, которые могут оказать дополнительный сдерживающий эффект на спрос.

Влияние налогово-бюджетной политики на инфляционную среду относительно ограничено, но возможные явления, связанные с недовыполнением доходов, дальнейшим использованием средств резервного фонда и невыполнением капитальных затрат, а также увеличением государственного долга, могут содержать некоторые инфляционные риски.

Рисунок 3.Б.9. Налогово-бюджетный импульс и сценарии на 2024 год

процентные пункты, содействие экономическому росту



Источник: Минфин РА, расчеты ЦБ РА

Врезка 1. Перспективы развития экономики РА

С началом российско-украинского конфликта в 2022 году, в результате большого притока капитала, рабочей силы и финансов, а также формирования большого спроса на отечественные товары и услуги, в экономике РА возникли существенные предпосылки для высокого экономического роста и формирования высоких доходов. В частности, в 2022-2024 гг. реальные доходы в экономике увеличились примерно на 30%, а средний экономический рост колеблется в районе 10%. В такой ситуации основная неопределенность касается возможных экономических интерпретаций позитивных экономических событий, будущих перспектив экономического роста, зависящих от них, и вытекающих из этого необходимых корректировок экономической политики. В зависимости от фундаментальных трактовок текущей ситуации, существует ряд сценариев с точки зрения перспектив экономического развития РА. В частности, в данной врезке представлены 3 иллюстративных сценария экономического развития (экономический рост, обусловленный спросом; рост, обусловленный низкопроизводительными секторами; рост, обусловленный высокопроизводительными секторами), которые предполагают существенно разное поведение будущего курса экономического роста и реакции экономической политики. Представленные сценарии не предполагают 3 наиболее вероятных путей экономического развития, но дают возможность критически наблюдать за процессами, происходящими в экономике, и проводить политику с наименьшими затратами для общества при разумном подходе к управлению рисками.

Продолжение на следующей странице

Сценарий 1: Рост, обусловленный спросом

С 2022 года основным источником экономического роста РА является формирование высокого внешнего спроса на товары и услуги РА (раздел 3.Б), что способствует формированию высоких доходов в соответствующих отраслях (туризм, финансы, недвижимость) и, одновременно, расширению внутренней инфляционной среды (инфляция услуг, недвижимости (рис. В.1.2) и т.д.). При таком сценарии очень важно как можно скорее, быстро и управляемо перевести экономику на путь долгосрочного устойчивого роста. В такой ситуации укрепление обменного курса будет представлять собой автоматический стабилизатор с точки зрения регулирования высокого внешнего спроса и будет способствовать возвращению экономики на путь устойчивого роста. Примечательно, что такая корректировка будет означать резкое и существенное замедление экономического роста в предстоящей краткосрочной перспективе и даже формирование на уровнях ниже прогнозируемого среднесрочного потенциального роста (4,5-5,0%). Важно отметить, что в этом сценарии потенциальное замедление темпов роста будет следствием естественной и необходимой корректировки экономики, а стимулирование роста посредством экономической политики, включая низкие процентные ставки, субсидирование различных отраслей, увеличение государственных расходов и другие меры по стимулированию спроса, приведут к дальнейшему раздуванию экономического "пузыря" со значительными рисками дальнейшего финансового и экономического кризиса.

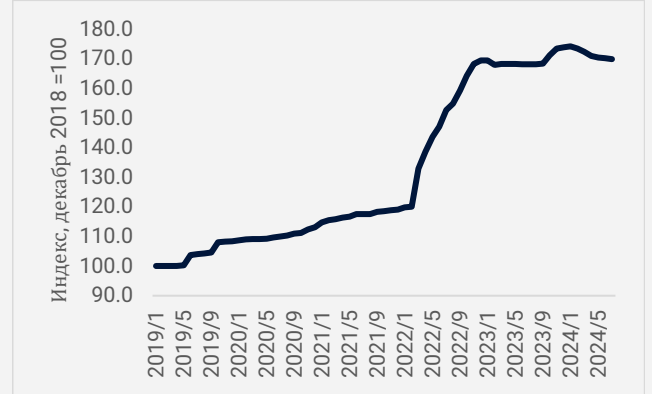
Примечательно также, что в случае шока внешнего спроса и политики фиксации обменного курса со стороны денежно-кредитных органов, шок внешнего спроса полностью переносится на инфляционную среду отечественной экономики, для корректировки которой процентные ставки во внутренней экономике растут, увеличивая затраты всего общества на достижение цели стабильности цен (рис. В.1.3), а в случае стратегии инфляционного таргетирования плавающий обменный курс почти полностью поглощает шок внешнего спроса.

Сценарий 1. Рост, обусловленный спросом

Рисунок В.1.1. Индекс реального ВВП и тенденция ВВП



Рисунок В.1.2. Индекс цен на аренду квартир

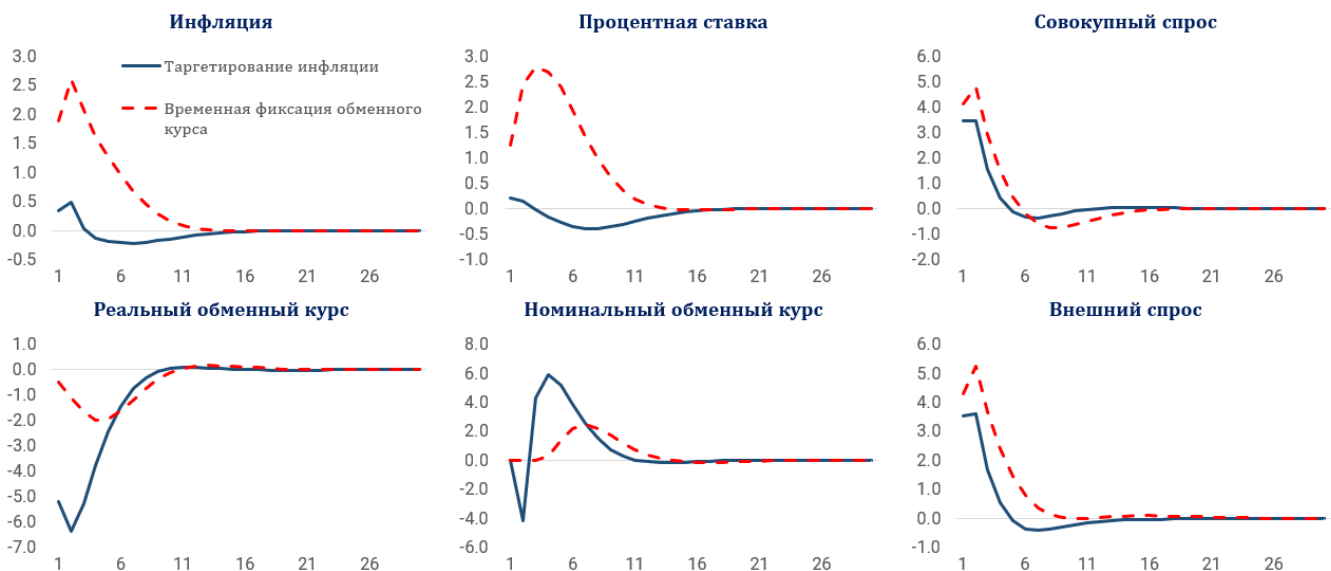


Источник: СК РА, расчеты ЦБ РА

Реакция экономических переменных на шок внешнего спроса в рамках стратегии инфляционного таргетирования и политики временного фиксирования обменного курса.

Рисунок В.1.3. Отклонение экономических переменных от равновесного уровня

левая ось: процентный пункт, %; нижняя ось: кварталы



Источник: расчеты ЦБ РА

Сценарий 2. Экономический рост, обусловленный низкопроизводительными секторами

Начиная с 2022 года, в улучшенных условиях притока капитала, рабочей силы и финансов, в РА созданы благоприятные возможности в различных сферах экономической деятельности. Это нейтральный сценарий с точки зрения спроса и инфляционной среды и не предполагает быстрой корректировки экономики. Однако в этом сценарии краткосрочные возможности оппортунистического/легкого дохода, созданные в различных экспортных секторах экономики, привлекают экономические ресурсы (труд, капитал) из других производственных секторов экономики и меняют структуру экономики. При таком сценарии происходят структурные сдвиги в экономике в сторону низкопроизводительных секторов (рис. В.1.4.), например, финансового сектора (Кипр), туристического сектора (Греция, Грузия и т.д.), транзитных дорожных услуг (Панама, Гибралтар и т.д.), что, хотя и обеспечивает в краткосрочной и среднесрочной перспективе существенное увеличение доходов и высокие темпы экономического роста, но в долгосрочной перспективе усиление конкуренции за ресурсы ограничит возможности роста в секторах с высокой производительностью, которые играют важную роль в обеспечении сильного, устойчивого экономического роста в экономике. В этом контексте ключевую роль играет отраслевая политика, где основной политической дилеммой является, с одной стороны, создание долгосрочной “желаемой” структуры экономики, а с другой – “отказ” от возможности быстрого роста в краткосрочной перспективе.

В этом сценарии (рис. В.1.5) влияние ДКП в условиях структурных изменений в экономике нейтрально, а налогово-бюджетные органы в случае реализации отраслевой политики экономики могут направить ресурсы в более продуктивный экспортный сектор, способствуя увеличению экономических возможностей в долгосрочной перспективе. В этом сценарии повышение обменного курса сопровождается несовместным и отраслевым ростом производительности в экономике, что не является проблематичным с макроэкономической точки зрения, но на фоне обсуждаемых структурных особенностей экономики может оказаться неблагоприятным для отдельных секторов как простой индикатор “борьбы” за ресурсы, о которой говорилось выше.

Сценарий 2. Рост, обусловленный низкопроизводительными секторами

Рисунок В.1.4. Индекс реального ВВП и динамика ВВП

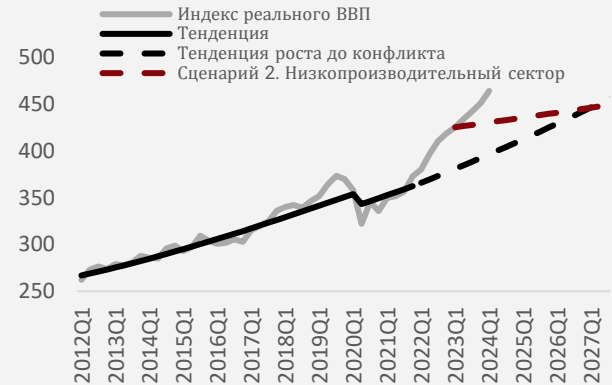
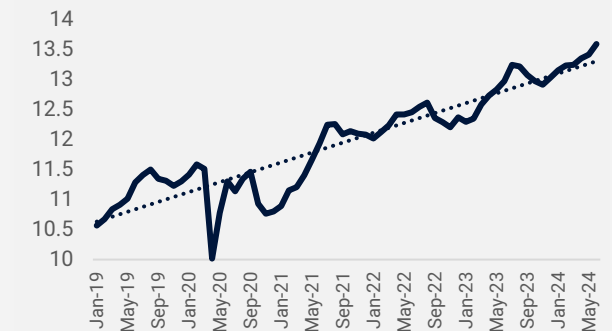


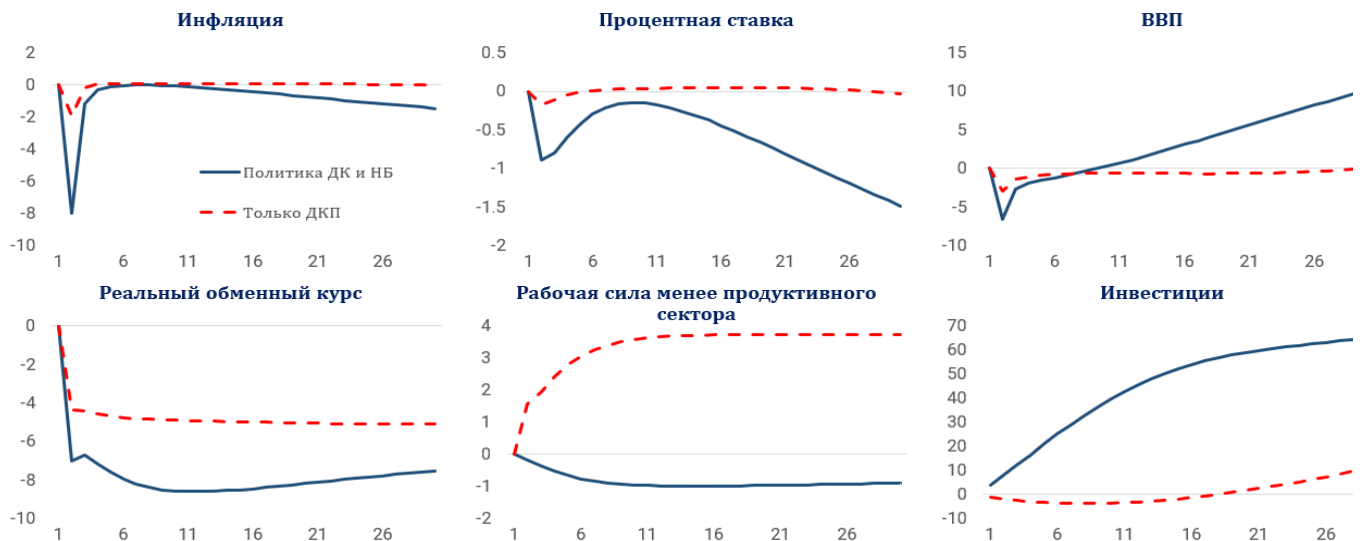
Рисунок В.1.5. Вес занятости в низкопроизводительных секторах в общем объеме вес, %



Источник: расчеты СК РА, ЦБ РА

Динамика экономических переменных в случае шока внешнего спроса и реструктуризации экономики в сторону менее производительного экспортного сектора. Налогово-бюджетная политика предполагает оптимальное распределение ресурсов в наиболее производительный сектор экономики.

Рисунок В.1.6. Отклонение экономических переменных от равновесного уровня
левая ось: процентный пункт, %, нижняя ось: кварталы



Источник: расчеты ЦБ РА

Сценарий 3. Долгосрочный экономический рост, обусловленный высокопроизводительными секторами

В рамках российско-украинского противостояния и формирования новых геоэкономических реалий перед РА открываются значительные возможности обеспечить существенный прирост экономического потенциала в условиях притока капитала, рабочей силы, финансовых средств и спроса на экспорт ответственных товаров и услуг, способствующих формированию долгосрочного стабильно высокого роста. В частности, за период с 2022-2024 гг. в экономику РА было переведено около 13 000 компаний и индивидуальных предпринимателей (капитал), большая часть из которых (55%) - из сферы ИТ. За этот период число официально зарегистрированных работников-иностранцев в РА увеличилось примерно на 15 000 человек (рис. В.1.8), большая часть из которых была зарегистрирована в течение 2022 года. В то же время относительно благоприятная конкурентная среда, сложившаяся в российской экономике, может способствовать расширению производства в "традиционных" экспортных отраслях Республики Армения (напитки, пищевая промышленность и др.). Все это может создать **возможности для осуществления долгосрочных инвестиций в высокодоходные производственные отрасли РА и, в конечном итоге, для расширения долгосрочного экономического потенциала РА и возможностей роста.** В этом контексте главная задача экономической политики заключается в принятии целевых программ, направленных на улучшение структурной и институциональной среды, с конечной целью направления "легких" ресурсов в высокопроизводительные и перспективные секторы и "капитализации" этих возможностей для содействия устойчивому, долгосрочному росту (например, Ирландия).

В этом сценарии высокопроизводительного роста реальный равновесный обменный курс будет повышаться параллельно с ростом экспортных возможностей, что будет способствовать снижению нейтральной процентной ставки в экономике. В отличие от Сценария 2, такое повышение курса будет следствием повсеместного роста производительности и доходов и не создаст никакого давления с точки зрения макростабильности или долгосрочной структуры экономики.

Сценарий 3. Долгосрочный экономический рост, обусловленный высокопроизводительными секторами

Рисунок В.1.7 Индекс реального ВВП и тенденция ВВП

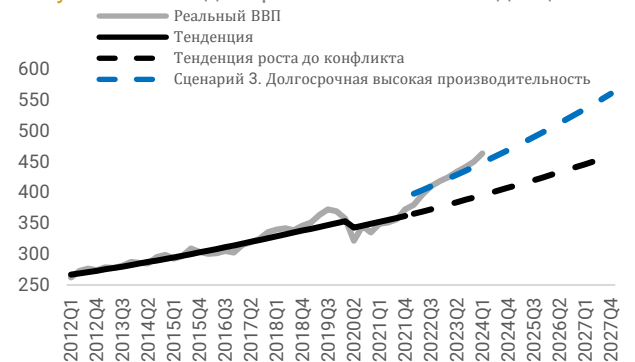
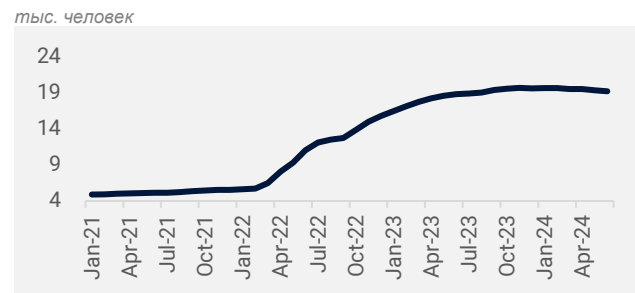


Рисунок В.1.8. Количество зарегистрированных работников-нерезидентов в РА

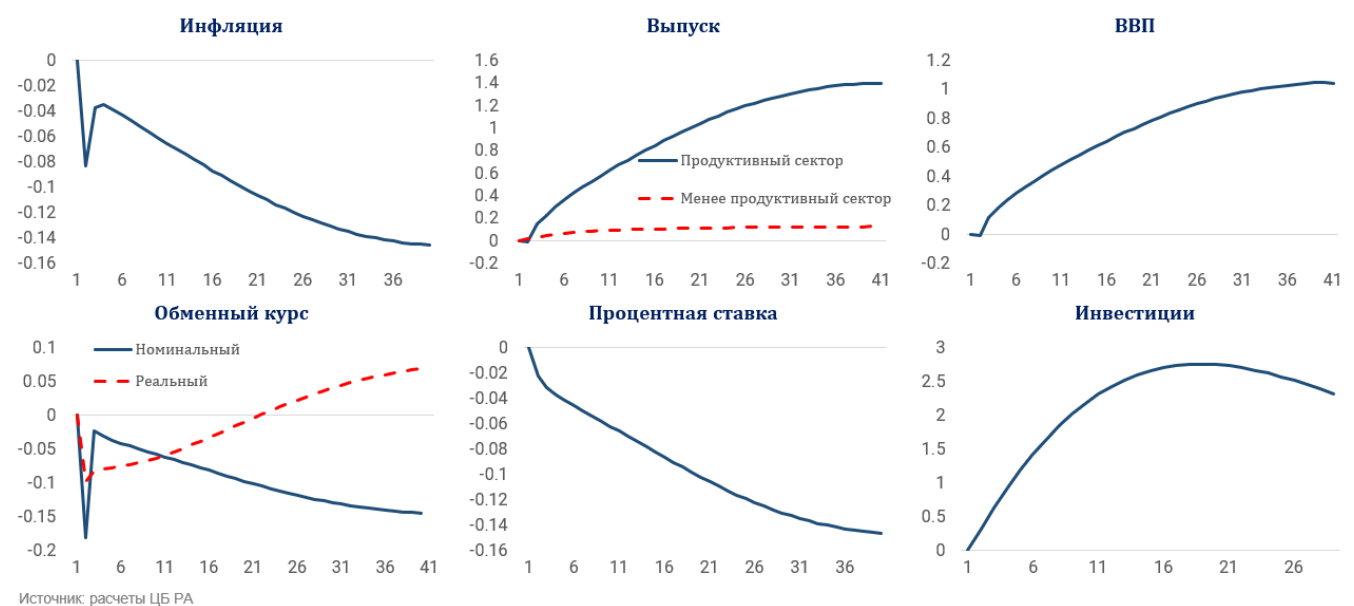


Источник: СК РА, расчеты ЦБ РА

Динамика экономических переменных в сценарии высокопроизводительного экономического роста.

Рисунок В.1.9. Отклонение экономических переменных от равновесного уровня

левая ось: процентный пункт, %; нижняя ось: кварталы



Источник: расчеты ЦБ РА

В. Текущая ситуация на рынке труда и динамика инфляции

Спрос и предложение рабочей силы

В первом квартале 2024 года уровень безработицы (по результатам исследований СК РА) несколько увеличился по сравнению с исторически низкими уровнями предыдущих кварталов, достигнув 15,5% (рис. 3.В.1), отражая постепенное ухудшение условий на рынке труда. Следует отметить, что в первом квартале 2024 года в РА также наблюдался рост трудовых ресурсов, которые, однако, в основном относились к экономически неактивному населению. Таким образом, рост уровня безработицы произошел не за счет значительного увеличения предложения рабочей силы, а за счет сокращения численности занятых. С другой стороны, в первой половине 2024 года число зарегистрированных работников (по данным Комитета госдоходов) продолжало расти устойчивыми темпами, что является проявлением высокого спроса на рабочую силу и может отражать неопределенность в отношении реальных условий на рынке труда, поскольку опросы и данные предприятий дают неоднозначные сигналы о развитии рынка труда. Увеличение числа зарегистрированных работников также может свидетельствовать о структурных изменениях в экономике, выражая движение рабочей силы от неформальной занятости к формальной.

Основная неопределенность относительно перспектив рынка труда связана с возможным оттоком иностранной рабочей силы в РА, степенью и скоростью интеграции на рынке труда РА вынужденно переселенного населения из Арцаха, уменьшением потока трудовых мигрантов РА в Российскую Федерацию, а также увеличением участия рынка труда в отечественной экономике. В частности, основные риски, связанные с замедлением притока и возможного оттока иностранной рабочей силы, связаны с влиянием сокращения предложения рабочей силы и ограничением роста экономического потенциала в долгосрочной перспективе. Более того, в первой половине 2024 года уже наблюдается снижение количества зарегистрированных работников нерезидентов.

Сохраняющаяся тенденция сокращения разницы в заработной плате между Арменией и Россией (особенно в строительном секторе) замедлила поток трудовых мигрантов в Российскую Федерацию, что положительно сказалось на расширении предложения рабочей силы и несколько увеличило потенциал ВВП. Сокращение разницы в заработной плате между двумя странами продолжает в значительной степени поддерживаться сохранением высокой активности в строительной отрасли РА, а также ослаблением рубля по отношению к драму (рис. 3.В.3) Одна из возможных интерпретаций здесь заключается в том, что значительное сокращение некоммерческих денежных переводов из Российской Федерации в последние месяцы (рис. 3.Б.5) уже отражает тенденции к снижению трудовой миграции.

Интеграция вынужденно перемещенных лиц из Арцаха в экономику также может оказать положительное влияние на рынок труда и потенциал ВВП. В краткосрочной перспективе это может привести к некоторому росту безработицы, а в среднесрочной и долгосрочной перспективах за счет увеличения предложения рабочей силы и накопления капитала может оказать положительное влияние на рост потенциального ВВП. В условиях такого сценария могут сохраниться тенденции ослабления инфляционного давления, возникающего на рынке труда. Учитывая, что значительный прирост трудовых ресурсов в первом квартале не сопровождался существенным увеличением предложения рабочей силы, основные неопределенности здесь связаны со скоростью интеграции на рынке труда незанятого населения.

Условия на рынке труда несколько улучшаются, что помогает ослабить инфляционное давление, но не сопровождается значительным увеличением предложения рабочей силы.

Рисунок 3.В.1. Уровень безработицы



Источник: СК РА

Значительный рост трудовых ресурсов создает неопределенность относительно скорости интеграции на рынке труда вышеупомянутых ресурсов.

Рисунок 3.В.2. Изменение трудовых ресурсов РА, 1 квартал 2024/1 квартал 2023 года

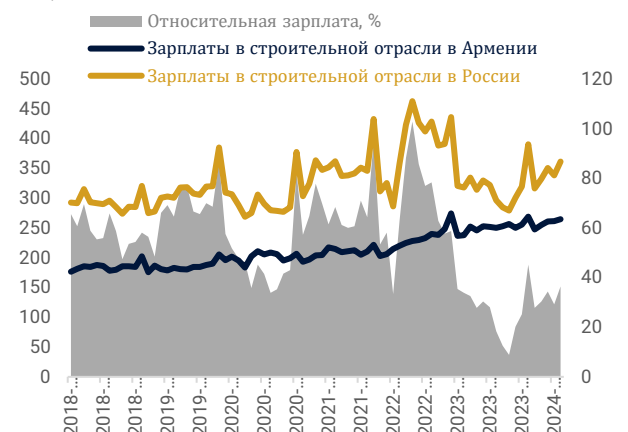


Источник: СК РА

Сохранение тенденций сокращения разницы в заработной плате в строительной отрасли в РА и РФ может повлиять на поток сезонных мигрантов из РА в РФ.

Рисунок 3.В.3. Зарплаты в строительной отрасли в России и Армении

левая ось: тыс. драмов; правая ось: относительная заработная плата, %



Источник: СК РА, ЦБ РА

Рост заработной платы

Во втором квартале 2024 года рост номинальной заработной платы населения продолжил замедляться, составив 4% г/г, а в июле 2024 года он составил 4,1% (рис. 3.В.4). Рост производительности, предложения рабочей силы и занятости, зафиксированный в предыдущих кварталах, а также некоторое ослабление спроса на рабочую силу, наблюдаемое с начала года, способствовали постепенному ослаблению инфляционного давления, возникающего на рынке труда. Импульсы со стороны рынка труда также весьма непропорциональны. В частности, росту заработной платы существенно способствовали исторически высокие темпы роста производства и заработной платы в финансовом и страховом секторах, в то время как рост заработной платы в частном секторе в других отраслях экономики остается на относительно более низком уровне. Концентрация роста заработной платы в экономике, постоянная корректировка роста заработной платы в отдельных отраслях и других секторах экономики могут быть интерпретированы как сигналы значительного ослабления или нейтрализации давления со стороны рынка труда. Потенциальное дополнительное увеличение предложения рабочей силы также может стать источником дальнейшего смягчения условий на рынке труда и рыночного инфляционного давления в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Инфляция

Во втором квартале 2024 года, после дефляционных тенденций последних месяцев, 12-месячная инфляция несколько выросла, достигнув в августе 1,3% г/г. Рост сезонных цен на продукты питания способствовал ускорению инфляции в последние месяцы. Однако в целом в экономике продолжает сохраняться слабая инфляционная среда из-за дефляционных эффектов, передаваемых из мировой экономики, воздействия денежно-кредитной политики, реализованной в предыдущие годы, некоторого ослабления условий на рынке труда, а также за счет сокращения дисбаланса совокупного спроса и предложения. Инфляция в сфере услуг, обусловленная внешним и внутренним спросом, продолжала замедляться. В то же время поддержание внутреннего спроса на высоком уровне может вызвать определенное инфляционное давление, которое также будет обусловлено налоговыми изменениями в текущем году (в том числе акциза, налогообложения услуг такси и т.д.) и возможным пересмотром тарифов на общественный транспорт в Ереване с января 2025 года. Их общее влияние на инфляцию может быть ограниченным, даже слабым, учитывая размер/удельный вес участия города Еревана и вышеупомянутых услуг в процессе формирования индекса потребительских цен в экономике (максимальный возможное разовое влияние на инфляцию оценивается в ~0,5 процентного пункта). Инфляционные риски, связанные с мировыми ценами на нефть, а также некоторое ежемесячное повышение мировых цен на продовольствие, наблюдаемое в последние месяцы (раздел 3.А), создают риски значительного ослабления или нейтрализации дефляционных тенденций импорта.

Увеличение предложения рабочей силы за счет увеличения трудовых ресурсов способствует ослаблению инфляционного давления, хотя импульсы со стороны рынка довольно непропорциональны.

Рисунок 3.В.4. Рост номинальной заработной платы в частном секторе



Источник: СК РА

Наблюдается слабая инфляционная среда, отражающая постепенное ослабление базового эффекта и сохранение дефляционных эффектов со стороны внешнего сектора.

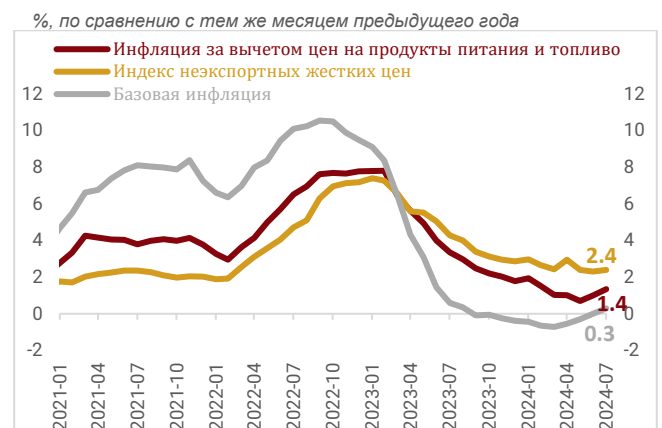
Рисунок 3.В.5. Инфляция



Источник: СК РА, ЦБ РА

Инфляция неэкспортируемых товаров с жесткими ценами продолжает стабилизироваться.

Рисунок 3.В.6. Показатели основной инфляции



Источник: СК РА, ЦБ РА

Базовая инфляция, исключая сезонные продукты питания и регулируемые услуги, также находилась в зоне положительных значений в последние месяцы, достигнув в июле 0,3% г/г. Это во многом отражает сохраняющиеся дефляционные тенденции, передающиеся от импорта продовольственных и непродовольственных товаров (например, цены на хлеб, масла и жиры, сахарный песок и т.д. снижаются по сравнению с предыдущим годом). В то же время индекс жестких цен на неэкспортируемые товары (ИЖЦНЭ) продемонстрировал некоторое снижение, зафиксировав в июле инфляцию на уровне 2,4% г/г, что отражает смягчение и корректировку совокупного спроса. Наблюдаемые в четвертом квартале 2023 года инфляционные тенденции, вызванные ростом спроса на аренду квартир и другие неэкспортные услуги, постепенно ослабли и почти полностью исчезли в первом полугодии 2024 года. Инфляционные тенденции в сфере услуг (например, ресторанов, гостиниц, культуры и досуга) также значительно смягчились из-за некоторого замедления внешнего спроса. В случае такого развития событий, согласно прогнозам рынка (в том числе МВФ), инфляция в РА в ближайшее время будет близка к целевому показателю или ниже его (таблица 3.В.1).

Инфляционное давление, вызванное внешним спросом, ослабло.

Рисунок 3.В.7. Инфляция в сфере гостиничных услуг



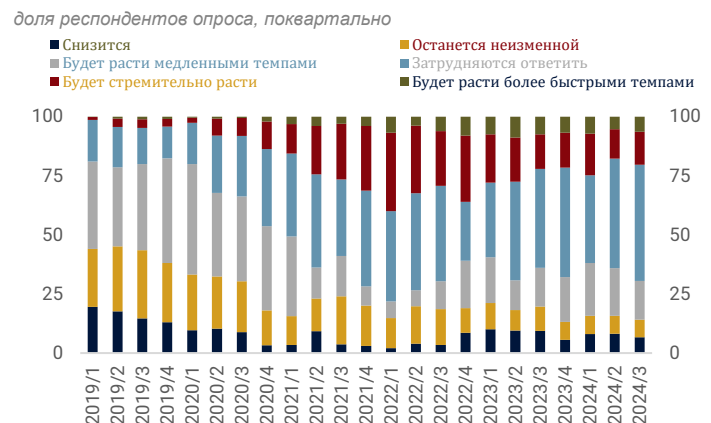
Источник: СК РА, ЦБ РА

Инфляционные ожидания

По результатам исследования инфляционных ожиданий населения, проведенного Центральным банком Армении, в третьем квартале 2024 года, по сравнению с предыдущим кварталом, больше домохозяйств ожидают относительно быстрого роста инфляции. Это в некоторой степени соответствует тому, что инфляция в экономике находится в области положительных значений, хотя все еще ниже целевого уровня. В то же время неопределенность в отношении инфляции продолжает оставаться высокой и возрастать, что, вероятно, отражает мнение общественности о том, что некоторые сырьевые товары остаются высокoinфляционными. Важно отметить, что общие тенденции исследования третьего квартала, несмотря на некоторое снижение инфляционных ожиданий по сравнению с предыдущим кварталом, позволяют предположить, что корректировка инфляционных ожиданий может происходить гораздо быстрее и создавать риски в контексте ускорения общей инфляции.

Большая часть респондентов склоняется к высокой инфляции, и сохраняется большая неопределенность.

Рисунок 3.В.8. Результаты опроса по инфляционным ожиданиям



Источник: ЦБ РА

Г. Текущая ситуация на финансовом рынке

Ожидания на финансовых рынках относительно процентной ставки

По результатам опросов, проведенных 6 сентября 2024 года, участники рынка (в том числе коммерческие банки, институциональные инвесторы, управляющие активами и другие) ожидают, что Центральный банк РА продолжит постепенное ослабление ключевой ставки в течение следующих восьми решений по процентной ставке. Основные риски и проблемы, лежащие в основе оценок респондентов, предоставляют важную информацию для формирования набора сценариев, представленных в настоящем отчете (раздел Е).

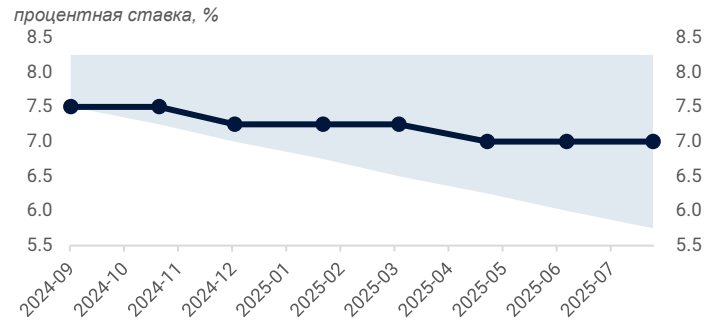
Ожидания по процентным ставкам, полученные на основе кривой доходности, показывают более высокий уровень процентных ставок в одногодичном горизонте, по сравнению с результатами опроса участников рынка, хотя ожидания по процентным ставкам, оцененные двумя методами, ближе друг к другу, чем в предыдущих кварталах. В целом долгосрочная часть кривой доходности существенно не изменилась после решения ДКП о ставках в июне 2024 года, что отражает неизменное восприятие участниками рынка долгосрочных инфляционных ожиданий или макроэкономических рисков, а также ожидаемое сближение процентных ставок к нейтральному уровню в долгосрочной части кривой (рис. 3.Г.3). В последние месяцы краткосрочная часть кривой скорректировалась вниз, соразмерно действиям Центрального банка.

Нейтральная процентная ставка

Несмотря на сохраняющуюся неопределенность, недавние решения Центрального банка о снижении ставки указывают на то, что вероятность нахождения политики в сдерживающей позиции значительно снизилась, а денежно-кредитная позиция близка к нейтральной. В последнее время, в условиях сохранения региональной неопределенности, незначительное увеличение премии за страновой риск РА (рис. 3.Г.6) может свидетельствовать о более высоком уровне нейтральной процентной ставки. В то же время сохранение глобальных процентных ставок на высоком уровне можно интерпретировать как более высокий уровень фундаментальных равновесных процентных ставок, что побуждает к пересмотру нейтральной ставки в развивающихся странах. С другой стороны, в последние годы рост экспортного потенциала РА и повышение реального эффективного обменного курса указывают на более низкий уровень фундаментальных процентных ставок во внутренней экономике, поскольку инвесторы также принимают во внимание динамику обменного курса во внутренней экономике при принятии инвестиционных решений.

Большинство участников рынка ожидают постепенного снижения ключевой ставки в течение следующего года.

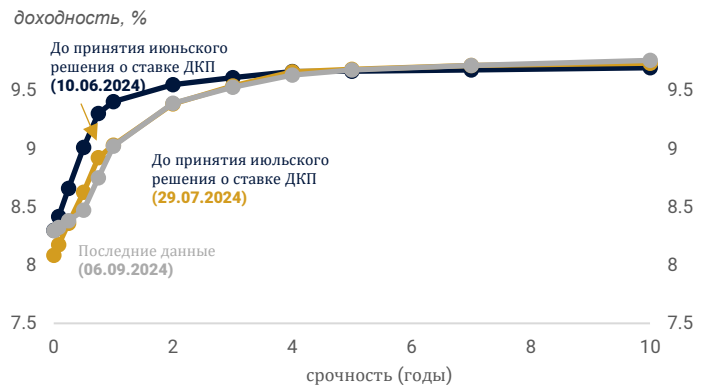
Рисунок 3.Г.1. Траектория процентной ставки согласно ожиданиям участников финансового рынка (по данным опросов ЦБ, 6 сентября 2024 г.)



Источник: ЦБ РА

Краткосрочная часть кривой доходности продолжала снижаться, в то время как долгосрочная часть оставалась стабильной.

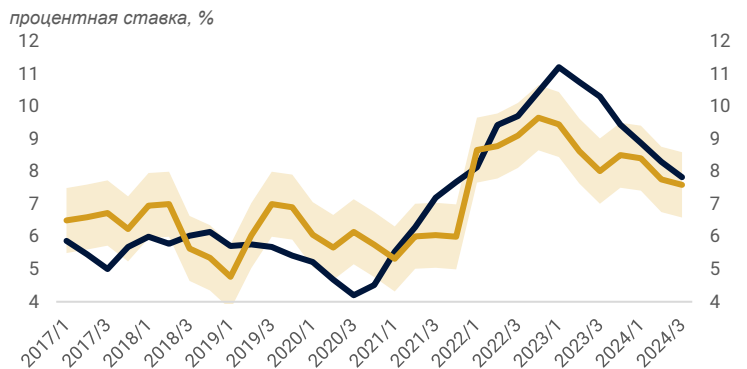
Рисунок 3.Г.2. Кривая доходности



Источник: ЦБ РА

Степень жесткости денежно-кредитных условий.

Рисунок 3.Г.3. Номинальная процентная ставка и фундаментальная нейтральная процентная ставка



Источник: ЦБ РА

*Во Врезке 2 Доклада о ДКП за 2 квартал обобщается диапазон мнений и неопределенностей в отношении нейтральных ставок во всем мире и, в частности, в США. См. www.cba.am.

Врезка 2. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Денежно-кредитная политика предполагает принятие решений об инструментах политики, тогда как трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (денежно-кредитная трансмиссия) фокусируется на том, как эти инструменты влияют на экономику. В рамках инфляционного таргетирования центральные банки последовательно корректируют учетную ставку, чтобы закрепить инфляцию и инфляционные ожидания. Основными каналами, через которые действует денежно-кредитная политика, являются процентная ставка, обменный курс и кредитный канал, как показано на рисунке В.2.1.

Рисунок В.2.1 Денежно-кредитная трансмиссия



Источник: Laxton, Galstyan and Avagyan, Book on "Prudent Risk Management Approach to Monetary Policy", Unofficial working Draft

Процентный канал является важным компонентом денежно-кредитной трансмиссии. Ожидания относительно учетной ставки существенно влияют на долгосрочные процентные ставки. Когда ЦБ устанавливает ставку рефинансирования, это влияет на краткосрочные межбанковские процентные ставки, которые, в свою очередь, влияют на ставки по краткосрочным депозитам и кредитам. Здесь очень важное значение имеют ожидания по ключевой ставке, поскольку они напрямую влияют на долгосрочные процентные ставки, тем самым влияя на решения домохозяйств и фирм.

Канал обменного курса особенно важен для небольших открытых экономик, таких как РА. Изменения процентных ставок влияют на доходность финансовых активов, в том числе на обменный курс. Более высокая ключевая ставка обычно делает облигации в местной валюте более привлекательными, что приводит к повышению курса национальной валюты. Это, в свою очередь, влияет на торговый баланс и инфляцию, изменяя импортные и экспортные цены, а также внешний спрос. Этот путь становится еще более важным в странах, где значительная часть товаров внутреннего потребления импортируется. В этом случае колебания обменного курса оказывают прямое влияние на инфляцию, поскольку изменения обменного курса быстро приводят к изменению цен на импортные товары. Это также подчеркивает чувствительность этих экономик к внешним потрясениям.

Инфляционные ожидания, которые также зависят от доверия к центральному банку, являются еще одним важным элементом трансмиссионного механизма. Когда инфляционные ожидания растут в ответ на экономические потрясения, они могут напрямую стимулировать инфляцию, поскольку предприятия корректируют цены, а потребители увеличивают расходы в ожидании более высоких цен в будущем. Закрепление инфляционных ожиданий населения облегчает задачу центрального банка по достижению цели стабильности цен.

Временные лаги в трансмиссионном механизме. Влияние денежно-кредитных инструментов на экономику может быть различным. Хотя некоторые считают, что трансмиссионный механизм работает с временными лагами, это не всегда так. Если центральный банк действует с устоявшейся и прозрачной системой политики, финансовый рынок может соответствующим образом скорректировать свои ожидания еще до того, как центральный банк предпримет какие-либо действия. Например, в 2022 году, когда ФРС заявила, что инфляция не является временной, процентные ставки на финансовых рынках в ответ на это сообщение значительно выросли, как показано на рисунке В.2.2. Этот пример ясно показывает, как коммуникация центрального банка может привести к немедленной корректировке финансового рынка, даже до изменения ключевой ставки. Временные лаги в трансмиссионном механизме обычно относятся к времени между изменениями рыночных процентных ставок и их влиянием на реальную экономику и инфляцию.

Когда финансовый рынок хорошо знаком с **концепцией, принципами, долгосрочными целями и приоритетами денежно-кредитной политики центрального банка**, он может быстро корректировать свои ожидания в ответ на опубликование экономических данных или важных новостей. Такая корректировка может произойти даже до того, как будет принято какое-либо официальное действие или объявление о предполагаемом действии. Такая реакция рынка подчеркивает силу устоявшейся и прозрачной структуры ДКП, в которой участники рынка могут точно прогнозировать действия центрального банка, тем самым повышая эффективность трансмиссионного механизма ДКП.

Понимание **временной структуры процентных ставок и взаимосвязи между краткосрочными и долгосрочными процентными ставками** имеет очень важное значение для оценки эффективности трансмиссионного механизма ДКП. Распространенным заблуждением является то, что если изменения ключевой ставки не оказывают существенного влияния на долгосрочные процентные ставки, например, по кредитам или депозитам, эффективность трансмиссионного механизма ДКП ставится под сомнение.

Продолжение на следующей странице

Такая интерпретация может вводить в заблуждение по следующим причинам. Ключевая ставка определяет цену краткосрочных денег и, следовательно, более непосредственно связана с краткосрочными процентными ставками, такими как проценты по краткосрочным облигациям или депозитам. Стоимость краткосрочной ликвидности оказывает ограниченное влияние на финансовый рынок с точки зрения формирования долгосрочных процентных ставок. Что важнее, так это ожидаемый путь будущей процентной ставки, равновесная процентная ставка (нейтральная ставка), долгосрочные инфляционные ожидания, премия за погашение и другие факторы. Представьте себе заслуживающий доверия центральный банк, который агрессивно реагирует на экономические потрясения путем проведения краткосрочных корректировок, которые обеспечивают долгосрочную стабильность. При хорошо закрепившихся инфляционных ожиданиях изменения краткосрочных процентных ставок могут вызвать небольшие изменения в долгосрочных процентных ставках. Это свидетельствует об эффективности ДКП, вопреки мнению, что отсутствие значительных изменений долгосрочных процентных ставок является показателем слабого трансмиссионного механизма. Например, в 1980-х годах ФРС резко подняла процентные ставки, чтобы бороться с двузначной инфляцией. В то время отсутствие доверия к ФРС и низкий уровень прозрачности ДКП привели к сохранению долгосрочных процентных ставок на высоком уровне из-за высокого уровня инфляционных ожиданий. Если бы рынки считали, что инфляция снизится в будущем, долгосрочные процентные ставки были бы ниже. Этот исторический контекст подчеркивает важность роли центрального банка в управлении инфляционными ожиданиями для обеспечения эффективности трансмиссионного механизма.

Факторы, определяющие долгосрочные процентные ставки, имеют решающее значение для оценки эффективности трансмиссионного механизма ДКП. Конкуренция среди коммерческих банков, инфляционные ожидания, спрос на финансовые услуги, оценка рисков клиентов, экономические перспективы и премия за страновой риск играют ключевую роль в процессе ценообразования финансовых услуг. Поэтому только действия центрального банка или ожидания будущих действий имеют ограниченное влияние на ставки по долгосрочным кредитам или депозитам. В Армении в периоды ужесточения или смягчения денежно-кредитной политики долгосрочные процентные ставки, такие как процентные ставки по депозитам и кредитам, обычно меняются в соответствии со ставками ДКП, как показано на рисунке В.2.4. Между тем, например, в постковидный период, на первый взгляд могло показаться, что эта связь несколько отклонилась или ослабла. Центральный банк начал снижать процентные ставки в начале 2020 года, а долгосрочные процентные ставки снизились лишь незначительно. Это свидетельствует не об ослаблении трансмиссионного механизма, а о резком росте неопределенности и в этих условиях о переоценке ожиданий относительно кредитоспособности частного сектора (повышение кредитного риска). В результате произошло некоторое снижение ставок по депозитам, но не по кредитам.

Еще одним фактором, который несколько искажает взаимосвязь между ставками ДКП и долгосрочными процентными ставками, особенно в текущий период денежно-кредитного стимулирования, является правительственная программа субсидирования процентных ставок по ипотечным кредитам. Эта политика возмещает полную сумму процентов по ипотеке из подоходного налога (конечно, с определенными ограничениями), если кредит используется для покупки нового дома. По сути, правительство возвращает заемщику подоходный налог в размере, равном процентным платежам по ипотечному кредиту, что делает заемщиков практически безразличными к процентным ставкам по этому виду кредита. С момента внедрения программы объем ипотечного кредитования значительно увеличился, особенно сейчас в связи с ожиданиями возможного завершения программы. Такой высокий спрос на долгосрочные средства способствует «временному лагу» связи между краткосрочными и долгосрочными процентными ставками, что еще больше усложняет работу трансмиссионного механизма ДКП в Армении.

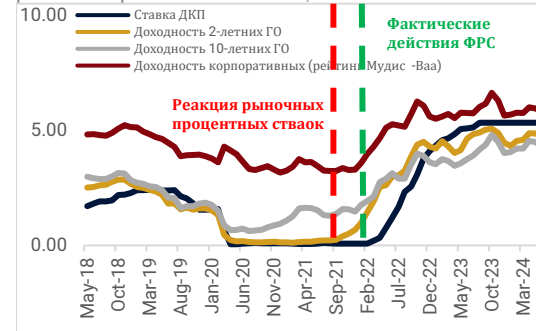
Трансмиссионный механизм в странах с формирующимся рынком. Развивающиеся страны часто сталкиваются с особыми проблемами в процессе эффективной реализации ДКП. Высокая волатильность финансовых рынков, зависимость от иностранного капитала и неразвитость финансовых систем могут подрывать эффективность и влияние действий ДКП. Структурные проблемы, такие как более слабая инфраструктура и меньшее доверие к политике, усложняют функционирование трансмиссионного механизма. В РА, несмотря на значительный прогресс ЦБ в совершенствовании своей денежно-кредитной политики, сохраняются проблемы, связанные с нестабильным положением в регионе.

Устойчивое снижение **долларизации** в последние годы примерно с 60 процентов до 30-40 процентов в условиях серьезных вызовов во многом отражает возросшее доверие к национальной валюте и ЦБ. Это снижение положительно повлияло на эффективность трансмиссионного механизма ДКП, особенно, способствуя поддержанию экономической стабильности через канал обменного курса. Однако долларизация остается проблемой, усложняя связь между деятельностью ДКП и более широкими экономическими результатами.

В результате, несмотря на множество проблем и неопределенностей, ЦБ успешно реализовал цель по обеспечению стабильности цен. С момента принятия стратегии инфляционного таргетирования в 2006 году средняя инфляция в РА составила около 4,0%, что соответствует установленному целевому показателю. Гибкий подход ЦБ сыграл решающую роль в управлении инфляцией и закреплении инфляционных ожиданий. Кроме того, укрепление доверия к финансовой системе имело важное значение для повышения общей эффективности ДКП.

В ответ на сообщение ФРС и экономические новости процентные ставки на финансовом рынке начали расти, опережая официальные действия ФРС.

Рисунок В.2.2. ФРС и рыночные проценты с разными сроками погашения, %



Высокий уровень долларизации в развивающихся странах может подрывать эффективность канала обменного курса.

Рисунок В.2.3. Долларизация кредитов и депозитов в РА, %



Долгосрочные процентные ставки, такие как проценты по кредитам или депозитам, имеют более сложную структуру и зависят не только от краткосрочных процентных ставок.

Рисунок В.2.4. Политика и банковские процентные ставки в РА, в базисных пунктах

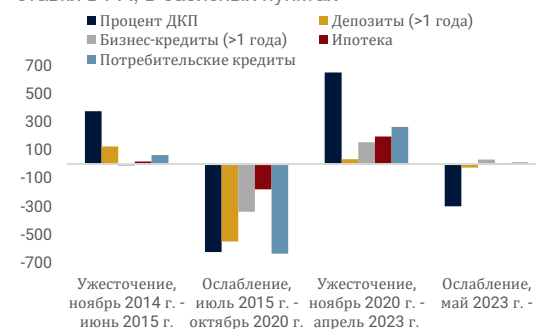
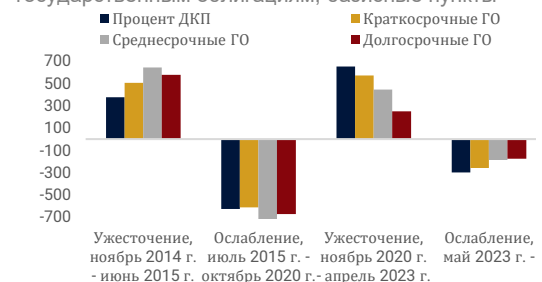


Рисунок В.2.5. Ставки ДКП и процентные ставки по государственным облигациям, базисные пункты



Источник: ЦБ РА

Условия кредитования

Опросы, проведенные Центральным банком РА, показывают, что индекс условий кредитования коммерческими банками находился в диапазоне чистой дюрации по всем видам кредитов, а процентные ставки продолжают оставаться на стабильном уровне, не показывая тенденции к снижению, что обусловлено также сохранением высокого спроса на кредиты.

Во втором квартале 2024 года продолжился рост привлеченных и предоставленных коммерческими банками средств, что отражает сохраняющуюся высокую экономическую активность в реальном секторе экономики. Кредиты домохозяйствам продолжали стабильно расти, отражая сильный, но уже ослабевающий спрос на недвижимость. Несмотря на сохраняющуюся неопределенность, бизнес-кредитование несколько восстановилось во втором квартале. Сохраняющаяся высокая экономическая активность, накопленные сбережения в частном секторе, а также снижение бремени обслуживания долга по отношению к доходам могут еще больше повысить доверие к частному сектору, способствуя дальнейшему ускорению кредитования в экономике и усилению инфляционного давления. С другой стороны, сохраняющаяся геополитическая неопределенность в регионе может снизить уверенность домохозяйств и бизнеса, сдерживая экономическую активность.

Номинальный обменный курс

С начала 2024 года драм оставался на относительно стабильном уровне по отношению к доллару США, евро и рублю (рис. 3.Г.5). Однако в последние недели произошло некоторое укрепление драма по отношению к рублю, в основном из-за некоторого ослабления рубля на фоне сильного внутреннего спроса и высоких инфляционных ожиданий в РФ. Относительно стабильный уровень драма отражает процессы, происходящие во внутренней экономике и внешнем мире, от которых эффекты как укрепления, так и ослабления в целом сбалансированы. В этих условиях основные риски и неопределенности связаны с устойчивостью роста экспорта и торговли, снижением объемов импорта потребительских товаров, а также более выраженным внешним спросом на отечественные услуги (который, несмотря на некоторое ослабление в последние месяцы, остается на высоком уровне), вызывая давления укрепления в экономике. Это давление может быть нейтрализовано дальнейшим увеличением премии за страновой риск в связи с усилением неопределенности в регионе, а также возможным повышением факторов внутреннего спроса (связанных с использованием ранее накопленных сбережений, возможным увеличением потребительских кредитов), способствующих увеличению объемов импорта.

Премия за страновой риск РА (рассчитываемая как разница между доходностью армянских еврооблигаций со сроком погашения в 2029 году и базовой безрисковой процентной ставкой с тем же сроком погашения) несколько выросла в третьем квартале после непрерывного снижения в течение предыдущих кварталов (рис. 3.Г.6). Рост в основном отражает региональную геополитическую неопределенность и не только связан с факторами, характерными для Армении. В то же время риск развивающихся рынков в целом продолжает снижаться из-за меньших опасений относительно потенциальных финансовых потоков между развивающимися и развитыми странами, поскольку недавние данные в США указывают на ослабление рынка труда, значительно снизив в США вероятность более длительного поддержания процентных ставок на высоком уровне.

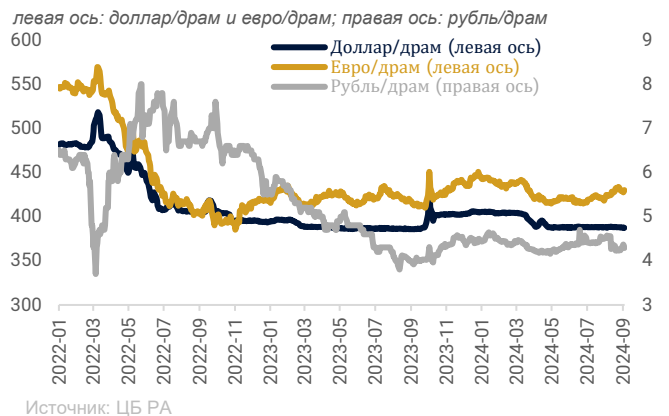
Спрос на потребительские кредиты продолжает оставаться на высоком уровне.

Рисунок 3.Г.4. Динамика кредитов, предоставленных коммерческими банками населению и юридическим лицам



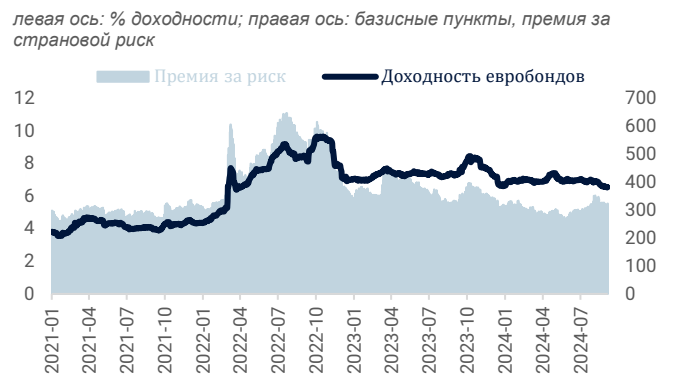
С середины 2022 года идет значительное укрепление драма.

Рисунок 3.Г.5. Номинальный курс к доллару, евро и рублю



Неопределенность в отношении перспектив геополитической напряженности в регионе несет в себе определенные риски с точки зрения волатильности финансовых рынков, в том числе за счет переоценки премии за страновой риск.

Рисунок 3.Г.6. Доходность еврооблигаций Армении со сроком погашения в 2029 году и оценка премии за страновой риск



Врезка 3. Руководство, основанное на сценариях и ориентированное на будущее. Роль рыночных ожиданий

Согласно FPAS Mark II, денежно-кредитная политика, основанная на разумном управлении рисками, предполагает другой подход к построению сценариев. Вместо того чтобы рассматривать ключевые или базовые прогнозы как центральную или лучшую информацию и консолидировать участников рынка вокруг уникального взгляда на развитие экономических условий, Центральный банк РА рассматривает ожидания рынка в отношении ключевой ставки как отправную точку для обсуждения денежно-кредитной политики. Ожидания рынка, скорее всего, содержат важную информацию о соответствующей реакции денежно-кредитной политики в контексте текущих и будущих экономических событий.

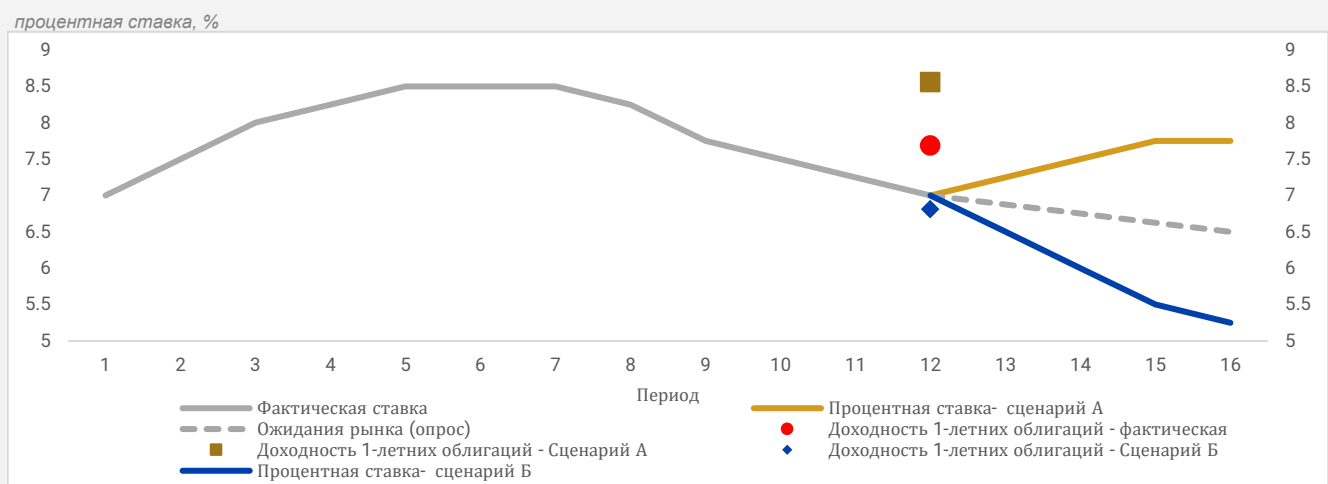
До разработки концептуальных подходов к гибкому таргетированию инфляции коммуникации о мерах денежно-кредитной политики были сосредоточены в первую очередь на прямых действиях, например, сообщениях об установлении краткосрочных процентных ставок. Однако большую часть общества интересуют долгосрочные, а не краткосрочные процентные ставки. Сравнительно больший интерес к долгосрочным процентным ставкам объясняется тем, что это срок, на который домохозяйства и предприятия обычно берут или предоставляют кредит. Двумя основными компонентами долгосрочных процентных ставок являются срок погашения и премия за риск, а также ожидаемая траектория процентной ставки. Из этих двух компонентов ожидаемая траектория ключевой ставки имеет сравнительно более важное значение. После принятия режима инфляционного таргетирования прозрачность коммуникации о позиции ЦБ РА, обосновании точки зрения стала необходимой предпосылкой для эффективности политики. Благодаря более четкой коммуникации финансовые рынки в периоды между принятия решений обрели гибкость для проведения переоценки. Более того, в дни принятия решений по ключевой ставке разработчики политики не только устанавливали текущий уровень ключевой ставки, но также сообщали важные подробности по вопросам, связанным с решением, включая информацию о том, как ключевая ставка может измениться при различных событиях, сценариях и предположениях.

В ведущих странах с развитыми финансовыми рынками (включая вторичные рынки облигаций) формирование рыночных ожиданий относительно ожидаемой траектории ключевой ставки является довольно простым процессом. В странах с менее развитыми финансовыми рынками (такими как РА), где рынки опционов (options markets) также отсутствуют, формирование рыночных ожиданий относительно ожидаемого курса процентной ставки является не таким простым процессом. Он требует сочетания различных подходов и проведения определенных оценок на основе имеющейся неполной информации.

Для оценки рыночных ожиданий относительно ключевой ставки использовались два подхода. Первый: чтобы получить определенное представление о временной структуре кривой доходности, в качестве отправной точки рассматривалась информация о краткосрочных облигациях (до одного года) на спотовых рынках и предположение о возможности полных и точных прогнозов на будущее (perfect foresight). Мы признаем, что информация со спотового рынка имеет определенные несовершенства и может представлять неполную (или неточную) картину ожиданий рынка относительно ожидаемой траектории ключевой ставки. Например, рынок облигаций испытывает высокую волатильность временной премии, рынок облигаций сталкивается с потрясениями ликвидности и многими другими шоками, что затрудняет построение целостных предположений о характере изменений цен (какая часть вызвана изменениями рыночных ожиданий, а какая - другими факторами). Учитывая вышеизложенное, параллельно с первым подходом Центральный банк с относительно высокой периодичностью также проводит опрос участников финансового рынка (коммерческих банков, институциональных инвесторов, управляющих фондами и т.д.) на предмет ожидаемой траектории ключевой ставки. Опросы участников финансовых рынков также не лишены ограничений и не всегда соответствуют реальным рыночным котировкам. Поэтому мы используем как фактическую информацию с рынка, так и результаты опросов, чтобы построить полную и обоснованную картину рыночных ожиданий относительно ожидаемой траектории процентной ставки, полностью осознавая все фундаментальные неопределенности и вероятность нескольких направлений интерпретации.

Руководство, основанное на сценариях и ориентированное на будущее. Для иллюстрации типовых сценариев применительно к рыночному ориентиру был рассмотрен упрощенный подход с использованием доходности облигаций со сроком погашения один год (рис. В.3.1). Линия, отмеченная серым цветом, представляет историческую динамику ставки рефинансирования Центрального банка. Доходность облигации со сроком погашения один год на дату принятия решения ДКП обозначена красной точкой. Она включает наиболее вероятную оценку участниками рынка средней процентной ставки на следующие 12 месяцев, а также премию за срок (term premium), связанную с инфляцией и неопределенностью процентной ставки в течение вышеуказанного временного горизонта. Типовые сценарии А и В по процентной ставке показаны золотым и синим цветом соответственно. На графике также золотыми и синими точками показана доходность однолетних облигаций в случае реализации сценариев типа А и Б соответственно. Средняя величина показателя, выведенного из результатов опроса участников финансового рынка, показана серым пунктиром.

Рисунок В.3.1: Гипотетический пример типовых сценариев и индикативный рыночный сценарий в рамках FPAS Mark II



Д. Множество сценариев

Цели и структура множества сценариев

Основной целью таблицы, обобщающей множества сценариев, является представление оценки различных возможных рисков и шоков, важных для экономики РА, а также описание возможного и вероятного воздействия вышеупомянутых рисков и потрясений (шоков) на инфляцию и экономическую среду. Она также может включать определенное описание адекватной реакции денежно-кредитной политики Центрального банка РА на различные риски и потрясения. Такая систематическая классификация важных рисков с точки зрения экономики РА, а также денежно-кредитной политики позволяет пользователю более эффективно понимать и знакомиться с широким спектром информации. Таблица множества сценариев составлена на основе мнений, идей и опасений Совета Центрального банка, команды экспертов по денежно-кредитной политике, а также финансовых рынков и общественности. Важно представить это многообразие сценариев в систематизированном виде, чтобы стимулировать формирование различных взглядов среди вышеупомянутых участников, а также облегчить процессы принятия решений в области денежно-кредитной политики и обеспечить эффективную коммуникацию. Множество сценариев представляет собой обобщение взглядов различных заинтересованных сторон экспертами команды по денежно-кредитной политике на важные риски для денежно-кредитной политики РА.

Таблица Д.1. Структура множества сценариев

Суждения о рисках, присущих сценариям типа А	Суждения о рисках, присущих сценариям типа Б
Расширение спроса Потрясения (шоки), которые могут привести к постепенному увеличению совокупного спроса по отношению к совокупному предложению, что, в свою очередь, может привести к росту внутренней инфляции. В условиях вышеуказанной ситуации для обеспечения стабильности цен в экономике и закрепления инфляционных ожиданий от денежно-кредитной политики может потребоваться реакция относительно быстрого повышения процентных ставок Осложнения: Низкий уровень доверия к Центральному банку. Выпуск + Инфляция +	Сдерживание спроса Потрясения (шоки), которые могут привести к снижению совокупного спроса по сравнению с совокупным предложением, что, в свою очередь, может привести к снижению внутренней инфляции. В условиях вышеуказанной ситуации для обеспечения стабильности цен в экономике и закрепления инфляционных ожиданий от денежно-кредитной политики может потребоваться реакция относительно быстрого снижения процентных ставок. Осложнения: Эффективная нижняя граница процентной ставки, низкая инфляционная или дефляционная среда. Выпуск - Инфляция -
Сдерживание предложения Стагфляционные потрясения (шоки), которые могут потребовать реакции более быстрого повышения процентной ставки с большим шагом, вызывая значительный краткосрочный компромисс между инфляцией, экономическим ростом или другими целями (например, безработицей). Осложнения: Проблемы с дополнительными сдерживающими мерами в условиях слабой экономики. Выпуск - Инфляция +	Расширение предложения Благоприятные потрясения (шоки) предложения, которые могут вернуть инфляцию к целевому уровню, приведут к более высокому экономическому росту и снижению процентных ставок. Осложнения: Возможны риски, если текущие экономические тенденции сохранятся и в будущем. Выпуск + Инфляция -

Во множество сценариев входят суждения о рисках, присущих сценариям типа А (расширение спроса или сдерживание предложения) и типа Б (сдерживание спроса или расширение предложения). Классификацию различных шоков можно провести на основе различных признаков и форм проявления. В основе приведенной выше классификации лежит разница между факторами спроса и предложения. Это особенно важно с точки зрения реализации политики, поскольку классификация дает возможность проанализировать информацию об источниках инфляционного давления, а также важных потенциальных рисках для экономики. После анализа и понимания природы и масштабов различных шоков, разработки политики продумывают соответствующие меры денежно-кредитной политики, которые могут смягчить отрицательные последствия неблагоприятных шоков и использовать преимущества позитивных шоков.

Множество сценариев. Третий квартал 2024 года

Таблица Д.2. Множество сценариев. Третий квартал 2024 года

Суждения о рисках, присущих сценариям типа А	Суждения о рисках, присущих сценариям типа Б
Расширение спроса - Недавние события в США значительно увеличили вероятность постепенного снижения процентных ставок со стороны ФРС, но все еще существует неопределенность относительно долгосрочной нейтральной процентной ставки и возможного возвращения инфляции к целевому уровню. Риски того, что долгосрочные процентные ставки в США вернутся к доковидному уровню после нормализации денежно-кредитных условий, достаточно низкие, что с точки зрения нейтральной процентной ставки РА содержит риски ее сохранения на особенно высоком уровне. - В поствыборный период в США существует неопределенность из-за возможного увеличения бюджетных стимулов, а также потенциального повышения тарифов между США и основными торговыми партнерами, что создаст дополнительное инфляционное давление на международных товарных рынках. - В условиях недавней эскалации российско-украинского конфликта и продолжающегося ужесточения ограничений, применяемых в отношении РФ, наблюдается новый поток иностранных гостей из РФ в Республику Армения, а также в условиях новой возможной волны внешнего спроса на продукцию и услуги РА, в экономике РА сформируется дополнительный спрос и инфляционное давление, хотя и более слабое, чем в предыдущий период. - Высокие темпы экономического роста, зафиксированные в отечественной экономике, возможно, отражают более высокий уровень производительности, предельную стоимость капитала и нейтральную процентную ставку, и в этом случае существуют риски с точки зрения дальнейшего ускорения спроса и усиления инфляционного давления. - В отличие от значительного сокращения премии за страновой риск, наблюдаемого в других развивающихся странах, премия за страновой риск в Армении с начала года сохраняется на относительно стабильно низком уровне, демонстрируя тенденцию к увеличению в последние недели. Это является отражением особенностей РА и региона, включая неопределенность в отношении напряженности на границе, региональных геополитических событий и других факторов. В этих условиях возможная переоценка премии за страновой риск в сторону повышения создает риски смещения нейтральной процентной ставки в сторону более высоких значений, что при прочих равных условиях по отношению к более стимулирующей позиции ДКП несет в себе преимущественно инфляционные риски. - Неопределенности в отношении налогового-бюджетной политики обусловлены рисками недостижения налоговых поступлений по сравнению с запланированными и необходимостью увеличения текущих расходов для реализации программ социальной помощи. С одной стороны, это будет способствовать формированию более стимулирующей бюджетной позиции, с другой – будет содержать риски в части возможного увеличения государственного долга. <i>Продолжение на следующей странице</i>	Сдерживание спроса - В мировой экономике, особенно в ЕС и Китае, сохраняется обеспокоенность по поводу перспектив слабого экономического роста, которая может подготовить почву для сценариев более глубокой экономической рецессии. - Хотя экономический рост в России сохраняется на высоком уровне, новые санкции Запада вызывают определенные опасения относительно стабильности экономического роста. В этой ситуации, на фоне возможного резкого замедления экономической активности и вытекающих из этого негативных последствий, возникнут проблемы в плане дальнейшего снижения денежных переводов РА и спроса РФ на товары и услуги РА. - Сохранение перегретого состояния на рынке недвижимости несет в себе риски дальнейшего замедления строительного сектора и снижения цен на недвижимость, что передаст дополнительный сдерживающий эффект смежным отраслям экономики, создавая риски снижения совокупного спроса и дефляционных эффектов в экономике. - Определенный рост уровня безработицы, замедление роста заработной платы в частном секторе, а также неинклюзивный экономический рост, выражающийся в высокой степени концентрации доходов в некоторых секторах экономики, в условиях низкой инфляции содержат неопределенности в отношении условий внутреннего спроса и создают риски негативного спроса с продолжающимися дефляционными эффектами в среднесрочной перспективе. - Поддержание инфляции ниже целевого уровня в течение длительного периода времени, вероятно, приведет к корректировке инфляционных ожиданий в сторону понижения, продлению ее поддержания и сдержанному потребительскому поведению. - Риски дополнительного сдерживания спроса со стороны денежно-кредитной политики: - В перспективе с точки зрения улучшения соотношения налогов к ВВП и финансирования дефицита бюджета возможно ужесточение налогового администрирования, дополнительное ограничение спроса в результате законодательных изменений и других мер. - Относительное увеличение доли капитальных затрат в структуре государственных расходов может привести к более сдерживающему воздействию бюджетной политики на совокупный спрос. <i>Продолжение на следующей странице</i>

Суждения о рисках, присущих сценариям типа А (продолжение)	Суждения о рисках, присущих сценариям типа Б (продолжение)
Расширение спроса (продолжение) – Сценарии формирования и длительного поддержания избыточного спроса в отечественной экономике: – Поддержание экономического роста выше потенциального уровня означает, что в РА сохраняются условия избыточного спроса. – Накопленные сбережения в частном секторе, продолжающийся высокий рост потребительских кредитов, а также увеличение доходов, полученных в результате позитивных изменений в экспорте, будут способствовать ускорению роста частного потребления и усилению вызванного этим инфляционного давления. – Сохраняются высокие инфляционные ожидания.	Сдерживание спроса (продолжение) Неопределенность относительно более низкой нейтральной процентной ставки во внутренней экономике и сравнительно жестких денежно-кредитных и финансовых условий, включая повышение реального обменного курса может оказать сдерживающее воздействие на инвестиции, приток рабочей силы, внешний спрос на товары и услуги в РА, а также на среднесрочную перспективу экспортного сектора экономики, что приведет к более длительному сохранению сдержанного спроса и низкой инфляции.
Сдерживание предложения – Дальнейшая эскалация кризиса на Ближнем Востоке и в Красном море усугубит нарушение глобальных цепочек поставок (включая добычу и перевозки нефти), что может привести к более высокой инфляции. Это может, с одной стороны, сдерживать центральные банки ведущих стран от смягчения монетарных условий в ближайшем будущем, а с другой стороны, создать дополнительную инфляционную среду в отношении импортируемых товаров. – Экономический рост РА за счет достаточно больших объемов внешней торговли, а также потоков капитала способствует сохранению относительной стабильности драма. В результате продолжающихся и более целенаправленных санкций против России и третьих стран, а также в случае резкого замедления темпов роста возможны инфляционные риски, связанные со значительным сокращением финансовых потоков и усилением волатильности на финансовых рынках. – Риски возможного оттока иностранной рабочей силы, интегрированной в рынок труда РА в некоторых отраслях экономики, могут вызвать ужесточение конъюнктуры рынка труда, что является источником новой инфляционной волны, исходящей с рынка труда для экономики.	Расширение предложения – Увеличение предложения рабочей силы в РА будет способствовать восстановлению баланса рынка труда, формированию избыточного предложения, а также снижению заработной платы, существенно ослабляя инфляционное давление, что будет способствовать: – Резкое снижение сезонной миграции из РА в РФ, в связи с сокращением разрыва в заработной плате в РА и РФ, а также введение некоторых инструментов налогообложения может способствовать тому, что сезонные работники будут интегрироваться в рынок труда РА. – Резкое ускорение роста средней заработной платы в РА в предыдущие годы, снижение роли денежных переводов, а также благоприятная структура экономического роста с точки зрения привлечения всех видов квалифицированной рабочей силы также могут способствовать быстрой интеграции на рынке труда РА экономически неактивного населения РА, ослабляя инфляционное давление. – Дефляционные эффекты по части сезонных продуктов питания сохраняются за счет увеличения совокупного выпуска в результате увеличения тепличных хозяйств, что может сочетаться с возможными трудностями при экспорте сельскохозяйственной продукции. Этот сценарий может иметь еще больший дефляционный эффект в экономике и усложнить проблему управления инфляцией и инфляционными ожиданиями.

Врезка 4. Ориентировочный рыночный сценарий

В рамках системы прогнозирования и анализа денежно-кредитной политики Центрального банка РА (FPAS Mark II) Центральный банк не представляет свои макроэкономические прогнозы в виде единого основного или базового прогноза. Вместо этого, на основе информации, полученной в результате ежеквартальных опросов участников финансового рынка (включая коммерческие банки, управляющих инвестиционными фондами, институциональных инвесторов и т. д.), Центральный банк строит макро-согласованный (macro consistent) ориентировочный рыночный сценарий. В этом смысле ориентировочный рыночный сценарий может служить той же цели, что и основной или базовый прогноз, поскольку представляет собой “наиболее вероятную оценку” будущего рынка, основанную на информации, доступной в данный момент участникам рынка. Использование ориентировочного рыночного сценария позволяет Центральному банку сосредоточиться на неопределенностях, рисках и сценариях, которые могут содержать риски для денежно-кредитной политики и стабильности цен, наряду с “наиболее вероятными” рыночными ожиданиями, обеспечивая при этом эффективную передачу фактической логики принятия решений по денежно-кредитной политике в рамках подхода к управлению рисками. Центральный банк представляет ориентировочный рыночный сценарий вместе с несколькими типовыми сценариями развития.

Примечание: Макроэкономические исследования Центрального банка Республики Армения проводятся Центральным банком Республики Армения ежеквартально. Для построения ориентировочного сценария рынка каждый из участников исследования должен представить макро-согласованный сценарий, включающий описание качественных факторов, лежащих в основе сценария, и соответствующих рисков типа А и В, а также количественные прогнозы инфляции, экономического роста, процентной ставки Центрального банка Армении и номинального обменного курса драма к доллару на следующие 12 кварталов. Опросы за третий квартал 2024 года проводились в период с июля по август. В опросе приняли участие 18 коммерческих банков, 35 кредитных организаций, 19 инвестиционных компаний и 1 управляющий фондом.

Рисунок В.4.1. Инфляция

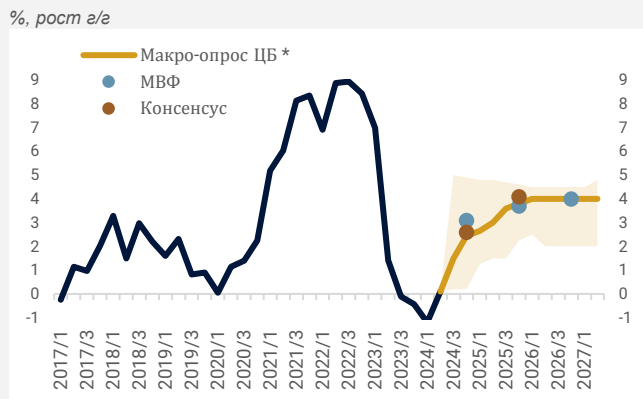


Рисунок В.4.3. Рост реального ВВП



Рисунок В.4.2. Ставка рефинансирования ЦБ

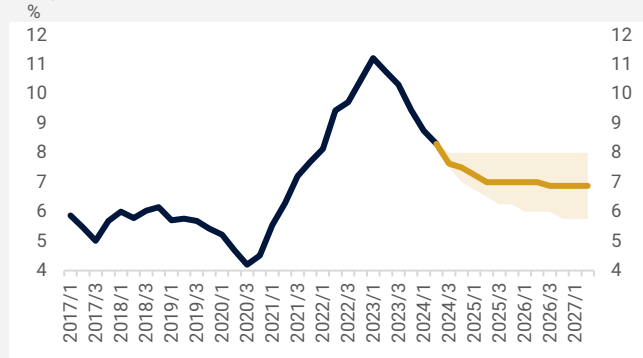
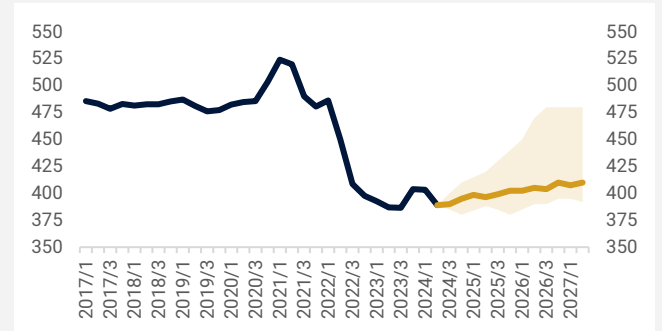


Рисунок В.4.4. Номинальная процентная ставка
AMD/USD



* Результаты макроопроса Центрального банка Армении представлены как среднее значение ответов опроса (линия) и диапазон между минимальным и максимальным ответами (заштрихованное изображение).

Таблица 3.В.1. Прогнозы экономического роста и инфляции в РА

Источник	МВФ	Макроопрос ЦБ РА	Консенсус
Дата	Апр-24	3-й квартал 2024г.	Сен-24
Рост ВВП (годовой, %)			
2023 (факт.)		8.3	
2024	6.0	6.6	6.0
2025	5.2	5.9	5.0
2026	4.5	5.5	4.5
Инфляция (годовая, %)			
2023 (факт.)		-0.6	
2024	3.1	2.5	0.3
2025	3.7	3.8	3.8
2026	4.0	4.0	4.1

Источник: МВФ, ВБ, Национальное бюро развития, макроэкономический опрос ЦБ.

Е. Перспективы денежно-кредитной политики

Сценарий типа А: ключевая ставка выше рыночных ожиданий.

Сохранение неопределенности в отношении премии за страновой риск РА и возможная переоценка в сторону повышения

Премия за страновой риск РА в настоящее время находится на исторически низком уровне, в основном следуя тенденциям развивающихся стран. Однако существует значительная неопределенность в отношении премии за страновой риск РА, что и послужило основной причиной обсуждения сценария типа А. В частности, сохранение региональной напряженности, неопределенность, связанная с геополитическими событиями, а также возможное ослабление основ экономики РА несколько отделили РА от общих тенденций развивающихся стран. В этом контексте не исключено, что премия за страновой риск РА быстро адаптируется к долгосрочному стабильному уровню, что будет свидетельствовать о более высоком уровне нейтральной процентной ставки. В этом сценарии ЦБ должен принять во внимание возможное увеличение факторов риска и нейтральную процентную ставку в экономике и соответствующим образом скорректировать позицию ДКП. В результате, более жесткая денежно-кредитная политика, чем ожидания рынка, со стороны Центрального банка необходима, чтобы избежать возможного увеличения волатильности на финансовых рынках и возможного изменения направления денежно-кредитной политики.

Циклы денежно-кредитной политики и долгосрочные процентные ставки в развитых странах обычно влияют на доходность облигаций и премии за риск в развивающихся странах. Например, когда рынки ожидают будущего ужесточения денежно-кредитной политики в США и долгосрочные процентные ставки повышаются, страновой риск развивающихся стран обычно увеличивается в этот период, поскольку рост долгосрочных процентных ставок в основном сопровождается укреплением доллара по отношению к другим валютам, создавая проблемы для развивающихся стран с точки зрения обслуживания внешнего долга. В последнее время, на фоне смягчения общей инфляционной ситуации в США и растущей обеспокоенности по поводу мандата на полную занятость, риски того, что ФРС будет удерживать процентные ставки на высоком уровне в течение длительного времени, значительно снизились. В результате ожидания относительно будущих процентных ставок и долгосрочных процентных ставок в США значительно упали. В контексте этих событий развивающиеся страны стали более привлекательными с точки зрения финансовых потоков. С другой стороны, новые прогнозы Конгресса США по госдолгу создают определенные опасения с точки зрения фискальной политики и стабильности госдолга, что стало дополнительным стимулом для относительной инвестиционной привлекательности развивающихся стран, способствуя снижению премий за риск в этих странах и удержанию их на уровне ниже долгосрочного устойчивого уровня.

Динамика премий за страновой риск РА в целом была весьма близка к тенденциям развивающихся стран и в настоящее время остается на исторически низком уровне. Однако ряд экзогенных факторов (таких как продолжающаяся региональная напряженность, неопределенность, связанная с геополитическими событиями в регионе, значительная подверженность Армении этим потенциальным изменениям, неопределенные перспективы российской экономики, учитывая прочные экономические связи Армении с Россией) и специфических для страны факторов (включая структуру экономического роста в Армении, неопределенные перспективы роста (см. Врезку 2) и риск более высокого государственного дефицита в среднесрочной перспективе (см. Раздел 3.Б)) - недавно вызвали некоторое отклонение Армении от общих тенденций развивающихся стран и способствовали небольшому росту премии за риск страны в последние недели.

В результате сохранения вышеперечисленных региональных и специфических для РА факторов, возможно, что положительные эффекты внешнего мира, возникающие на фоне снижения ожиданий относительно будущих процентных ставок в США, перестанут влиять на РА, и существует вероятность дальнейшего отделения РА от этих общих позитивных тенденций развивающихся стран. Этот сценарий предполагает корректировку премии за страновой риск РА с текущего низкого уровня до более устойчивых долгосрочных значений (например, по расчетам Дамодарана, премия за страновой риск РА оценивается примерно в 440 базисных пунктов, а оценка ЦБ РА, вытекающая из фундаментальных

показателей экономики, составляет около 450 базисных пунктов). Если процентные ставки во внутренней экономике не будут следовать рыночной переоценке общих факторов риска РА, взвешенные по риску процентные ставки в РА вероятно снизятся (при прочих равных условиях) по сравнению с внешними процентными ставками, что может способствовать формированию возможности для арбитража между РА и другими странами, вызывая более глубокие финансовые оттоки. Такой сценарий предполагает более жесткую траекторию процентной ставки ЦБ по сравнению с ожиданиями рынка, чтобы учесть возможное увеличение премии за страновой риск РА и избежать возможного увеличения волатильности на финансовых рынках. В зависимости от того, насколько быстро будет происходить корректировка премии за риск РА и насколько закрепленными будут инфляционные ожидания, сценарий может также показать усиление волатильности на финансовых рынках и открепление инфляционных ожиданий. Хотя это не является основным компонентом сценария, в случае таких событий Центральный банк будет соответствующим образом корректировать курс политики для достижения цели стабильности цен.

Рисунок 3.Е.1. Оценки премии за риск РА и долгосрочного устойчивого уровня



Источник: Блумберг, расчеты ЦБ РА, Дамодаран

Рисунок 3.Е.2. Доходности 10-летних казначейских облигаций США и ЕМВ



Источник: FRED, Блумберг

Сценарий типа Б: ключевая ставка ниже рыночных ожиданий

Ослабление конъюнктуры рынка труда и развитие негативной конъюнктуры спроса в отечественной экономике

Результаты опросов домохозяйств, проводимых в течение 2024 года, и замедление роста заработной платы свидетельствуют об определенном ухудшении условий рынка труда РА. Рост уровня безработицы в первом квартале (рис. 3.В.1) произошел не за счет значительного увеличения предложения рабочей силы, а за счет сокращения численности занятых (рис. 3.В.2), что может послужить сигналом о формировании среды слабого внутреннего спроса. В то же время в последние месяцы наблюдается значительное замедление роста заработной платы в частном секторе. Примечательно, что, за исключением финансового сектора и сектора недвижимости, рост заработной платы незначительный (рис. 3.Е.1).

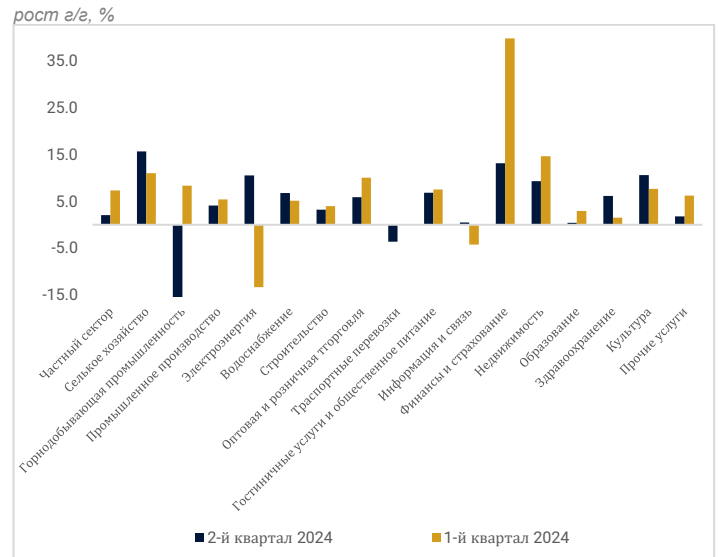
Обычно рынок труда реагирует на экономические события с определенным временным лагом (особенно если речь идет об ослаблении условий спроса), поскольку существуют номинальных и реальных жесткостей. Сводные данные о рынке труда, полученные в результате опросов домохозяйств, публикуются довольно поздно, что затрудняет получение оперативных оценок рынка труда. Поэтому существует большая неопределенность относительно условий на рынке труда в реальном времени. С другой стороны, показатель занятости, рассчитанный на основе информационных баз КГД, который растет достаточно высокими темпами, относится только к формальной занятости и не отражает динамику всей экономики. Более того, рост показателя может отражать структурные движения рабочей силы в экономике от неформальной занятости (например, в сельском хозяйстве) к формальной занятости. Формальная занятость также может влиять на среднюю заработную плату, что затрудняет отделение влияния структурных изменений на заработную плату в частном секторе от эффектов, обусловленных спросом, производительностью, инфляцией и инфляционными ожиданиями в экономике.

Не исключая альтернативные трактовки рынка труда и принимая во внимание большую неопределенность в других секторах экономики и трудности в оценке условий совокупного спроса (концентрация экономического роста в отдельных секторах, существенные пересмотры прогнозов экономического роста и т. д.), а также учитывая сценарные обсуждения, сценарий типа Б основан на предположении, что рынок труда уже демонстрирует постепенное ослабление общего спроса в экономике, которое скрывается под показателями высокого, но не инклюзивного экономического роста. В этом случае дальнейший рост безработицы и низкие заработные платы в условиях низкой инфляции содержат значительную неопределенность относительно внутреннего спроса и рисков, связанных с негативной средой спроса, с продолжающимися дефляционными эффектами в среднесрочной перспективе.

В результате сценарий типа В основан на предположении, что устойчивая слабая инфляционная среда во внутренней экономике (рис. 3.В.5) на самом деле отражает сдержанный спрос, а дальнейшее ослабление рынка труда может усилить дефляционное давление в экономике. В этом сценарии начальные условия экономики указывают на наличие отрицательного разрыва ВВП. Устойчивый сдержанный спрос в течение прогнозируемого горизонта окажет ограниченное влияние на дальнейшую корректировку цен в сторону понижения из-за жесткости заработной платы и цен. Долгосрочное сохранение инфляции ниже целевого уровня может привести к корректировке инфляционных ожиданий в сторону понижения, удерживанию их на низком уровне и дальнейшему углублению сдержанного потребительского поведения в среднесрочной перспективе. Снижение инфляционных ожиданий, при прочих равных условиях, приведет также к росту реальных процентных ставок, что станет дополнительным стимулом для формирования сберегательного поведения.

В такой ситуации, руководствуясь стремлением достичь цели стабильности цен с наименьшими затратами для общества, Центральный банк должен пойти по пути более резкого и быстрого снижения ключевой ставки по сравнению с ожиданиями рынка, чтобы стимулировать спрос и приблизить инфляцию к целевому уровню в среднесрочной перспективе.

Рисунок 3.Е.3. Темпы роста зарплат в частном секторе



Источник: СК РА, расчеты ЦБ РА

Обобщение макроэкономических прогнозов для сценариев типа А и типа Б

Рисунок 3.Е.4. Траектория экзогенной ключевой ставки, %

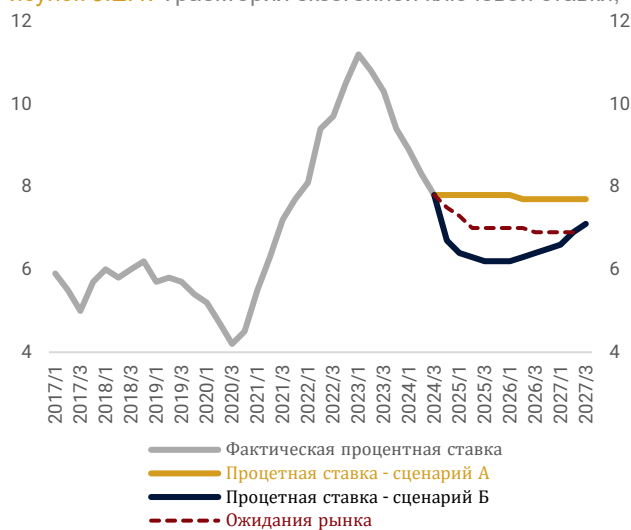


Рисунок 3.Е.7. Индекс жестких цен на неэкспортируемые товары, г/г, %

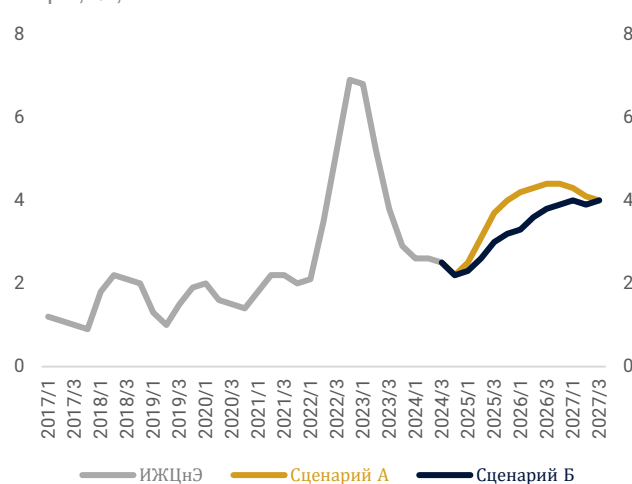


Рисунок 3.Е.5. Рост реального ВВП, г/г, %

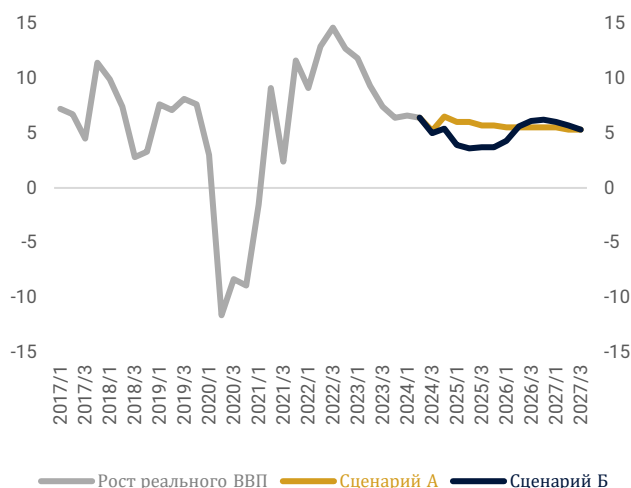


Рисунок 3.Е.8. Разрыв ВВП, %

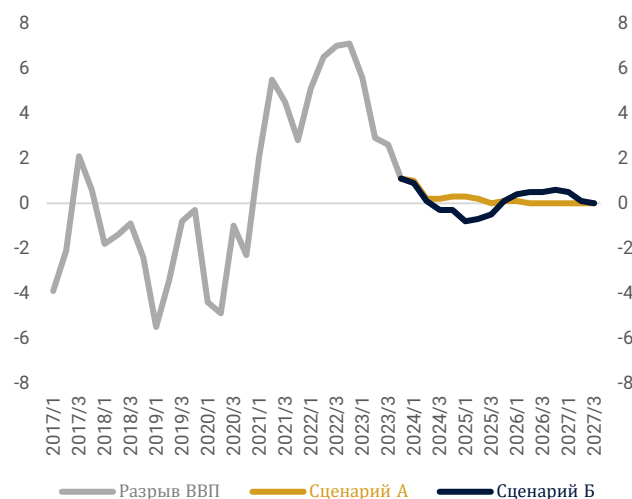


Рисунок 3.Е.6. Инфляция г/г, %

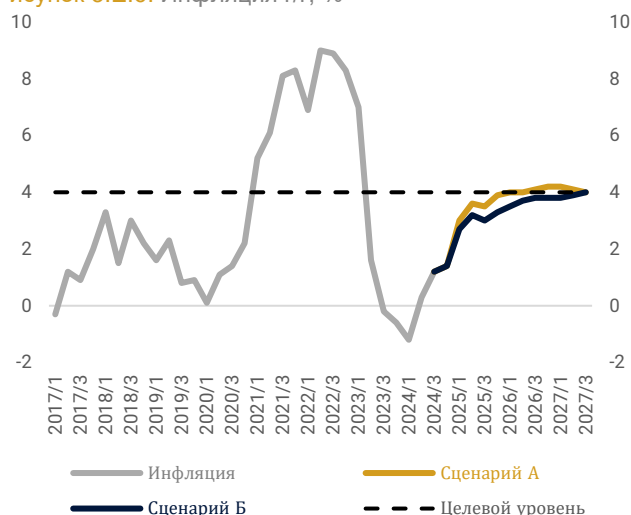


Рисунок 3.Е.9. Реальная процентная ставка, %



Рисунок 3.Е.10. Номинальный эффективный обменный курс, индекс

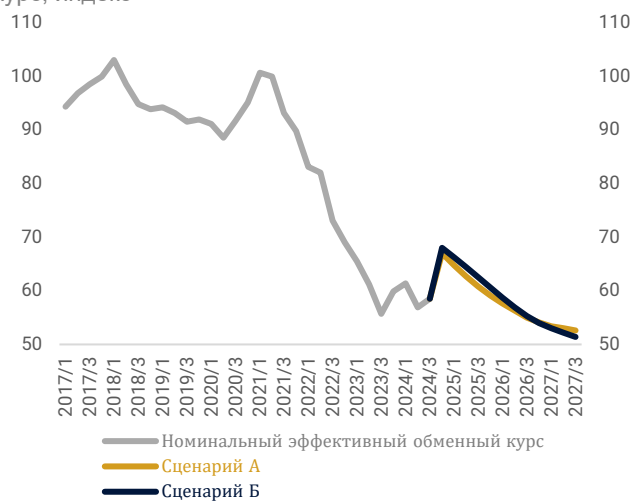


Рисунок 3.Е.12. Модельная оценка инфляционных ожиданий (через 12 месяцев), г/г, %

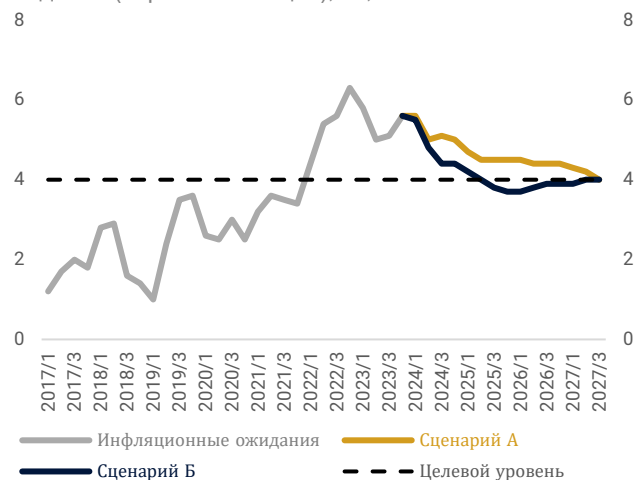


Рисунок 3.Е.11. Реальный эффективный обменный курс, индекс

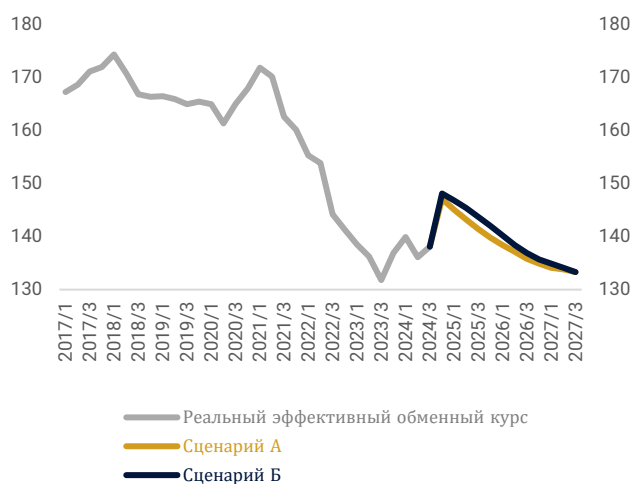


Таблица 3.Е.1. Макроэкономическое обобщение сценариев типа А и типа Б
Фактические и прогнозные данные по сценариям типа А и типа Б

		2022	2023	2024		2025		2026		2027	
		Факт.	Факт.	Сценарий А	Сценарий Б	Сценарий А	Сценарий Б	Сценарий А	Сценарий Б	Сценарий А	Сценарий Б
Внешний сектор											
Экономический рост США	%, реальн. рост	2	2.6	2.8	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5	2.7	2.7
Экономический рост еврозоны	%, реальн. рост	3.2	0.4	0.7	0.7	0.4	0.4	1.2	1.2	1.3	1.3
Экономический рост РФ	%, реальн. рост	-2	3	4.1	4.1	1.7	1.7	1.4	1.4	0.9	0.9
Инфляция в США	среднее, %	7.7	4	3.0	3.0	2.7	2.7	2.3	2.3	2.0	2.0
Инфляция в еврозоне	среднее, %	8	5.4	2.6	2.6	2.4	2.4	2.1	2.1	1.9	1.9
Инфляция в России	среднее, %	12.9	5.5	7.9	7.9	7.3	7.3	4.5	4.5	3.9	3.9
Цена на нефть	доллар/баррель	99.5	82.6	84.6	84.6	85.6	85.6	86.5	86.5	87.8	87.8
Цена на медь	доллар/тонна	8956	8472.1	9396.7	9396.7	10115.1	10115.1	10345.5	10345.5	10546.3	10546.3
Индекс ФАО	индекс	143.5	124.1	120.5	120.5	127.0	127.0	130.1	130.1	132.5	132.5
Внутренняя экономика											
Цены											
Инфляция	г/г, конец периода, %	8.3	-0.6	2.1	2.0	4.0	3.2	4.2	3.8	4.0	4.0
ИПЦ	г/г, среднее, %	8.3	2	0.3	0.4	3.0	3.3	3.7	3.8	4.0	4.0
Неэкспортные жесткие цены	г/г, среднее, %	4.5	4.8	2.5	2.5	3.3	2.8	4.3	3.7	4.0	4.0
Совокупный доход											
ВВП	млрд драмов	8501.5	9453.2	10182.2	10120.5	11193.1	10874.9	12269.4	11932.0	13373.7	13125.2
ВВП	%, реальн. рост	12.6	8.3	6.5	5.8	5.9	3.7	5.5	5.5	5.4	5.5
Предложение											
Промышленность	%, реальн. рост	6.9	-2.2	4.7	4.5	5.6	3.5	4.9	5.1	4.9	4.9
Сельское хозяйство	%, реальн. рост	-2.8	2.9	3.7	3.7	3.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Строительство	%, реальн. рост	18.6	16.0	14.5	13.7	9.0	7.7	8.0	8.0	8.0	8.0
Услуги	%, реальн. рост	18.4	11.5	6.7	6.5	6.2	3.5	5.5	5.0	5.5	5.5
Чистые налоги	%, реальн. рост	8.1	11.0	1.1	0.6	6.3	3.5	5.5	5.5	5.2	5.2

Продолжение на следующей странице

Фактические и прогнозные данные по сценариям типа А и типа Б (продолжение)

		2022	2023	2024		2025		2026		2027	
		Факт.	Факт.	Сценарий А	Сценарий Б	Сценарий А	Сценарий Б	Сценарий А	Сценарий Б	Сценарий А	Сценарий Б
Спрос											
Потребление	% , реальн. рост	4.3	9.0	5.7	5.6	6.1	2.4	5.3	5.3	5.2	5.2
Государственное потребление	% , реальн. рост	-2.2	28.3	-5.7	-5.7	8.6	5.6	5.0	5.0	5.0	5.0
Частное потребление	% , реальн. рост	5.6	5.6	7.9	7.2	5.8	2.0	5.3	4.8	5.3	5.3
Валовое накопление основных средств*	% , реальн. рост	14.0	10.1	9.1	9.1	1.6	-1.2	5.0	5.0	5.1	5.1
Государственные инвестиции**	% , реальн. рост	89.0	27.0	27.8	27.8	-8.7	-8.7	3.5	3.5	3.5	3.5
Среднее валовое накопление частных предприятий	% , реальн. рост	-1.1	3.6	5.9	5.9	6.1	2.1	5.8	5.0	5.8	5.8
Экспорт товаров и услуг	% , реальн. рост	59.9	30.7	24.2	26.2	-31.5	-29.5	3.2	4.0	3.5	3.5
Импорт товаров и услуг	% , реальн. рост	35.0	30.2	24.0	23.0	-28.4	-30.4	3.7	3.0	5.7	5.7
Текущий счет											
Торговый баланс	млн долларов США	-1859.2	-2340.6	-2393.4	-2263.4	-2776.0	-2336.0	-2873.5	-2405.9	-2972.1	-2475.1
Баланс услуг	млн долларов США	1711	2167.9	1695.5	1695.5	1726.4	1886.4	1708.4	1704.3	1686.4	1492.8
Денежные переводы	млн долларов США	1538.3	988.5	681.4	681.4	715.5	715.5	733.9	733.9	753.3	753.3
Текущий счет	млн долларов США	151	-476.7	-1026.3	-896.3	-1100.0	-500.0	-1197.2	-733.7	-1298.4	-995.1
Торговый баланс	доля в ВВП, %	-0.8	-0.7	-2.7	-2.2	-3.8	-2.0	-3.9	-2.9	-4.0	-3.8
Баланс услуг	доля в ВВП, %	8.7	8.8	6.5	6.7	6.3	8.4	5.8	7.2	5.3	5.8
Денежные переводы	доля в ВВП, %	7.9	4	2.6	2.7	2.6	3.2	2.5	3.1	2.4	2.9
Текущий счет	доля в ВВП, %	0.8	-1.9	-3.9	-3.5	-4.0	-2.2	-4.1	-3.1	-4.1	-3.9
Государственный сектор***											
Доходы и гранты	млрд драмов	2046	2358.6	2634.7	2634.7	2897.6	2897.6	3258.2	3258.2	3614.1	3614.1
Налоговые доходы	млрд драмов	1926	2221.9	2496.9	2496.9	2812.3	2812.3	3182.0	3182.0	3541.2	3541.2
Расходы	млрд драмов	2243.5	2550.2	3117.6	3117.6	3513.4	3513.4	3812.1	3812.1	4086.8	4086.8
Дефицит	млрд драмов	-197.5	-191.6	-482.9	-482.9	-615.8	-615.8	-553.9	-553.9	-472.7	-472.7
Доходы и гранты	доля в ВВП, %	24.1	24.8	25.9	25.7	25.9	26.6	26.6	27.3	27.0	27.5
Налоговые доходы	доля в ВВП, %	22.7	23.4	24.5	24.3	25.1	25.9	25.9	26.7	26.5	27.0
Расходы	доля в ВВП, %	26.4	26.8	30.6	30.4	31.4	32.3	31.1	31.9	30.6	31.1
Дефицит	доля в ВВП, %	-2.3	-2	-4.7	-4.7	-5.5	-5.7	-4.5	-4.6	-3.5	-3.6

* Отныне вместо валового накопления ЦБ будет представлять только показатель валового накопления основных средств, поскольку показатель изменения запаса материальных оборотных активов, рассчитываемый СК, рассчитывается как статья баланса и не отражает фактические объемы валового накопления. См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

** Фактическими показателями государственных инвестиций являются капитальные расходы консолидированного бюджета, а оценки основаны на доступной на данный момент пересмотренной макрорамке на 2025-2027 годы.

*** Показатели бюджета на 2024 год являются оценкой ЦБ РА. Показатели на 2025-2027 годы представлены из государственного плана среднесрочных расходов.