

4-й квартал 2024 года

Доклад

**о денежно-кредитной
политике**

Программа денежно-кредитной
политики

Опубликовано 10 декабря 2024г.

Содержание

01.	Общий обзор	3
	а. Заявление о денежно-кредитной политике	
	б. Краткое изложение экономической ситуации	
02.	Цели и система денежно-кредитной политики	7
	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 декабря 2024 года.

Настоящий доклад был обновлен 20 декабря 2024 г. исходя из необходимости исправления незначительных опечаток и внесения корректировок в формат.

01 |

Общий обзор

А. Заявление о денежно-кредитной политике

Совет Центрального банка Армении принял решение снизить ставку рефинансирования, установив ее на уровне 7,00%.

Совет Центрального банка 10 декабря 2024 года принял решение снизить ключевую ставку на 0,25 п.п., установив ее на уровне 7,00%. Совет считает, что более низкая ставка рефинансирования необходима для достижения цели инфляции на уровне 4% и стабильности цен в среднесрочной перспективе.

В течение четвертого квартала 2024 года 12-месячная инфляция остается ниже целевого показателя, составив в ноябре 1,4%. 12-месячная базовая инфляция также оставалась на низком уровне, составив в октябре 0,6%.

В четвертом квартале 2024 года сохраняются риски замедления экономического роста в мире и основных странах-партнерах Армении. Глобальная инфляция продолжает замедляться, но цены на товары и услуги с жесткими ценами в странах-партнерах все еще остаются относительно высокими. Риски, связанные с ростом цен на международных товарно-сырьевых рынках и возможным нарушением цепочек поставок сохраняются, обусловленные геополитическими проблемами, а также растущей напряженностью в международных торговых отношениях. В то же время в странах-партнерах, особенно в США, конъюнктура рынка труда, несмотря на некоторое недавнее смягчение, остается жесткой. С другой стороны, неопределенность относительно степени воздействия налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в США, а также относительно долгосрочных процентных ставок существенно возросла. В этом контексте вполне вероятно, что центральные банки ведущих стран продолжают постепенное смягчение процентных ставок в ближайшем будущем, сохраняя при этом относительно жесткие монетарные условия. В результате со стороны внешнего сектора ожидается слабое инфляционное воздействие на экономику РА.

В четвертом квартале 2024 года экономическая активность в Армении продолжила приближаться к расчетному уровню долгосрочного устойчивого роста. Росту активности во многом способствовал значительный рост в секторах строительства, услуг и торговли. На рост по-прежнему влияют некоторые краткосрочные факторы, содержащие значительную неопределенность в отношении устойчивости экономического роста, долгосрочных перспектив, а также будущих тенденций внутреннего спроса. Внешний спрос на услуги продолжает корректироваться. В такой ситуации конъюнктура рынка труда в определенной степени ухудшилась, что выражается в некотором снижении заработной платы, инфляции услуг с жесткими ценами и инфляционных ожиданий. Наряду с этим сохраняются риски дополнительного стимулирования спроса налогово-бюджетной политикой.

В условиях высокой степени неопределенности, учитывая приверженность Совета ЦБ достижению цели ценовой стабильности, Совет рассматривает в своих обсуждениях различные сценарии. С одной стороны, Совет обсудил сценарии (тип А), в которых основные события, включая формирование и долгосрочное поддержание избыточного спроса во внутренней экономике, а также неопределенность в отношении долгосрочных процентных ставок, требуют более жесткой реакции денежно-кредитной политики, чем ожидания рынка, для управления рисками, угрожающими достижению цели стабильности цен. С другой стороны, Совет обсудил сценарии (тип В), в том числе связанные с постепенным замедлением строительного сектора, ослаблением спроса и рисками, связанными с длительным сохранением низкой инфляции. Это предполагает более быстрое и значительное снижение ключевой ставки, чем ожидания рынка, что позволит смягчить спрос и укрепить инфляцию вблизи целевого показателя в среднесрочной перспективе.

В результате, отмечая большую вероятность реализации сценариев типа В, однако подчеркивая необходимость управления значительными последствиями сценариев типа А, Совет Центрального банка Республики Армения принял решение продолжить постепенное смягчение денежно-кредитных условий. 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 декабря 2024 года.

Председатель
Мартын Галстян

Заместители председателя:
Армен Нурбекян
Ованнес Хачатрян

Члены Совета:
Асмик Каграманян
Артак Манукян
Левон Саакян
Нарек Казарян

Б. Краткое изложение экономической ситуации.

Глобальная экономика

В 4-м квартале 2024 года экономическое развитие основных стран-партнеров Армении продолжало оставаться неравномерным. С одной стороны, в США и России сохраняется высокая экономическая активность, во многом обусловленная высоким ростом внутреннего потребления, особенно в секторе услуг. С другой стороны, в Китае активность замедляется из-за ослабления внутреннего спроса. Экономический рост в еврозоне, в основном обусловленный внешним спросом в последние кварталы, немного ускорился, хотя все еще остается на низком уровне. Риски замедления активности в мировой экономике в целом сохраняются.

В США по-прежнему наблюдается высокая неопределенность в отношении фундаментальных показателей экономики. В частности, несмотря на высокие уровни рыночных процентных ставок в последние кварталы, потребление в США продолжает расти высокими темпами, обуславливая высокие темпы экономического роста. В 3-м квартале 2024 года экономический рост составил 2,8%, чему способствовал рост валового потребления примерно на 2,5 п.п. Вместе с этим цены на финансовые активы продолжают расти, создавая риски сохранения высокого уровня потребления в ближайшем будущем. В этих условиях, хотя общая инфляция постепенно приближается к целевому показателю, некоторые показатели, характеризующие базовую инфляцию, включая инфляцию товаров с жесткими ценами и рост заработной платы, все еще значительно превышают целевой показатель. Риски формирования более стимулирующей позиции налогово-бюджетной политики в определенной степени возросли, особенно в среднесрочной перспективе. Это еще один вызов для денежно-кредитной политики не только с точки зрения краткосрочных инфляционных эффектов, но и в контексте ее потенциального влияния на нейтральную процентную ставку в случае существенно более высокой траектории долгового бремени. Вышеупомянутые события по-прежнему создают некоторые проблемы для монетарных органов с точки зрения окончательного приближения инфляции к целевому показателю и достижения цели обеспечения ценовой стабильности.

С другой стороны, в условиях все еще жестких денежно-кредитных условий и условий кредитования сохраняются риски дальнейшего нежелательного ослабления рынка труда. Тем не менее следует отметить, что в последнее время риски в этом направлении несколько ослабли. При этом, принимая во внимание риски быстрой адаптации экономики и рынка труда и, с другой стороны, сохранение высокого уровня потребления и спроса, основная неопределенность в ближайшем будущем связана с темпами смягчения позиции денежно-кредитной политики. В то же время в США сохраняется неопределенность относительно среднесрочной нейтральной процентной ставки, что может оказать влияние как на дальнейший курс политики ФРС, так и на долгосрочные процентные ставки и потоки капитала в развивающихся странах.

Европейский центральный банк в 2024 году в октябре, в третий раз в этом году, решил снизить процентную ставку на 25 базисных пунктов, установив ее на уровне 3,4%. Хотя сфера услуг, благодаря расширению внешнего спроса, способствовала в последнее время определенному восстановлению экономического роста, перспективы и структура роста, особенно в направлении промышленности, продолжают вызывать беспокойство. Общая инфляция снижается за счет ослабления инфляции товаров, в то время как инфляция услуг продолжает оставаться на высоком уровне, подчеркивая растущее расхождение между этими секторами экономики. Это создает серьезные проблемы для темпов корректировки политики ЕЦБ и достижения устойчивости целевого показателя инфляции.

Сохраняющиеся риски слабого внутреннего спроса в еврозоне и Китае остаются ключевыми источниками неопределенности в отношении перспектив снижения мирового экономического роста.

Экономический рост в России остается на высоком уровне, который продолжает поддерживаться как стимулирующей налогово-бюджетной политикой, так и значительным ростом частных расходов. В таких условиях усиление конкуренции за рабочую силу между военной промышленностью и частным сектором на фоне ограниченного рынка труда может привести к усилению инфляционных рисков. При этом, несмотря на значительное ужесточение условий денежно-кредитной политики ЦБ России, существенного прогресса в направлении регулирования инфляции по-прежнему не наблюдается. С другой стороны, ужесточение и адресность западных санкций в условиях значительного ужесточения монетарных условий таят в себе определенные риски с точки зрения среднесрочной перспективы российской экономики.

Цены на продукты питания на мировых товарно-сырьевых рынках в ноябре продолжили несколько расти, в основном из-за неблагоприятных погодных условий, и сформировались на более высоких уровнях по сравнению с предыдущим годом. Однако сохраняется значительная неопределенность в отношении среднесрочной динамики товарно-сырьевых рынков. Эскалация геополитической напряженности на Ближнем Востоке продолжает создавать риски потенциального роста цен на нефть и их волатильности, а также потенциальных сбоев в глобальных цепочках поставок. С другой стороны, в случае дальнейшего ослабления мирового спроса может быть зафиксировано дефляционное давление.

Условия внутреннего спроса

В 3-м квартале 2024 года экономический рост в Армении продолжил замедляться, сформировавшись вблизи расчетного уровня долгосрочного устойчивого роста в 5,2% г/г. Секторы строительства, торговли и услуг продолжали вносить значительный вклад в экономический рост. Следует отметить, что вместе с замедлением экономического роста ослабла и централизация. Однако структура роста продолжает создавать высокую неопределенность, связанную с соотношением между совокупным предложением и совокупным спросом.

Наблюдаемый с 2022 года высокий внешний спрос постепенно ослабевает, что отражается в стабилизации турпотоков и корректировке реальных расходов туристов. Ускорение экономической активности наблюдается в некоторых "традиционных" отраслях обрабатывающей промышленности, например пищевой и табачной промышленности. Однако риски для перспектив роста указанных отраслей из-за слабых темпов роста мощностей сохраняются.

Неопределенность относительно состояния внутреннего спроса сохраняется. С одной стороны, высокий рост розничной торговли, потребительского кредитования, внутреннего туризма и услуг указывает на сильный внутренний спрос. При этом процентные ставки по потребительским кредитам остаются на относительно высоком уровне, что отражает высокий спрос на эти кредиты. С другой стороны, все еще некоторая концентрация экономического роста, продолжающееся снижение денежных переводов, некоторое смягчение условий на рынке труда и общая слабая инфляционная среда могут указывать на относительно слабую среду спроса. Неопределенность сохраняется и в отношении перспектив внутреннего спроса. В основном это касается снижения долгового бремени по сравнению с доходами в частном секторе в предыдущие годы и направлений использования накопленных сбережений. В этой ситуации влияние на совокупный спрос и предложение может варьироваться в зависимости от направления развития сбережений и кредитования. Потенциальные риски дополнительного стимулирования спроса со стороны налогово-бюджетной политики также актуальны. Это обусловлено, главным образом, рисками невыполнения программы налоговых поступлений и, параллельно, возможным увеличением текущих

затрат, необходимых для реализации программ социальной помощи.

Рынок труда и инфляция

Сохраняется высокая неопределенность в отношении развития событий на рынке труда. По результатам опроса домохозяйств о численности рабочей силы, проведенного во 2-м квартале 2024 года, уровень безработицы составил 13,8%, превысив примерно на 2 процентных пункта показатель за соответствующий квартал предыдущего года. Учитывая неопределенность, связанную с уровнем безработицы, важно отслеживать возможные сценарии, вытекающие из этого. С одной стороны, рост безработицы можно интерпретировать как фактор ослабления и корректировки условий спроса в экономике, учитывая, что по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года рост уровня безработицы произошел не за счет увеличения предложения рабочей силы, а за счет уменьшения численности занятых. Это также согласуется с некоторым оттоком иностранных рабочих и замедлением роста заработной платы, наблюдаемым в этом году. С другой стороны, число официально зарегистрированных работников (по базе данных КГД) продолжало расти – примерно на 34 тысячи за последний год. 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 и увеличение формальной занятости.

В последние месяцы рост заработной платы в частном секторе несколько ускорился, но остается ниже целевых уровней роста производительности и инфляции. Возможное дополнительное расширение предложения рабочей силы также может стать источником дальнейшего смягчения условий на рынке труда и рыночного давления в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Здесь основная неопределенность связана с высокой неопределенностью вокруг перспектив роста российской экономики и уменьшением потока трудовых мигрантов в РФ в условиях текущего ослабления рубля и возможности интеграции во внутренний рынок труда.

В 3-м квартале 2024 года сохраняется слабая инфляционная среда в экономике, во многом за счет сохраняющейся дефляционного давления внешней среды, а также ослабления внешнего спроса на некоторые внутренние услуги. На этом фоне 12-месячная инфляция оставалась ниже целевого показателя с апреля 2023 года, составив 1,4% в ноябре 2024 года. Инфляция неэкспортруемых товаров с относительно жесткими ценами, которая в основном отражает ценовое поведение, обусловленное внутренним спросом, осталась на относительно стабильном уровне, достигнув в октябре 2,5% г/г. Рост продовольственных цен на международном рынке пока не нашел полного отражения на внутренних ценах. С другой стороны, продолжается дефляция импортных непродовольственных товаров. В основном это связано с падением цен производителей в китайской экономике. Вместе с этим инфляция в сфере некоторых услуг продолжает снижаться, отражая тенденции ослабления внешнего спроса. В этих условиях инфляционные ожидания продолжили снижаться, приблизившись к целевому уровню. Об этом свидетельствуют как продолжительная низкая инфляция, так и опросы домохозяйств.

Денежно-кредитная политика

Ожидания участников рынка относительно траектории ставки рефинансирования ЦБ РА слегка скорректировались в сторону понижения с момента принятия последних решений и отражают ожидания постепенного снижения ставки рефинансирования в течение следующих 8 решений. Кривая доходности немного сдвинулась вверх после недавних решений ЦБ РА по процентной ставке. Это может быть обусловлено как некоторыми краткосрочными факторами, так и более быстрым, чем ожидалось, ростом уровня внутреннего государственного долга, сохранением текущего высокого спроса на кредиты (альтернативные инвестиции) и влиянием, наряду с другими факторами, более постепенного, чем ожидалось, снижения процентных ставок в мировой экономике, особенно в

Соединенных Штатах. При этом, по оценке ЦБ, в текущих показателях кривой доходности, помимо ожиданий рынка относительно процентной ставки, котируются различные факторы риска.

В Армении премия за страновой риск несколько снизилась за последние месяцы и остается значительно ниже долгосрочного стабильного уровня, определяемого фундаментальными показателями страны. Тем не менее она отражает неопределенности, связанные с устойчивостью долга, геополитической напряженностью, включая пограничные вопросы и региональные события. В этом контексте возможная корректировка премии за страновой риск в сторону повышения несет в себе риски, связанные с пересмотром в сторону повышения нейтральной процентной ставки, которая, при прочих равных условиях, по отношению к более стимулирующей позиции ДКП несет в себе в основном инфляционные риски. В то же время макроэкономическая стабильность и высокие темпы экономического роста РА могут служить важными предпосылками для возможной переоценки странового риска 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 поддержание экономического роста в РА выше потенциального уровня, главным образом обусловленного расширением внутреннего спроса, может указывать на сохранение условий избыточного спроса в РА. С другой стороны, большие сбережения, накопленные в частном секторе, высокие темпы роста кредитования экономики и ожидаемый высокий спрос на кредиты, а также увеличение доходов, полученных от позитивных изменений в экспорте, также могут способствовать ускорению роста частных расходов в ближайшем будущем. В дополнение к этим факторам, формирование более стимулирующей, чем ожидалось, налогово-бюджетной политики представляет собой еще один реальный риск для расширения внутреннего спроса. Следует также отметить, что более быстрый рост долгового бремени по сравнению с ожиданиями также несет в себе определенные риски в сторону увеличения премии за страновой риск и, следовательно, пересмотра нейтральной процентной ставки. В этом случае траектория денежно-кредитной политики Центрального банка Армении может иметь более жесткую позицию по сравнению с ожиданиями рынка с учетом формирования высокого внутреннего спроса и соответствующих инфляционных рисков.

Представленный в настоящем Докладе сценарий типа Б (по которому траектория процентной ставки должна быть ниже ожиданий рынка) отражает риски влияния избыточного предложения на первичном рынке недвижимости на совокупный спрос, приводящие к естественной постепенной корректировке цен в экономике. Эта корректировка может привести как к замедлению роста строительства, так и к снижению цен на недвижимость и арендной платы, что окажет соответствующее влияние на внутренний спрос и инфляционную среду. Следует также отметить, что уже наблюдаются определенные признаки, свидетельствующие о предстоящем сокращении объемов строительства, особенно в Ереване. В такой ситуации Центральный банк примет политику более резкого снижения ставок по сравнению с ожиданиями рынка, чтобы стимулировать спрос и привести 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 обсуждения 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 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 раунда 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

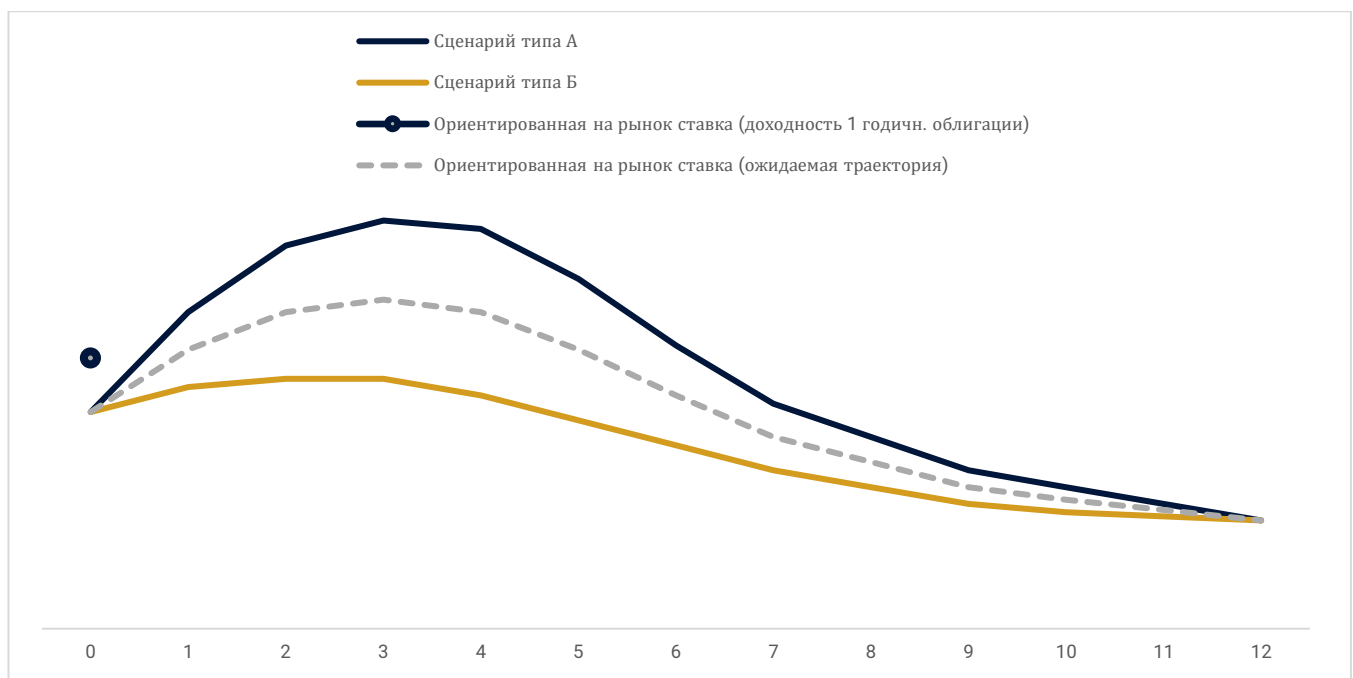
политики, а не сценарии, описывающие абстрактные или нереалистичные риски. Вышеуказанные сценарии строятся по следующей логике:

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 «Prudent Risk Management Approach to Monetary Policy: Theory and Practice of FPAS Mark II at the Central Bank of Armenia».

Врезка 1. Целевой показатель инфляции в Армении¹

Надежный и четко обозначенный целевой показатель инфляции является важным ориентиром для бизнеса в процессе принятия решений, заключения контрактов и формирования инфляционных ожиданий. С течением времени Центральный банк может счесть необходимым и целесообразным пересмотреть целевой показатель инфляции, который будет наилучшим образом отражать долгосрочные структурные особенности экономики, ее движущие силы, а также видение будущего улучшения экономического развития и благосостояния страны.

Современная экономическая литература подтверждает, что нулевой показатель инфляции является наилучшим и наиболее оптимальным среднесрочным целевым показателем инфляции, который соответствует ценовой стабильности. Однако в литературе также приводится ряд аргументов, которые могут объяснить, почему на практике выбирается низкий положительный целевой показатель. Среди них можно выделить факторы, связанные с нулевой нижней границей номинальной процентной ставки, нисходящей жесткостью цен на факторы производства (особенно заработной платы) и статистическими ошибками при расчете инфляции. Принимая во внимание эти факторы, низкий, положительный целевой показатель инфляции считается приемлемым и оптимальным решением.

С момента принятия стратегии инфляционного таргетирования в 2006 году Центральный банк последовательно достигал заданный уровень целевого показателя инфляции в 4%. Так, в 2006-2024 гг. средняя 12-месячная инфляция в РА составила 3,9% (рис. В.1.1). Это важнейший показатель успешности и эффективности денежно-кредитной политики Центрального банка. Однако необходимо также констатировать, что это не в полной мере отразилось на восприятии обществом ценовой стабильности, поскольку во время различных региональных или внутренних потрясений экономика РА часто сталкивалась с рисками расшатывания инфляции и инфляционных ожиданий. Подобные ситуации в истории денежно-кредитной политики РА содержали определенные сигналы о том, что целевой показатель в 4% в настоящее время может не соответствовать определению стабильности цен, или что поддержание ценовой стабильности требует значительно больших государственных расходов.

В ходе реализации стратегии инфляционного таргетирования Центральный банк РА вложил значительные средства в разработку системы прогнозирования и анализа (далее – СПА) для денежно-кредитной политики. Инвестиции в СПА с течением времени заложили прочную основу для реализации широкомасштабных реформ в этом направлении в текущем периоде. В этом контексте в 2024 году Центральный банк Армении официально представил инновационный и прогрессивный подход к денежно-кредитной политике, направленный на разумное управление рисками и неопределенностями.

За последние десятилетия экономика и экономическая ситуация Армении значительно улучшились, став более устойчивыми, диверсифицированными и взаимосвязанными на международном уровне. Наряду с экономическим ростом и развитием, структура и стратегия по ценовой стабильности и денежно-кредитной политике Центрального банка РА также претерпели изменения и развивались в несколько этапов. В последние годы в экономике РА наблюдаются последовательные структурные и институциональные улучшения, а финансовая система проделала значительный путь к становлению более развитой и надежной, как с точки зрения ее глубины, разнообразия секторов, так и значительного расширения инструментария. Примечательно также, что благодаря успехам, достигнутым в области денежно-кредитной и макроэкономической политики, а также в разработке надежных основ принятия решений в ДКП, РА в настоящее время «классифицируется» международными экспертами и инвесторами как страна с ведущей денежно-кредитной политикой, поэтому установление более низкого и сопоставимого целевого показателя инфляции является важным фактором также с точки зрения международной репутации и рейтинга РА.

Обширный опыт реализации денежно-кредитной политики в мире и имеющиеся исследования подтверждают, что обеспечение низкой инфляции существенно снижает неопределенность, связанную с будущей денежно-кредитной политикой и динамикой цен, способствуя снижению волатильности процесса ценообразования и созданию благоприятной среды для устойчивого экономического роста. Это связано с повышением предсказуемости результатов инвестиций и сбережений в условиях низкой инфляции и низкой волатильности, между которыми существует положительная связь (рис. В.1.2), с продлением сроков инвестирования, а также формированием относительно низких номинальных процентных ставок. В условиях

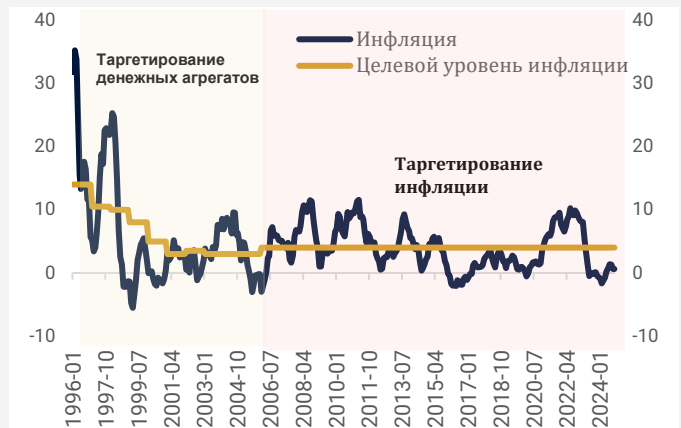
низкой инфляции фирмам и домохозяйствам не нужно нести различные расходы, чтобы избежать инфляцию или эффективно планировать потребление и сбережения. В этом контексте можно утверждать, что обеспечение низкой стабильной инфляции не является самоцелью, а является важной гарантией долгосрочного устойчивого экономического роста. Как показывает анализ ситуаций высокого экономического роста в разные периоды времени в разных странах мира, если отсечь ситуации, которые заканчивались нестабильностью и экономическими кризисами, то стабильно высокий экономический рост обычно сопровождался развитием в среднем 3%-ой инфляции. Неслучайно в большинстве стран мира задача стабильности цен, делегированная центральным банком, рассматривается как основа общественного благосостояния и/или долгосрочного устойчивого экономического роста.

Таким образом, недавние развития событий и достижения в экономике и денежно-кредитной политике РА создают прочную основу для дальнейшего укрепления Центральным банком РА доверия общества к денежно-кредитной политике, развития основ денежно-кредитной политики и осуществления крупномасштабных, долгосрочных реформ, включая установление более низкого целевого показателя инфляции, который соответствует и совместим с восприятием подлинной стабильности цен и текущей структурой финансово-экономической системы.

В 2006-2024 годах средняя 12-месячная инфляция в РА составляла около 4,0%.

Рисунок В.1.1. 12-месячная инфляция и целевой показатель инфляции

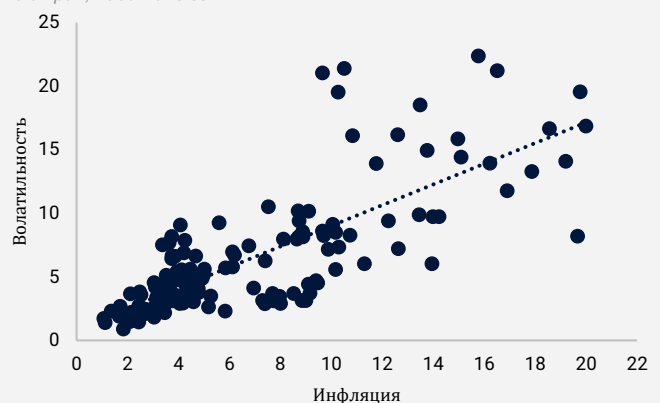
% , по сравнению с тем же месяцем предыдущего года



Источник: СК РА, ЦБ РА

Обеспечение низкой инфляции значительно снижает неопределенность в отношении будущего ДКП и цен.

Рисунок В.1.2. Средняя инфляция и волатильность инфляции 145 стран, 1980-2018 гг.



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

¹ Подробнее см.: Аветисян А., Игитян А., Папикян А. Целевой показатель инфляции в Армении», Центральный банк РА, октябрь 2024 год.

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 также включает обоснование голосования каждого члена Совета по ставке денежно-кредитной политики.

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.

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.

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

Примечание

Информация, представленная в настоящем Докладе, основана на фактических данных, доступных до 6 декабря 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

Высокий экономический рост в США сохраняется: в 3-м квартале он составил 2,8%, что значительно превышает оценку потенциального роста. Потребление (особенно потребление услуг) остается основным драйвером роста. Заработная плата продолжает расти высокими темпами, а устойчивый рост цен на активы способствует повышению уровня благосостояния домохозяйств, накопленному за последние годы. Вышеуказанные факторы, а также стимулирующая налогово-бюджетная политика создают предпосылки для формирования потребления на более высоком уровне в ближайшем будущем, способствуя поддержанию роста ВВП выше потенциального уровня. Устойчивые высокие темпы роста частного потребления на фоне повышенных рыночных процентных ставок могут указывать на риски того, что нейтральная процентная ставка находится на более высоком уровне, чем ожидалось. Также следует отметить, что существуют риски повышения нейтральной процентной ставки в США в среднесрочной перспективе, в том числе из-за рисков значительного увеличения долгового бремени в случае более стимулирующей налогово-бюджетной политики.

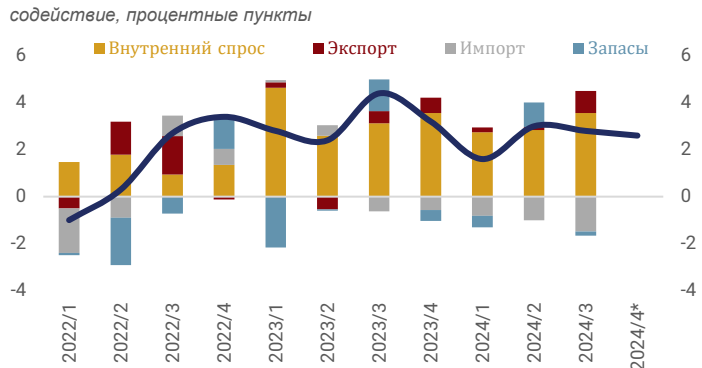
Тем не менее недавние события в экономике США также могут указывать на некоторые аргументы в пользу смягчения условий совокупного спроса. Например, объемы просроченной задолженности по кредитным картам и автокредитам, которые очень чувствительны к процентным ставкам, продолжают расти, а доверие потребителей снижается. Это может указывать на то, что жесткие финансовые условия в экономике оказывают определенное ограничительное воздействие на определенные секторы экономики.

Неопределенность относительно основ экономики США остается высокой. Хотя инфляционная среда продолжает постепенно смягчаться, некоторые показатели основной инфляции, включая инфляцию товаров с жесткими ценами, пока остаются значительно выше целевого показателя. Это несет в себе риски поддержания инфляционных ожиданий выше целевого уровня, что, в свою очередь, может повлиять на ценовые решения предприятий и домохозяйств. На этом фоне, несмотря на некоторое замедление, рост заработной платы оставался повышенным в 3-м квартале 2024 года, что создает риски для стабильного продвижения к достижению целевого показателя инфляции. В то же время сохраняется неопределенность относительно ситуации на рынке труда. Тем не менее ряд показателей даже указывает на рост напряженности на рынке труда по сравнению с предыдущим кварталом. В частности, в последние месяцы темпы трудоустройства начали увеличиваться, а количество новых рабочих мест на одного безработного и количество увольняемых работников снизилось. С другой стороны, уровень безработицы несколько снизился, достигнув в октябре 4,1%.

Подводя итог, отметим, что основными задачами денежно-кредитной политики являются: приведение инфляции к целевому уровню и поддержание ценовой стабильности, а также управление рисками дальнейшего нежелательного ослабления рынка труда в условиях жесткой денежно-кредитной среды. В этой ситуации, принимая во внимание развитие событий в направлении вышеупомянутых рисков в последние месяцы, финансовые рынки полагают, что ФРС США будет смягчать денежно-кредитные условия более постепенно, чем ожидалось. Кроме того, в краткосрочной и среднесрочной перспективе существуют преимущественно инфляционные риски, обусловленные как формированием более стимулирующей налогово-бюджетной политикой, так и неопределенностями, связанными с потенциальным ужесточением внешнеторговой политики. В то же время в США сохраняется высокая неопределенность, связанная со среднесрочной нейтральной процентной ставкой (см. Доклад ЦБ РА о ДКП за 2-й квартал 2024г.), что может оказать влияние как на будущую траекторию политики ФРС США, так и на формирование долгосрочных процентных ставок в Соединенных Штатах и потоков капитала в развивающихся странах.

Потребление продолжает оставаться основной движущей силой экономического роста, значительно превышая оценки потенциального роста.

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

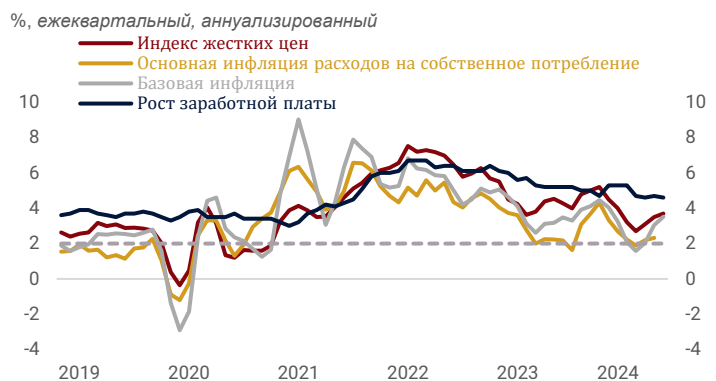


Источник: Бюро экономического анализа (БЕА), Резервный банк Атланты

Примечание: Данные за 4-й квартал 2024 г. являются предварительными, согласно оценке GDPNow Резервного банка Атланты 5-го декабря.

Задача ФРС по приближению инфляции к целевому показателю остается актуальной.

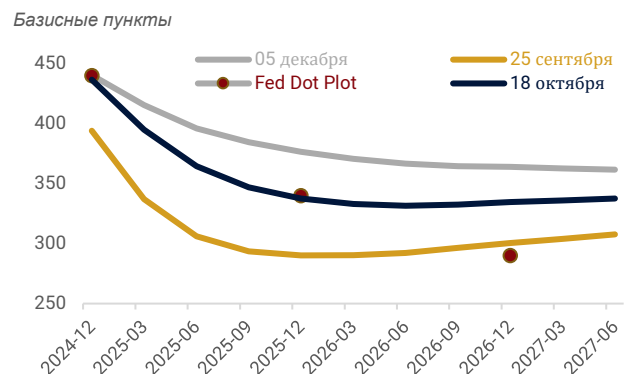
Рисунок 3.A.2. Показатели основной инфляции



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

Участники финансового рынка в США считают, что Федеральная резервная система будет проводить политику более медленного смягчения денежно-кредитных условий.

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



Источник: Резервный банк Атланты

Текущая ситуация в экономике еврозоны

Несмотря на некоторые признаки восстановления роста в течение трех кварталов 2024 года, сохраняется значительная неопределенность в отношении среднесрочных перспектив экономического роста в еврозоне. В 3-м квартале 2024 года экономика еврозоны выросла на 0,9% г/г и на 0,4% по сравнению с предыдущим кварталом (рис. 3.А.4) – также под влиянием некоторых временных факторов. В этом контексте продолжающееся проявление роста, в первую очередь обусловленное расширением внешнего спроса, может указывать на то, что дисбаланс между совокупным спросом и предложением в экономике все еще сохраняется, способствуя поддержанию высокой инфляции в определенных секторах.

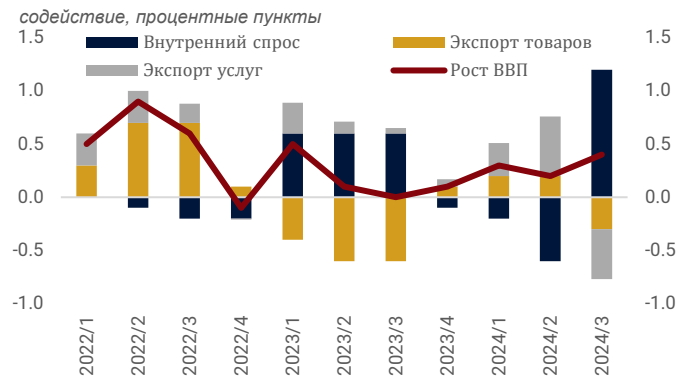
Показатели PMI ЕС, которые являются важным источником информации об общей экономической ситуации, показывают, что недавний экономический рост остается обусловленным в основном ростом сектора услуг (рис. 3.А.5). Продолжающийся рост реальных располагаемых доходов и высокий уровень сбережений создают риски потенциального ускорения потребления, которое в ближайшем будущем может стать движущей силой роста, особенно в сфере услуг. С другой стороны, промышленный сектор, особенно обрабатывающая промышленность, остается в структурно слабом положении, особенно в промышленно развитых странах, таких как Германия и Франция. В этой ситуации все еще сдерживающие условия денежно-кредитной политики, медленное восстановление после энергетического кризиса, ужесточение внешней торговли и риски потери конкурентоспособности на международных рынках в последние годы остаются основными проблемами сектора. Также необходимо подчеркнуть, что неопределенность вокруг перспектив роста усиливается из-за рисков возможного ужесточения внешнеторговой политики США и дальнейшего замедления роста китайской экономики. Следует также отметить, что на финансовом рынке, в результате определенной котировки вышеуказанных рисков, в последнее время наблюдается снижение номинального курса евро.

Инфляционная среда в еврозоне продолжает стабилизироваться: в октябре 2024 года зафиксирована инфляция на уровне 2,0% г/г, в основном за счет снижения цен на товары. Однако в условиях давления со стороны рынка труда, показатели, характеризующие основную инфляцию, в частности инфляцию услуг, продолжают оставаться на высоких уровнях – около 4,0% г/г (рис. 3.А.6). В октябре 2024 года уровень безработицы в еврозоне снизился, составив 6,3%, что является историческим минимумом. Это может указывать на то, что жесткость рынка труда сохраняется.

Неопределенность в отношении перспектив развития экономики в контексте структурных проблем, а также сохраняющееся высокое инфляционное давление в некоторых секторах экономики выделяют проблемы, с которыми сталкивается ЕЦБ, пытаясь приблизить инфляцию к целевому показателю. На этом фоне, хотя ЕЦБ продолжал снижать ставку в октябре 2024 года, неопределенность вокруг траектории денежно-кредитной политики сохраняется, особенно с учетом инфляционных эффектов, вытекающих из напряженного рынка труда.

В 4-м квартале экономический рост в ЕС несколько ускорился из-за некоторых временных факторов, например, из-за Олимпийских игр в Париже.

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



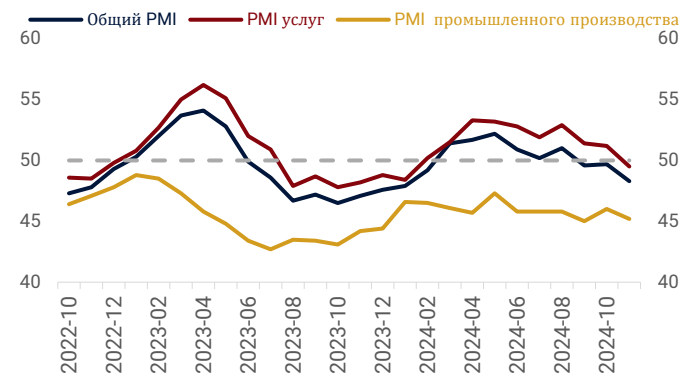
Источник: Евростат, Европейская комиссия.

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.А.5. Показатели PMI еврозоны

индекс, рост по сравнению с предыдущим периодом, если >50

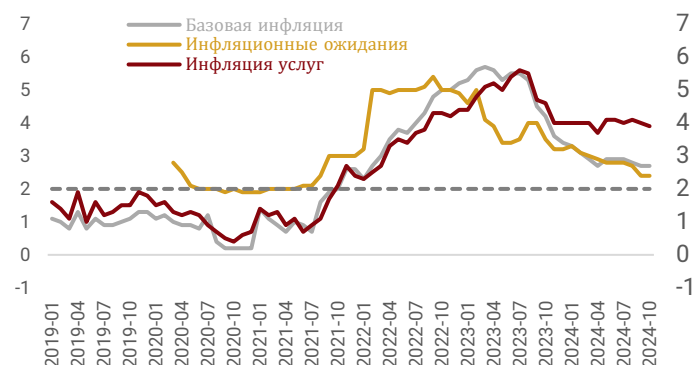


Источник: S&P Global & Hamburg Commercial Bank

Неоднозначные сигналы базовых инфляционных показателей порождают разные интерпретации относительно экономики.

Рисунок 3.А.6. Базовые инфляционные показатели

%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года



Источник: Евростат

Врезка 2. Текущая ситуация в экономике Китая

Учитывая решающую роль Китая в мировой экономике, как с точки зрения совокупного предложения, так и спроса, крайне важно отслеживать риски, исходящие от китайской экономики. Это особенно важно для небольших стран с открытой экономикой, таких как Армения, которые чувствительны к изменениям глобального спроса и колебаниям международных цен. Недавние экономические проблемы в Китае стали причиной глобальной обеспокоенности из-за множества структурных проблем, в основном содержащих риски долгосрочного сохранения сформировавшейся среды слабого внутреннего спроса.

После полной отмены ограничений, вызванных пандемией Covid-19, и особенно из-за введения значительных налогово-бюджетных стимулов, экономический рост Китая несколько ускорился со второй половины 2023 года, в среднем достигнув среднесрочной цели правительства в 5%. Однако в условиях сохранения высокой геополитической неопределенности и особенно продолжающегося ухудшения ситуации на китайском рынке недвижимости (рис. В.2.1), в Китае, начиная со 2-го квартала текущего года, наблюдается определенное снижение индекса потребительской уверенности и всего внутреннего спроса. В частности, рост розничной торговли, постепенно замедляясь, составил в августе текущего года около 2% г/г (рис. В.2.2). О сформировавшейся обстановке слабого внутреннего спроса также свидетельствуют показатели инфляции. Базовая инфляция в последние месяцы продолжала снижаться, приближаясь к почти нулевому уровню (рис. В.2.3).

В этой ситуации, в целях стимулирования внутреннего спроса, Китай объявил о запуске пакета мер денежно-кредитного и налогово-бюджетного стимулирования с сентября 2024 года. В частности, меры включали снижение ключевой процентной ставки и ставок по ряду кредитных инструментов, смягчение условий заимствования и расширение лимитов задолженности местных органов власти, что позволит существенно увеличить объемы государственных инвестиций, особенно в инфраструктуру. Эти меры вселили в рынки некоторый оптимизм, в частности, индекс Шанхайской фондовой биржи вырос примерно на 20% после вышеуказанных заявлений. Также наблюдается некоторый рост потребительской активности: в октябре розничная торговля ускорилась до 4,8% в годовом исчислении.

Однако, несмотря на некоторое ускорение активности в экономике Китая в результате более стимулирующей экономической политики, сохраняются глубокие внутренние структурные проблемы. Например, хотя склонность домохозяйств к потреблению в последние годы несколько восстановилась, она все еще остается значительно ниже допандемического уровня. С другой стороны, сохраняется высокая геополитическая неопределенность, включая возможное значительное ужесточение торговой политики США в отношении Китая. В этих условиях риски для достижения среднесрочных целей экономического роста остаются актуальными, что может иметь негативные последствия для мирового спроса.

На рынке недвижимости Китая до сих пор нет признаков стабилизации.

Рисунок В.2.1. Ситуация на рынке недвижимости Китая

индекс (левая ось); %, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года (правая ось)



Источник: Государственное статистическое управление КНР

Удастся ли денежно-кредитным и налогово-бюджетным стимулированием восстановить частный внутренний спрос до уровня, соответствующего среднесрочной цели экономического роста?

Рисунок В.2.2. Розничная торговля и импорт в Китае

%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года

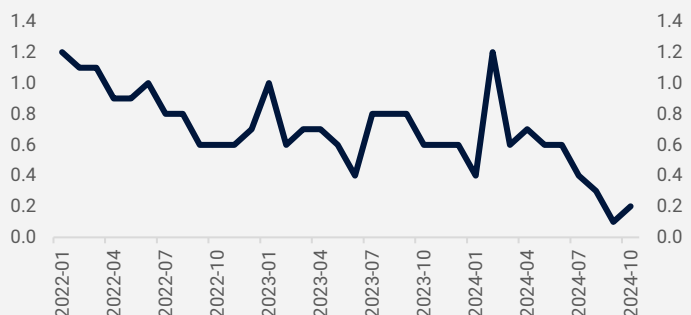


Աղբյուրը՝ Հիմնատվան պետական վիճակագրական ծառայություն

В Китае сохраняется слабая инфляционная среда.

Рисунок В.2.3. Базовая инфляция

%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года



Источник: Государственное статистическое управление КНР

Текущая ситуация в экономике РФ

В 3-м квартале 2024 года, несмотря на некоторое замедление темпов экономического роста (3,1% г/г), сохранялось перегретое состояние российской экономики (рис. 3.A.7). В некоторых секторах экономики, в частности, в оптовой и розничной торговле, а также в промышленности (особенно в оборонно-промышленном комплексе), сохранялся устойчивый и высокий рост. Однако основной движущей силой роста остается высокий внутренний спрос, обусловленный значительным увеличением государственных расходов, доходов домохозяйств и кредитования экономики. Конъюнктура рынка труда продолжает оставаться перенапряженной: безработица остается на рекордно низком уровне (2,4% в сентябре 2024г.), а реальная заработная плата растет высокими темпами – около 6,0% (рис. 3.A.8). В этих условиях внутренний спрос превышает производственный потенциал экономики, а растущая конкуренция между военным и другими секторами экономики и продолжающаяся нехватка рабочей силы ограничивают дальнейший рост производственного потенциала экономики, способствуя поддержанию высокой инфляционной среды.

На фоне сформировавшегося в экономике избыточного спроса инфляция продолжает формироваться на высоком уровне, составив 8,5% г/г в октябре 2024 года, в основном за счет роста цен на жилье, коммунальные услуги и продукты питания. Инфляционные ожидания продолжают ускоряться, достигнув 13,4% в октябре 2024 года, что значительно выше целевого показателя инфляции. В связи с этим в октябре 2024 года Банк России повысил ключевую ставку на 200 базисных пунктов до 21%, не исключив возможности дальнейшего ужесточения денежно-кредитных условий в ближайшем будущем. Однако гораздо более расширяющая, чем планировалось, налогово-бюджетная политика, (рис. 3.A.9), продолжает препятствовать усилиям по сдерживанию избыточного спроса и контролю высокого инфляционного давления посредством высоких процентных ставок. Также важно отметить, что в условиях продолжающейся геополитической неопределенности существуют риски более стимулирующей налогово-бюджетной позиции, чем планировалось в среднесрочной перспективе.

Наряду с этими процессами российская экономика остается уязвимой к развитию событий на нефтяном рынке, где наблюдается рост волатильности и некоторое снижение цен под действием факторов как спроса, так и предложения. С другой стороны, введение более целенаправленных санкций со стороны западных стран в отношении Московской фондовой биржи и ряда российских банков и их дальнейшее ужесточение представляют риски для среднесрочных перспектив роста и финансовой стабильности российской экономики. Следует также отметить, что под влиянием вышеперечисленных факторов, в сочетании со значительным ускорением ограничений на капитал, наложенных на крупнейших экспортеров страны, в последнее время произошло резкое снижение номинального курса рубля. В этих условиях также могут возникнуть определенные риски формирования инфляционной спирали, не исключая возможности дальнейшего, даже резкого ужесточения денежно-кредитной политики.

Внутренний спрос продолжает превышать производственный потенциал экономики.

Рисунок 3.A.7. Реальный рост валового внутреннего продукта РФ с содействующими компонентами



Источник: Росстат

Примечание: Данные роста за 3-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.A.8. Уровень безработицы и рост реальной заработной платы



Աղբյուրը՝ ՌԴ պետական վիճակագրության դաշնային ծառայություն

В условиях ужесточения санкций против России и сохранения геополитической неопределенности налогово-бюджетная политика в среднесрочной перспективе может остаться более стимулирующей, чем ожидалось.

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



Источник: Министерство финансов РФ

Текущая ситуация на товарно-сырьевом рынке

Медь. Цены на медь, достигнув в мае 2024 года самого высокого уровня за последние два года, начали снижаться, в первую очередь из-за структурных проблем в экономике крупнейшего потребителя — Китая. Впоследствии цены на медь стабилизировались и в настоящее время достигли около 9000 долларов США под влиянием, с одной стороны, масштабного налогового-бюджетного стимулирования, объявленного правительством Китая, с другой стороны, рисков ужесточения внешнеторговой политики США и, особенно, некоторого отступления от повестки дня “зеленой энергетики” (рис. 3.А.10). В этом контексте перспективы мирового рынка меди остаются крайне нестабильными из-за макроэкономических и специфических для различных стран и отраслей рисков. С одной стороны, переход к “зеленым” технологиям продолжает стимулировать спрос, с другой стороны, усиление 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 демонстрировали значительную волатильность из-за неопределенности в отношении перспектив мировой экономики, геополитических событий и мировых поставок нефти (рис. 3.А.11). Риски устойчивого слабого внутреннего спроса в Китае, а также неопределенность относительно направления экономической активности в развитых странах, особенно в промышленно развитых странах еврозоны, создают риски снижения мирового спроса и цен на нефть. В то же время, несмотря на сохраняющуюся отсрочку и неопределенность относительно начала смягчения ограничений на добычу нефти странами ОПЕК+, продолжающийся рост поставок странами, не входящими в ОПЕК, может способствовать увеличению мирового предложения нефти в среднесрочной перспективе. Сохраняющаяся геополитическая неопределенность на Ближнем Востоке продолжает создавать потенциальные риски роста мировых цен на нефть и усиление волатильности.

Продукты питания. Международный индекс продовольственных цен (ФАО), в основном обусловленный низким фактическим или ожидаемым уровнем урожая из-за неблагоприятных погодных условий, зарегистрировал значительный рост в последние месяцы, составив в ноябре 127,5, что на 6% больше, чем за аналогичный период прошлого года. Более того, за последние 3 месяца цены на все продукты, включенные в индекс (кроме мясной продукции, что обычно связано с мировым спросом), выросли. В частности, цены на растительное масло выросли примерно на 15%. Следует также отметить, что, несмотря на текущую инфляцию, цены на некоторые группы товаров (крупы и сахар) остаются на значительно более низком уровне по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, что несколько нейтрализует высокую инфляцию г/г в других группах продуктов. С другой стороны, сохраняющиеся риски, связанные с перебоями в цепочках поставок, включая геополитическую напряженность на Ближнем Востоке, продолжают представлять риски для роста и волатильности мировых продовольственных цен, в том числе для импорта продовольствия в Армению.

Высокая волатильность международных цен на медь отражает высокую неопределенность в отношении глобального спроса и экономической политики.

Рисунок 3.А.10. Мировые цены на медь



Источник: Экономические данные Федерального резерва (FRED)

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

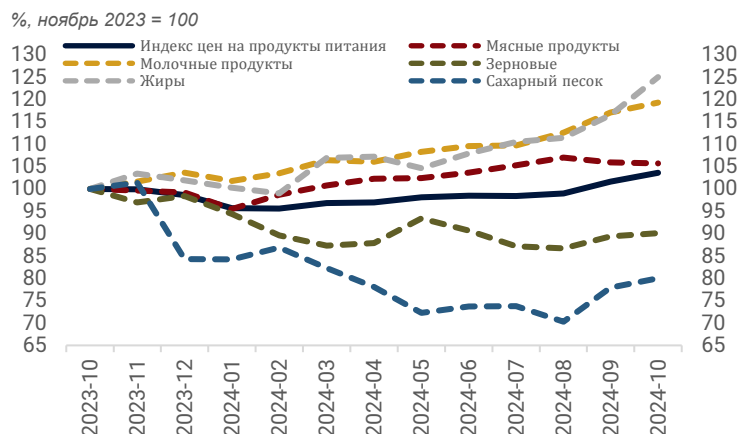
Рисунок 3.А.11. Мировые цены на нефть марки Brent



Источник: Экономические данные Федерального резерва (FRED)

В основном из-за неблагоприятных погодных условий цены на продукты питания в последнее время растут. Тем не менее риски, связанные со среднесрочной перспективой, сохраняются из-за неопределенности относительно условий мирового спроса.

Рисунок 3.А.12. Индекс продовольственных цен 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	Консенсус	ВБ	РЭЕ	Консенсус	Масла и продукты питания	Зерновые	Прочие продукты
	Ноя- 24	Окт- 24	Ноя- 24	Окт- 24	Сен- 24	Ноя- 24	Окт- 24	Окт- 24	Окт- 24
2024	81	80	81	9250	9510	9300	-11.4	-15.2	1.5
2025	76	73	76	9300	9860	9779	-3.9	-4.6	-3.7

Источник: УЭИ, ВБ, Блумберг, РЭЕ, МВФ

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

Источник	США					ЕС						РФ				
	МВФ	ВБ	ОЭСР	ФРС	Консенсус	МВФ	ВБ	ОЭСР	ЕС	ЕЦБ	Консенсус	МВФ	ВБ	ОЭСР	ЦБР	Консенсус
Дата	Окт-24	Июнь-24	Сен-24	Сен-24	Ноя-24	Окт-24	Июнь-24	Май-24	Ноя-24	Сен -24	Ноя-24	Окт-24	Июнь-24	Сен-24	Окт-24	Ноя-24
Экономический рост (годовой %)																
2023 (Ф*)			2.5						0.5					3.6		
2024	2.8	2.5	2.6	2.0	2.7	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	3.6	2.9	3.7	3.7	3.5
2025	2.2	1.8	1.6	2.0	2.1	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4	1.1	1.8	1.5
2026	2.0	1.8	-	2.0	2.0	1.5	1.3	-	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	-	1.9	1.4
Инфляция (годовая, %)																
2023 (Ф*)			3.4						2.9					7.4		
2024	3.0	-	2.4	2.6	2.9	2.4	-	2.6	2.4	2.5	2.4	7.9	-	7.8	7.7	8.2
2025	1.9	-	1.8	2.2	2.4	2.0	-	2.1	2.1	2.2	2.0	5.9	-	5.5	5.3	6.9
2026	2.1	-	-	2.0	2.5	2.0	-	-	1.9	1.9	2.0	4.0	-	-	4.1	4.7

* Фактический

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

Б. Внутренний спрос

Совокупный спрос и предложение

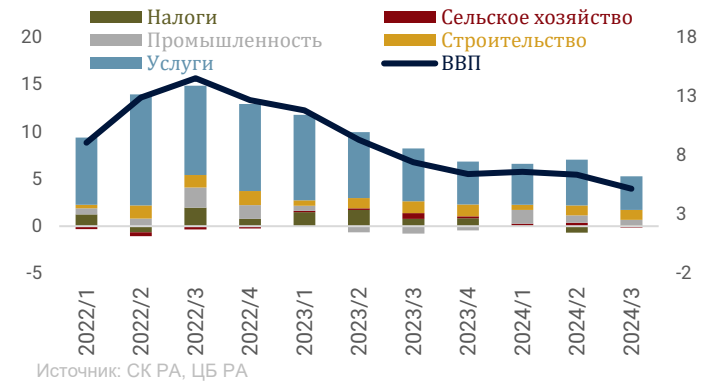
Экономический рост в 3-м квартале 2024 года составил 5,2% г/г, чему в основном способствовали секторы торговли (г/г 14,2%), финансовых услуг (г/г 24,5%), строительства и недвижимости (соответственно: г/г 16,8% и г/г 32,3%) (рис. 3.Б.1). Следует отметить, что в целом темпы роста экономики в последние кварталы постепенно замедлились и приблизились к более стабильным уровням. Концентрация роста также несколько ослабла. Однако экономический рост все еще несколько превышает потенциальный уровень и не является инклюзивным, также содержит неопределенности, связанные с оценкой относительной позиции совокупного спроса и предложения (рис. 3.Б.3). Таким образом, сохраняется неопределенность относительно стабильности потоков внешней торговли. С другой стороны, в последнее время (особенно в последние месяцы) наблюдается значительное оживление традиционных отраслей обрабатывающей промышленности (продукты питания, табачные изделия). Тем не менее объем строительства и рост занятости в этом секторе, а также импорт инвестиционных товаров указывает на сохранение рисков с точки зрения среднесрочной перспективы роста (отсутствие явных признаков заметного расширения мощностей). В секторе информации и связи, несмотря на слабые признаки восстановления, спад по сравнению с предыдущим годом все еще сохраняется. В сфере услуг основной движущей силой является сектор торговли, динамика которого объясняется как опережающим ростом спроса по отношению к предложению, так и реэкспортной деятельностью. В секторе строительства, несмотря на устойчиво высокие темпы роста, наблюдаются признаки ослабления сектора жилищного строительства.

Неопределенность относительно динамики внешнего спроса возросла как с точки зрения туристических потоков, так и количества граждан РА, выезжающих в Россию на работу, и объема некоммерческих потоков. В частности, неопределенность, связанная с перспективами развития российской экономики в среднесрочной перспективе, и риски, связанные с региональными геополитическими развитиями, могут выражаться в замедлении роста экспорта товаров, туристических и некоммерческих потоков.

В такой ситуации разрыв ВВП в 4-м 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 могут содержать некоторые сигналы об условиях избыточного спроса. С другой стороны, тот факт, что экономический рост по-прежнему концентрируется в определенных секторах, ухудшение условий на рынке труда (см. часть В), а также слабая инфляционная среда могут указывать на слабую среду спроса и существование даже отрицательного разрыва ВВП в экономике.

В последние кварталы темпы роста экономики постепенно ослабли и приблизились к более стабильным уровням.

Рисунок 3.Б.1. Рост реального ВВП по производственному методу - по основным компонентам процентные пункты, по сравнению с тем же кварталом предыдущего года



Источник: СК РА, ЦБ РА

Корректировка внешнего спроса все еще продолжается.

Рисунок 3.Б.2. Приток туристов

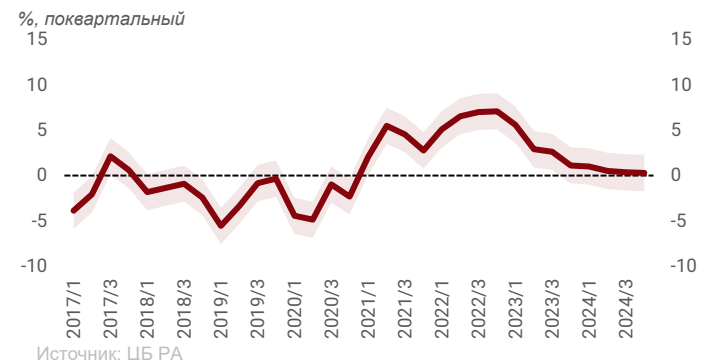
тыс. человек (левая ось); процентные пункты (правая ось)



Источник: СК РА, ЦБ РА

Дисбаланс между совокупным спросом и предложением уменьшился.

Рисунок 3.Б.3. Разрыв ВВП



Источник: ЦБ РА

Потребление и инвестиции

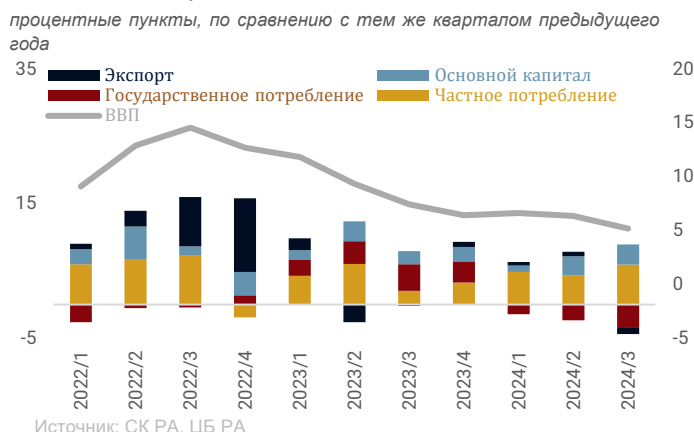
В 3-м квартале 2024 года рост совокупного потребления продолжался за счет роста частного потребления, несмотря на то, что государственные расходы сократились (рис. 3.Б.4). Частное потребление, хотя и было относительно сдержанным по сравнению с экономическим ростом в предыдущие годы, ускорилось, зафиксировав рост на 9,5% в третьем квартале. Совокупный рост инвестиций, который в основном был обусловлен ростом государственных инвестиций с начала года, а также в предыдущий период, рос более быстрыми темпами в третьем квартале, что было обусловлено ростом как государственных, так и частных инвестиций. Кроме того, существенно замедлился рост инвестиций в сектор недвижимости, что в совокупности с высокими темпами роста объемов кредитования бизнеса указывает на определенное улучшение отраслевой структуры инвестиций (рис. 3.Б.5).

Ожидается, что неопределенность относительно перспектив внутреннего спроса сохранится в ближайшей перспективе. С одной стороны, дальнейший рост внутреннего спроса может быть обусловлен расходованием ранее накопленных сбережений в частном секторе, снижением долгового бремени и ростом дальнейшего потенциала кредитования бизнеса. Этот сценарий подразумевает, что вышеупомянутые факторы могут усилить давление спроса в экономике (особенно если экономика близка к определенному потенциалу ВВП или превышает его), увеличивая инфляционное давление. С другой стороны, концентрация экономического роста, некоторое увеличение безработицы (рис. 3.В.1) и замедление роста заработной платы в частном секторе (рис. 3.В.4) создают риски формирования слабого спроса, выражающегося в поддержании слабой инфляционной среды. Кроме того, возросшая неопределенность в отношении геополитических и региональных факторов может сдерживать рост частных расходов как на потребление, так и на инвестиции. Этот сценарий подразумевает, что эти факторы могут ослабить относительную позицию спроса по отношению к долгосрочному экономическому росту. Неопределенность в отношении масштабов стимулирования налогово-бюджетной политики также остается существенной.

Существует большая неопределенность относительно количества трудовых мигрантов из РА в РФ и реальных объемов денежных потоков, поступающих в РА. Денежные переводы физических лиц через банковскую систему остаются на низком уровне (рис. 3.Б.6), но при этом в последнее время наблюдается значительный рост объемов обмена наличных рублей физическими лицами, что может свидетельствовать не об уменьшении численности трудовых мигрантов, а об изменении характера финансовых потоков в связи с затруднением переводов через банковскую систему. Тем не менее ожидания сокращения разрыва в заработной плате между сектором строительства РА и РФ (в связи с текущим ослаблением рубля) и, особенно, высокая неопределенность относительно среднесрочных перспектив экономики РФ могут вызвать дополнительные риски для сезонной миграции и снижения денежных переводов. В этом случае возможны также определенные дефляционные риски, связанные с увеличением предложения рабочей силы и потенциала ВВП в экономике РА.

Ускорение роста частных расходов несет в себе риски расширения спроса.

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



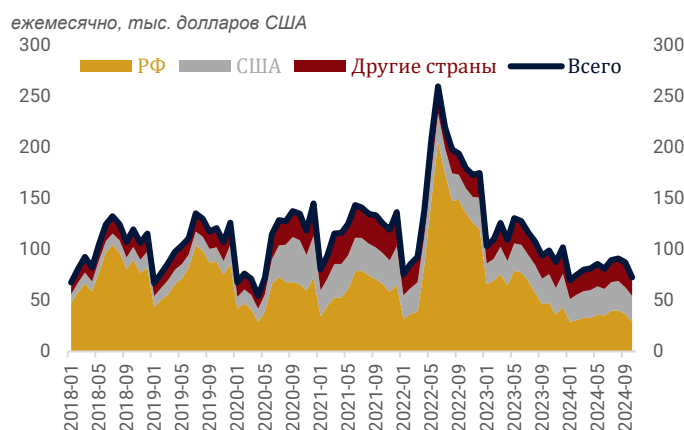
Несмотря на замедление роста инвестиций в недвижимость, общий рост инвестиций в экономику ускоряется.

Рисунок 3.Б.5. Рост инвестиций в экономику и сектор недвижимости



Некоммерческие денежные переводы значительно сократились по сравнению с высоким уровнем 2022 года.

Рисунок 3.Б.6. Приток некоммерческих денежных переводов по странам



Внешняя торговля и внешний спрос

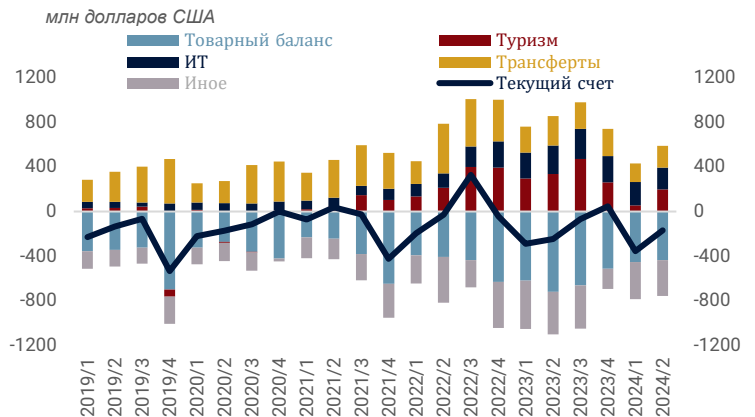
Во 2-м квартале 2024 года счет текущих операций улучшился по сравнению, как с предыдущим кварталом, так и с соответствующим периодом предыдущего года (рис. 3.Б.7). Во многом это связано с потоками промежуточных товаров, не отражающими динамику внутренней экономики. Следует отметить, что значительное улучшение товарного баланса в текущем году позволило полностью перекрыть ослабление чистых потоков туризма, экспорта ИТ и переводов некоммерческого характера. Учитывая расширение и постепенное ужесточение целевых санкций против Российской Федерации, в том числе в сфере торговли с третьими странами, риски для стабильности этих торговых потоков значительны. Следует также отметить, что в текущем году торговые потоки промежуточных товаров заметно ослабли, хотя и остаются на высоком уровне (рис. 3.Б.8).

Спрос на импортные товары, несмотря на высокий уровень накопленных за последние годы сбережений и высокие темпы экономического роста, продолжает ослабевать. На этом фоне произошло небольшое сокращение импорта конечных и капитальных товаров. Это может быть связано с ослаблением внешнего спроса, а также неинклюзивным характером экономического роста в РА с одной стороны и структурными особенностями экономического роста с другой стороны, например, определенными сдвигами в потребительских предпочтениях от потребления товаров к потреблению услуг. Спрос на инвестиционные продукты остается сдержанным из-за высокой региональной геополитической неопределенности, а также завершения некоторых инвестиционных проектов.

Реальный эффективный обменный курс в 4-м квартале 2024 года несколько укрепился в связи с номинальным ослаблением валют стран-партнеров РА - евро и особенно российского рубля по отношению к доллару США. Здесь основные неопределенности связаны с циклически завышенным обменным курсом в процессе стабилизации внешних дисбалансов и поглощения избыточного спроса. Рост внешнего спроса с 2022 года на фоне геополитических событий в Евразийском регионе, приток капитала и рабочей силы, высокий приток туризма и экспорта ИТ-услуг способствовали значительному повышению реального эффективного обменного курса (рис. 3.Б.8), тогда как низкая инфляция в экономике РА по сравнению с инфляцией в странах-партнерах с 2023 года способствовала замедлению темпов укрепления обменного курса. И если укрепление реального эффективного обменного курса носит в основном циклический характер, его корректировка неизбежно будет отражаться в корректировке счета текущих операций, следующей за процессом корректировки совокупного спроса. С другой стороны, возможно, что текущий уровень экспорта отражает новые возможности, которые способствуют увеличению долгосрочного экспортного потенциала, особенно в сфере услуг. Это приводит к фундаментальному, а не циклическому повышению реального эффективного обменного курса.

Счет текущих операций улучшается, в основном за счет экспорта драгоценных металлов.

Рисунок 3.Б.7. Текущий счет



Источник: СК РА, ЦБ РА

Спрос на потребительские и инвестиционные товары остается слабым.

Рисунок 3.Б.8. Объемы импорта по видам экономической деятельности

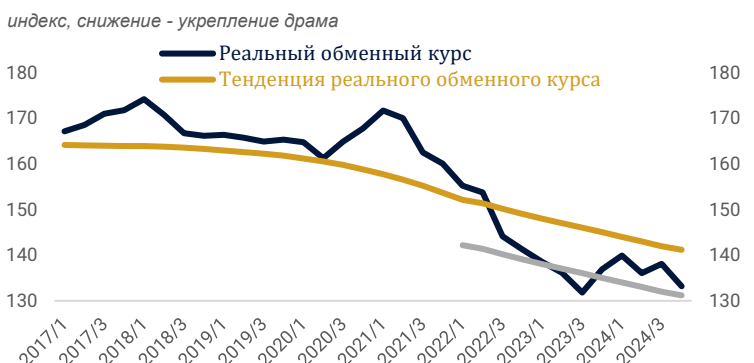


Источник: СК РА, ЦБ РА

Примечание: представленные данные не сопоставимы с ранее опубликованными данными, так как произошли определенные методические изменения, в частности, продукты, включенные в группу «Прочие», практически полностью перераспределены в другие группы по основным направлениям использования.

Некоторое ослабление реального обменного курса указывает на уменьшение внешних дисбалансов, однако неопределенность относительно тенденции укрепления сохраняется.

Рисунок 3.Б.9. Реальный эффективный курс по отношению к доллару, евро и рублю



Источник: ЦБ РА

Налогово-бюджетная политика

Несмотря на показатели высокой экономической активности, налоговые поступления в первые девять месяцев 2024 года, по сравнению с плановыми, продолжали оставаться несколько невыполненными, главным образом, из-за особенностей структуры экономического роста. Хотя рост налоговых поступлений по сравнению с предыдущим годом был достаточно высок и за девять месяцев он составил 9,3%, но часть увеличения связана с методическими изменениями, поскольку с этого года как доходная, так и расходная статья бюджета включают возврат подоходного налога за проценты по ипотечным кредитам. С учетом методологических изменений рост налоговых поступлений за девять месяцев составил 6,2%, что несколько ниже совокупного экономического роста за тот же период. Это создает риски увеличения дефицита и государственного долга в текущем году, а также более стимулирующего воздействия бюджетной политики на спрос.

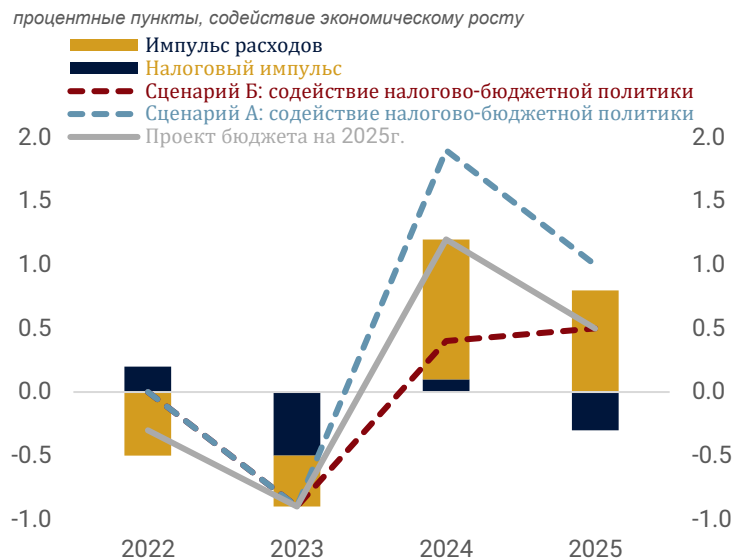
Следует также отметить, что в среднесрочной перспективе сохраняются риски формирования более стимулирующей позиции бюджета, чем предполагалось, что обусловлено необходимостью покрытия социальных расходов и решения проблемы недоплаты налогов (рис. 3.Б.9, сценарий А воздействия налогово-бюджетной политики). При этом более быстрый рост долгового бремени в среднесрочной перспективе также может вызвать риски повышения премии за страновой риск и нейтральной процентной ставки. В такой ситуации налогово-бюджетным органам придется сокращать расходы, чтобы сбалансировать бюджет, хотя большая часть текущих расходов не является обратимой, а сокращение капитальных расходов несет в себе некоторые риски замедления среднесрочного потенциального роста.

С другой стороны, в случае определенных недоборов налоговых поступлений и капитальных затрат влияние налогово-бюджетной политики может быть практически нейтральным, если принять во внимание неопределенность относительно степени их влияния на совокупный спрос, обусловленную структурными особенностями капитальных затрат (рис. 3.Б.9, сценарий Б воздействия налогово-бюджетной политики).

В среднесрочной перспективе для стабилизации долга и финансирования дефицита бюджета также существуют определенные риски в плане ужесточения налогового администрирования и законодательных изменений, которые могут оказать дополнительный сдерживающий эффект на спрос.

Влияние налогово-бюджетной политики на инфляционную среду относительно ограничено, но некоторые инфляционные риски могут быть вызваны невыполнением доходов, дальнейшим использованием средств резервного фонда и невыполнением капитальных расходов, а также увеличением государственного долга.

Рисунок 3.Б.10. Налогово-бюджетный импульс и сценарии на 2024 и 2025 годы



Источник: Минфин РА, расчеты ЦБ РА

В. Текущая ситуация на рынке труда и динамика инфляции

Спрос и предложение рабочей силы

Во 2-м квартале 2024 года уровень безработицы (исследования трудовых ресурсов Статистического комитета РА) снизился по сравнению с предыдущим кварталом до 13,8%, увеличившись почти на 2 процентных пункта по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (рис. 3.В.1), отражая постепенное ослабление конъюнктуры рынка труда. Следует отметить, что во 2-м 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 уменьшения числа занятых. Более того в первом полугодии 2024 года наблюдается некоторый отток иностранной рабочей силы, что, возможно, также отражает ослабление конъюнктуры рынка труда.

С другой стороны, во 2-м квартале 2024 года число зарегистрированных работников (по данным Комитета госдоходов) продолжало расти устойчивыми темпами, отражая большую неопределенность относительно фактического состояния рынка труда, поскольку опросы и данные предприятий дают диаметрально разные импульсы 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.

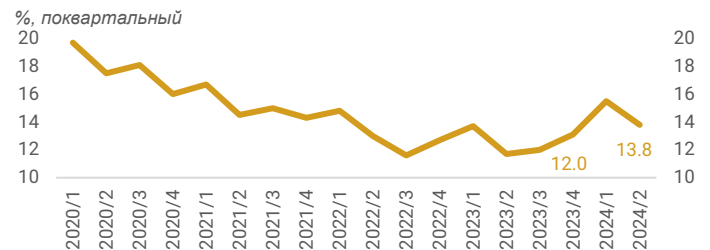
Основная неопределенность относительно перспектив рынка труда связана с ослаблением возможного оттока или притока иностранной рабочей силы, вызванного ужесточением некоторых законодательных норм в РА, непрерывностью, численностью и скоростью интеграции вынужденно перемещенного населения из Арцаха в рынок труда РА, и особенно ослаблением потока трудовых мигрантов из РА в Российскую Федерацию, и их более активным участием на внутреннем рынке труда.

Интеграция вынужденных переселенцев из Арцаха в экономику также может оказать положительное влияние на рынок труда и потенциал ВВП. Учитывая, что значительный прирост трудовых ресурсов во 2-м квартале не сопровождался существенным ростом предложения рабочей силы, основные неопределенности здесь связаны с темпами интеграции неактивных слоев населения в рынок труда.

Неопределенность относительно потока трудовых мигрантов в РФ значительна. Хотя разрыв в зарплатах между Арменией и Россией в последнее время восстанавливался, в условиях нынешнего ослабления рубля он может существенно сократиться. Риски для перспектив роста российской экономики продолжают оставаться актуальными. В этих условиях трудовая миграция в Российскую Федерацию может снизиться, что положительно скажется на расширении предложения рабочей силы и в определенной степени увеличит потенциал ВВП. Еще одним важным фактором сокращения сезонной миграции в Российскую Федерацию является ужесточение миграционного законодательства со стороны Российской Федерации, что также может положительно повлиять на расширение предложения рабочей силы в Республике Армения.

Конъюнктура рынка труда несколько улучшается, что способствует ослаблению инфляционного давления, однако это не сопровождается существенным увеличением предложения рабочей силы.

Рисунок 3.В.1. Уровень безработицы

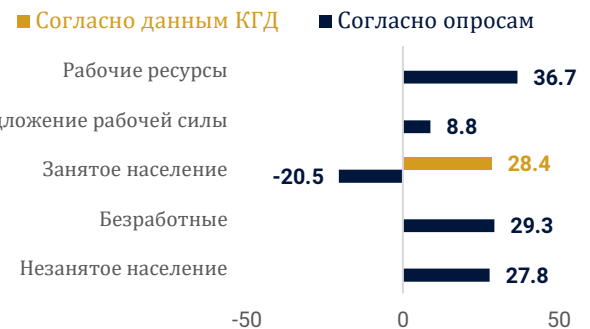


Источник: СК РА

Значительный рост трудовых ресурсов создает неопределенность относительно темпов их интеграции в рынок труда.

Рисунок 3.В.2. Изменение трудовых ресурсов РА, 2 кв. 2024 / 2 кв. 2023

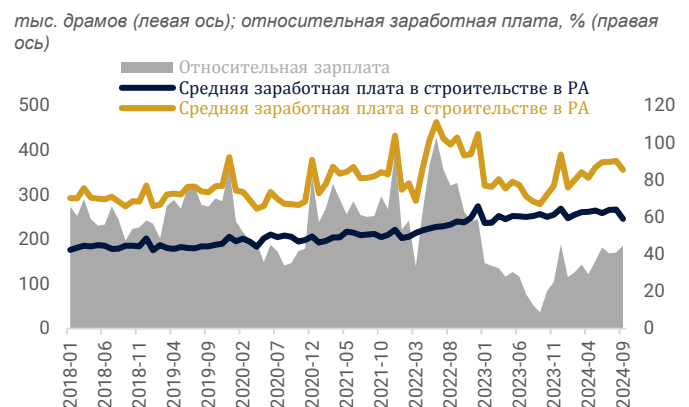
тыс. человек



Источник: СК РА

Ожидания сокращения разницы в зарплатах в секторе строительства в Армении и России могут повлиять на поток сезонных мигрантов из Армении в Россию.

Рисунок 3.В.3. Заработная плата в секторе строительства в РФ и РА



Источник: СК РА, Росстат

Рост заработной платы

После высоких темпов роста, зафиксированных в последние годы, рост номинальной заработной платы в частном секторе продолжил замедляться, составив 5,5% г/г в 3-м квартале 2024 года (рис. 3.В.1). Рост производительности, предложения рабочей силы и занятости, зафиксированный в предыдущих кварталах, а также некоторое снижение спроса на рабочую силу, наблюдаемое с начала года, способствовали значительному ослаблению инфляционного давления, возникающего на рынке труда. Из-за концентрации экономического роста импульсы со стороны рынка труда также весьма непропорциональны. В частности, существенный вклад в рост заработной платы вносит высокий рост заработной платы в отраслях финансовой и страховой деятельности. Например, в сентябре текущего года рост номинальной заработной платы несколько ускорился до 6,5% г/г, но около 3,5 п.п. этого прироста приходится на финансовый и страховой секторы, где заработная плата увеличилась более чем на 40% г/г. Без учета финансового и страхового секторов рост номинальной заработной платы в частном секторе в сентябре и октябре текущего года составил около 4,0%. В этих условиях концентрация роста заработной платы в экономике в одних секторах и замедление роста заработной платы в других секторах экономики могут быть интерпретированы как сигналы существенного ослабления или нейтрализации давления со стороны рынка труда. Возможное дополнительное увеличение предложения рабочей силы также может стать источником дальнейшего смягчения условий на рынке труда и снизить инфляционное давление, обусловленное рынком, в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Инфляция

В 4-м квартале 2024 года сохраняется низкая инфляционная среда. При этом 12-месячная инфляция, обусловленная главным образом сезонными факторами, несколько ускорилась, составив 1,4% в ноябре. Ускорение роста цен на импортные продукты питания, а также инфляция в сфере услуг, особенно нерегулируемых услуг, способствовали росту инфляции в последние месяцы. Однако сохранение слабой инфляционной среды в экономике в целом по-прежнему во многом обусловлено дефляционным давлением со стороны мировой экономики для некоторых товарных групп (непродовольственных), влиянием сдерживающей денежно-кредитной политики, проводившейся в последние годы, некоторым ослаблением конъюнктуры рынка труда, а также существенным сокращением дисбаланса между совокупным спросом и предложением. Инфляция в сфере услуг, главным образом обусловленная продолжающейся корректировкой внешнего спроса, остается ниже целевого показателя, несмотря на некоторое ускорение. В то же время поддержание внутреннего спроса на высоком уровне может вызвать определенное инфляционное давление, которое также будет поддержано налоговыми изменениями в текущем и следующем годах, и планируемым пересмотром тарифов на проезд в общественном транспорте в Ереване с января 2025 года. Однако, по оценкам, повышение тарифов будет иметь ограниченное общее влияние на инфляцию, максимум 0,5 п.п. и даже меньше, учитывая небольшую долю участия города Еревана и вышеупомянутых услуг в процессе формирования индекса потребительских цен в экономике.

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

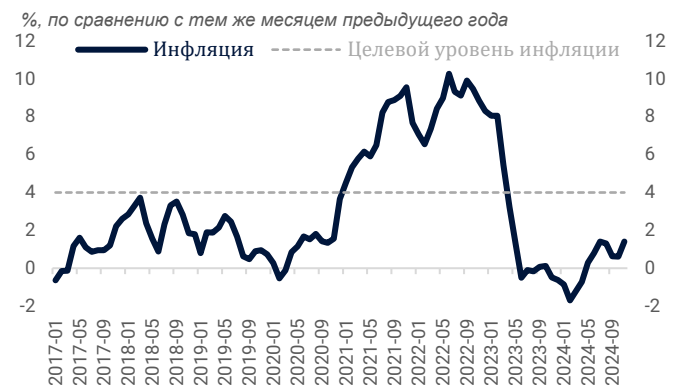
Рисунок 3.В.4. Рост номинальной заработной платы в частном секторе



Источник: СК РА

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

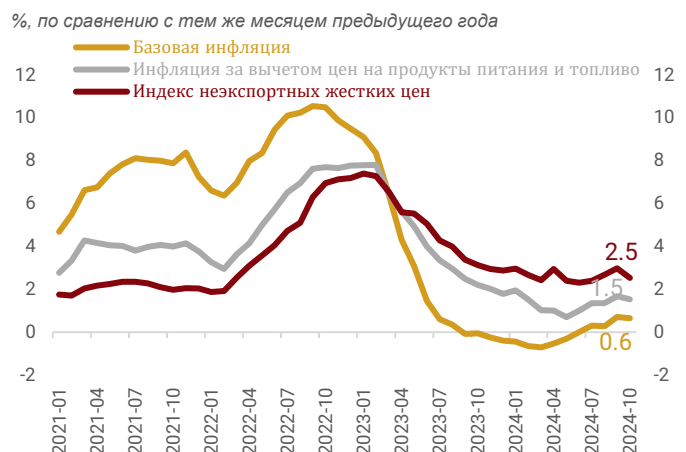
Рисунок 3.В.5. Инфляция



Источник: ЦК РА, ЦБ РА

Инфляция неэкспортируемых товаров с жесткими ценами продолжает стабилизироваться.

Рисунок 3.В.6. Показатели основной инфляции



Источник: СК РА, ЦБ РА

Инфляция, связанная с мировыми ценами на нефть, а также некоторое повышение мировых цен на пищевые продукты, наблюдаемое в последние месяцы (часть 3 А), несут в себе риски значительного ослабления или нейтрализации дефляционных тенденций импортируемых товаров.

Базовая инфляция, не учитывающая сезонные продукты питания и регулируемые услуги, в последние месяцы также находилась в зоне положительных значений, но на низком уровне, составив в октябре 0,6% г/г. Она во многом отражает сохраняющиеся дефляционные тенденции, передающиеся со стороны импортных непродовольственных и отечественных продовольственных товаров. Например, цены на одежду, обувь и молочные/мясные продукты снижаются по сравнению с прошлым годом. В то же время индекс жестких цен на неэкспортируемые товары (ИЖЦНЭ) несколько стабилизировался, зафиксировав в октябре инфляцию на уровне 2,5% г/г, что отражает смягчение и корректировку совокупного спроса. В результате корректировки внешнего спроса инфляционные тенденции отдельных товаров и услуг существенно ослабли (рис. 3.В.7). В случае такого развития событий, согласно прогнозам рынка (в том числе МВФ), инфляция в РА в ближайшем будущем все еще будет несколько ниже целевого показателя (таблица 3.В.1).

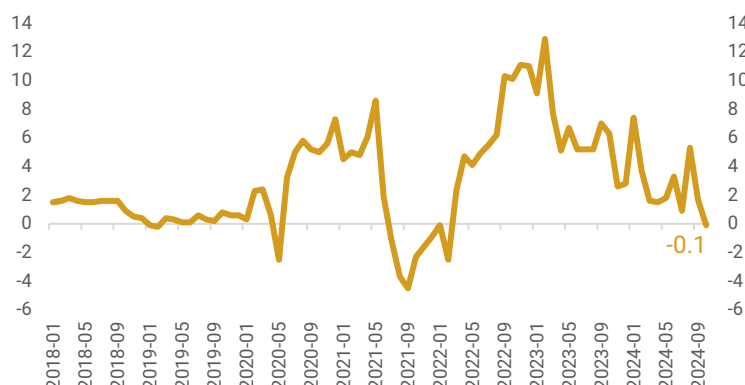
Инфляционные ожидания

Согласно результатам исследования инфляционных ожиданий населения, проведенного Центральным банком Армении, в 4-м квартале 2024 года неопределенность значительно снизилась, что отражает увеличение доли респондентов, ожидающих низкую инфляцию. Это в некоторой степени согласуется с продолжающимся сохранением слабой инфляционной среды, сложившейся в экономике в последние кварталы. В то же время, хотя и в меньшей степени, увеличилась доля респондентов, ожидающих более высокую инфляцию, что, вероятно, отражает общественное восприятие сохранения высокой инфляции для определенных товаров.

В результате корректировки внешнего спроса инфляционное давление продолжает ослабевать.

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

%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года

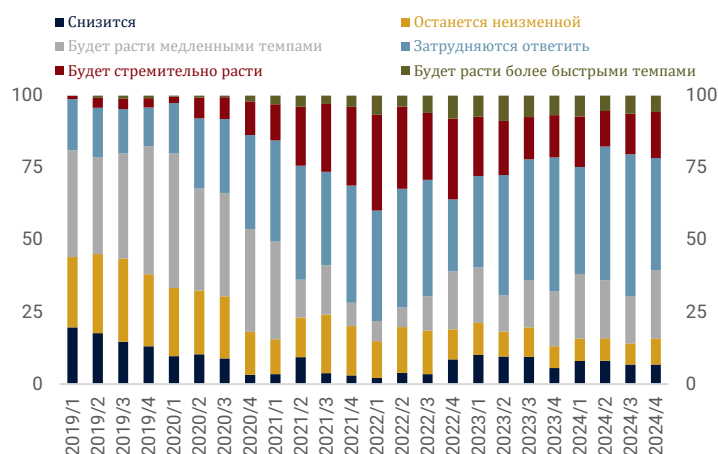


Источник: СК РА, ЦБ РА

Большая часть респондентов склоняется к низкой инфляции, сохраняется большая неопределенность.

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

доля респондентов опроса, поквартально



Источник: ЦБ РА

Г. Текущая ситуация на финансовом рынке

Ожидания на финансовых рынках относительно процентной ставки

Согласно результатам опросов, проведенных 30 октября 2024 года, участники рынка (в том числе коммерческие банки, институциональные инвесторы, управляющие активами и другие) ожидают, что Центральный банк Армении продолжит постепенно снижать учетную ставку в течение следующих восьми решений по ставке. Ключевые риски и проблемы, лежащие в основе оценок респондентов, предоставляют важную информацию для формирования набора сценариев, представленных в настоящем Докладе (раздел Д).

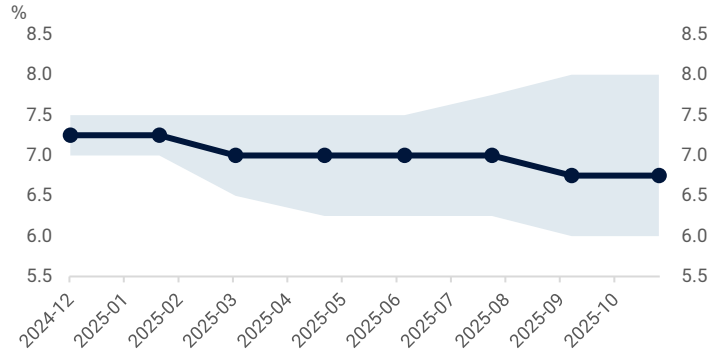
С другой стороны, ожидания по процентным ставкам, построенные на основе кривой доходности, показывают некоторый пересмотр траектории процентных ставок вверх на горизонте до одного года по сравнению с результатами опроса участников рынка. В целом, некоторый сдвиг кривой доходности вверх после октябрьского решения по ставке ДКП отражает, с одной стороны, потенциальное влияние краткосрочных факторов, воспринимаемых участниками рынка, а с другой - возможную переоценку восприятия макроэкономических рисков. Последнее, в частности, может отражать пересмотр участниками рынка рисков, связанных со стабилизацией долга Правительства РА и финансированием государственного дефицита, а также некоторых внешних факторов, таких как риски, связанные с длительным поддержанием более высоких долгосрочных процентных ставок в США.

Нейтральная процентная ставка

Несмотря на сохраняющуюся неопределенность, недавние решения Центрального банка о снижении ключевой ставки указывают на то, что вероятность сдерживающей денежно-кредитной политики значительно снизилась, а денежно-кредитная позиция близка к нейтральной. Неопределенность в этом вопросе имеет несколько направлений. С одной стороны, в условиях некоторого ослабления региональной геополитической напряженности, некоторое снижение премии за страновой риск Армении (рис. 3.Г.6) может свидетельствовать о текущем более низком уровне нейтральной процентной ставки РА. В то же время сохранение глобальных процентных ставок на высоком уровне можно интерпретировать как более высокий уровень фундаментальных равновесных процентных ставок, что приводит к пересмотру нейтральной ставки в сторону повышения в развивающихся странах. С другой стороны, возможный рост экспортного потенциала РА в последние годы и вытекающая из этого тенденция повышения реального эффективного обменного курса указывают на более низкий уровень фундаментальных процентных ставок во внутренней экономике, поскольку при принятии инвестиционных решений инвесторы также принимают во внимание динамику обменного курса во внутренней экономике. Высока также неопределенность в отношении уровня инфляционных ожиданий, однако результаты опроса домохозяйств, а также длительное сохранение низкой инфляционной среды могут указывать на некоторое снижение инфляционных ожиданий.

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

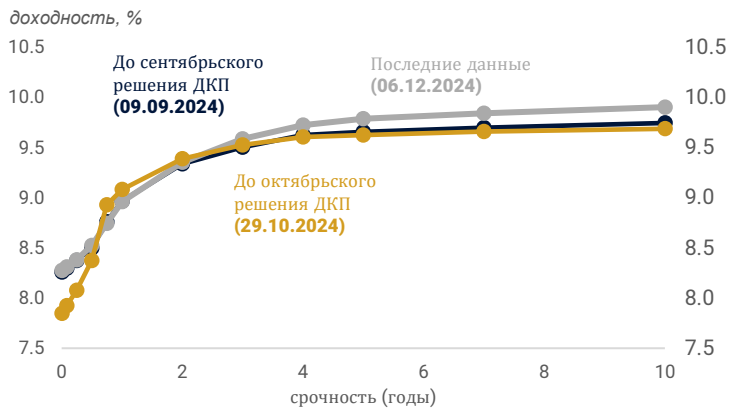
Рисунок 3.Г.1. Траектория процентной ставки согласно ожиданиям участников финансового рынка (по данным опросов ЦБ, 30 октября 2024 г.)



Источник: ЦБ РА

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

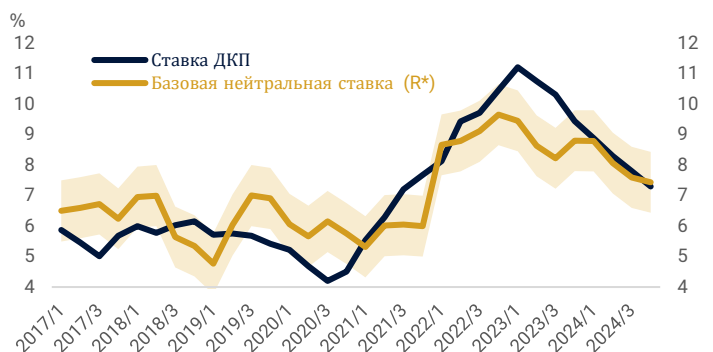
Рисунок 3.Г.2. Кривая доходности



Источник: ЦБ РА

Каковы условия денежно-кредитной политики?

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



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 проявляя тенденции к снижению, что обусловлено также сохранением высокого спроса на кредиты. В 3-м квартале 2024 года продолжился рост средств, привлеченных и предоставленных коммерческими банками, что свидетельствует о все еще высокой экономической активности в реальном секторе. Кредиты домохозяйствам продолжали стабильно расти, отражая высокий, но уже ослабевающий спрос на жилье. Несмотря на сохраняющуюся неопределенность, бизнес-кредитование несколько восстановилось во 2-м квартале. Все еще высокая экономическая активность, накопленные сбережения в частном секторе и снижение долгового бремени (по сравнению с доходами) в частном секторе могут повысить доверие потребителей, способствуя дальнейшему ускорению кредитования в экономике и усилению инфляционного давления. С другой стороны, сохранение геополитической неопределенности в регионе может привести к ослаблению доверия домохозяйств и бизнеса, тем самым 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 номинального обменного курса рубля на фоне сильного внутреннего спроса и высоких инфляционных ожиданий в РФ. Относительно устойчивый уровень драма является отражением происходящих процессов во внутренней экономике и внешнем мире. Вызываемые ими 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, вызывая давления укрепления в экономике (рис. 3.Б.7). 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 и возможностями для роста потребительского кредитования, что приведет к увеличению объемов импорта. Премия за страновой риск РА (рассчитываемая как разница между доходностью армянских еврооблигаций со сроком погашения в 2031 году и базовой безрисковой процентной ставкой с тем же сроком погашения) в последнее время несколько снизилась (рис. 3.Г.6). В основном это отражает региональную геополитическую неопределенность и связано не только с факторами, характерными для Армении. В то же время риск развивающихся рынков в целом продолжает снижаться из-за меньших опасений относительно потоков капитала из стран с формирующейся рыночной экономикой в страны с развитой экономикой, поскольку недавние события в США показали, что долгосрочные процентные ставки останутся на высоком уровне из-за внутренних проблем.

Спрос на потребительские кредиты продолжает оставаться на высоком уровне.

Рисунок 3.Г.4. Динамика кредитов, предоставленных коммерческими банками по видам



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 путем переоценки премии за страновой риск.

Рисунок 3.Г.6. Доходность еврооблигаций Армении со сроком погашения в 2031 году и оценка премии за страновой риск



Примечание: Премия за страновой риск РА рассчитывается как разница между доходностью армянских еврооблигаций со сроком погашения в 2031 году и базовой безрисковой процентной ставкой с тем же сроком погашения.

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 Шоки, которые могут привести к увеличению совокупного спроса по отношению к совокупному предложению, что, в свою очередь, может привести к росту инфляции. В подобной ситуации от денежно-кредитной политики может потребоваться относительно жесткое повышение процентных ставок для обеспечения ценовой стабильности в экономике и закрепления инфляционных ожиданий. Осложнения: Низкий уровень доверия к Центральному банку. Выпуск + Инфляция +	Сдерживание спроса Шоки, которые могут привести к снижению совокупного спроса по отношению к совокупному предложению, что, в свою очередь, может привести к снижению внутренней инфляции. В подобной ситуации от денежно-кредитной политики может потребоваться относительно жесткое снижение процентных ставок для обеспечения ценовой стабильности в экономике и закрепления инфляционных ожиданий. Осложнения: Эффективная нижняя граница процентной ставки, низкая инфляционная или дефляционная среда. Выпуск - Инфляция -
Сдерживание предложения Стагфляционные шоки (шоки), которые могут потребовать жесткой и агрессивной реакции повышения ожидаемой траектории ключевой ставки, вызывая значительный краткосрочный компромисс между инфляцией, экономическим ростом или другими целями (например, безработицей). Осложнения: проблемы с дальнейшим сдерживанием слабой экономики. Выпуск - Инфляция +	Расширение предложения Благоприятные шоки предложения, которые могут вернуть инфляцию к целевому уровню, приведут к более высокому экономическому росту и снижению процентных ставок. Осложнения: Экстраполяция текущих экономических тенденций в будущее может быть рискованной. 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, разработчики политики продумывают соответствующие меры денежно-кредитной политики, которые могут смягчить отрицательные последствия неблагоприятных шоков и использовать преимущества позитивных шоков.

Множество сценариев. Четвертый квартал 2024 года

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

Суждения о рисках, присущих сценариям типа А	Суждения о рисках, присущих сценариям типа Б
Расширение спроса - В США в результате переосмысления экономической политики возросла неопределенность в отношении масштабов налогово-бюджетного стимулирования, особенно в среднесрочной и долгосрочной перспективах. В частности, в случае возможного снижения налоговых ставок в сочетании с более высокими, чем ожидалось, государственными расходами, долговое бремя может существенно возрасти, способствуя повышению нейтральной процентной ставки в США, тем самым также влияя на нейтральные процентные ставки развивающихся стран, включая Республику Армения. - Из-за рисков, вытекающих из региональных геополитических конфликтов и потенциальной эскалации пограничной напряженности в Армении, премия за риск страны быстро корректируется в сторону своего долгосрочного, фундаментального уровня. Этот уровень отражает специфические особенности Армении и региона, включая неопределенность в отношении напряженности на границе, региональных геополитических событий и других факторов. В этом контексте возможная переоценка премии за страновой риск в сторону повышения представляет риски, связанные с пересмотром в сторону повышения нейтральной процентной ставки, что, при прочих равных условиях, может привести преимущественно к инфляционному давлению, учитывая более адаптивную позицию денежно-кредитной политики. - Из-за недобора налоговых поступлений и необходимости осуществления социальных и других расходов (не способствующих внутреннему росту) в среднесрочной перспективе существует риск значительного роста долгового бремени по сравнению с ожиданиями, что приведет к корректировке премии за риск страны в сторону ее фундаментального уровня. - Высокие темпы внутреннего экономического роста, возможно, отражают более высокий уровень производительности, увеличение предельной стоимости капитала и рост нейтральной процентной ставки, и в этом случае существуют риски дальнейшего ускорения спроса и усиления инфляционного давления. - Неопределенности относительно условий спроса во внутренней экономике (сформированный избыточный спрос и его устойчивость): - Экономический рост выше долгосрочного потенциального уровня, который в основном поддерживается факторами внутреннего спроса, отражает риски сохранения среды избыточного спроса в РА. - Продолжающийся высокий рост потребления, кредитование экономики за счет сбережений, накопленных в частном секторе, а также увеличение доходов, полученных от позитивной динамики экспорта, также могут способствовать расширению спроса в ближайшем будущем. - Формирование более стимулирующей позиции налогово-бюджетной политики, чем ожидалось, с рисками расширения внутреннего спроса. <i>Продолжение на следующей странице</i>	Сдерживание спроса - Слабый внутренний спрос, сформировавшийся на фоне структурных проблем и высокой неопределенности в мировой экономике, особенно в ЕС и Китае, может сохраняться в течение длительного времени, что приведет к длительному поддержанию слабой инфляционной среды на международных товарно-сырьевых рынках. - Хотя экономический рост РФ сохраняется на высоком уровне, в результате более целевого и последовательного применения западных санкций сформировались риски резкого ослабления экономического роста РФ, особенно в условиях ужесточения экономической политики. В этом контексте денежные переводы в РА и спрос в РФ на товары и услуги РА могут снизиться. - Постепенная корректировка перегретого рынка недвижимости несет в себе риски дальнейшего замедления строительного сектора и снижения цен на недвижимость, что перенесет дополнительный сдерживающий эффект на смежные секторы экономики и общую конъюнктуру спроса, создав 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 уровня безработицы, выраженный в высокой степени концентрации доходов в некоторых секторах экономики, в условиях низкой инфляции содержат неопределенность в отношении условий внутреннего спроса и создают риски негативной конъюнктуры спроса с продолжающимися дефляционными эффектами в среднесрочной перспективе. - Поддержание инфляции ниже целевого уровня в течение длительного периода может привести к корректировке инфляционных ожиданий в сторону понижения, продлению ее поддержания и сдержанному потребительскому поведению. - Риски дополнительного сдерживания спроса под воздействием налогово-бюджетной политики: - Дополнительное ограничение спроса наряду с возможным ужесточением налогового администрирования, законодательными изменениями и другими мерами, необходимыми для улучшения соотношения налогов к ВВП и финансирования дефицита бюджета в будущем. - Относительное увеличение доли капитальных затрат в структуре государственных расходов может привести к более сдерживающему воздействию налогово-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) В условиях сохраняющейся неопределенности, связанной с ожиданиями инфляции (обменного курса), различные потенциальные шоки могут привести к сценариям, в которых эти ожидания станут неустойчивыми в восходящем направлении.	Сдерживание спроса (продолжение) Из-за притока капитала и высокопроизводительной рабочей силы в последние годы существует значительная неопределенность относительно производительности, долгосрочного потенциального роста, степени укрепления равновесного реального обменного курса, а также лежащих в основе этих факторов среднесрочной стабильности и тенденций потоков капитала. Это может способствовать формированию и поддержанию более низких нейтральных процентных ставок в Армении.
Сдерживание предложения - Риски, связанные с перебоями в глобальных цепочках поставок: - Дальнейшее обострение ситуации вокруг региональных конфликтов (Ближний Восток, российско-украинский конфликт) усугубит нарушения глобальных цепочек поставок и будет усиливать давление в сторону увеличения инфляции сырья и пищевых продуктов, в результате, с одной стороны, ограничивая центральные банки ведущих стран в смягчении денежно-кредитной политики в ближайшем будущем, с другой стороны, создавая дополнительную инфляционную среду по импорту товаров. - В условиях ужесточения торговой политики крупных экономик по отношению друг к другу и внешнему миру, сбои в производственных цепочках приведут к росту издержек производства и формированию глобальной инфляции в краткосрочной и среднесрочной перспективе. - Достаточно большие объемы внешней торговли, а также потоки капитала способствуют нынешнему экономическому росту и относительной финансово-экономической стабильности в РА. В случае резкого замедления темпов роста в результате продолжающихся и более целевых санкций против Российской Федерации и третьих стран возможны инфляционные риски, связанные со значительным сокращением финансовых потоков и усилением волатильности на финансовых рынках.	Расширение предложения - В связи с дальнейшим сокращением разрыва в заработной плате в РА и РФ (особенно в результате текущего ослабления рубля) и высокой неопределенностью вокруг среднесрочных перспектив роста РФ - снижение сезонной миграции РА в РФ. В результате в РА может образоваться избыточное предложение рабочей силы, что будет способствовать снижению роста заработной платы, существенно ослабляя инфляционное давление. - Формирование избыточного предложения и дефляционного давления в регионе в условиях периодических сбоев в экспортных логистических маршрутах и, как следствие, торговых потоках, особенно для сезонных пищевых продуктов. В частности, периодические дефляционные эффекты на сезонные продукты питания будут сохраняться из-за увеличения совокупного выпуска в результате увеличения тепличных хозяйств, что может сочетаться с возможными трудностями в экспорте сельскохозяйственной продукции. - В случае существенного ужесточения внешнеторговой политики США в среднесрочной перспективе в мировой экономике может сформироваться избыточное предложение товаров и услуг (например, грузовых) со стороны ряда ведущих экономик, что сопряжено с риском соответствующего дефляционного давления на более мелкие экономики.

Врезка 3. Ориентированный на рынок 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 сценария. Вместо этого мы полагаемся на информацию от участников финансового рынка (включая коммерческие банки, управляющих инвестиционными фондами, институциональных инвесторов и т. д.), собранную посредством ежеквартальных опросов, для разработки макросогласованного (macro consistent) “ориентированного на рынок сценария”. Ориентированный на рынок сценарий может служить той же цели, что и традиционный базовый сценарий, в том смысле, что он представляет собой “наиболее вероятную оценку” будущего рынка, основанную на информации, доступной участникам рынка в данный момент. Использование ориентированного на рынок сценария позволяет Центральному банку РА, наряду с “наиболее вероятными” рыночными ожиданиями, сосредоточиться на неопределенностях, рисках и сценариях, которые могут представлять риски для денежно-кредитной политики и стабильности цен. В то же время это дает возможность эффективно доносить логику и обоснование решений по ДКП в рамках подхода разумного управления рисками.

Примечание: Макроэкономические исследования проводятся Центральным банком Армении ежеквартально. Для построения каждому участнику предлагается предоставить макросогласованный сценарий, включающий описание качественных факторов, лежащих в основе сценария, и связанных с ними рисков типа А и В, а также количественные прогнозы по инфляции, экономическому росту, процентной ставке ЦБ РА и номинальному обменному курсу драм/доллар на ближайшие 12 кварталов. Исследование 4-го квартала 2024 года проводилось в сентябре-октябре 2024 года. В опросе приняли участие 18 коммерческих банков, 35 кредитных организаций, 19 инвестиционных компаний и 1 управляющий инвестиционным фондом.

Рисунок В.3.1. Инфляция



Рисунок В.3.3. Рост реального ВВП



Рисунок В.3.2. Ставка рефинансирования ЦБ

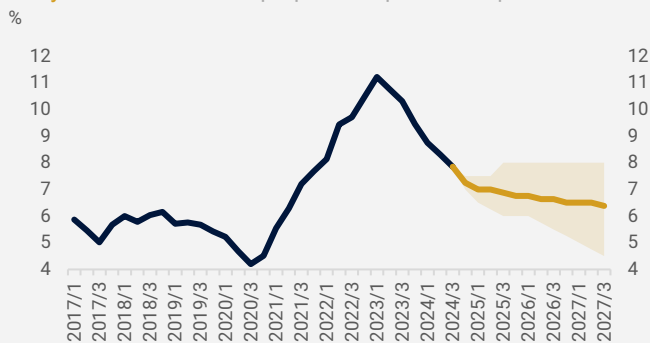
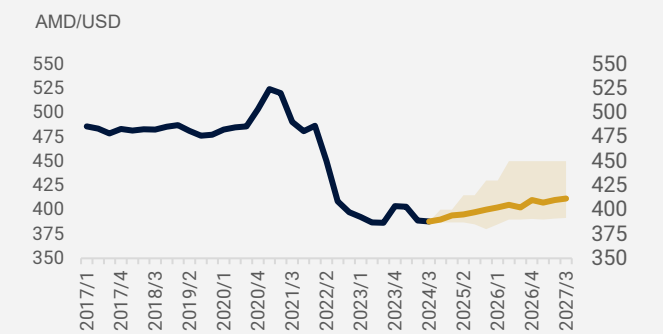


Рисунок В.3.4. Номинальный обменный курс



Примечание: макроопрос ЦБ РА показан как среднее значение ответов на опрос (линия) и диапазон между минимальным и максимальным ответами (заштрихованная область).

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

Источник Дата	МВФ Апр-24	Макроопрос ЦБ 3-й кв. 2024г.	Консенсус Сен-24
Рост ВВП (годовой, %)			
2023 (фактический)		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 (фактическая)		-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 РА

Е. Перспективы денежно-кредитной политики

Сценарий типа А: ключевая ставка выше рыночных ожиданий.

Формирование и длительное поддержание избыточного спроса во внутренней экономике.

Несмотря на определенное ослабление, зафиксированное в последних кварталах, вызванное, главным образом, расширением внутреннего спроса, в РА сохраняется экономический рост выше потенциального уровня. Например, в январе-октябре 2024 года большой вклад в рост экономической активности внесли отрасль строительства, недвижимости, искусства, сферы развлечений и отдыха, розничной торговли, размещения и общественного питания, что может свидетельствовать о сформировавшемся высоком внутреннем спросе (рис. 3.Е.1). Однако эти секторы имеют ограниченное влияние на будущие перспективы роста экономики. Некоторых экспортные секторы испытывают слабый рост, в то время как в других сохраняется отрицательная среда.

С другой стороны, в последних кварталах наблюдалось значительное ускорение роста как валового накопления основных средств, так и особенно расходов на конечное потребление домашних хозяйств (рис 3.Е.2). В частности, в 3-м квартале 2024 года рост валового накопления основных средств составил 16,1% г/г, потребления домохозяйств - 9,6%. Эти события указывают на расширение внутреннего спроса на фоне роста доверия потребителей. Значительные сбережения, накопленные в частном секторе в последние годы, сохранение высоких темпов роста объемов кредитования (рис. 3.Г.4), особенно в условиях высокой ликвидности банковской системы и ослабления долгового бремени частного сектора по отношению к доходам в последние годы, а также рост доходов, полученных за счет позитивной динамики экспорта, могут способствовать дальнейшему расширению высокого внутреннего спроса.

В этих условиях еще одним важным компонентом, способствующим дополнительному расширению внутреннего спроса, может стать проведение более стимулирующей, чем ожидалось, налогово-бюджетной политики в текущем и последующих годах. Следует отметить, что налоговые поступления с января по октябрь 2024 года несколько не достигли запланированных показателей, в то время как риски дальнейшего недосбора средств из-за структурных особенностей экономического роста сохраняются. С другой стороны, реализация социальных и других целевых программ может создать необходимость использования резервного фонда. В результате налогово-бюджетная политика может оказать существенное влияние на совокупный спрос, что приведет к соответствующему инфляционному давлению. Следует также отметить, что более быстрый рост долгового бремени по сравнению с ожиданиями также несет в себе определенные риски увеличения премии за страновой риск. Такой сценарий предполагает более высокую ключевую ставку ЦБ по сравнению с ожиданиями рынка, чтобы сдерживать избыточный спрос во внутренней экономике и учесть возможное увеличение премии за страновой риск РА.

Рост экономической активности поддерживается в основном за счет отраслей, обусловленных расширением внутреннего спроса.

Рисунок 3.Е.1. Экономическая активность в основных секторах, кумулятивно, январь-октябрь 2024 г.

%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года

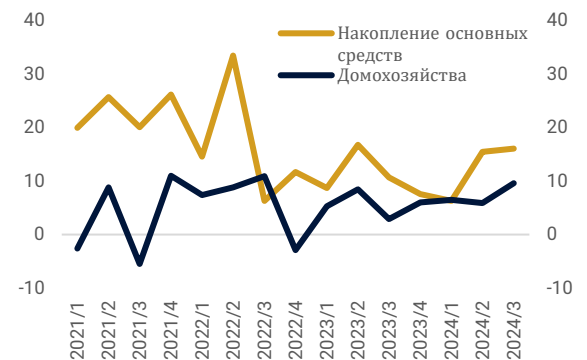


Источник: СК РА

В последние кварталы произошло значительное ускорение роста как валового накопления основных фондов, так и особенно расходов на конечное потребление домашних хозяйств.

Рисунок 3.Е.2. Динамика потребления домохозяйств и накопления основных средств

%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года



Источник: СК РА

Сценарий типа Б: ключевая ставка ниже рыночных ожиданий

Эффекты роста, ослабления спроса и дефляции в смежных отраслях экономики в условиях постепенной корректировки цен в строительстве и рынка недвижимости.

В РА в последние годы в условиях дефицита альтернативных вариантов инвестирования, высоких темпов роста доходов и, особенно, значительного субсидирования процентных платежей по ипотечным кредитам сформировался высокий спрос на недвижимость, что первоначально, на фоне медленного роста предложения, привело к значительному росту цен на недвижимость и формированию завышенных условий (рис. 3.Е.3). Затем в условиях высоких цен предложение начало постепенно увеличиваться, зафиксировав исторически высокие уровни с 2023 года (рис. 3.Е.4). Несмотря на сохраняющуюся активность рынка ипотечного кредитования, в секторе недвижимости начинают появляться некоторые признаки естественных, постепенных корректировок. В частности, нынешнее резкое снижение количества разрешений на проектирование в Ереване и, с другой стороны, значительное увеличение актов об окончании работ свидетельствуют о завершении многих строительных проектов и дефиците новых проектов (рис. 3.Е.5). Сокращение объемов нового строительства в Ереване, если не будет соразмерного увеличения строительной активности в регионах РА, приведет к ослаблению активности в строительстве и смежных отраслях. С другой стороны, в последние месяцы также наблюдается постепенное снижение цен на аренду.

Следует отметить, что с точки зрения денежно-кредитной политики управление рисками, связанными с рынком недвижимости, имеет особое значение из-за потенциально существенных и долгосрочных последствий на общую среду спроса. В частности, рост цен на недвижимость может повлиять на совокупный спрос несколькими основными способами:

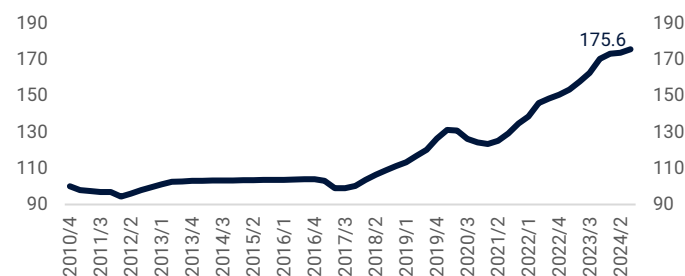
- Высокие цены стимулируют реализацию новых строительных проектов, тем самым способствуя росту экономической активности и в смежных отраслях.
- Поскольку недвижимость составляет значительную часть благосостояния многих домохозяйств, рост цен на недвижимость дает владельцам недвижимости большую уверенность в потреблении.
- Недвижимость, выступающая в качестве обеспечения по кредитам, может влиять на циклы.

В такой ситуации, чтобы достичь цели стабильности цен при минимизации социальных издержек, Центральный банк должен принять более резкое снижение ставок по сравнению с ожиданиями рынка, чтобы стимулировать спрос и приблизить инфляцию к целевому уровню в среднесрочной перспективе.

Из-за высокого спроса на недвижимость и изначально медленного роста предложения цены на недвижимость значительно выросли.

Рисунок 3.Е.3. Цены на недвижимость в городе Ереване

индекс, 4-й кв. 2010 = 100

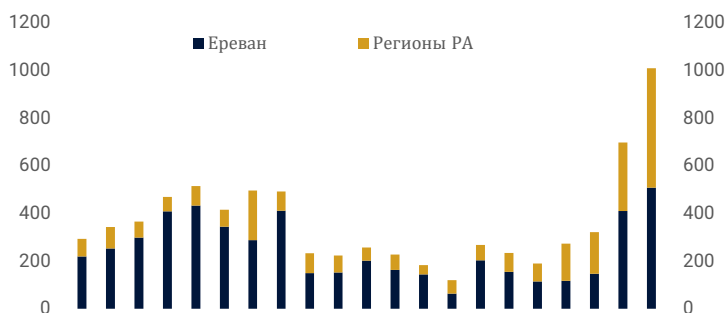


Источник: Комитет кадастра РА, расчеты ЦБ РА

В результате высоких цен предложение начало постепенно увеличиваться, достигнув исторического максимума за последние годы.

Рисунок 3.Е.4. Общая площадь недвижимости, введенной в эксплуатацию в РА

тыс. кв. м

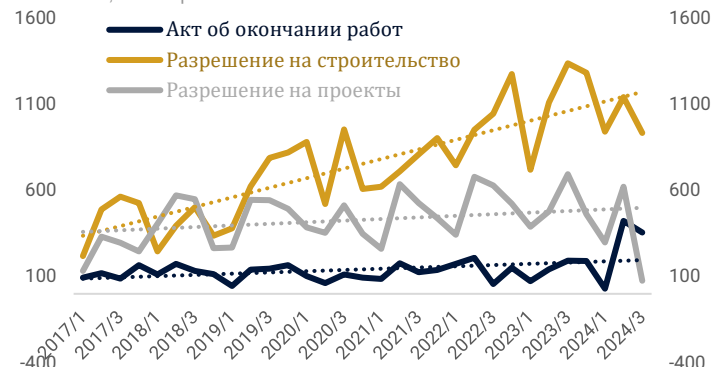


Источник: СК РА. Расчеты ЦБ РА

Резкое снижение количества разрешений на проектирование жилья в городе Ереване и, с другой стороны, значительное увеличение актов об окончании работ свидетельствуют о завершении многих строительных проектов и дефиците новых проектов.

Рисунок 3.Е.5. Разрешения на строительство и акты об окончании работ в Ереване

количество, ежеквартально



Источник: мерия Еревана

Обобщение макроэкономических прогнозов для сценариев типа А и типа Б

Рисунок 3.Е.6. Траектория экзогенной ключевой ставки, %



Рисунок 3.Е.9. Индекс жестких цен на неэкспортируемые товары, %, по сравнению с тем же кварталом предыдущего года

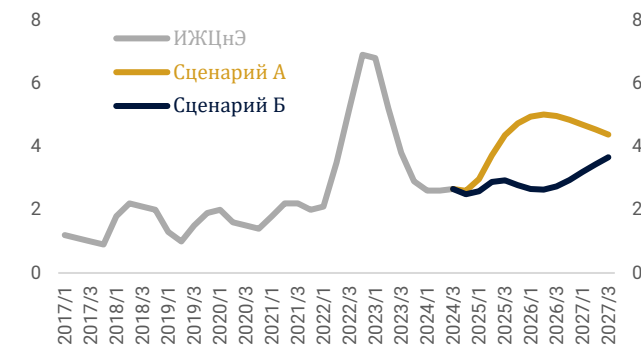


Рисунок 3.Е.7 Рост реального ВВП, %, по сравнению с тем же кварталом предыдущего года

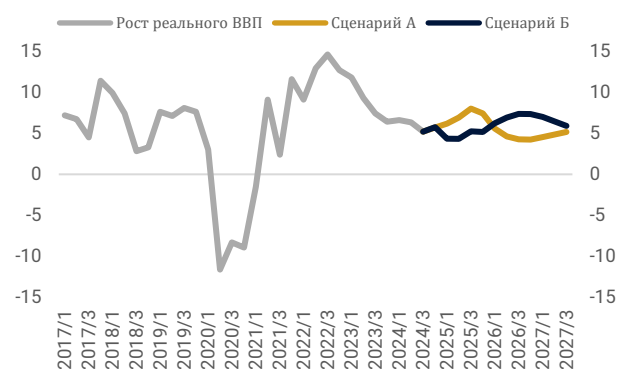


Рисунок 3.Е.10. Разрыв ВВП, %

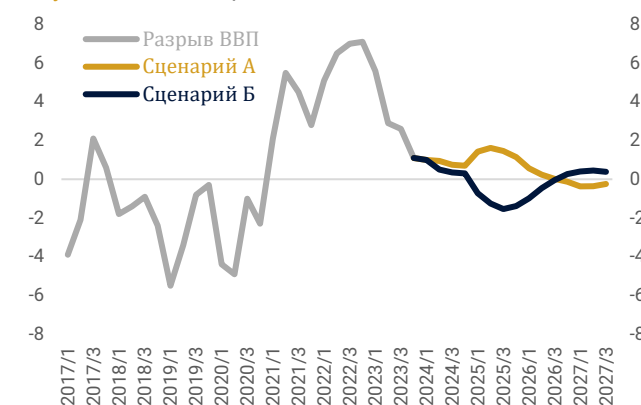


Рисунок 3.Е.8. Инфляция, %, по сравнению с тем же кварталом предыдущего года

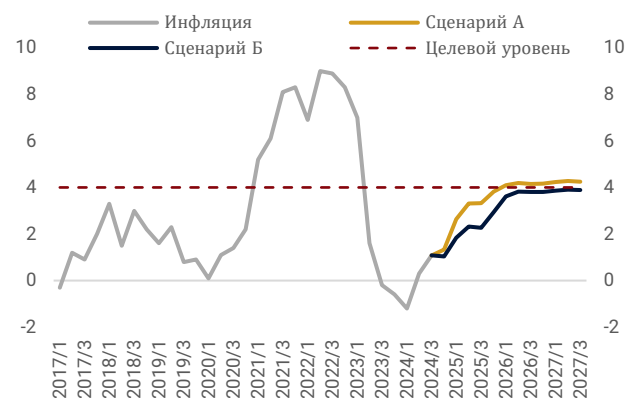


Рисунок 3.Е.11. Реальная процентная ставка, %



Рисунок 3.Е.12. Номинальный эффективный обменный курс, индекс

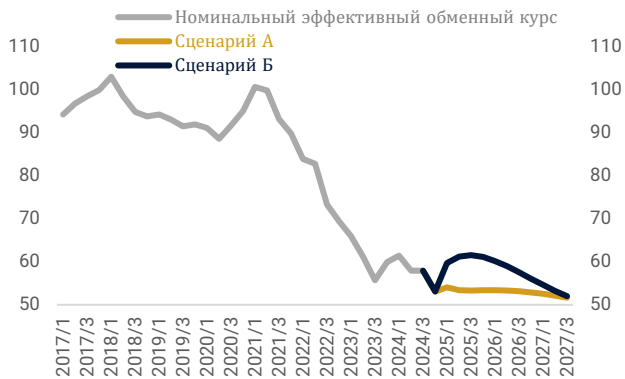


Рисунок 3.Е.14. Модельная оценка инфляционных ожиданий (через 12 месяцев), %, по сравнению с тем же кварталом предыдущего года

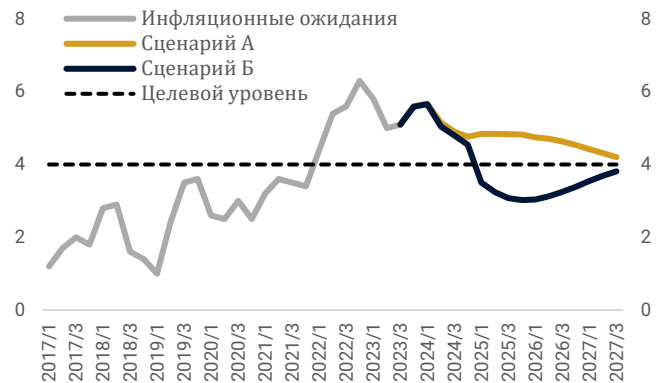


Рисунок 3.Е.13. Реальный эффективный обменный курс, индекс

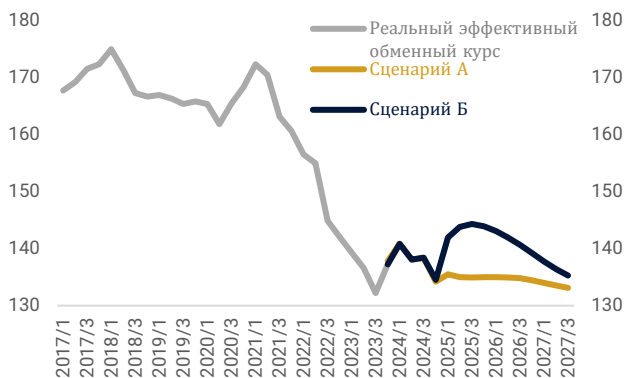


Таблица 3.Е.1. Макроэкономическое обобщение сценариев типа А и типа Б

Фактические и прогнозные данные по сценариям типа А и типа Б

		2022	2023	2024		2025		2026		2027	
		Факт.	Факт.	Сцен.А	Сцен.Б	Сцен.А	Сцен.Б	Сцен.А	Сцен.Б	Сцен.А	Сцен.Б
Внешний сектор											
Экономический рост США	%, реальн. рост	2.0	2.6	2.7	2.7	2.2	2.2	2.3	2.3	2.5	2.5
Экономический рост еврозоны	%, реальн. рост	3.2	0.4	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
Экономический рост РФ	%, реальн. рост	-2.0	3.0	3.7	3.7	0.6	0.6	1.7	1.7	1.6	1.6
Инфляция в США	среднее, %	7.7	4.0	2.9	2.9	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
Инфляция в еврозоне	среднее, %	8.0	5.4	2.4	2.4	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
Инфляция в России	среднее, %	12.9	5.5	8.0	8.0	5.8	5.8	3	3	3.2	3.2
Цена на нефть	доллар/баррель	99.5	82.6	81.3	81.3	79.2	79.2	79.0	79.0	79.0	79.0
Цена на медь	доллар/тонна	8956	8472.1	9102.1	9102.1	9391.7	9391.7	9580.7	9580.7	9798.9	9798.9
Индекс ФАО	индекс	143.5	124.1	121.1	121.1	128.1	128.1	131.0	131.0	133.6	133.6
Внутренняя экономика											
Цены											
Инфляция	г/г, конец периода, %	8.3	-0.6	2.1	1.6	3.9	3.2	4.2	3.8	4.0	4.0
ИПЦ	г/г, среднее, %	8.6	2.0	0.4	0.3	3.3	2.3	4.2	3.8	4.2	4.0
Неэкспортные жесткие цены	г/г, среднее, %	4.5	4.8	2.6	2.6	4.0	2.8	4.9	2.7	4.5	3.5
Совокупный доход											
ВВП	млрд драмов	8501.5	9453.2	10054.7	10048.6	11124.8	10774.3	12127.6	11963.2	13268.9	13196.7
ВВП	%, реальн. рост	12.6	8.3	6.0	6.0	7.1	4.8	4.7	7.0	5.0	6.2

Продолжение на следующей странице

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

		2022	2023	2024		2025		2026		2027	
		Факт.	Факт.	Сцен.А	Сцен.Б	Сцен.А	Сцен.Б	Сцен.А	Сцен.Б	Сцен.А	Сцен.Б
Спрос											
Потребление	%, реальн. рост	4.3	9.0	6.1	5.3	11.2	4.1	4.9	5.7	4.7	5.7
Государственное потребление	%, реальн. рост	-2.2	28.3	-5.9	-9.8	9.7	7.3	4.8	5.0	5.0	5.0
Частное потребление	%, реальн. рост	5.6	5.6	8.5	7.4	10.1	3.5	3.9	5.8	4.7	5.8
Валовое накопление основных средств*	%, реальн. рост	14.0	10.1	8.1	9.7	8.5	4.0	4.3	9.4	3.6	5.0
Государственные инвестиции**	%, реальн. рост	89.0	27.0	27.7	34.5	14.1	11.7	12.9	14.7	1.1	-0.5
Среднее валовое накопление частных основных фондов	%, реальн. рост	-1.1	3.6	5.6	5.6	12.3	1.4	5.1	7.6	4.3	6.5
Экспорт товаров и услуг	%, реальн. рост	59.9	30.7	26.5	28.3	-25.3	-16.3	2.1	6.1	3.2	4.5
Импорт товаров и услуг	%, реальн. рост	35.0	30.2	27.8	25.7	-13.9	-20.7	4.4	0.2	2.3	2.6
Текущий счет											
Торговый баланс	млн долларов США	-147.2	-203.2	-444.1	-371.3	-1384.6	-849.5	-1331.5	-768.1	-1185.1	-991.8
Денежные переводы	млн долларов США	1449.2	979.0	724.9	724.9	750.3	750.3	768.7	768.7	788.9	788.9
Текущий счет	млн долларов США	64.7	-556.3	-834.2	-714.5	-1356.8	-620.9	-1288.2	-874.0	-1065.4	-990.1
Торговый баланс	доля в ВВП, %	-0.7	-0.8	-1.7	-1.5	-4.9	-3.4	-4.5	-2.8	-3.7	-3.2
Денежные переводы	доля в ВВП, %	7.3	4.1	2.8	2.8	2.7	3.0	2.6	2.8	2.5	2.5
Текущий счет	доля в ВВП, %	0.3	-2.3	-3.3	-2.8	-4.8	-2.5	-4.4	-3.2	-3.4	-3.2
Государственный сектор***											
Доходы и гранты	млрд драмов	2046	2358.6	2,508.7	2,604.7	2,766.7	2,778.3	3,053.4	3,137.0	3,379.5	3,591.6
Налоговые доходы	млрд драмов	1926	2221.9	2,358.1	2,448.4	2,600.7	2,611.6	2,870.2	2,948.8	3,176.8	3,376.1
Расходы	млрд драмов	2243.5	2550.2	3,110.2	3,096.5	3,516.5	3,441.6	3,718.4	3,812.1	3,884.3	4,086.8
Дефицит	млрд драмов	-197.5	-191.6	-601.5	-491.8	-631.8	-610.3	-665.0	-675.1	-504.8	-495.2
Доходы и гранты	доля в ВВП, %	24.1	24.8	25.0%	25.9%	24.9%	25.8%	25.2%	26.2%	25.5%	27.2%
Налоговые доходы	доля в ВВП, %	22.7	23.4	23.5%	24.4%	23.4%	24.2%	23.7%	24.6%	23.9%	25.6%
Расходы	доля в ВВП, %	26.4	26.8	30.9%	30.8%	31.6%	31.9%	30.7%	31.9%	29.3%	31.0%
Дефицит	доля в ВВП, %	-2.3	-2.0	-6.0%	-4.9%	-5.7%	-5.7%	-5.5%	-5.6%	-3.8%	-3.8%

* 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 проекта госбюджета на 2025 год и государственного плана среднесрочных расходов.

