



Центральный Банк
Республики Армения

2-й квартал 2024 года

Доклад
о денежно-кредитной
ПОЛИТИКЕ

Программа денежно-кредитной
политики

Опубликовано 11 июня 2024 г.

Содержание

01.	Общий обзор	3
	а. Заявление о денежно-кредитной политике	
	б. Краткое изложение экономической ситуации	
02.	Цели и система денежно-кредитной политики	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	11
	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 7 июня 2024 года.



Центральный Банк
Республики Армения

Доклад о денежно-кредитной политике: 2-й квартал 2024 г.

01 |

Общий обзор

А. Заявление о денежно-кредитной политике

Совет Центрального банка Армении принял решение снизить ставку рефинансирования, установив ее на уровне 8,0%.

Совет Центрального банка (далее – Совет) 11 июня 2024 года принял решение снизить ключевую ставку на 0,25 п.п., установив ее на уровне 8,0%. Совет считает, что более низкая ставка рефинансирования необходима для достижения цели инфляции на уровне 4% и стабильности цен в среднесрочной перспективе.

Во втором квартале 2024 года 12-месячная инфляция продолжала оставаться ниже целевого показателя, составив в мае 0,3%. 12-месячная базовая инфляция осталась в отрицательной области, составив в апреле -0,5%.

Во втором квартале 2024 года сохраняются риски замедления экономического роста в мире и основных странах-партнерах Армении. Глобальная инфляция продолжает снижаться, но цены на товары и услуги с жесткими ценами в странах-партнерах по-прежнему остаются относительно высокими. В то же время перегрев на рынке труда в странах-партнерах продолжает содействовать сохранению высокого спроса. Геополитические проблемы, возникшие на Ближнем Востоке с начала года, а также растущая напряженность в международных торговых отношениях обусловили определенные риски в отношении дальнейшего роста цен на международном сырьевом рынке и возможного нарушения цепочек поставок. Исходя из этого вполне вероятно, что центральные банки стран-партнеров, особенно ФРС США, сохраняют жесткие монетарные условия в течение более длительного периода времени. В результате сохраняется слабое дефляционное воздействие внешнего сектора на экономику РА.

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

В условиях высокой степени неопределенности, учитывая приверженность Совета ЦБ достижению цели ценовой стабильности, Совет рассматривает в своих обсуждениях несколько сценариев. С одной стороны, Совет обсудил сценарии, в которых основные события, включая более продолжительные жесткие денежно-кредитные условия в странах-партнерах, а также неопределенность в отношении премии за страновой риск и нейтральной процентной ставки, требуют более агрессивной реакции политики, чем ожидания рынка, для управления рисками, угрожающими достижению цели стабильности цен. С другой стороны, Совет рассмотрел сценарии, в которых возможное экономическое развитие, включая риски слабого спроса из-за структурных особенностей экономического роста, может привести к долгосрочному поддержанию инфляции на низком уровне. Это предполагает более быстрое и значительное снижение ключевой ставки, чем ожидания рынка, для укрепления инфляции вокруг целевого показателя в среднесрочной перспективе.

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

Утверждено Советом Центрального банка Республики Армения 11 июня 2024 года.

Председатель
Мартын Галстян

Заместители председателя:
Оганнес Хачатрян
Армен Нурбекян

Члены Совета:
Асмик Каграманян
Давид Наапетян
Артак Манукян
Левон Саакян
Нарек Казарян

Б. Краткое изложение экономической ситуации.

Глобальная экономика

Во втором квартале 2024 года, несмотря на неравномерность экономического развития в странах-партнерах, риски замедления активности в мировой экономике в целом сохраняются. В США экономический рост, обусловленный главным образом факторами внутреннего спроса, остается высоким за последние кварталы, несмотря на высокие процентные ставки. В условиях вышеуказанных событий общая инфляция (особенно инфляция товаров с жесткими ценами) и рост заработной платы продолжают оставаться на высоких уровнях, что содержит значительные риски с точки зрения обеспечения стабильности цен и перспектив денежно-кредитной политики. Кроме того, сохранение избыточного спроса в экономике США может привести к рассмотрению вопроса о возможном повышении основной нейтральной ставки, что будет иметь последствия как для будущего курса денежно-кредитной политики ФРС США, так и для потоков капитала в развивающихся странах. Во втором квартале 2024 года экономическая активность еврозоны продолжила восстановление, в основном за счет роста сферы услуг. В этих условиях риски замедления экономического роста по-прежнему сохраняются, учитывая структурные проблемы, связанные с фундаментальными показателями в промышленном и особенно производственном секторах. Риски, связанные с замедлением экономического роста в еврозоне, а также опасения по поводу стабильности рынка недвижимости и финансовой системы в Китае, остаются основными источниками неопределенности относительно более слабых перспектив мировой экономики. В российской экономике, несмотря на сдерживающую денежно-кредитную политику, сохраняются высокие темпы экономического роста и высокий внутренний спрос, что способствует поддержанию высокой инфляционной среды. В то же время ужесточение и целенаправленность западных санкций продолжают содержать определенные риски для среднесрочной перспективы российской экономики.

Низкая инфляция в мировой экономике сохраняется, хотя существуют риски ее роста. Сохранение геополитической напряженности на Ближнем Востоке продолжает создавать риски потенциального роста мировых цен на нефть и усиления волатильности, а также потенциального разрушения глобальных цепочек поставок. Мировые цены на продовольствие остаются на низком уровне, несмотря на некоторый, хотя и слабый, рост цен м/м в последние месяцы. Вышеупомянутые события указывают на то, что инфляционное воздействие мировых цен на продовольствие может быть постепенно нейтрализовано.

Условия внутреннего спроса

В первом квартале 2024 года экономический рост остался значительно выше оценки долгосрочного устойчивого роста (около 5%) на уровне 9,2% г/г. Рост в первом квартале был в основном сосредоточен в торговле (25,1% рост г/г), обрабатывающей промышленности (17,3%) и финансовых услугах (17,2%). В апреле 2024 года факторы, определяющие рост экономической активности (10,4% рост г/г), практически не изменились, однако по сравнению с началом года наблюдалась более слабая отраслевая концентрация. Сохранение роста выше потенциального, а также неинклюзивный характер роста в последние месяцы создают некоторую неопределенность для

соотношения между совокупным спросом и совокупным предложением. С одной стороны, поддержание экономического роста выше долгосрочного потенциального уровня можно интерпретировать как наличие избыточного спроса в экономике. С другой стороны, высококонцентрированный и неинклюзивный характер экономического роста может указывать на слабый спрос в экономике, что, в свою очередь, предполагает нулевой, даже отрицательный разрыв ВВП.

Значительный рост внешнего спроса, зафиксированный в 2023 году, постепенно ослабел в первом квартале 2024 года, что отразилось на стабилизации реальных расходов на одного туриста и турпотоков. В то же время сохраняется неопределенность относительно состояния внутреннего спроса. Концентрацию экономического роста и доходов в последние месяцы можно объяснить и с точки зрения формирования относительно слабого спроса. В этом контексте относительно умеренный рост потребления, зафиксированный в первом квартале 2024 года, можно интерпретировать как показатель формирования слабых условий внутреннего спроса. Замедлению роста потребления способствует также продолжающееся снижение денежных переводов. С другой стороны, среди факторов, способствующих возможному росту внутреннего спроса, можно отметить снижение долговой нагрузки, возможный рост потребительских кредитов, а также высокий уровень накопленных сбережений в частном секторе. В этой ситуации влияние на совокупный спрос и предложение может варьироваться в зависимости от того, где используются сбережения. Более того, риски дополнительного стимулирования спроса со стороны бюджетной политики продолжают сохраняться.

В условиях сохранения высокой активности в экономике в течение первого квартала 2024 года продолжился рост средств, предоставленных и привлеченных коммерческими банками. Опросы коммерческих банков, проведенные Центральным банком, также подтверждают устойчиво высокий спрос на кредиты в экономике. Снижение показателя соотношения между долговой нагрузкой и доходов в последние годы несет в себе неопределенность для возможного роста кредитования и, как следствие, усиления инфляционного давления.

Рынок труда и инфляция

В условиях высокого экономического роста спрос на рабочую силу и рост заработной платы оставались на высоком уровне. В первом квартале 2024 года рост номинальной заработной платы в частном секторе составил 7,3% г/г, а в апреле - 4,5%. Хотя рост производительности, предложения рабочей силы и занятости в предыдущих кварталах способствовал ослаблению инфляционного давления со стороны рынка труда, общий рост заработной платы по-прежнему остается повышенным относительно показателей общей и базовой инфляции, что может быть источником дополнительного базового инфляционного давления в экономике. С другой стороны, определенная концентрация роста заработной платы в одних секторах экономики и постоянная корректировка роста заработной платы в других секторах 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 рыночного инфляционного давления в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Основная неопределенность здесь связана с продолжающимся притоком трудовых мигрантов в Армению, быстрой интеграцией вынужденно переселенного населения из Арцаха на армянский рынок, уменьшением потока трудовых мигрантов из РА в Российскую Федерацию и их более широкого участия во внутреннем рынке труда.

В первом квартале 2024 года дефляционная обстановка в экономике сохранилась за счет дефляционного воздействия мировой экономики, влияния денежно-кредитной политики, проводимой в предыдущие годы, и некоторого ослабления совокупного спроса. В этих условиях 12-месячная инфляция с апреля 2023 года осталась ниже целевого уровня, достигнув в мае 2024 года 0,3%. Инфляция неэкспортируемых товаров с относительно жесткими ценами, которая в основном отражает динамику цен, обусловленную внутренним спросом, в апреле оставалась относительно стабильной, составив 3,0% г/г. Базовая инфляция оставалась в области отрицательных значений, достигнув в апреле -0,5% г/г, что во многом отражает дефляционные тенденции, исходящие из импорта продуктов питания (например, хлеба, масел и жиров, сахарного песка и т.д.). Вместе с этим инфляция услуг, связанных с внешним спросом, также продолжала снижаться, отражая тенденции замедления роста спроса. Вследствие этого по-прежнему сохраняются высокие инфляционные ожидания домохозяйств и связанная с ними неопределенность.

Денежно-кредитная политика

Ожидания участников рынка относительно ставки рефинансирования ЦБ РА существенно не изменились по сравнению с предыдущими опросами и отражают траекторию постепенного снижения ставки рефинансирования в течение следующих восьми решений. Кривая доходности несколько сместилась вниз после предыдущего решения ЦБ по процентной ставке. В то же время, по оценкам ЦБ, такое смещение не в полной мере отражает ожидания рынка в отношении процентных ставок, что указывает на возможное наличие факторов рыночного риска.

Премия за страновой риск остается относительно низкой, отчасти следуя тенденциям в развивающихся странах. Однако неопределенность в отношении напряженности на границе, региональных геополитических событий и других факторов сохраняется, и в этом случае возможная переоценка премии за страновой риск в сторону повышения содержит в основном

инфляционные риски. В то же время макроэкономическая стабильность и высокие темпы экономического роста РА являются определенными позитивными предпосылками с точки зрения возможной переоценки риска страны.

В целях управления возможными рисками, возникающими из-за существующей неопределенности, Центральный банк Армении строит и рассматривает различные сценарии развития экономической ситуации. В основе представленного в настоящем Докладе сценария типа А (по которому траектория процентной ставки должна быть выше ожиданий рынка) лежат риски сохранения инфляционного давления со стороны экономики США, вызванного высоким внутренним спросом в экономике США, а также угроза возможных шоков предложения на фоне глобальной торговли и геополитических рисков. В условиях устойчивого высокого спроса, возможной переоценки нейтральной процентной ставки вверх и негативных шоков предложения ФРС США может сохранить жесткие денежно-кредитные условия в течение более длительного периода времени. Соответственно, в развивающихся странах, в том числе в Армении, возможный пересмотр премии за страновой риск может создать предпосылки для оттока капитала. В этом случае, чтобы нейтрализовать возможные инфляционные риски, денежно-кредитная политика Центрального банка Армении должна будет перейти на более жесткую позицию по сравнению с ожиданиями рынка.

В основе представленного в настоящем Докладе сценария типа Б (по которому траектория процентной ставки должна быть ниже ожиданий рынка) лежат риски, связанные с развитием негативной конъюнктуры спроса в отечественной экономике. В частности, структурные особенности экономического роста, зафиксированные в последние месяцы, содержат риски формирования слабых условий совокупного спроса. Вышеупомянутые события могут содержать дополнительные риски формирования и сохранения значительных дефляционных эффектов в среднесрочной перспективе. В такой ситуации Центральный банк будет проводить политику более резкого снижения ставок по сравнению с ожиданиями рынка, чтобы стимулировать спрос и приблизить инфляцию к целевому показателю в среднесрочной перспективе.

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



02

Цели и система денежно-кредитной политики

О долгосрочных целях денежно-кредитной политики

Дата принятия: 12 марта 2024 года

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

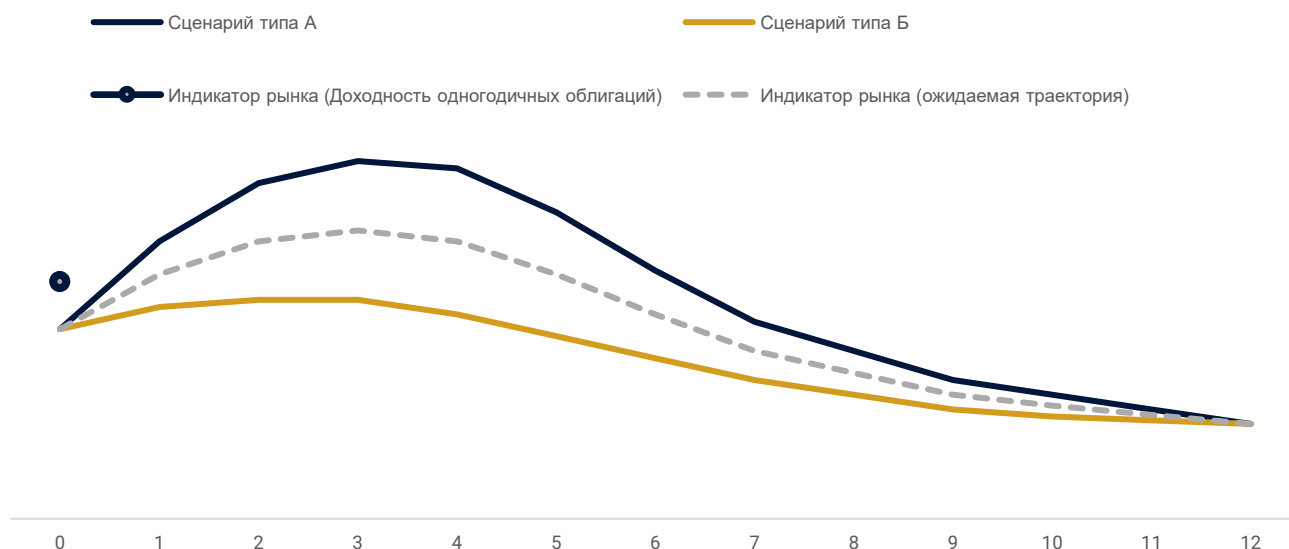
политики, а не сценарии, описывающие абстрактные или нереалистичные риски. Вышеуказанные сценарии строятся по следующей логике:

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

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

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

Рисунок 2.1. Траектории ключевой ставки по сценариям



Источник: ЦБ РА

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

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

Структура Доклада

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

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

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

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

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

Примечание

Информация, представленная в настоящем Докладе, основана на фактических данных, доступных до 7 июня 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.



Центральный Банк
Республики Армения

03

Перспективы
денежно-кредитной
политики

А. Глобальная экономика

Текущая ситуация в экономике США

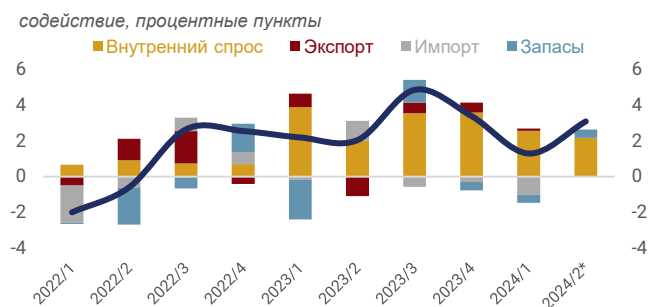
После высокого роста производства в США в четвертом квартале 2023 года, в первом квартале 2024 года рост замедлился до 1,3% в годовом исчислении, что немного ниже оценки потенциального роста. Потребление (особенно потребление услуг) продолжает оставаться одним из основных факторов роста экономики. Несмотря на жесткие условия денежно-кредитной политики, стабильный рост заработной платы в экономике на фоне перегретого рынка труда, снижение сбережений (которые, как доля располагаемого дохода, остаются ниже допандемического уровня) и стимулирующая налогово-бюджетная политика продолжают создавать основу для дальнейшего высокого роста потребления, что будет продолжать способствовать экономическому росту, превышающему потенциальный. В то же время продолжающийся рост объема просроченных долгов по кредитным картам и автокредитам (которые весьма чувствительны к процентным ставкам в экономике) может указывать на то, что жесткие финансовые условия окажут сдерживающее воздействие на некоторые сектора экономики, особенно на домохозяйства с низкими доходами.

Несмотря на значительное замедление во второй половине 2023 года, инфляция, особенно по группам товаров с жесткими ценами, продолжает оставаться выше целевого уровня. Продолжение инфляционного давления со стороны групп товаров с жесткими ценами сопряжено с риском сохранения инфляционных ожиданий выше целевого уровня, что также может повлиять на ценовое поведение предприятий и работников. Исходя из этого рост заработной платы продолжает оставаться высоким, демонстрируя незначительное замедление (4,7% в марте 2024 года в квартальном исчислении, аннуализированное), что несовместимо со стабильным движением к целевому показателю инфляции. В то же время небольшое замедление темпов занятости в апреле 2024 года, а также снижение количества новых рабочих мест и числа увольнений на одного безработного можно интерпретировать как признаки начала некоторого смягчения ситуации на рынке труда. Неопределенность относительно текущих условий на рынке труда и траектории изменения продолжает вызывать вопросы о реалистичности смягчения условий политики ФРС в ближайшем будущем.

В контексте вышеуказанных событий наблюдается определенная нестабильность ожиданий финансовых рынков США относительно снижения ключевой процентной ставки (рис. 3.A.3). В частности, в начале 2024 года рынки ожидали шести снижений учетных ставок (в общей сложности на 150 базисных пунктов), причем первое снижение ставок ожидалось в марте 2024 года. Однако на фоне событий первого квартала 2024 года и заявлений ФРС США участники финансового рынка стали более осторожными и консервативными в своих ожиданиях относительно сроков и масштабов будущего снижения процентных ставок. В условиях указанной неопределенности один из основных рисков, связанных с сохранением процентных ставок на высоком уровне в течение длительного времени ("higher for longer"), связан с условиями стимулирования бюджетной политики. С другой стороны, учитывая проблемы, связанные с уязвимостью финансовой системы, ФРС США также беспокоит относительно сдерживающая позиция политики. Рыночная капитализация банков еще не восстановилась после банкротства банка Silicon Valley Bank (SVB) в начале 2023 года, а ситуация с высокими процентными ставками продолжает оказывать серьезное влияние на малые региональные банки, которые являются основным источником кредитования для наиболее малого и уязвимого бизнеса. Вышеуказанные неопределенности вызывают вопросы относительно нейтрального уровня процентных ставок в США (см. Врезку 1).

Несмотря на то, что экономический рост в первом квартале оказался ниже потенциального, потребление остается повышенным, что создает риски роста.

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



Источники: Бюро экономического анализа (BEA), Резервный банк Атланты
Примечание: Данные за 2-й квартал являются предварительными, согласно оценке GDPNow Резервного банка Атланты.

Проблемы с достижением цели по инфляции приводят к рискам расшатывания инфляционных ожиданий

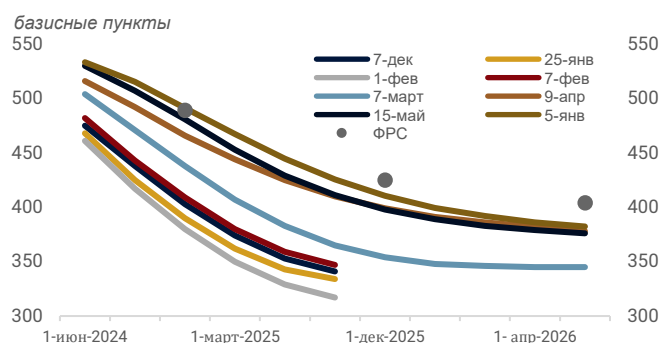
Рисунок 3.A.2. Базовые показатели инфляции



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

На фоне неоднозначных сигналов и неопределенности относительно фундаментальных показателей экономики, участники финансового рынка в целом более осторожны и консервативны в своих ожиданиях относительно сроков и темпов будущего снижения ставок.

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



Источники: Резервный банк Атланты, ФРС

Текущая ситуация в экономике еврозоны

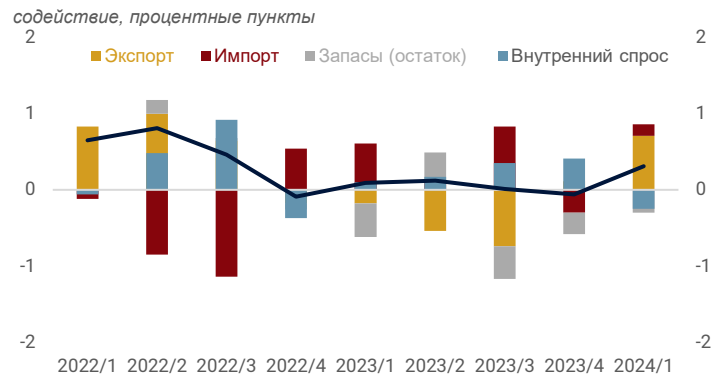
После медленного роста в 2023 году в первом квартале 2024 года наблюдались признаки восстановления экономического роста в еврозоне. Несмотря на 0,3%-й рост г/г в первом квартале 2024 года (рис. 3.A.4), медленное восстановление экономики в крупнейших развитых странах, главным образом в Германии и Франции, продолжает вызывать опасения по поводу почти стагнации роста. Показатели PMI Экономического союза, которые являются важным источником информации об общей экономической ситуации, показывают, что недавний экономический рост был в значительной степени обусловлен ростом сектора услуг. С другой стороны, сдерживающие условия денежно-кредитной политики, медленное восстановление после энергетического кризиса и риски потери конкурентоспособности на международных рынках в последние годы в условиях сокращения выпуска промышленной продукции и особенно производственных отраслей (рис. 3.A.5), остаются основными проблемами экономики. Однако рост реальных располагаемых доходов и высокий уровень сбережений создают риски для потенциального роста потребления, что может послужить фактором роста за счет услуг в ближайшем будущем.

Вышеуказанные события сопровождалось существенным снижением инфляции за счет снижения цен на энергоносители и продукты питания. В условиях давления со стороны рынка труда на фоне низкого уровня частного потребления, показатели основной инфляции, особенно инфляции услуг, в последние месяцы продолжают оставаться на высоких уровнях (около 4%) (рис. 3.A.6). Безработица остается на рекордно низком уровне (6,4% в апреле 2024 г.), хотя доля вакансий остается высокой (2,7% в четвертом квартале 2023 г.). Подобное давление со стороны основной инфляции усиливает неопределенность в отношении сохранения среды более высоких и более продолжительных процентных ставок ("higher for longer"), особенно с учетом нехватки рабочей силы и потерь производительности, которые в некоторой степени ограничивают рост производственного потенциала в экономике. Таким образом, несмотря на ожидаемое восстановление экономики в 2024 году (таблица 3.A.2.), еврозона, находящаяся в гораздо более слабом положении, чем США, сталкивается с аналогичными проблемами денежно-кредитной политики, где риски, связанные с жесткими условиями кредитования, которые обычно соответствуют периоду значительного экономического спада, могут материализоваться и оказать гораздо более сильное воздействие на экономику.

Высокая степень неопределенности в отношении перспектив экономики сохраняется и будет существовать до тех пор, пока сохраняются потенциальные риски ухудшения ситуации. Это происходит главным образом из-за слабой промышленности, потери конкурентоспособности, нехватки рабочей силы и слабого доверия к экономике, что еще больше усугубляет риски сохранения процентных ставок на высоком уровне и в течение более длительного периода времени ("higher for longer").

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

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

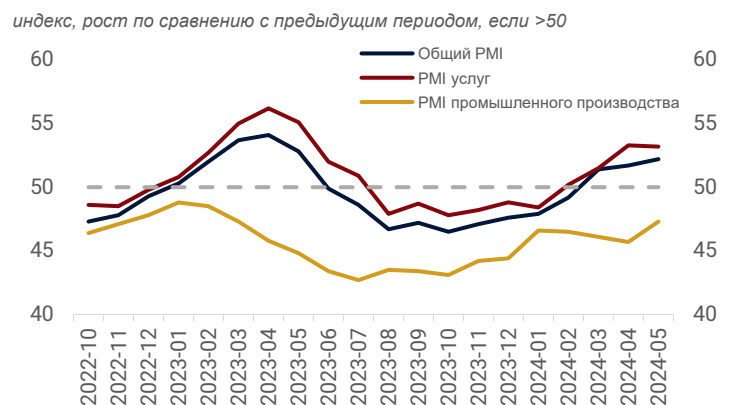


Источники: Евростат, Европейская комиссия.

Примечание: Данные за 1-й квартал являются предварительной оценкой.

Несмотря на слабое восстановление экономического роста в первом квартале 2024 года, производственный сектор по-прежнему продолжает сжиматься.

Рисунок 3.A.5. Показатели PMI еврозоны



Источник: S&P Global & Hamburg Commercial Bank

Неоднозначные сигналы показателей основной инфляции приводят к неоднозначным интерпретациям ситуации в экономике

Рисунок 3.A.6. Показатели основной инфляции



Источник: Евростат

Текущая ситуация в экономике РФ

Российская экономика, несмотря на наличие санкций, зафиксировала рост около 5,4% в первом квартале 2024 года (рис. 3.A.7). Это связано с высокой активностью оптовой, розничной торговли и услуг, а также промышленного производства (особенно оборонная промышленность) и строительной отрасли. Однако основным фактором роста остается внутренний спрос. Высокий спрос обусловлен перегретым рынком труда, где безработица остается на рекордно низком уровне (2,6% в апреле), а реальная заработная плата продолжает расти быстрыми темпами. Ввиду этого внутренний спрос превышает производственный потенциал экономики, а сохраняющаяся нехватка рабочей силы ограничивает дальнейший рост производственного потенциала экономики. Таким образом, давления основной инфляции и инфляционные ожидания, несмотря на некоторое смягчение в последние месяцы, остаются на высоком уровне (3.A.8), что может привести к необходимости дальнейшего ужесточения денежно-кредитных условий, хотя Банк России оставил ставку рефинансирования в июне без изменения.

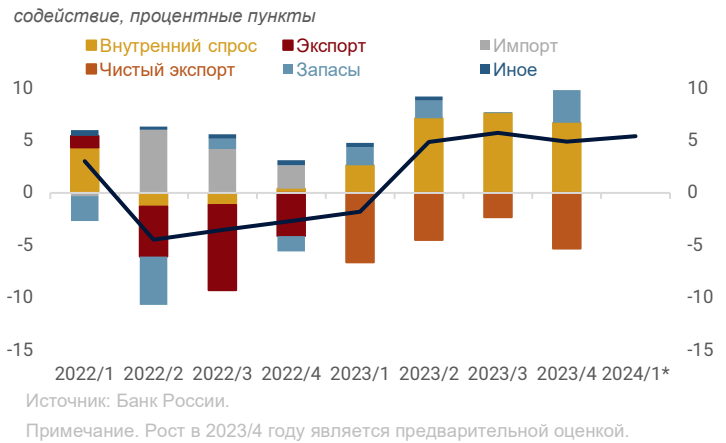
Сильная зависимость российской экономики от природных ресурсов, особенно нефти и газа, создают ряд рисков и неопределенностей на фоне продолжающихся с 2022 года санкций. С начала 2024 года ужесточаются санкции со стороны западных стран (в частности, ограничения цен на российскую нефть), вводятся дополнительные санкции против других отраслей стратегического значения (золото, алмазы, металлы) и против третьих стран, которые участвуют с Россией в торговле стратегическими товарами, находящимися под санкциями. Хотя Российской Федерации в какой-то степени удалось эффективно смягчить возможные негативные последствия санкций и сохранить способность сбора бюджетных доходов, рост рисков и неопределенностей наблюдается в доходах бюджета не только от нефтегазовой отрасли, но и от других отраслей экономики.

Неопределенность вокруг роста инфляции и инфляционных ожиданий в России вызвана также значительным увеличением расходов на оборону и возможным сокращением доходов бюджета, которые в условиях увеличения премии за страновой риск содержат преимущественно инфляционные риски. С другой стороны, в результате дополнительных санкций и таргетирования доходов бюджета от экспорта могут увеличиться налоговые поступления из экономики, что еще больше сдержит совокупный спрос.

Затрудненный доступ к международным рынкам из-за ужесточения санкций также создает проблемы для потенциального роста. В 2023 году значительно увеличились инвестиции, что привело к импортозамещению в России и расширению промышленных и производственных мощностей, развитию технологий для удовлетворения потребностей оборонной промышленности. В условиях ужесточения санкций могут возникнуть риски для способности России эффективно замещать импорт стратегических товаров и обеспечивать достаточный внутренний технологический прогресс.

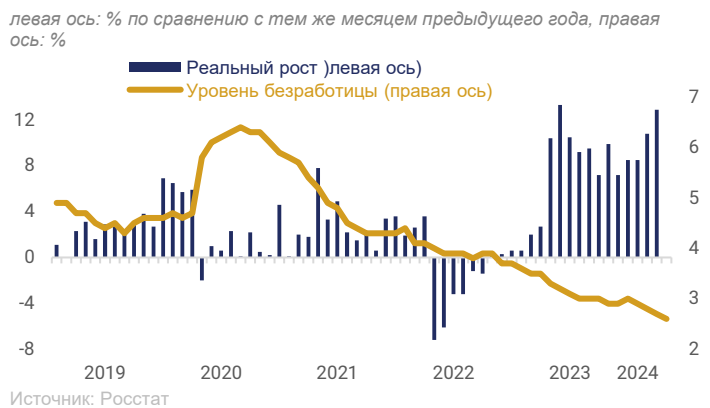
По данным Банка России, рост совокупного спроса опережает рост производственных мощностей.

Рисунок 3.A.7. Рост реального ВВП по компонентам расходов



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

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



Несмотря на то, что Россия избежала углубления бюджетного дефицита в условиях санкций и роста расходов на оборону, ужесточение санкций создает неопределенность в отношении перспектив экономического роста.

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



Текущая ситуация на товарно-сырьевом рынке

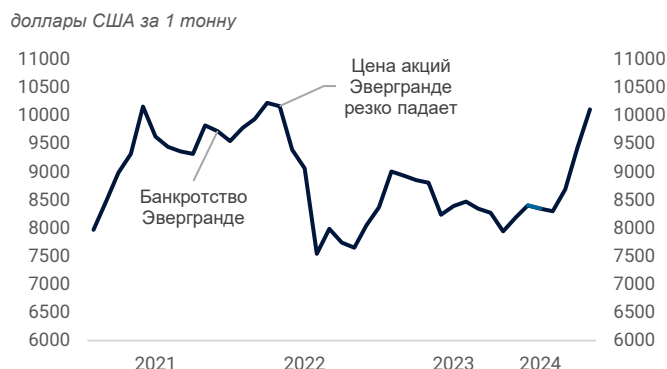
Медь. В течение третьего и четвертого кварталов 2023 года мировые цены на медь продолжали снижаться из-за замедления мирового спроса, в частности, продолжающегося сокращения инвестиций в строительство в Китае, крупнейшем потребителе меди, и замедления экономического роста в еврозоне. Однако в последние месяцы цены на медь восстановились, достигнув в мае двухлетнего максимума в размере около 10120 долларов за тонну. Продолжающийся быстрый переход к “зеленым” технологиям, включая солнечные панели, ветряные турбины и электромобили, является ключевым фактором спроса на медь. Последнее повышение цен в этих секторах в основном было вызвано с ограничениями и сбоями в цепочках поставок в начале 2024 года. Однако перспективы мирового рынка меди остаются крайне нестабильными из-за макроэкономических, страновых и отраслевых тенденций. С одной стороны, переход к “зеленым” технологиям продолжает стимулировать рост спроса, с другой стороны, ужесточение рыночного регулирования и торговых барьеров (включая недавние тарифы, введенные США на электромобили, полупроводники и солнечные панели, производимые в Китае) являются существенным источником дальнейших рисков и неопределенностей.

Нефть. По прогнозам Международного энергетического агентства (IEA), мировые поставки нефти будут расти за счет увеличения поставок стран, не входящих в ОПЕК, что с избытком компенсирует периодические сокращения добычи нефти странами ОПЕК. В целом, в последние недели цены на нефть несколько снизились на фоне ожидания ослабления спроса во всем мире. В результате цена нефти марки Brent в мае упала в среднем до 82 долларов за баррель. Несмотря на ожидания увеличения мировых поставок нефти, сохранение геополитической неопределенности на Ближнем Востоке, на долю которого приходится четверть мировых поставок нефти, продолжает создавать риски для возможного роста мировых цен на нефть и усиления волатильности. Вышеуказанные риски, а также возможная динамика мирового спроса продолжают создавать неопределенность в отношении траектории мировых цен на нефть.

Продукты питания. Международный индекс цен на продовольствие (FAO) в мае 2024 года составил 120,4 (рост на 1,1 единиц по сравнению с апрелем). Некоторый рост цен был вызван ростом цен на зерновые и молочные продукты, который опережал снижение цен на сахар и растительные масла. В последние месяцы наблюдался некоторый рост цен на мясо из-за устойчиво высокого мирового спроса, а также проблем с производством, связанных с обеспечением здоровья животных. Хотя цены на продукты питания остаются в целом значительно ниже уровней предыдущих двух лет (в мае наблюдалось снижение цен на 3,4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года), повышение последних месяцев предвещает риски возможного завершения фазы снижения цен на продукты питания. Кроме того, сохраняющиеся риски сбоев в цепочках поставок, включая геополитическую напряженность на Ближнем Востоке, продолжают усугублять риски роста цен на импорт продуктов питания в Армению.

В условиях перехода к “зеленой” экономике устойчивый рост мирового спроса, а также неопределенность, связанная с предложением, определяют рост цен на медь.

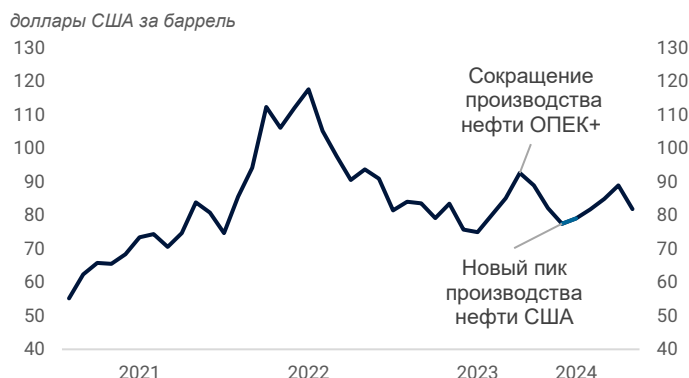
Рисунок 3.A.10. Мировые цены на медь



Источник: Экономические данные Федерального резерва (FRED).

Риски для перспектив цен на нефть накапливаются на фоне геополитической напряженности, неопределенности глобального спроса и потенциального увеличения поставок нефти.

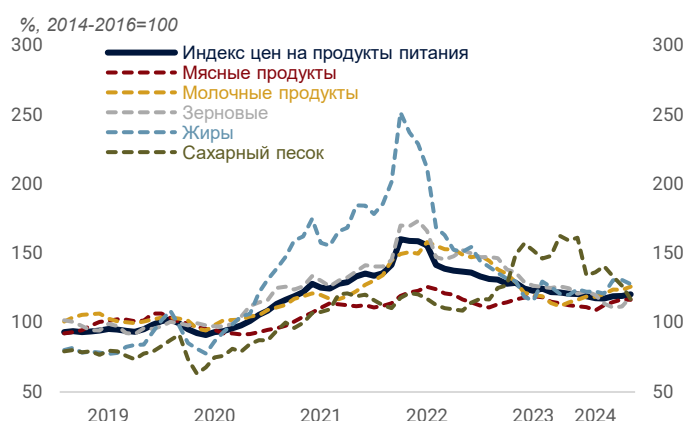
Рисунок 3.A.11. Мировые цены на нефть марки Brent Crude



Источник: Экономические данные Федерального резерва (FRED).

В результате корректировки спроса и предложения после пандемии рост мировых цен на продовольствие замедлился, но дефляционное давление может не сохраниться.

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



Источник: Продовольственная и сельскохозяйственная организация Объединенных Наций (FAO)

Врезка 1. Специальный обзор: нейтральная процентная ставка в США

Нейтральная процентная ставка – это уровень реальной процентной ставки, который не нарушает общего равновесия экономики при отсутствии колебаний делового цикла, когда ВВП близок к потенциальному росту, сбережения и инвестиции находятся в равновесии, инфляционная среда стабильна, а экономика функционирует при полной занятости. Другими словами, нейтральная процентная ставка соответствует состоянию равновесия между совокупным спросом и совокупным предложением и стабильной инфляции. Если ставка ЦБ выше нейтральной ставки, то денежно-кредитная политика считается сдерживающей, в противном случае она является стимулирующей. Поэтому директивным органам важно иметь представление об уровне нейтральной процентной ставки и факторах, способствующих ее изменению. Однако нейтральная процентная ставка является ненаблюдаемой переменной, и вокруг ее оценки существуют значительные неопределенности. Поскольку предположения о фундаментальных факторах, определяющих нейтральные процентные ставки, различаются и требуют серьезных экономических оценок, их оценки имеют тенденцию различаться в зависимости от источника (рисунок Н.1.1). Например, прогноз ФРС по долгосрочной номинальной процентной ставке составляет около 2,5%. Если вычесть из вышесказанного целевой показатель инфляции в 2%, то предполагается, что долгосрочная реальная нейтральная процентная ставка в США, по данным ФРС, оценивается примерно в 0,5%. С другой стороны, известная в мире экономики оценка нейтральной процентной ставки в США по методу Холстона-Лаубаха-Уильяма предполагает несколько более высокий уровень - 0,7%, тогда как ставка, рассчитываемая на основании предположений финансовых рынков (долгосрочные номинальные процентные ставки), предполагает диапазон от 1,0 - до 1,5 процента, в зависимости от допущений относительно премий за ликвидность. По сравнению с оценками ФРС и некоторыми другими оценками, оценка рынков и некоторых экономистов (Ларри Саммерс и др.) более высокой нейтральной ставки в США указывает на неопределенность в отношении фундаментальных факторов, определяющих уровень нейтральной ставки. Учитывая вышесказанное, директивным органам следует быть осторожными при определении нейтральной ставки, позиции политики, использовать четкие ориентиры и учитывать неопределенность, связанную с оценкой нейтральной ставки, чтобы уменьшить вероятность ошибок, допускаемых в денежно-кредитной политике.

Факторы, определяющие уровень нейтральной процентной ставки, включают рост производительности, демографические движения, международные потоки капитала, конъюнктуру рынка и т. д., и то, что неопределенность, присущая каждому из этих факторов, значительно велика. Что касается динамики нейтральной процентной ставки в США, стоит отметить, что, по разным оценкам, уровень нейтральной процентной ставки в США в целом значительно снизился за последние два десятилетия. В конце 2010-х годов оценки варьировались от 0,5 до 1,0% по сравнению с предыдущими в 3,0-3,5%. Постепенное снижение нейтральной ставки было обусловлено рядом факторов, в том числе замедлением роста производительности и старением населения в США, где увеличение продолжительности жизни и замедление роста производительности делают необходимым увеличение сбережений для достижения пенсионного возраста. Снижение нейтральной ставки также было вызвано избыточными глобальными сбережениями, в основном за счет Китая и других азиатских стран. Такое медленное и постепенное снижение нейтральной ставки привело к восприятию низких общих глобальных нейтральных процентных ставок, сопровождаемому предположением, что в равновесии доходность капитала останется низкой «навсегда». В этот период основные риски и опасения с точки зрения денежно-кредитной политики были связаны не с высокой или устойчивой инфляцией, а, скорее, с опасностью застревания процентных ставок на эффективной нижней границе (effective lower bound) и отсутствия традиционных инструментов политики для стимулирования спроса в периоды экономического спада. Более того, подобная ситуация вызывала опасения сохранения очень низкой дефляции (дефляционная ловушка) и риски закрепления инфляционных ожиданий на крайне низком уровне, что может в дальнейшем ограничить экономический рост.

Однако ситуация, сложившаяся после пандемии Covid-19, послужила толчком для возобновления общественных дебатов о более высокой нейтральной ставке. Продолжающиеся потрясения предложения и сбои в цепочках поставок в сочетании с более быстрым, чем ожидалось, восстановлением спроса, чему способствовала беспрецедентно стимулирующая налогово-бюджетная и монетарная политика, привели к высокой инфляции, которая сохраняется и по сей день. Хотя ФРС США приступила к постоянному ужесточению денежно-кредитной политики, подняв процентные ставки до беспрецедентно высокого уровня в последние десятилетия, последовательных и ощутимых результатов в приближении инфляции к целевому уровню все еще нет. В США внутренний спрос и потребление остаются высокими, а рынок труда перегрет, что способствует сохранению все еще высокой инфляции. Это также указывает на то, что нейтральная процентная ставка по-прежнему выше оценок различных центральных банков и ФРС, а монетарная политика США в настоящее время не является столь сдерживающей.

В настоящее время как краткосрочные, так и долгосрочные нейтральные процентные ставки, вероятно, выросли, и существуют риски, связанные с сохранением более высоких уровней. Несмотря на сдерживающую политику ФРС США, продолжающийся высокий экономический рост, обусловленный спросом и потреблением, перегретый рынок труда в сочетании с периодическими потрясениями предложения из-за сбоев в глобальных цепочках поставок указывают на вероятное повышение краткосрочной нейтральной ставки. Это подразумевает поддержание процентной ставки на более высоком уровне, чем ожидания рынка, чтобы достичь цели стабильности цен. С другой стороны, продолжающийся рост государственного долга США, сокращение сбережений в азиатских странах (что также отражается в более слабом спросе на государственные облигации США и чистых продажах со стороны Китая), а также продолжающаяся стимулирующая налогово-бюджетная политика и крупномасштабные государственные инвестиции в США и ЕС также указывают на более высокий уровень долгосрочной нейтральной процентной ставки. Подобные сдвиги в спросе и предложении на сбережения и инвестиции во многом противоположны факторам, которые привели к снижению нейтральных процентных ставок во время Great Moderation.

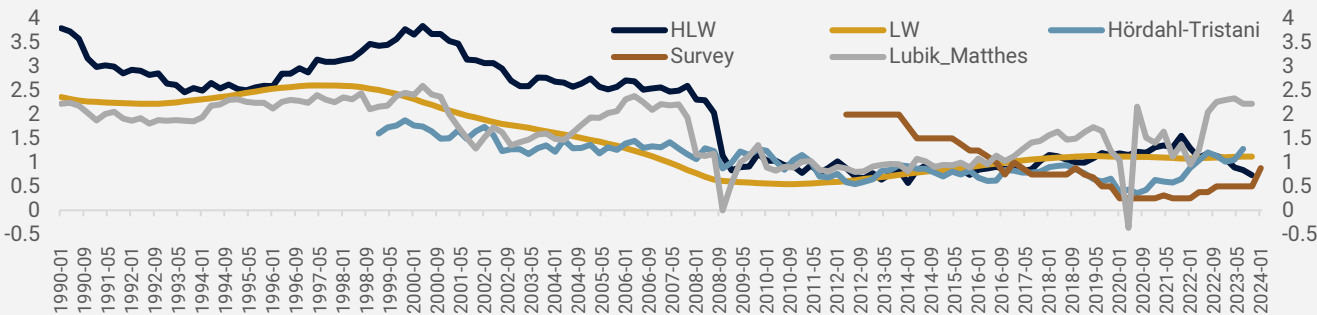
Несмотря на вероятное повышение краткосрочных и долгосрочных нейтральных процентных ставок в последние годы, сохраняется значительная неопределенность в отношении оценок последних и их будущей траектории. Повышательное давление может быть весьма значительным и нейтрализовать долгосрочные факторы, которые в течение многих лет способствовали снижению нейтральной процентной ставки.

Врезка 1. Специальный обзор: нейтральная процентная ставка в США (продолжение)

Кроме того, риски, связанные с факторами, способствующими повышению нейтральных процентных ставок, включая торговые войны и тенденции деглобализации (продолжающиеся потрясения и перебои в поставках), меньший уровень сбережений, ведущий к сокращению спроса на государственные облигации, а также увеличение государственных и частных инвестиций в США и ЕС, предположительно еще не полностью учтены на финансовых рынках. Помимо потенциального повышения реальной нейтральной процентной ставки, существуют также риски сохранения номинальных долгосрочных процентных ставок на более высоких уровнях. Это связано с увеличением премии за ликвидность (term premia) в случае увеличения неопределенности относительно инфляции и колебаний процентных ставок, что создает дополнительные риски с точки зрения обслуживания государственного долга и стабильности.

Неопределенность в отношении нейтральной процентной ставки, безусловно, является проблемой для директивных органов денежно-кредитной политики. Как отметил Джером Пауэлл, председатель ФРС, непросто ориентироваться по звездам "под пасмурным небом". Хотя нейтральная ставка является полезным инструментом для понимания и передачи ключевых факторов экономических условий, основная проблема заключается не в точной оценке нейтральной ставки, а, скорее, в том, чтобы руководствоваться разумной аналитической системой политики, которая поможет понять и сообщить о неопределенностях в процессе оценки нейтральной процентной ставки и фундаментальных факторах, определяющих ее. Недостаточное внимание директивных органов к вышеуказанным неопределенностям и, соответственно, попытки противодействовать потенциальному повышению нейтральной процентной ставки могут привести к серьезным ошибкам и иметь существенные последствия для благосостояния общества.

Рисунок В.1.1. Неопределенность вокруг оценок нейтральной ставки



Источники: NY FED, Richmond FED, Hordahl and Tristani (2014), NY FED Survey of Primary Dealers (SPD)
Обзор: Разница между ожидаемой долгосрочной учетной ставки и ожидаемым уровнем инфляции согласно опросу первичных дилеров ФРС Нью-Йорка (SPD).

Таблица 3.A.1. Прогнозы мировых цен на сырьевые товары

Источник/тема	Нефть Brent, доллар/баррель)			Медь (доллар/тонна)			Прогноз ВБ относительно мировых цен на продовольствие (годовой рост)		
	МВФ	ВБ	Консенсус	ВБ	РЭЕ	Консенсус	Нефть и продовольствие	Зерно	Прочие продукты
	Май-24	Апр-23	Янв-24	Окт-23	Дек-23	Янв-24	Апр-24	Апр-24	Апр-24
2024	88	84.0	83.6	8900	8340	8990	-7.3	-11.3	2.1
2025	85	80.0	80.0	8800	8830	9400	-4.9	-3.8	-2.8

Источники: 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	ЕЦБ	Консенсус	МВФ	ВБ	ОЭСР	ЦБР	Консенсус
Дата	Апр-24	Янв-24	Фев-24	Мар-24	Май-24	Апр-24	Янв-24	Фев-24	Май-24	Апр-24	Апр-24	Янв-24	Фев-24	Апр-24	Май-24
Экономический рост (годовой %)															
2023 (Ф*)				2.5					0.5				3.6		
2024	2.7	1.6	2.1	2.1	2.4	0.8	0.7	0.6	0.8	0.6	3.2	2.2	1.8	3	2.5
2025	1.9	1.7	1.7	2.0	1.7	1.5	1.6	1.3	1.5	1.5	1.8	1.1	1.0	1.5	1.2
2026	2.1	-	-	2.0	2.0	1.7	-	-	-	1.6	1.0	-	-	2	1.3
Инфляция (годовая, %)															
2023 (Ф*)				3.4					2.9				7.4		
2024	2.9	-	2.2	2.4	3.1	2.4	-	2.6	2.7	2.3	6.9	-	7.2	6.3	6.8
2025	2.0	-	2.0	2.2	2.4	2.1	-	2.2	2.2	2.0	4.5	-	5.3	4.0	5.0
2026	2.1	-	-	2.0	2.3	1.9	-	-	-	1.9	4.0	-	-	4.0	4.2

* Фактический

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

Б. Внутренний спрос

Валовой внутренний продукт

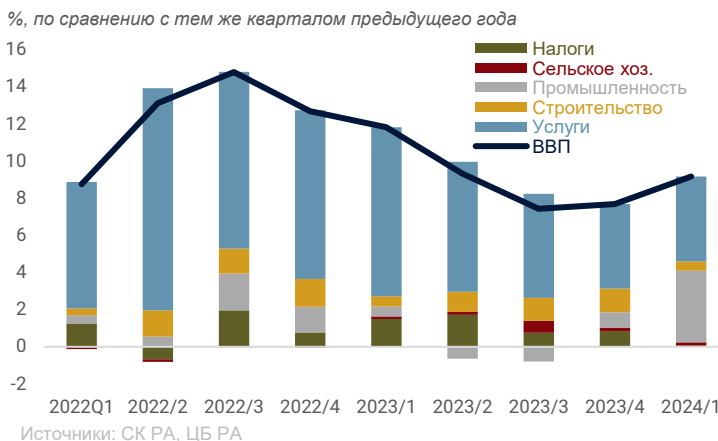
В первом квартале 2024 года экономический рост оставался на высоком уровне (9,2% г/г), однако рост был сконцентрирован преимущественно в торговле (25,1% г/г), финансовой (17,2% г/г) и промышленной (17,3% г/г) отраслях. Некоторое восстановление роста зафиксировано в сельском хозяйстве (4,4% г/г), высокие темпы роста сохранились в строительной отрасли (12,4% г/г). Поддержание экономического роста на уровне, значительно превышающем долгосрочный устойчивый рост, и его неинклюзивный характер создают неопределенность и риски с точки зрения оценки относительного положения совокупного спроса и предложения. В секторе информации и связи после высоких темпов роста в предыдущие годы, в первом квартале в 2024 года было зафиксировано снижение. Учитывая важную роль ИТ-сектора в процессе формирования потенциала ВВП и экспорта, определенная корректировка в сторону их снижения может иметь последствия в среднесрочной перспективе. Однако явных признаков повсеместной масштабной рецессии по-прежнему нет, поскольку в основе замедления также лежат тенденции в области искусственного интеллекта и глобального развития. Поэтому структурные сдвиги в отрасли неизбежны. В сфере услуг основной движущей силой стал торговый сектор, что можно объяснить прогрессивным ростом спроса по сравнению с предложением и процессом реэкспорта. Высокие темпы роста производственного сектора не подразумевают масштабного увеличения доходов, поскольку доходы в основном сконцентрированы в секторе производства ювелирных изделий, а в некоторых подсекторах зафиксировано некоторое снижение объемов производства.

Наблюдавшийся с 2022 года высокий внешний спрос иностранных посетителей постепенно ослабел в 2024 году, о чем свидетельствует корректировка реальных затрат на одного туриста и притока туристов (рис. 3.В.2). Учитывая страны происхождения туристов, прибывающих в РА, возможные развития российской экономики и региона в среднесрочной перспективе могут создать риски для снижения туризма, что выразится в дальнейшем замедлении экономической активности и роста экспорта.

Во втором квартале 2024 года разрыв ВВП оценивается как слегка положительный (рис. 3.В.2), хотя неопределенность в этом процессе сохраняется. Экономический рост продолжает оставаться выше долгосрочного потенциала, что может содержать некоторые признаки избыточного спроса. С другой стороны, тот факт, что экономический рост является неинклюзивным и концентрированным, может говорить о слабом потреблении и выражать относительно небольшой дисбаланс или даже отрицательный разрыв между совокупным спросом и предложением в экономике. В то же время циклично скорректированный реальный эффективный обменный курс (рис. 3.Г.7) также оказал влияние на сдерживание избыточного внешнего спроса.

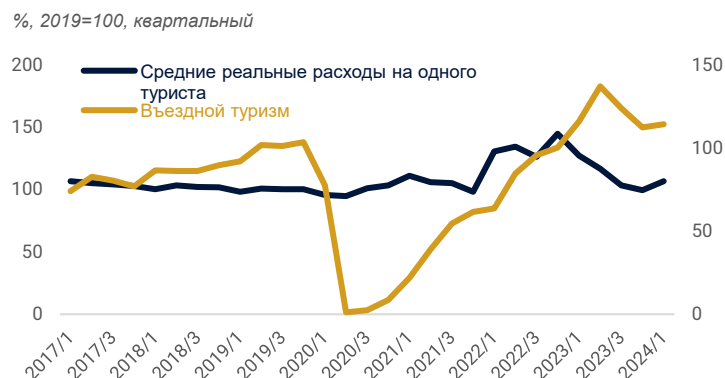
Неинклюзивный экономический рост, сконцентрированный в основном в торговле и промышленности, создает неопределенность в отношении условий внутреннего спроса.

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



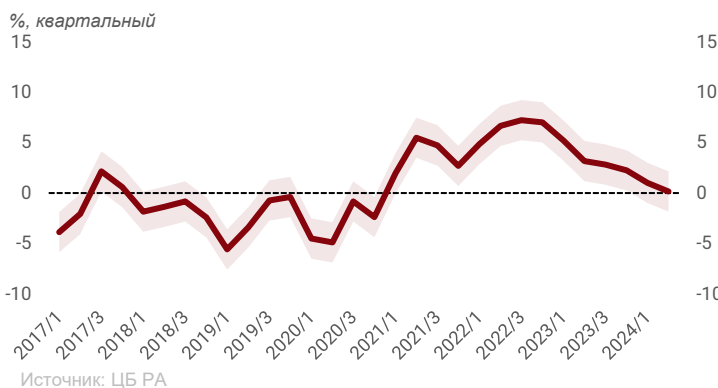
Как количество прибывающих туристов, так и средние расходы стабилизировались.

Рисунок 3.Б.2. Фактические затраты на одного туриста



Совокупный спрос продолжает расти темпами, опережающими совокупное предложение.

Рисунок 3.Б.3. Разрыв ВВП



Потребление и инвестиции

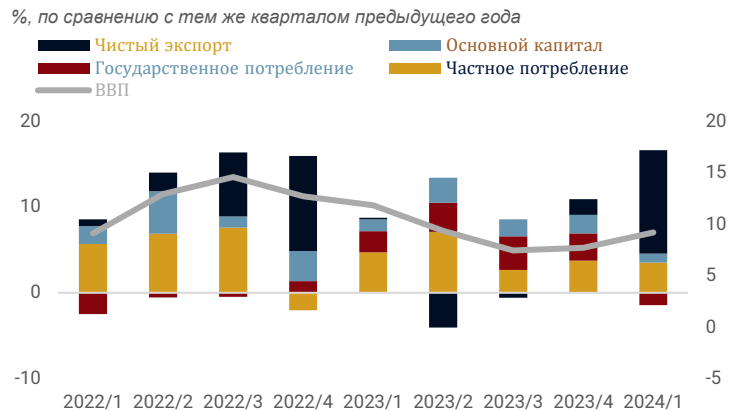
Рост валового потребления в первом квартале 2024 года был вызван ростом частного потребления в условиях снижения государственного потребления (рисунок 3.Б.4). Частное потребление, после ускорения в 2023 году, несколько ослабло в 2024 году, зарегистрировав рост в 4,6% в первом квартале по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Рост валовых инвестиций продолжает сохраняться на высоком уровне, что обусловлено, главным образом, увеличением государственных инвестиций. В то же время, хотя частные инвестиции несколько ослабли, частные инвестиции в рынок недвижимости остаются высокими. В условиях сбережений, накопленных в последние годы, существуют определенные риски для ускорения как частных инвестиций, так и частного потребления, что, в зависимости от того, как будут развиваться эти тенденции, может иметь различные последствия для соотношения между совокупным спросом и совокупным предложением в экономике (рис. 3.Б.3). В этой связи высокий уровень выданных разрешений на строительство предполагает, что потенциал роста частных инвестиций останется высоким в будущем (рис. 3.Б.6). С другой стороны, некоторое замедление импорта инвестиционных товаров в первом квартале указывает возможную задержку инвестиционной активности.

В ближайшем будущем основные неопределенности связаны с дальнейшим развитием внутреннего спроса. С одной стороны, дальнейший рост внутреннего спроса может быть обусловлен расходованием ранее накопленных сбережений в частном секторе, а также снижением долговой нагрузки и ростом потенциала дальнейшего кредитования. При таком сценарии эти факторы могут усилить давление спроса в экономике (особенно если экономика близка к определенному потенциалу ВВП или превышает его) и ограничить корректировку основной инфляции и инфляционных ожиданий. С другой стороны, неинклюзивный характер роста доходов создает риски в виде формирования слабого спроса, импульсы которого отражаются в замедлении роста потребления в последние кварталы. При таком сценарии эти факторы могут ослабить относительную позицию спроса по отношению к долгосрочному экономическому росту. Еще одно важное соображение связано с влиянием притока вынужденных переселенцев из Арцаха на совокупный спрос. Программы социально-экономической поддержки, способствующие их интеграции, могут оказать положительное влияние на совокупный спрос в краткосрочной перспективе, а интеграция на рынок труда РА может также оказать важное влияние на процесс балансирования спроса и предложения.

В первом квартале 2024 года продолжилось снижение денежных переводов физических лиц (рис. 3.Б.5) из-за замедления экономической активности в основных странах-партнерах, а также ослабления рубля по отношению к доллару США с начала 2024 года. В то же время сокращение разрыва в заработной плате между строительными секторами Армении и России (рис. 3.В.3), а также возможное налогообложение доходов сезонных трудовых мигрантов могут создать риски замедления темпов роста экономики, роста сезонной миграции и денежных переводов, что окажет некоторое понижательное давление на внутреннее потребление.

В последнее время неинклюзивная экономика несет в себе риски снижения потребления и спроса.

Рисунок 3.Б.4. Рост реального ВВП по компонентам расходов



Источники: СК РА, ЦБ РА

Некоммерческие переводы значительно снизились по сравнению с максимумами 2022 года.

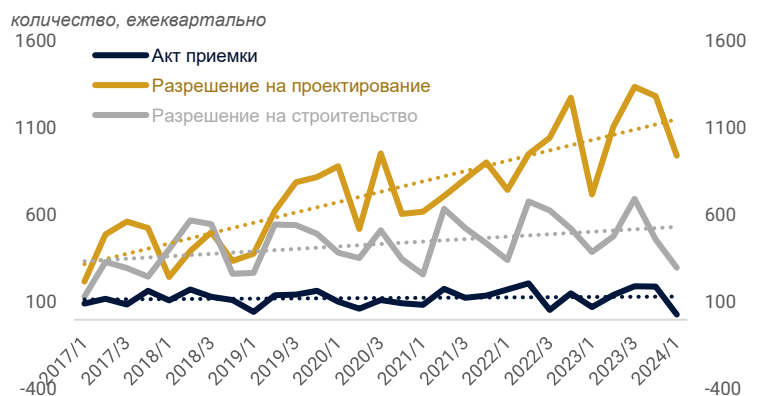
Рисунок 3.Б.5. Полученные денежные переводы по странам
ежемесячные потоки, млн. драмов



Источник: ЦБ РА

Рост количества выданных разрешений на строительство продолжает находиться на рекордном уровне, что способствует сохранению инвестиционной активности в строительном секторе.

Рисунок 3.Б.6. Количество разрешений на строительство в Ереване



Источник: Мэрия Еревана

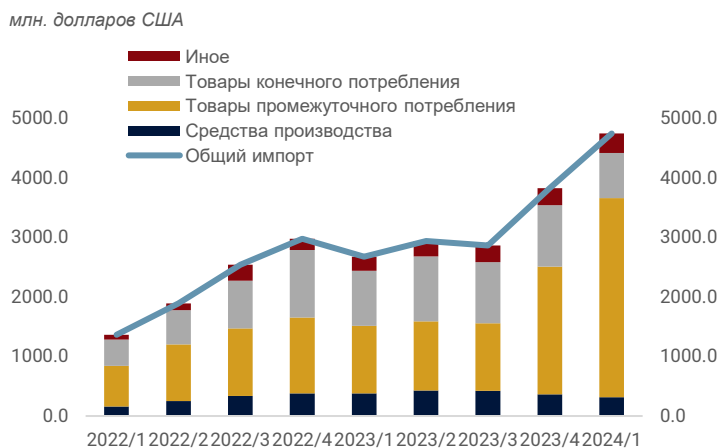
Внешняя торговля и спрос

В первом квартале 2024 года зафиксирован беспрецедентно высокий рост экспорта и импорта, что во многом связано с ростом торговой активности в некоторых отраслях. При этом высокий внешний спрос на товары отечественного производства продолжает отражаться в сохранении экспорта этих товаров на уровне предыдущих лет, хотя по некоторым товарным группам происходят определенные корректировки. Спрос на импортные товары, несмотря на высокий уровень накопленных в последние годы сбережений и нынешние высокие темпы экономического роста, несколько ослабел, о чем свидетельствует снижение долларовой стоимости конечного потребления и средств производства, что может отражать общее ослабление спроса. С другой стороны, сильный рост доходов может привести к сдвигу потребительских предпочтений от товаров к услугам. Возможными причинами снижения капитальных товаров являются неопределенность перспектив дальнейшего развития региона, а также завершение некоторых инвестиционных проектов. В этих условиях неопределенность в дальнейшей оценке внутреннего спроса еще больше усугубляется.

Реальный эффективный обменный курс во втором квартале 2024 года несколько укрепился в связи с повышением номинального курса драма. Здесь основные неопределенности связаны с циклическим укреплением обменного курса в процессе стабилизации внешних дисбалансов и поглощения избыточного спроса. Рост внешнего спроса с 2022 года, зафиксированный на фоне геополитических событий в еврозоне, приток капитала и рабочей силы, высокий приток туризма и экспорт ИТ-услуг способствовали значительному повышению реального эффективного обменного курса (рис. 3.Б.8), тогда как, начиная с 2023 года, низкий уровень инфляции экономики РА по сравнению с уровнем инфляции стран-партнеров способствовал замедлению темпов укрепления обменного курса. И если укрепление реального эффективного обменного курса носит в основном циклический характер, его корректировка неизбежно приведет к резкой корректировке счета текущих операций следом за процессом корректировки совокупного спроса. С другой стороны, возможно, что нынешний уровень внешнего спроса отражает новые возможности, которые будут постоянно поддерживать экспортный потенциал (особенно в сфере услуг), что приведет к фундаментальному, а не циклическому повышению реального эффективного обменного курса.

Спрос на потребительские и инвестиционные товары остается высоким.

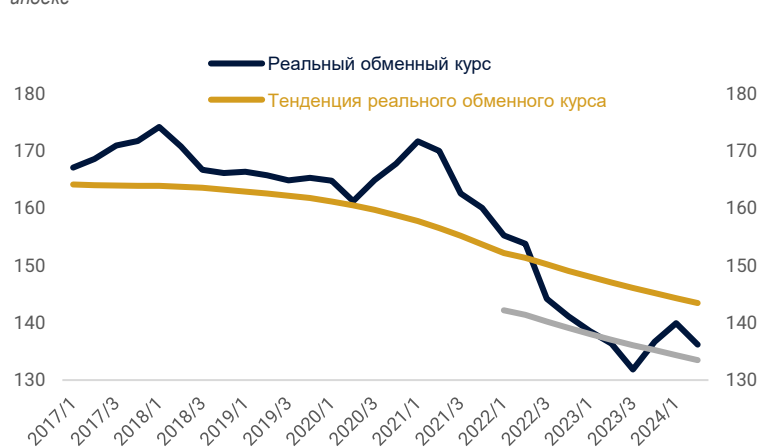
Рисунок 3.Б.7. Объемы импорта по видам экономической деятельности



Источники: СК РА, ЦБ РА

Неопределенность в отношении тенденции повышения реального обменного курса сохраняется.

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



Источник: ЦБ РА

Налогово-бюджетная политика

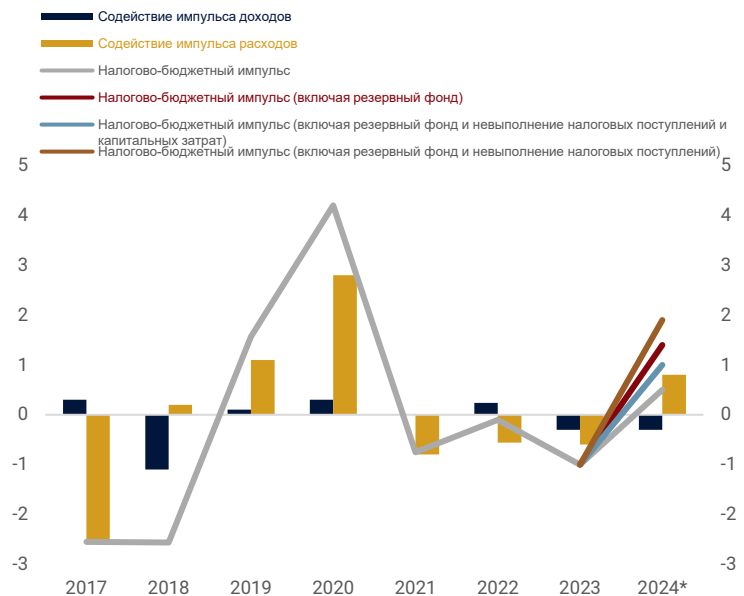
Учитывая высокие темпы роста ВВП и избыточный спрос в экономике, антициклическая налогово-бюджетная политика является желательной и была таковой в 2023 году, когда налогово-бюджетный импульс был сдержанный из-за улучшения соотношения налогов к ВВП, а также умеренного увеличения расходов по отношению к росту ВВП. Основываясь на бюджете 2024 года и среднесрочном плане расходов на 2024-2026 гг. влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в среднесрочной перспективе оценивается как нейтральное (рис. 3.Б.9). Это будет обусловлено ожидаемым увеличением текущих и капитальных расходов, а также ростом соотношения налогов к ВВП с учетом процесса совершенствования налогового администрирования.

Однако риски, связанные со сбором бюджетных доходов, в сочетании с использованием резервных средств, обусловленным необходимостью программ социальной помощи, могут носить более стимулирующий характер в краткосрочной перспективе и содействовать внутреннему потреблению, усиливая инфляционное давление. Более того, любой дефицит капитальных расходов представляет риск для потенциального роста экономики в среднесрочной перспективе.

Влияние налогово-бюджетной политики на инфляционную среду относительно умеренное, хотя возможные события, связанные с недовыполнением налоговых поступлений, дальнейшим использованием средств резервного фонда и недорасходом капитальных средств могут содержать некоторые инфляционные риски.

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

Процентные пункты, содействие экономическому росту



Источники: Минфин РА, расчеты ЦБ РА

Врезка 2. Перспективы ИТ-сектора РА

ИТ-сектор, являясь одной из наиболее быстрорастущих отраслей экономики РА (доля в ВВП в 2023 году - 5,5%), играет важную роль в процессе укрепления производственного потенциала в экономике и развития наукоемких отраслей, и также является одной из важных движущих сил роста долгосрочного экономического потенциала. За последнее десятилетие развитию сектора во многом способствовали высокий рост сектора в мировой экономике, а также положительные предпосылки для быстрого роста сектора в РА. ИТ-сектор РА характеризуется богатой стартап-средой, финансируемой как иностранным, так и отечественным венчурным капиталом. Здесь осуществляют свою деятельность офисы крупнейших мировых стартапов (основанных как армянской диаспорой, так и зарубежными стартапами), а также транснациональных технологических гигантов. В этом секторе также активно работают профессионалы, предоставляющие персональные услуги, и в основном малые предприятия, обслуживающие клиентов из США и ЕС.

В условиях прочной экономической базы и инфраструктуры значительный приток капитала и рабочей силы на фоне российско-украинского конфликта также способствовал росту сектора начиная с 2022 года. С макроэкономической точки зрения значительный приток капитала и рабочей силы в сектор с начала 2022 года создал как определенные риски, так и возможности в краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной перспективе. В краткосрочной перспективе основным воздействием на сектор стал приток капитала и рабочей силы, а также создание новых предприятий в секторе иностранными гражданами (что в основном произошло в марте 2022 года и в настоящее время продолжается относительно медленными темпами) (рис. В.2.1). Начиная со второго квартала 2022 года и до конца 2023 года, в этом секторе наблюдается продолжающийся устойчивый рост производства, добавленной стоимости, производительности и притока капитала и рабочей силы, что оказало положительное влияние на потенциальный ВВП в краткосрочной перспективе, создав основу для позитивного прогноза развития сектора в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Несмотря на вышеупомянутые события, ряд важных неопределенностей все еще сохраняется с точки зрения денежно-кредитной политики в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Основные неопределенности связаны со степенью интеграции иностранных посетителей в экономику и общество РА, в какой степени отечественная экономика использовала эти возможности (включая трудовые навыки и знания) для развития своего производственного потенциала, насколько уязвимы производственные мощности ИТ-сектора РА в условиях сценария возможного оттока иностранных посетителей и какие возможные последствия могут иметь вышеперечисленные факторы на циклическое или трендовое повышение обменного курса. Указанные неопределенности могут оказать влияние на среднесрочный потенциальный ВВП, принимая во внимание важную роль и значение сектора информационных технологий в валовом выпуске и росте производительности экономики РА.

Продолжение на следующей странице.

Врезка 2. Перспективы ИТ-сектора РА (продолжение)

Чтобы оценить потенциальные последствия для экономики, важно понять ключевые движущие силы роста и развития сектора, а также возможное влияние недавних событий на будущие тенденции. И хотя ИТ-сектор в последние годы служил важным фактором экономического роста, начиная со второго полугодия 2023 года рост сектора постепенно замедлился (рис. В.2.2). В контексте неопределенности в отношении факторов этого замедления, а также макроэкономических последствий особенно актуальными являются три основных риска. Во-первых, замедление роста ИТ-сектора РА является отражением тенденций в глобальной технологии, где значительное сокращение потоков венчурного капитала в последние кварталы и увольнения (после чрезмерной практики найма после Covid-19) наблюдались как у крупных технологических гигантов, так и у небольших стартапов. Это ухудшение рыночных настроений на фоне перенасыщения рынка способствовало более осторожному поведению бизнеса в секторе, а также снижению общего спроса на некоторые технологические услуги. Хотя ИТ-сектор РА не был восприимчив к этим тенденциям в последние два года, сокращение роста производства и заработной платы в последние месяцы частично отразило влияние продолжающихся мировых тенденций (рис. В.2.4). Это может свидетельствовать о временном замедлении экономического цикла, что в краткосрочной перспективе может оказать влияние на объем производства и занятости, однако среднесрочное и долгосрочное влияние на потенциал экономики РА будет относительно слабым и ограниченным. Ожидается, что влияние таких рисков на более крупные и хорошо зарекомендовавшие себя стартапы и фирмы (характеризующиеся более высоким уровнем капитализации и долгосрочными контрактами на обслуживание) будет относительно небольшим, в то время как малые и средние компании могут столкнуться с более серьезными проблемами в ближайшем будущем. Во-вторых, учитывая роль притока иностранного капитала и рабочей силы в 2022-2023 годах в процессе стимулирования роста сектора, одним из важных рисков в секторе является его уязвимость к возможному оттоку капитала и рабочей силы, что отражает циклические (временное положительное влияние на макросреду), а не долгосрочные (положительное влияние на бизнес-среду) мотивы вышеуказанных потоков. При этом постепенная корректировка положительных циклических факторов в направлении более сбалансированного состояния может сопровождаться соответствующим замедлением развития ИТ-сектора РА. В-третьих, возможно, самый большой риск для перспектив отрасли в среднесрочном и долгосрочном горизонтах связан с тенденциями развития искусственного интеллекта (ИИ) и определенными изменениями в отрасли. Эти тенденции могут привести к реструктуризации спроса на рабочую силу в секторе, что выразится в замене относительно низкоквалифицированной рабочей силы на ИИ и увеличении спроса на знания, связанные с ИИ. В то же время для инновационных и прогрессивных стартапов (в том числе ряда крупных армянских стартапов), чья бизнес-деятельность в основном направлена на развитие технологий на основе ИИ, прикладной и генеративный ИИ может создать новые возможности для бизнеса в будущем. В этом смысле один из возможных сценариев будущего развития сектора заключается в том, что небольшие, менее инновационные компании и работники сектора могут быть заменены на ИИ, в то время как более инновационные фирмы, внедряющие ИИ, находят новые возможности для роста и расширения своей деловой деятельности (рис. В.2.3).

Рисунок В.2.1. Потоки рабочей силы и капитала недавно зарегистрированные ИП

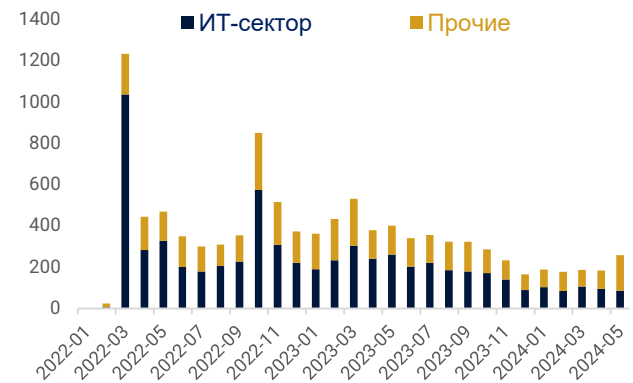


Рисунок В.2.2. Выпуск и реальный рост ИТ-сектора
реальный рост г/г, % (левая ось), валовой выпуск, млрд драмов (правая ось)



Рисунок В.2.3. Распределение фирм ИТ-сектора по специализациям
доля в организациях ИТ-сектора, %



Рисунок В.2.4. Рост средних номинальных заработных плат в частном секторе и ИТ-секторе
г/г, %



Источник: СК РА, расчеты ЦБ РА

В. Текущая ситуация на рынке труда и динамика инфляции

Безработица

В четвертом квартале 2023 года безработица осталась на историческом минимуме - на уровне 13,1% (исследование СК РА) (рисунок 3.В.1), отражая строгие условия рынка труда. При этом количество зарегистрированных работников в первом квартале 2024 года (данные Комитета государственных доходов) продолжало расти. Это свидетельствует о существовании достаточного уровня предложения рабочей силы на рынке, что способствовало определенному смягчению инфляционного давления со стороны рынка труда.

На этом фоне дальнейшее увеличение предложения рабочей силы продолжило смягчать условия на рынке труда, постепенно ослабляя инфляционное давление, поступающее из рынка труда, в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Основная неопределенность в этом вопросе связана с сохранением постоянного притока трудовых мигрантов в РА, степенью и скоростью интеграции вынужденно перемещенного населения из Арцаха на рынок труда РА, уменьшением потока трудовых мигрантов из РА в Российскую Федерацию и увеличением участия рынка труда во внутренней экономике. В частности, сохранение постоянного притока рабочих-мигрантов из Индии может иметь определенные отраслевые последствия для рынка труда (особенно в тех отраслях, где существует спрос на привлечение рабочей силы). В этом контексте разрыв в заработной плате между Арменией и Индией (которая значительно увеличилась с 2021 года) является важным стимулом для притока трудовых мигрантов. Следует отметить, что в течение первого квартала 2024 года произошло небольшое замедление нетто-притока трудовых мигрантов из Индии, что можно интерпретировать либо как следствие определенных сезонных тенденций, либо как тенденцию замедления нетто-притока (рис. 3.В.2). Основная неопределенность относительно будущего притока трудовых мигрантов связана с циклическим или непрерывным характером потоков, которые в случае окончания положительного цикла спроса могут вызвать реверсные риски с относительно ограниченным влиянием на долгосрочный экономический потенциал.

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

Интеграция вынужденно перемещенных лиц из Арцаха в экономику также может оказать положительное влияние на рынок труда и потенциал ВВП. В краткосрочной перспективе это может привести к некоторому росту безработицы, а в среднесрочной и долгосрочной перспективе за счет увеличения предложения рабочей силы и накопления капитала может оказать положительное влияние на рост потенциального ВВП¹. В условиях такого сценария могут сохраниться тенденции ослабления инфляционного давления, возникающего на рынке труда. Здесь основные неопределенности связаны со скоростью интеграции вышеупомянутых лиц на рынке труда и обстоятельством пребывания в РА.

Несмотря на исторически низкий уровень безработицы, увеличение предложения рабочей силы продолжает способствовать некоторому ослаблению инфляционного давления.

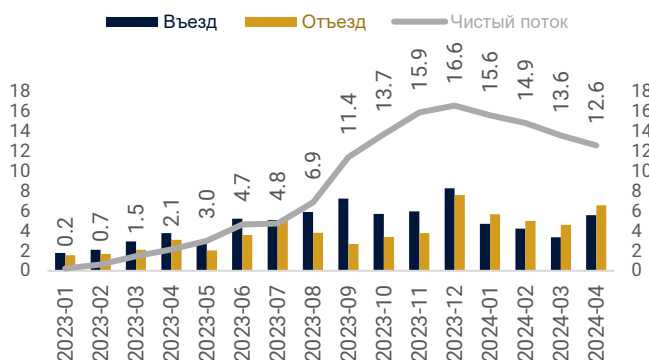
Рисунок 3.В.1. Уровень безработицы
%, кварталный



Источник: СК РА

Чистый приток граждан Индии продолжает оставаться высоким, несмотря на неопределенность относительно будущих тенденций.

Рисунок 3.В.2. Пересечение границы жителями Индии в 2023 году
тыс. человек



Источник: СК РА

Сохранение тенденции сокращения разницы в заработной плате в строительной отрасли Армении и России может повлиять на поток сезонных мигрантов из Армении в Россию.

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



Источник: СК РА

¹ По состоянию на 31 марта 2024 года трудоустроено 13,4 тыс. вынужденных переселенцев из Арцаха.

Рост заработной платы

В условиях высокого экономического роста спрос на рабочую силу и рост заработной платы оставались на высоком уровне. В первом квартале 2024 года рост номинальной заработной платы частных лиц составил 7,3% г/г, а в апреле 2024 года – 4,5% (рисунок 3.В.4). Однако зафиксированный в предыдущих кварталах рост производительности, предложения рабочей силы и занятости продолжал способствовать ослаблению инфляционного давления со стороны рынка труда, хотя импульсы со стороны рынка были довольно непропорциональными. На рост заработной платы в частном секторе существенно повлиял исторически высокий уровень производства и заработной платы в финансовой и страховой отраслях, хотя некоторые корректировки продолжались и в других секторах экономики. Несмотря на некоторое замедление роста заработной платы в частном секторе, он продолжает оставаться повышенным и превышает другие показатели основной инфляции, что является источником дополнительного давления основной инфляции в экономике.

Инфляция

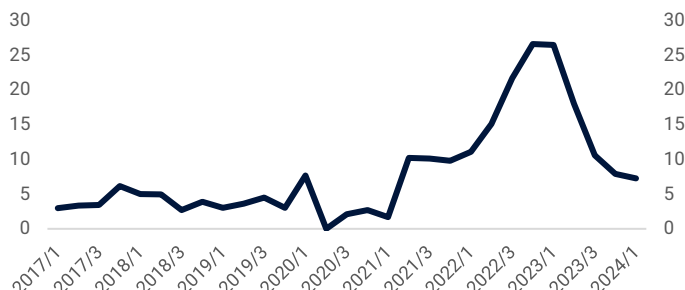
В первом квартале 2024 года дефляционная среда в экономике сохранялась (инфляция 0,3% г/г в мае) за счет дефляционных эффектов, передаваемых из мировой экономики, влияния денежно-кредитной политики, проводившейся в предыдущие годы, и некоторого ослабления совокупного спроса. Инфляция в сфере услуг, обусловленная внешним и внутренним спросом, продолжала снижаться. В то же время сохранение внутреннего спроса на высоком уровне, а также давление со стороны рынка труда могут вызвать определенное инфляционное давление, обусловленное спросом, чему будут способствовать также изменения в налоговом администрировании в текущем году (в т.ч. акциз, налог на услуги такси и др.), и пересмотр тарифов на общественный транспорт в Ереване с сентября 2024 года. Однако их общее влияние на инфляцию будет ограниченным, даже слабым, учитывая размер/вес участия города Еревана и вышеперечисленных услуг в процессе формирования индекса потребительских цен в экономике (максимально возможное единовременное влияние на инфляцию оценивается в ~0,5 п.п.). Кроме того, инфляционные риски, связанные с мировыми ценами на нефть, а также некоторый рост мировых цен на продовольствие в последние месяцы по сравнению с прошлым годом (см. часть 3А), создают риски значительного ослабления или нейтрализации дефляционных тенденций импорта.

Базовая инфляция, исключая сезонные продукты питания и регулируемые услуги, оставалась в области отрицательных значений, составив в апреле -0,5% г/г, что во многом отражает дефляционные тенденции от импорта продуктов питания (например, хлеба, масел и жиров, сахарного песка и т. д.). Между тем, индекс неэкспортных жестких цен (NTSPI) остался на относительно стабильном уровне, составив в апреле 3,0% г/г. Инфляционные тенденции, вызванные в четвертом квартале 2023 года увеличением спроса на аренду жилья и другие неэкспортные услуги, постепенно ослабли в первом квартале 2024 года и практически полностью сошли на нет. Инфляционные тенденции в сфере услуг (например, воздушного транспорта, ресторанов, гостиниц, культуры и отдыха) существенно ослабли из-за некоторого замедления внешнего спроса. Эти события могут стать подтверждением доводов о том, что избыточное давление спроса в экономике в значительной степени нейтрализуется. В случае такого развития событий, согласно прогнозам рынка (в том числе МВФ), инфляция в РА в ближайшее время будет близка к целевому показателю или ниже его (таблица 3.В.1).

Рост предложения рабочей силы и занятости продолжает сдерживать инфляционное давление, хотя рыночные импульсы весьма непропорциональны.

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

%, по сравнению с тем же кварталом предыдущего года



Источник: СК РА

Дефляционная среда продолжает сохраняться из-за дефляционных эффектов из внешнего сектора и значительного ослабления инфляции услуг, вызванной внешним и внутренним спросом.

Рисунок 3.В.5. Инфляция

%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года

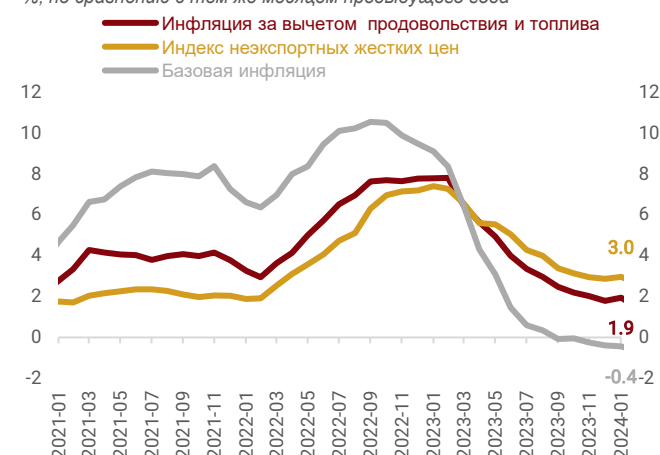


Источники: СК РА, ЦБ РА

Инфляция неэкспортируемых товаров с жесткими ценами стабилизировалась.

Рисунок 3.В.6. Показатели основной инфляции

%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года



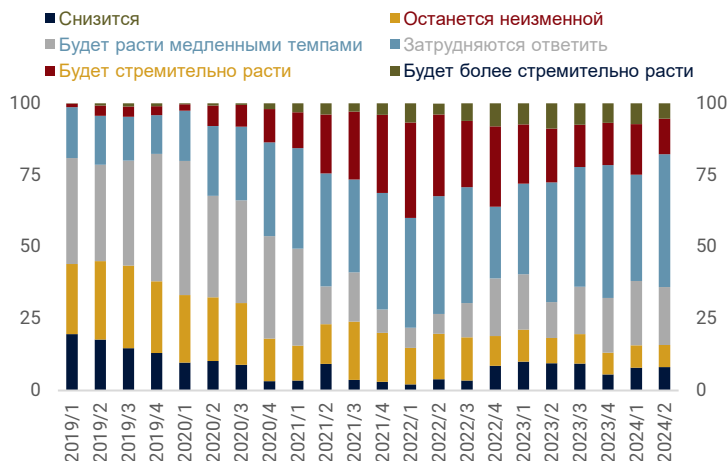
Источник: СК РА, ЦБ РА

Инфляционные ожидания

Согласно результатам проведенного Центральным банком Армении опроса домохозяйств об инфляционных ожиданиях, во втором квартале 2024 года, по сравнению с предыдущим кварталом, меньше домохозяйств ожидают роста инфляции относительно быстрыми темпами. Это соответствует дефляционным тенденциям в экономике, что отражается на общем уровне инфляции. Более того, большинство домохозяйств ожидают, что инфляция останется стабильной или будет расти более медленными темпами. Тем не менее неопределенность в отношении инфляции остается высокой, что, вероятно, отражает восприятие населением того, что инфляция некоторых товаров сохраняется. Важно отметить, что, хотя общая тенденция результатов опроса во втором квартале в некоторой степени положительная, инфляционные ожидания по сравнению с 2021-2022 годами в целом оставались относительно высокими, что указывает на то, что инфляционные ожидания корректировались гораздо медленнее, чем тенденции существенного снижения общей инфляции.

Меньше респондентов склоняются к высокой инфляции, но сохраняется большая неопределенность.
Рисунок 3.В.7. 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

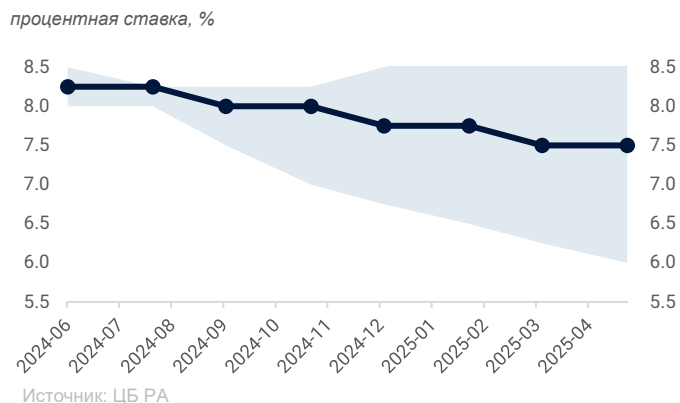
По результатам опросов, проведенных 7 июня 2024 года, участники рынка (в том числе коммерческие банки, институциональные инвесторы, управляющие активами и другие) ожидают, что Центральный банк Армении продолжит постепенное ослабление ключевой ставки в течение следующих восьми решений по процентной ставке, что соответствует макроэкономической перспективе. Ключевые риски и проблемы, лежащие в основе оценок респондентов, также являются важной информацией для формирования набора сценариев, представленных в настоящем Докладе (Раздел Д).

Ожидания, выведенные из кривой доходности, указывают на более высокие процентные ставки в одногодичном горизонте по сравнению с результатами опроса ожиданий участников рынка. В целом, после принятия решения о ставках ДКП в январе 2024 года долгосрочный отрезок кривой доходности (особенно сроком более 1 года) значительно сместился вниз. Краткосрочная часть кривой также соразмерно скорректировалась в сторону понижения в последние месяцы. Сдвиги кривой доходности вниз могут отражать постепенную стабилизацию процентных ставок в экономике и снижение ключевой ставки до долгосрочного нейтрального уровня (рис. 3.Г.3), постепенное снижение инфляционных ожиданий (рис. 3.В.7) и возможно более низкий уровень премии за страновой риск (рис. 3.Г.6).

Нейтральная процентная ставка

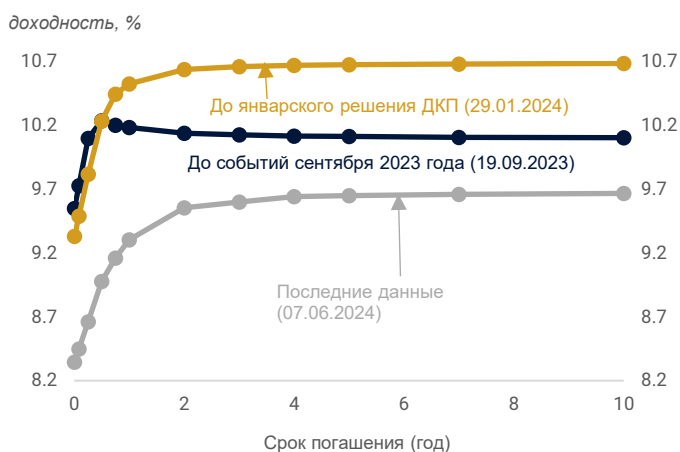
Неопределенность в отношении нейтральной процентной ставки продолжает вызывать вопросы о том, в какой степени текущий уровень ключевой ставки отдален от сдерживающего или стимулирующего уровня. Учитывая сдвиги кривой доходности вниз в последние месяцы (рис. 3.Г.2), одной из возможных интерпретаций может быть формирование более низкого уровня нейтральной процентной ставки в условиях возможного более низкого уровня премии за страновой риск. Сохранение высоких мировых процентных ставок можно интерпретировать как более высокий уровень базовых равновесных процентных ставок, что вызывает необходимость пересмотра нейтральной процентной ставки в развивающихся странах. Во Врезке 2 излагается многообразие мнений и неопределенностей относительно нейтральных ставок в мире и особенно в США. В то же время рост экспортного потенциала РА и повышение реального эффективного обменного курса в последние годы указывают на более низкий уровень базовых процентных ставок во внутренней экономике, поскольку при принятии инвестиционных решений инвесторы также принимают во внимание динамику обменного курса во внутренней экономике. Более подробная информация о возможном развитии нейтральной процентной ставки в РА изложена во Врезке 3.

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 7 июня 2024 г.)



Как краткосрочный, так и долгосрочный отрезки кривой доходности продолжают снижаться.

Рисунок 3.Г.2. Кривая доходности



Степень жесткости денежно-кредитных условий.

Рисунок 3.Г.3. Реальная процентная ставка и базовая нейтральная процентная ставка



Врезка 3. Нейтральная процентная ставка в РА

Во Врезке 2 настоящего Доклада дается обзор основных неопределенностей относительно нейтральной ставки США (также называемой равновесной ставкой) и их потенциальные последствия для мировой экономики. В экономике нейтральная процентная ставка — это уровень процентной ставки, который при отсутствии экономических потрясений соответствует нулевому разрыву ВВП и целевому показателю инфляции и при котором совокупный спрос и предложение находятся в равновесии. В контексте денежно-кредитной политики, политика считается сдерживающей (стимулирующей), когда ключевая ставка выше (ниже) нейтральной ставки. Нейтральная ставка является ненаблюдаемой переменной (как потенциальный уровень выпуска и естественный уровень безработицы). Это означает, что директивные органы не могут непосредственно наблюдать или количественно оценивать ее с определенной степенью достоверности. Как правило, всегда существует фундаментальная неопределенность вокруг оценок нейтральной процентной ставки. Неправильная оценка нейтральной ставки может привести к нежелательным ошибкам в денежно-кредитной политике. Хотя незначительная завышенная или заниженная оценка нейтральной процентной ставки, возможно, и не будет иметь существенных последствий для политики, серьезные ошибочные суждения о ней могут иметь значительные нелинейные последствия, направляя экономику к незакрепленным инфляционным ожиданиям или темным углам (“dark corners”) “ловушки низкой инфляции” (“low inflation trap”). В небольших странах с открытой экономикой с формирующимся рынком, таких как Армения, нейтральная процентная ставка может зависеть от ряда краткосрочных и долгосрочных факторов, связанных с фундаментальными экономическими показателями, вокруг которых также существует значительная неопределенность. Более того, в условиях трудностей, связанных с количественной оценкой каждого из этих факторов с определенной степенью точности, особенно важно понять динамику, влияющую на их движение, и факторы, лежащие в их основе.

- **Глобальная нейтральная процентная ставка.** Одним из наиболее важных факторов, влияющих на нейтральную процентную ставку в Армении, являются изменения нейтральной процентной ставки во всем мире и особенно в США (принимая во внимание центральную роль, значение и влияние экономики США и доллара США в мировых финансовых потоках, рынках капитала). Во Врезке 2 более подробно представлены основные проблемы и неопределенности, связанные с равновесной процентной ставкой в США, а также рассмотрен ряд факторов, которые могут повлиять на возможную переоценку последней. После пандемии Covid-19 возникли различные интерпретации и дебаты относительно уровня нейтральной процентной ставки в США, из которых многие выдвинули предположение, что нейтральная процентная ставка в США может быть значительно выше оценок ФРС США. Учитывая мобильность капитала в глобальной экономике, а также тот факт, что Армения небольшая страна с открытой экономикой, пересмотр нейтральной ставки США в сторону повышения может потребовать эквивалентного пересмотра нейтральной ставки в Армении и других странах.
- **Тенденция укрепления реального обменного курса.** Поскольку Армения является страной с открытой экономикой, на нейтральную процентную ставку в Армении также влияет тенденция укрепления реального обменного курса, которая отражает изменения в фундаментальных экономических показателях, включая рост экспортного потенциала. Основная неопределенность здесь связана с вопросом, является ли укрепление драма в последние годы тенденцией (увеличением основных показателей экономики) или следствием циклических тенденций. Более высокий трендовый рост обменного курса будет поддерживать более низкий нейтральный курс, поскольку инвесторы будут требовать более низкую компенсацию за внутренние процентные ставки.
- **Рост производительности.** С концептуальной точки зрения рост производительности приводит к более высокой предельной доходности капитала, который при данной процентной ставке создает больший инвестиционный спрос и приводит к увеличению нейтральной процентной ставки. Развитие экономики РА в последние годы, включая развитие высокопроизводительных секторов (например, сектора информационных технологий, описанный во Врезке 2), структурные сдвиги экономики в сторону более производительных секторов (например, от сельского хозяйства к промышленному производству и сфере услуг), а также более высокие показатели эффективности налогово-бюджетной политики в отношении капитальных расходов, свидетельствуют о росте производительности, который может привести к более высоким нейтральным процентным ставкам.
- **Премия за страновой риск.** Любое изменение премии за страновой риск оказывает прямое влияние на нейтральную процентную ставку, поскольку поставщики капитала на рынке требуют более высоких (более низких) процентов (компенсаций) за более высокий (меньший) риск. На рисунке 3.Г.6 показано некоторое увеличение премии за страновой риск после событий сентября 2023 года, а затем наблюдается тенденция к снижению. Премия за страновой риск особенно чувствительна к геополитическим событиям, и в этом отношении наличие, ухудшение или ослабление напряженности может иметь последствия для нейтральной процентной ставки. В то же время снижение доли государственного долга в ВВП положительно сказалось на премии за страновой риск, приведя к некоторому снижению последней.
- **Долгосрочные тенденции и события.** В долгосрочной перспективе на равновесную процентную ставку может также оказать влияние ряд других факторов. Демографические сдвиги, такие как увеличение продолжительности жизни, могут привести к сбережениям и, следовательно, к увеличению процентных ставок, что может способствовать снижению нейтральной ставки. Более того, учитывая рост доходов и благосостояния в последние годы, долгосрочные изменения в структурах потребления (также известные как склонность к межвременному замещению потребления, когда люди предпочитают меньше потреблять сейчас и больше сберегать) также могут привести к снижению нейтральной ставки в долгосрочной перспективе.
- **Инфляционные ожидания.** Номинальная нейтральная процентная ставка представляет собой сумму реальной нейтральной процентной ставки (находящейся под влиянием вышеуказанных факторов) и инфляционных ожиданий. Динамика долгосрочных инфляционных ожиданий в последние годы отражает усиление макроэкономической стабильности и способности экономики противостоять будущим потрясениям. Более низкие инфляционные ожидания, естественно, будут способствовать снижению номинальной нейтральной процентной ставки.

Учитывая вышеизложенную концептуальную основу, реальная нейтральная процентная ставка в РА оценивается в диапазоне от 7,3 до 9,3% при средней/модальной оценке в 8,3%. Диапазон нейтральных процентных ставок отражает неопределенности, связанные с глобальной нейтральной процентной ставкой, с циклическим или трендовым повышением обменного курса, с ростом производительности, премией за страновой риск и т. д.

Условия кредитования

Опросы, проведенные Центральным банком Армении, показывают, что индекс условий кредитования коммерческими банками находился в диапазоне чистого смягчения по всем видам кредитов, а процентные ставки продолжают удерживаться на стабильном уровне. Привлеченные и предоставленные коммерческими банками средства в первом квартале 2024 года продолжили расти, отражая высокую экономическую активность в реальном секторе экономики. Структура кредитования в определенной степени изменилась: рост был обусловлен в основном увеличением кредитов домохозяйствам. С другой стороны, объем кредитов, предоставленных предприятиям, остался на том же уровне, что и в предыдущем квартале. Это вызвано задержками в инвестиционной деятельности из-за сохранения существующей региональной геополитической неопределенности. С другой стороны, учитывая увеличение депозитных счетов предприятий, слабый спрос на бизнес-кредитование может указывать на позитивную деловую среду, прибыль и высокую ликвидность. Процентные ставки по кредитам населению оставались на относительно высоком уровне из-за высокого уровня спроса на потребительское и ипотечное кредитование. Увеличение доходов и относительно более низкое бремя обслуживания долга (по отношению к доходам) в частном секторе могут еще больше укрепить доверие, способствуя дальнейшему ускорению кредитования в экономике и усилению инфляционного давления.

Номинальный обменный курс

В первой половине 2024 года драм оставался на относительно стабильном уровне по отношению к доллару США, евро и рублю (рис. 3.Г.5). Однако в последние недели наблюдается умеренное укрепление драма по отношению к валютам основных стран-партнеров (с середины марта 2024 года драм подорожал примерно на 4% по отношению к доллару США). В последнее время умеренное укрепление драма обусловлено стабильно высоким ростом активности, связанной с экспортом и торговлей, продолжающимся снижением премии за страновой риск (рис. 3.Г.6), а также некоторыми, менее значительными, временными факторами. Основные риски и факторы неопределенности связаны с устойчивостью роста экспорта и торговли, снижением объемов импорта потребительских товаров, а также усилением внешнего спроса на отечественные услуги (который, хотя и несколько уменьшился в последние месяцы, продолжает оставаться на высоком уровне), создает повышательное давление в экономике. С другой стороны, это давление может быть нейтрализовано возможным усилением факторов внутреннего спроса (связанных с использованием ранее накопленных сбережений, возможным ростом потребительских кредитов), способствующих росту объемов импорта.

Премия за страновой риск во втором квартале 2024 года (оценивается как разница между доходностью армянских еврооблигаций со сроком погашения в 2029 году и базовой безрисковой процентной ставкой с таким же сроком погашения) продолжала стабилизироваться и демонстрировать тенденцию к снижению после роста, обусловленного геополитическими событиями сентября-октября 2023 года (рис. 3.Г.6). Стабилизация и постепенное снижение премии за страновой риск частично отражает аналогичные тенденции в развивающихся странах, а также развитие факторов, специфичных для экономики РА, включая стабильные макроэкономические и фискальные основы. В то же время сохранение геополитической неопределенности как на местном, так и региональном уровне продолжает нести в себе некоторые повышательные риски для премии за страновой риск, которые могут оказать потенциальное влияние на финансовые рынки и потоки капитала.

Спрос на потребительские кредиты продолжает расти.

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



Значительное укрепление драма с середины 2022 года.

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



Неопределенность в отношении перспектив региональной геополитической напряженности создает высокие риски для финансовых рынков, в том числе из-за переоценки премии за страновой риск.

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

левая ось: %, доходность; правая ось: базисный пункт, премия за страновой риск.



Врезка 4. Руководство, основанное на сценариях и ориентированное на будущее. Роль рыночных ожиданий

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

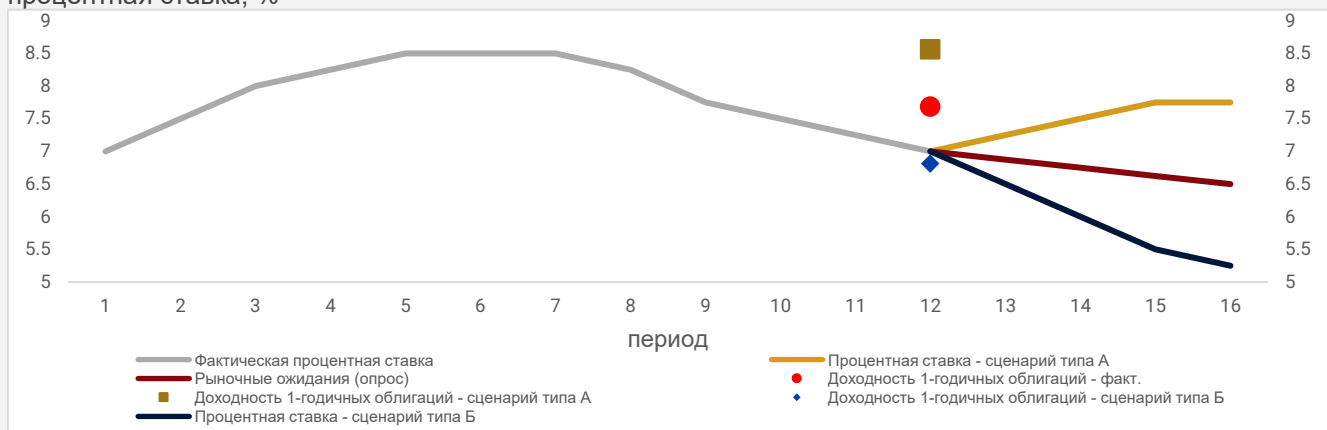
До разработки концептуальных подходов к гибкому таргетированию инфляции коммуникации о мерах денежно-кредитной политики были сосредоточены в первую очередь на прямых действиях, например, сообщениях об установлении краткосрочных процентных ставок. Однако большую часть общества интересуют долгосрочные,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

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

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

Руководство, основанное на сценариях и ориентированное на будущее. Для иллюстрации типовых сценариев применительно к рыночному ориентиру был рассмотрен упрощенный подход с использованием доходности облигаций со сроком погашения один год (рис. В.4.1). Линия, отмеченная серым цветом, представляет историческое изменение ставки рефинансирования Центрального банка. Красной точкой отмечена доходность облигации со сроком погашения один год на дату принятия решения ДПК. Она включает наиболее вероятную оценку участниками рынка средней процентной ставки на следующие 12 месяцев, а также премию за срок (term premium), связанную с инфляцией и неопределенностью процентной ставки в течение вышеуказанного временного горизонта. Типовые сценарии процентной ставки А и В показаны золотым и синим цветом соответственно. На графике также золотыми и синими точками показана доходность однолетних облигаций в случае реализации сценариев типа А и Б соответственно. Средняя величина показателя, выведенного из результатов опроса участников финансового рынка, показана серым цветом.

Рисунок В.4.1. Гипотетический пример типового сценария и ожиданий рынка в рамках FPAS Mark II
процентная ставка, %



Источник: ЦБ РА

Д. Множество сценариев

Цели и структура множества сценариев

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

Таблица Д.1. Структура множества сценариев

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

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

Множество сценариев. Второй квартал 2024 года.

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

Суждения о рисках, присущих сценариям типа А	Суждения о рисках, присущих сценариям типа Б
Расширение спроса - Для возврата инфляции к целевому уровню в условиях устойчивого и высокого экономического роста, обусловленного внутренним спросом, перегретым рынком труда, а также геополитической неопределенностью и периодическими шоками предложения из-за возможного курса на деглобализацию, ФРС США продолжит проводить сдерживающую денежно-кредитную политику, удерживая процентные ставки на высоком уровне дольше, чем ожидает финансовый рынок, что, возможно, повлияет на финансовые потоки между развивающимися и развитыми странами (включая РА). - На фоне большого потока иностранных гостей из России в РА и, возможно, новой волны внешнего спроса на товары и услуги РА в условиях продолжения российско-украинского конфликта и постоянного ужесточения ограничений, применяемых третьими странами в отношении Российской Федерации, в экономике РА будет формироваться дополнительный спрос и инфляционное давление. - Устойчивая напряженность на границе РА, рост напряженности в странах региона и неопределенность в отношении будущего геополитического развития событий в регионе является источником риска переоценки премии за страновой риск РА в сторону повышения, усиления волатильности на финансовом рынке, расшатывания инфляционных ожиданий, а также оттока капитала и рабочей силы из РА, что будет иметь преимущественно инфляционные последствия, тогда как ослабление спроса может послужить уравновешивающим фактором. - Сценарии формирования и долгосрочного поддержания избыточного спроса в отечественной экономике. - Сохранение экономического роста выше потенциального уровня означает, что условия избыточного спроса в РА продолжают сохраняться и расширяться. - Накопленные сбережения в частном секторе, продолжающийся высокий рост потребительских кредитов, рост заработной платы, а также увеличение доходов, полученных в результате положительного развития экспорта, будут способствовать ускорению роста частного потребления и усилению вызванного этим инфляционного давления. - Наиболее стимулирующая позиция налогово-бюджетной политики, обусловленная рисками недосбора налоговых поступлений по сравнению с запланированными и необходимости увеличения текущих расходов в целях реализации программ социальной помощи. <i>Продолжение на следующей странице</i>	Сдерживание спроса - В мировой экономике, особенно в ЕС и Китае, сохраняются тенденции слабого экономического роста, которые могут стать предпосылками для сценариев более серьезного экономического спада. Если проблемы на рынке недвижимости Китая перерастут в более широкие финансовые проблемы и глубокую рецессию, спрос на нефть и международные сырьевые товары резко упадет. Учитывая роль Китая в мировой экономике, это может привести к значительному падению цен на сырьевых рынках и существенному замедлению мирового спроса (сценарий типа Y). - Хотя экономический рост в России сохраняется на высоком уровне, новые западные санкции вызывают определенные опасения относительно стабильности экономического роста. В этой ситуации, на фоне возможного резкого замедления экономической активности и вытекающих из этого негативных последствий, возникнут проблемы в направлении дальнейшего снижения денежных переводов РА и спроса РФ на товары и услуги РА. - В результате политических событий в Грузии и сохранения региональной геополитической напряженности резко сократился поток туристов в регион и РА. - Сохранение перегретого состояния на рынке недвижимости создает риски для перспектив роста строительства и снижения цен на недвижимость, что несет в себе дополнительный сдерживающий эффект для смежных отраслей экономики, создавая риски снижения совокупного спроса и дефляционных эффектов в экономике. - Не получивший широкого распространения и неинклюзивный экономический рост, характеризующийся высокой степенью концентрации доходов в некоторых секторах экономики, в условиях относительно слабого частного потребления и низкой инфляции, содержит неопределенности относительно состояния внутреннего спроса и создает риски возникновения негативной конъюнктуры спроса с последствиями для устойчивого дефляционного давления в среднесрочной перспективе. - Удержание инфляции ниже целевого уровня в течение длительного времени, вероятно, приведет к корректировке инфляционных ожиданий в сторону понижения, долгого поддержания этого уровня и сдержанному потребительскому поведению. - Относительное увеличение доли капитальных затрат в структуре государственных расходов в условиях роста налоговых поступлений 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)
	Сдерживание спроса (продолжение) – Структура экономического роста РА вызывает определенные опасения относительно перспектив экономики. В частности, текущий высокий рост сконцентрирован в некоторых подсекторах, и сохраняется неопределенность в отношении перспектив развития секторов, характеризующих общий потенциал экономики. Сохранение и продолжение таких тенденций будет свидетельствовать о жесткости финансовых условий в экономике и сдерживании факторов долгосрочного спроса, что чревато рисками формирования и поддержания значительных дефляционных эффектов в среднесрочной перспективе. – Неопределенность относительно более низкой нейтральной процентной ставки во внутренней экономике и относительно жестких денежно-кредитных и финансовых условий, включая повышение реального обменного курса, может оказать сдерживающее воздействие на инвестиции в РА, приток рабочей силы, внешний спрос на товары и услуги, а также на среднесрочную перспективу экспортного сектора экономики, что приведет к более длительному поддержанию низкого спроса и низкой инфляции.
Сдерживание предложения – Дальнейшая эскалация кризисов на Ближнем Востоке и в Красном море усугубит сбои в глобальных цепочках поставок, включая добычу и транспортировку нефти, и будет оказывать давление в сторону увеличения глобальной инфляции, что, с одной стороны, будет сдерживать центральные банки ведущих стран от смягчения денежно-кредитных условий в ближайшем будущем, а с другой стороны, создаст дополнительную инфляционную среду с точки зрения импортируемых товаров. – Экономический рост РА, стимулируемый внешней торговлей, способствует устойчивому давлению на курс драма. В случае сохранения этих тенденций и резкого замедления темпов роста возникают главным образом инфляционные риски, связанные со значительным сокращением финансовых потоков и усилением волатильности на финансовых рынках. – В результате неблагоприятных погодных условий в РА сельскохозяйственный сектор понес значительные потери, что содержит определенные инфляционные риски для сезонных продуктов питания. Если инфляционные ожидания не будут закреплены, возможный шок цен на продовольствие может спровоцировать корректировку общих инфляционных ожиданий в сторону повышения. – Риски возможного оттока трудовых мигрантов (в основном из Индии) из некоторых отраслей экономики могут вызвать ужесточение конъюнктуры рынка труда, что является источником новой инфляционной волны, порожденной рынком труда для экономики.	Расширение предложения – Увеличение предложения рабочей силы в РА будет способствовать восстановлению сбалансированности рынка труда, формированию избыточного предложения, а также снижению заработной платы, существенно ослабляя инфляционное давление, чему будет способствовать: – Резкое снижение сезонной миграции РА в Российскую Федерацию, обусловленное сокращением разрыва в заработной плате в РА и РФ, а также введением некоторых инструментов налогообложения, которые могут заставить сезонных работников интегрироваться в рынок труда РА. – Быстрое вовлечение вынужденно переселенного населения из Арцаха на рынок труда РА. – Резкое ускорение роста средней заработной платы в РА в предыдущие годы, снижение роли денежных переводов, а также благоприятная структура экономического роста с точки зрения привлечения всех видов квалифицированной рабочей силы также могут способствовать быстрой интеграции экономически неактивного населения РА на рынок труда РА, ослабляя инфляционное давление. – Сохранятся дефляционные эффекты со стороны сезонных продуктов питания за счет увеличения совокупного выпуска в результате увеличения тепличных хозяйств, что может сочетаться с возможными трудностями при экспорте сельскохозяйственной продукции. Этот сценарий может иметь еще больший дефляционный эффект в экономике и усложнить проблему управления инфляцией.

Врезка 5. Ориентировочный рыночный сценарий

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

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

Рисунок В.5.1. Инфляция

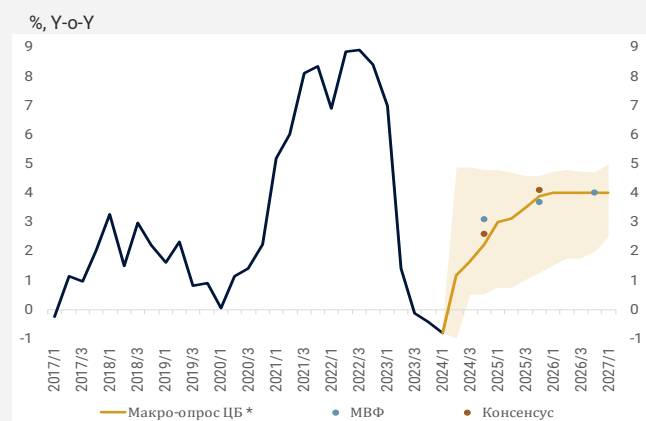
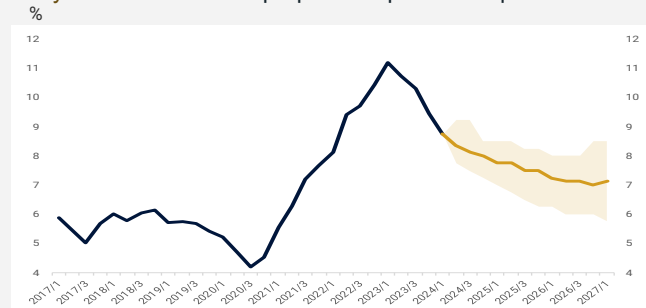


Рисунок В.5.3. Рост реального ВВП



Рисунок В.5.2. Ставка рефинансирования ЦБ



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

Рисунок В.5.4. Номинальная процентная ставка

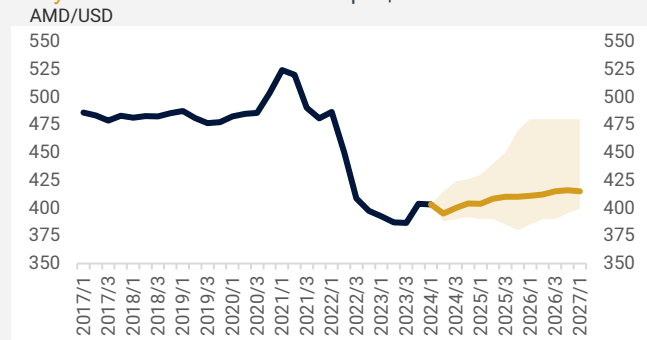


Таблица 3.В.1. Прогнозы экономического роста и инфляции в РА

Источник	МВФ	Макроопрос ЦБ	Консенсус
Дата	Апр-24	1-й кв. 2024г.	Янв-24
Рост ВВП (годовой, %)			
2023 (фактический)		8.7	
2024	6.0	6.6	5.9
2025	5.2	5.7	4.5
2026	4.5	5.5	4.7
Инфляция (годовая, %)			
2023 (фактический)		-0.6	
2024	3.1	2.3	2.6
2025	3.7	3.9	4.1
2026	4.0	4.0	4.0

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

Е. Перспективы денежно-кредитной политики

Сценарий типа А: ключевая ставка выше рыночных ожиданий.

Устойчивое инфляционное давление со стороны стран с развитой экономикой, вызванное сильным внутренним спросом в США и потенциальными перебоями в поставках в мировой экономике.

Одним из обуславливающих факторов сценария типа А являются условия высокого внутреннего спроса в экономике США, что существенно осложняет усилия денежно-кредитных органов по нахождению устойчивого пути к достижению целевого показателя инфляции в среднесрочной перспективе. Несмотря на повышение ставок ФРС США в последние кварталы, влияние жестких денежно-кредитных условий не полностью отразилось на финансовых условиях или на экономике в целом. Поэтому конечное потребление в США остается на высоком уровне, являясь одним из основных факторов сверхпотенциального экономического роста. Условия на рынке труда остаются напряженными. В частности, несмотря на некоторое замедление темпов найма и наличия вакансий в последние месяцы, их показатели по-прежнему находятся на высоком уровне в сочетании с высоким уровнем участия рабочей силы и продолжающимся сильным ростом заработной платы. Эти факторы могут указывать на то, что повышательное давление со стороны рынка труда продолжается. В условиях указанных факторов инфляция товаров, характеризующихся жесткими ценами, поддерживается на уровне выше целевого, что является дополнительным препятствием в процессе обеспечения ценовой стабильности ФРС США в среднесрочной перспективе.

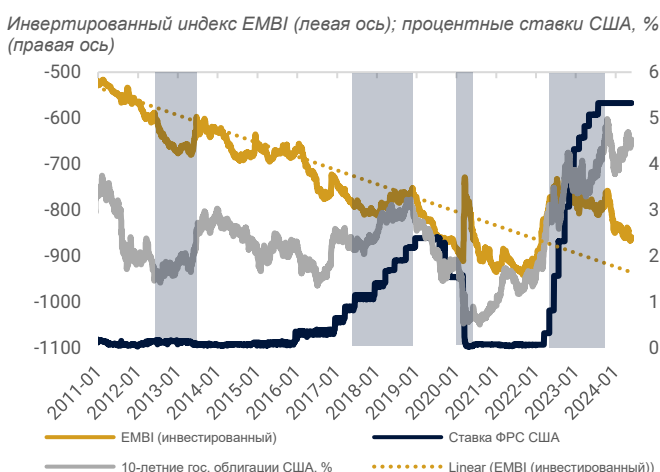
На ряду с этим цены на ценные бумаги и недвижимость продолжают расти, стимулируя рост потребления и внутреннего спроса. Спред процентных ставок ВАА (разница между доходностью облигаций ВАА и 10-летних казначейских облигаций) остается низким, что свидетельствует о высоком уровне ликвидности в экономике. Это, в свою очередь, можно интерпретировать как сохранение более слабых финансовых условий в экономике по сравнению с ожиданиями рынка. Вышеупомянутые события могут указывать на возможное несоответствие между намерениями денежно-кредитной политики и фактическими финансовыми условиями. Подобные изменения в экономических событиях привели к тому, что нейтральные процентные ставки в США значительно превысили как предварительные оценки FOMC, так и ожидания рынка (Врезка 1). Это также выражается в волатильности особенно долгосрочного отрезка кривой, отражающей ожидания участников рынка относительно будущей динамики процентных ставок. В этом смысле особенно в долгосрочной части кривой в течение последних месяцев наблюдается тенденция к понижению в ответ на несколько позитивные, но все еще неубедительные данные.

Поскольку в экономике сохраняется высокий спрос и потенциально более высокая нейтральная процентная ставка, дополнительными мотивами для сценария типа А являются опасения по поводу возможных глобальных шоков предложения. На фоне эскалации глобальной геополитической напряженности региональные тенденции (которые возникли во время глобального финансово-экономического кризиса и углубились во время пандемии Covid-19) создают вероятные риски продолжающихся торговых войн и потрясений в сфере поставок. Примером аналогичных тенденций является обширный пакет тарифов на китайские «зеленые» технологии, реализованный США, и риски генерирования более масштабной торговой войны в качестве ответных действий. Более того, политическая неопределенность в США несет в себе не только возможное ухудшение этих тенденций, но и потенциальные риски и неопределенности, связанные с более стимулирующей налогово-бюджетной политикой и будущим притоком трудовых ресурсов (что также может оказать влияние на конъюнктуру рынка труда).

Аналогичный сценарий будет иметь последствия типа А для экономики развивающихся стран, включая РА, что потребует ведения более высокого и более осторожного курса политики процентных ставок со стороны ЦБ РА по сравнению с ожиданиями рынка. Во-первых, высокий спрос и большая волатильность предложения в экономике США (включая возможное повышение волатильности и цен сырьевые товары) могут привести к

усилению внешнего инфляционного давления на экономику РА. Во-вторых, более высокий уровень процентной ставки в США (в результате высокого совокупного спроса, увеличения премии по долгосрочным процентным ставкам и переоценки допущений о нейтральных процентных ставках) может вызвать риски для потоков капитала в развивающиеся страны, включая РА. В этом случае возможные последствия могут быть в определенной степени смягчены как за счет факторов, лежащих в основе более высокого уровня процентной ставки США, так и за счет относительно сильных макроэкономических показателей экономики РА. В данном случае основные риски связаны с тем, что более высокий уровень процентных ставок ФРС США может привести к переоценке премии за страновой риск в развивающихся странах и, при отсутствии соответствующих ответных мер денежно-кредитной политики, создать определенные предпосылки для оттока капитала из развивающихся стран. В то же время, в случае аналогичного сценария, отсутствие значительных накопленных диспропорций в экономике РА (соотношение к госдолгу, уровень долларизации, доверие к ЦБ и т.д.), может несколько смягчить влияние неблагоприятных рисков для экономики РА. В этом случае траектория процентных ставок ЦБ РА, по сравнению с ожиданиями рынка, может иметь более консервативную позицию, которая направлена на нейтрализацию возможного риска, возникающего из-за более опасных, нелинейных явлений (таких как девальвация или инфляционное давление, что может привести к возможному расшатыванию инфляционных ожиданий в экономике). В этом контексте более высокие процентные ставки по сравнению с ожиданиями рынка отражают стратегию органов, осуществляющих денежно-кредитную политику, направленную на то, чтобы быть более подготовленными к возможному потрясению, связанным с премией за страновой риск. Целью этого подхода является сохранение благоприятных базовых экономических условий в случае реализации подобных шоков и смягчение возможной экономической нестабильности путем закрепления инфляционных ожиданий.

Рисунок 3.Е.1. Доходности 10-летних казначейских облигаций и индекса облигаций развивающихся рынков (EMBI)



Источники: FRED, Блумберг

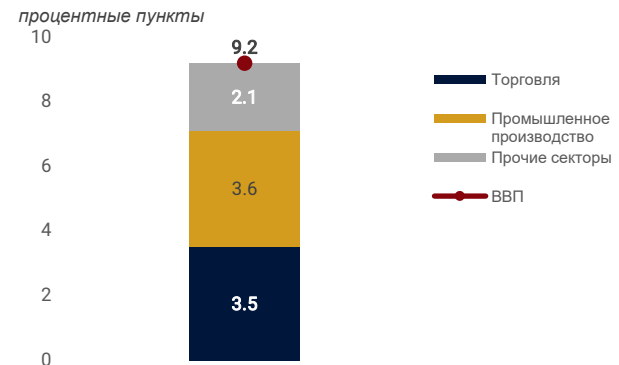
Сценарий типа Б: ключевая ставка ниже рыночных ожиданий.

Развитие негативной конъюнктуры спроса в отечественной экономике.

Экономический рост РА продолжает поддерживаться на уровне, превышающем долгосрочный стабильный рост, который, на первый взгляд, содержит определенные импульсы создания среды избыточного спроса и усиления инфляционного давления. Однако нынешний экономический рост является неинклюзивным и сильно сконцентрирован в нескольких областях. В частности, в последние месяцы высокие темпы роста промышленного производства и торговли внесли значительный вклад в экономический рост (рис. 3.Е.1). Рост торговли обусловлен главным образом большими объемами внешнеторгового оборота и отражает торговые возможности, возникшие после введения беспрецедентных санкций в отношении России, а рост производства во многом обусловлен резким увеличением производства и экспорта ювелирных изделий. Если исключить объемы производства ювелирных изделий и импорта и экспорта сырого золота, то, по оценке ЦБ, экономический рост в первом квартале 2024 года составит около 3,8% вместо 9,2%. Неинклюзивный рост экономики вызывает некоторую обеспокоенность по поводу состояния фундаментальных факторов, формирующих условия внутреннего спроса, включая общую занятость, рост заработной платы, равномерное и повсеместное увеличение доходов населения и об общей силе самого совокупного спроса. С другой стороны, сохраняется неопределенность вокруг секторов, которые характеризуют общий потенциал экономики, в то время как в некоторых ключевых отраслях, как сектор ИТ-услуг и других традиционных видах производства, наблюдается некоторое снижение. Сохранение и продолжение таких тенденций указывает на углубление неравномерного распределения доходов в экономике и сдерживании факторов долгосрочного спроса, что в среднесрочной перспективе содержит дополнительные риски формирования и поддержания значительных дефляционных эффектов. Сценарий типа В основан на предположении, что дефляционная среда, сохраняющаяся во внутренней экономике (рис. 3.В.5), на самом деле отражает условия ограниченного спроса, скрытые очень высоким, хотя и гиперконцентрированным, общим экономическим ростом. Эта гипотеза подкрепляется также уровнем умеренного роста частного потребления по отношению к росту экономики (рис. 3.Б.4), замедлением роста сферы услуг, где сосредоточена большая часть трудовых ресурсов, а также продолжающимся снижением денежных переводов, которые в основном направлялись на расходы на потребление. При таком сценарии начальные экономические условия будут отражать отрицательный разрыв ВВП. Сохранение пониженного спроса в течение прогнозируемого горизонта будет иметь ограниченное влияние с точки зрения продолжающейся дефляции, принимая во внимание негибкость изменения цен и заработной платы в сторону понижения. Однако, долгосрочное сохранение инфляции ниже целевого уровня вероятно приведет к корректировке инфляционных ожиданий в сторону понижения, длительному сохранению и дальнейшему углублению сдержанного потребительского поведения в среднесрочной перспективе. В такой ситуации, руководствуясь стремлением достичь цели стабильности цен с наименьшими издержками для общества, Центральный банк должен пойти по пути более резкого и быстрого снижения ключевой ставки по сравнению с тем, что в настоящее время ожидают рынки, чтобы стимулировать спрос и приблизить инфляцию к целевому показателю в среднесрочной перспективе.

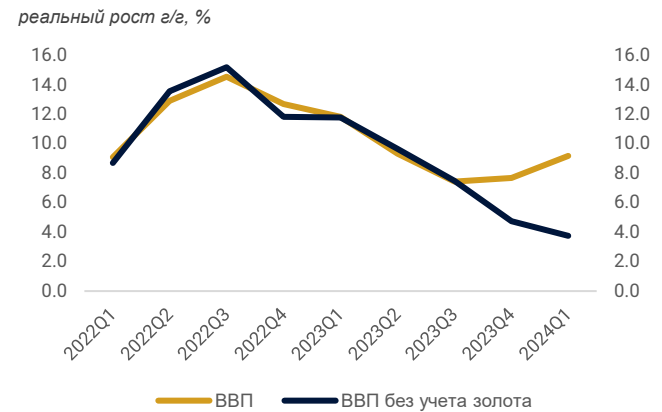
Рисунок 3.Е.2.

Часть А. Содействия экономическому росту, первый квартал 2024г.



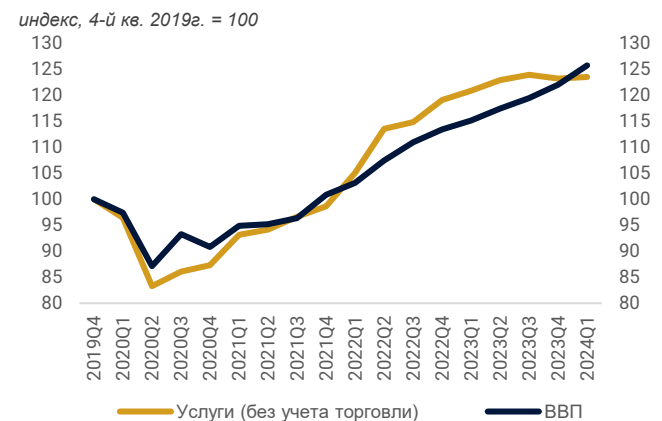
Источники: СК РА, расчеты ЦБ РА

Часть Б. Экономический рост за вычетом производства ювелирных изделий и оптовой торговли золотом



Источники: СК РА, расчеты ЦБ РА

Часть В. Индексы ВВП и сферы услуг



Источники: СК РА, расчеты ЦБ РА

Обобщение макроэкономических прогнозов для сценариев типа А и типа Б

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

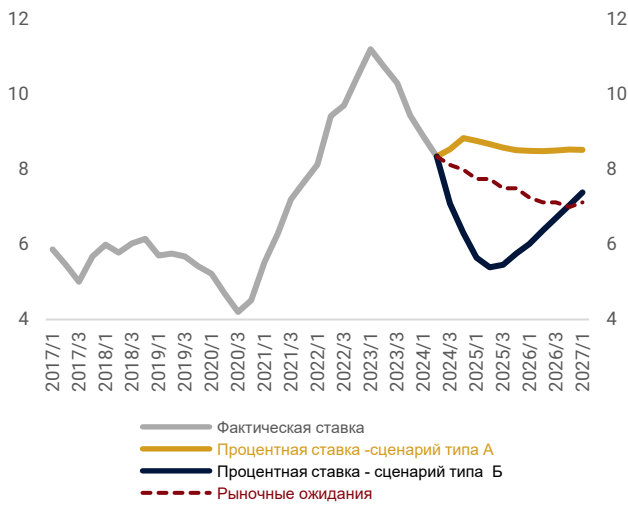


Рисунок 3.Е.6. Индекс неэкспортных жестких цен, г/г, %

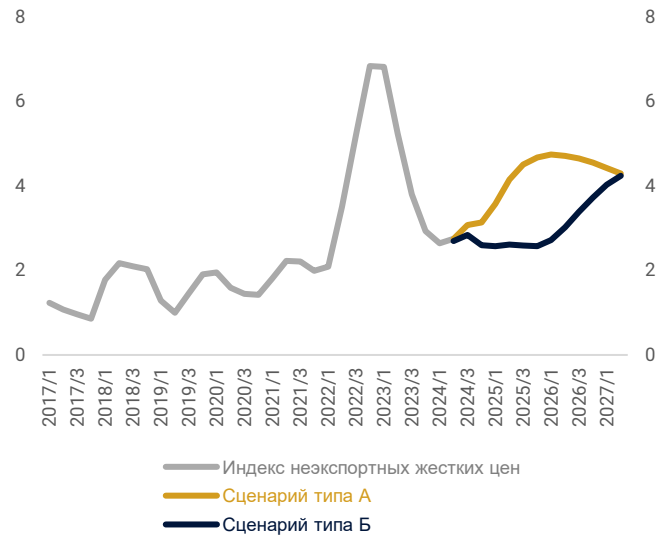


Рисунок 3.Е.4. Рост реального ВВП, г/г, %

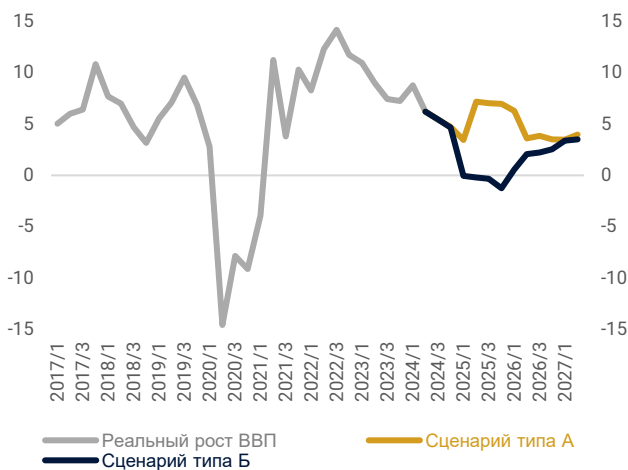


Рисунок 3.Е.7. Разрыв ВВП, %

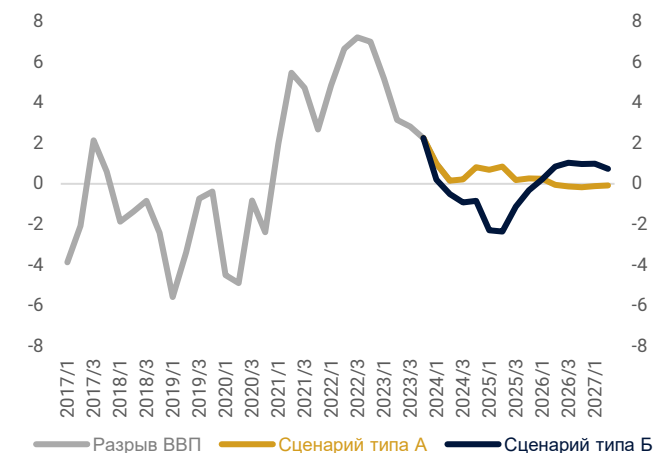


Рисунок 3.Е.5. Инфляция, г/г, %

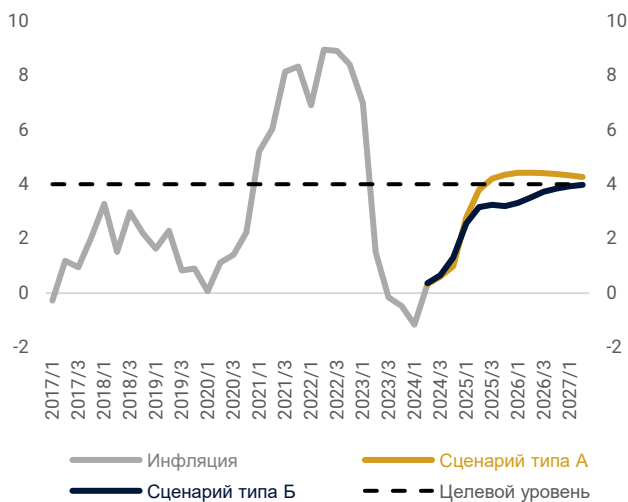


Рисунок 3.Е.8. Реальная процентная ставка, %

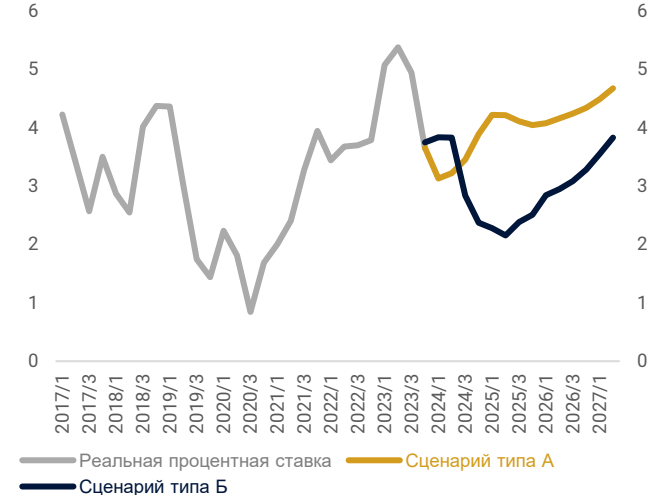


Рисунок 3.Е.9. Номинальный эффективный обменный курс, индекс

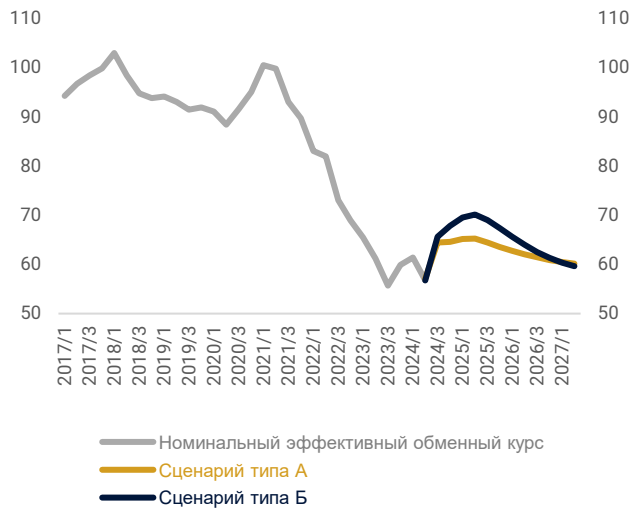


Рисунок 3.Е.11. Модельная оценка инфляционных ожиданий (через 12 месяцев), г/г, %

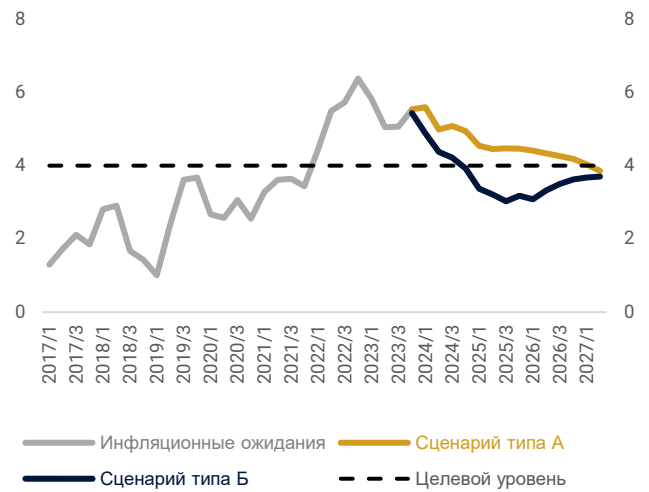


Рисунок 3.Е.10. Реальный эффективный обменный курс, индекс

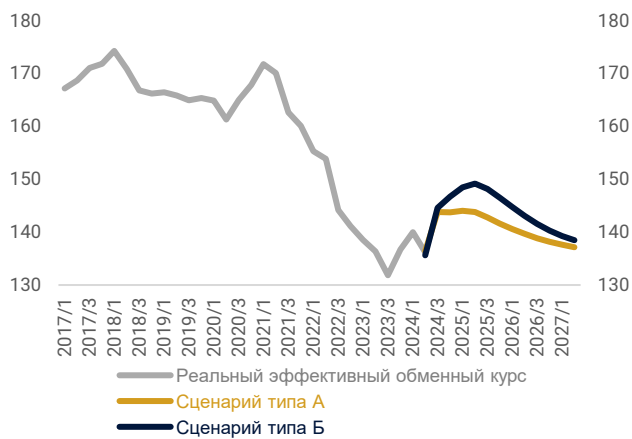


Таблица 3.Е.1. Макроэкономическое обобщение сценариев типа А и типа Б

Фактические данные и прогнозы по сценариям типа А и типа Б

					2024		2025		2026	
					Сценарий А	Сценарий Б	Сценарий А	Сценарий Б	Сценарий А	Сценарий Б
					Факт.	Факт.	Факт.	Факт.	Факт.	Факт.
Внешний сектор										
Экономический рост США	%, реальный рост	5.8	2.0	2.6	2.3	2.7	0.5	2.1	1.5	2.6
Экономический рост еврозоны	%, реальный рост	5.2	3.2	0.4	0.0	0.2	-0.4	0.3	1.2	1.1
Экономический рост РФ	%, реальный рост	5.5	-2.0	3.0	3.8	2.5	0.8	0.3	0.4	0.7
Инфляция в США	среднее, %	4.6	7.7	4.0	3.4	3.4	3.4	3.0	2.5	2.5
Инфляция в еврозоне	среднее, %	2.5	8.0	5.4	2.4	2.4	2.7	2.5	2.2	2.0
Инфляция в России	среднее, %	6.5	12.9	5.5	6.9	7.1	4.7	5.3	5.0	4.5
Цена на нефть	доллар/баррель	71.0	99.5	82.6	84.8	84.2	86.6	86.0	81.9	86.8
Цена на медь	доллар/тонна	9288.1	8956.0	8472.1	8670.0	8482.6	9006.0	8798.9	8602.3	9159.4
Индекс ФАО	индекс	125.7	143.5	124.1	121.8	121.2	128.0	126.5	130.6	128.6
Внутренняя экономика										
Цены										
Инфляция	/г, конец периода, %	7.7	8.3	-0.6	0.9	1.3	3.8	3.2	3.7	4.0
ИПЦ	/г, среднее, %	6.9	8.3	2.0	0.2	0.3	3.8	3.0	4.4	3.7
Неэкспортные жесткие цены	/г, среднее, %	2.1	4.5	4.8	2.9	2.7	4.2	2.8	4.7	3.3
Совокупный доход										
ВВП	млрд драмов	6983.0	8496.8	9502.8	10401.5	10268.5	11481.3	11085.1	12597.3	12001.2
ВВП	%, реальный рост	5.7	12.6	8.7	6.8	6.1	6.1	3.8	5.5	4.1
Предложение										
Промышленность	%, реальный рост	3.5	6.3	1.7	8.3	7.5	5.6	3.5	4.9	4.0
Сельское хозяйство	%, реальный рост	-0.6	-0.7	0.2	3.3	2.8	2.9	2.0	2.7	2.3
Строительство	%, реальный рост	3.1	19.1	15.7	12.7	12.7	9.0	7.7	8.0	5.5
Услуги	%, реальный рост	7.9	18.1	11.4	6.5	5.8	6.2	3.5	5.5	4.0
Чистые налоги	%, реальный рост	7.4	8.2	11.0	4.7	4.2	6.3	3.9	5.5	4.1

Продолжение на следующей странице

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

		2021	2022	2023	2024		2025		2026	
		Факт.	Факт.	Факт.	Сценари й А	Сценари й Б	Сценари й А	Сценари й Б	Сценари й А	Сценари й Б
Спрос										
Потребление	%, реальный рост	4.2	7.7	8.3	5.5	4.0	6.2	4.3	5	3.7
Государственное потребление	%, реальный рост	8.4	6.5	17.9	1	1.0	7.7	7.7	5	5
Частное потребление	%, реальный рост	3.4	8.0	6.4	6.3	4.5	6	3.8	5	3.5
Валовое накопление основных средств*	%, реальный рост	6.3	9.5	14.0	6.6	5.2	6.2	3.4	10.2	7.7
Государственные инвестиции**	%, реальный рост	-9.9	41.1	28.9	11.1	11.1	6.7	6.7	15.7	15.7
Среднее валовое накопление частных предприятий	%, реальный рост	11.2	1.9	10.1	4.7	2.7	6	2.0	6.9	3
Экспорт товаров и услуг	%, реальный рост	16.6	54.4	28.7	29.6	29.6	-34.4	-33.8	3.2	2.7
Импорт товаров и услуг	%, реальный рост	12.9	33.8	28.3	28.6	27.2	-28.6	-30.6	3.7	3.7
Текущий счет										
Торговый баланс	млн долларов США	-1504.8	-1859.2	-2340.6	-1927.4	-1767.4	-2856	-2336	-2958.3	-2476.1
Баланс услуг	млн долларов США	396.9	1711.0	2167.9	1702.2	1742.2	1626.4	1818.4	1603.4	1708.4
Денежные переводы	млн долларов США	1274.0	1538.3	988.5	696.4	696.4	731.2	731.2	751.1	751.1
Текущий счет	млн долларов США	-483.0	151.0	-476.7	-334.8	-134.8	-1264.3	-552.3	-1369.9	-782.7
Торговый баланс	доля в ВВП, %	-7.9	-0.8	-0.7	-0.9	-0.1	-4.3	-2	-4.4	-2.9
Баланс услуг	доля в ВВП, %	2.8	8.7	8.8	6.6	7.1	5.7	7.2	5.2	6.4
Денежные переводы	доля в ВВП, %	9.1	7.9	4.0	2.7	2.8	2.6	2.9	2.5	2.8
Текущий счет	доля в ВВП, %	-3.5	0.8	-1.9	-1.3	-0.6	-4.5	-2.2	-4.5	-2.9
Государственный сектор***										
Доходы и гранты	млрд драмов	1683.8	2046.0	2358.6	2651.6	-1727.4	3033.7	-2176.0	3461.0	-2235.5
Налоговые доходы	млрд драмов	1586.9	1926.0	2221.9	2541.6	1742.2	2944.2	1818.4	3374.8	1708.4
Расходы	млрд драмов	2004.3	2243.5	2550.2	3134.5	696.4	3353.4	731.2	3795.5	751.1
Дефицит	млрд драмов	-320.5	-197.5	-191.6	-482.9	-94.8	-319.7	-392.3	-334.5	-542.1
Доходы и гранты	доля в ВВП, %	24.1	24.1	24.8	25.5	0.1	26.4	-1.4	27.5	-2.0
Налоговые доходы	доля в ВВП, %	22.7	22.7	23.4	24.4	7.1	25.6	7.2	26.8	6.4
Расходы	доля в ВВП, %	28.7	26.4	26.8	30.1	2.8	29.2	2.9	30.1	2.8
Дефицит	доля в ВВП, %	-4.6	-2.3	-2.0	-4.6	-0.4	-2.8	-1.5	-2.7	-2.0

* 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 2024-2026 годы.

*** Показатели бюджета на 2023 год являются оценкой ЦБ РА. Показатели на 2024-2026 годы представлены из государственного плана среднесрочных



Центральный Банк
Республики Армения

Доклад о денежно-кредитной политике | 2-й квартал 2024 г.