

1-й квартал 2025 года

Доклад
о денежно-кредитной
политике

Программа денежно-кредитной
политики

Опубликовано 18 марта 2025 г.

Содержание

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

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

ПРИМЕЧАНИЕ: Настоящий Доклад подготовлен на основе фактической информации по состоянию на 14-е марта 2025 года.

01 |

Общий обзор

А. Заявление о денежно-кредитной политике

Совет Центрального банка Армении принял решение сохранить ставку рефинансирования на уровне 6,75%.

Совет Центрального банка 18 марта 2025 года принял решение оставить ставку рефинансирования без изменений, установив ее на уровне 6,75%.

В первом квартале 2025 года 12-месячная инфляция приблизилась к целевому показателю, составив 2,5% в феврале. В то же время 12-месячная базовая инфляция осталась низкой и составила 1,5%.

В первом квартале 2025 года существенно возросли риски замедления экономического роста и ускорения инфляции в мире и основных странах-партнерах Армении. В частности, риски роста цен и потенциальных сбоя в цепочках поставок на международных товарно-сырьевых рынках и в основных странах-партнерах усилились из-за растущей напряженности в международных торговых отношениях, а также сохраняющихся геополитических проблем. Существенно возросла также неопределенность относительно степени стимулирования совокупного спроса фискальной политикой США в среднесрочной перспективе и обусловленного этим роста задолженности, а также долгосрочных процентных ставок. В то же время в странах-партнерах цены на товары и услуги, характеризующиеся жесткими ценами, по-прежнему остаются относительно высокими, а условия на рынке труда - жесткими. В этом контексте, вероятно, что центральные банки ведущих стран сохранят относительно жесткие денежно-кредитные условия в ближайшем будущем. В результате ожидается слабое инфляционное воздействие внешнего сектора на экономику РА.

С начала 2025 года экономическая активность в Армении остается на уровне, близком к прогнозируемому уровню долгосрочного устойчивого роста. Экономическому росту в значительной степени способствовали высокие темпы роста в секторах строительства, услуг и торговли. На него оказали влияние некоторые краткосрочные факторы, содержащие значительную неопределенность относительно устойчивости экономического роста, долгосрочных перспектив, а также будущих тенденций внутреннего спроса. Внешний спрос на услуги продолжает снижаться, а общая ситуация со спросом оценивается как нейтральная с точки зрения инфляции. В такой ситуации условия на рынке труда несколько смягчились, что выразилось в постепенной стабилизации заработной платы, инфляции в сфере услуг, характеризующейся жесткими ценами, и инфляционных ожиданий. Параллельно с этими событиями сохраняются риски дополнительного стимулирования спроса посредством фискальной политики.

В условиях высокой степени неопределенности, учитывая приверженность Совета ЦБ достижению цели ценовой стабильности, Совет рассматривает в своих обсуждениях множество сценариев. С одной стороны, Совет обсудил сценарии (тип А), в которых базовые неопределенности, в том числе связанные с премией за страновой риск Республики Армения в контексте геополитических событий и вытекающие из них макроэкономические последствия, требуют более высокой процентной ставки, чем ожидания рынка, чтобы обеспечить достижение цели ценовой стабильности. С другой стороны, Совет обсудил сценарии (тип Б), в том числе связанные с длительным сохранением неопределенности относительно экономической политики США, формированием рисков, связанных со снижением темпов роста из-за снижения доверия к мировой экономике, ослаблением спроса в Армении. Это предполагает, что ставка рефинансирования будет снижаться быстрее и на большую величину, чем ожидания рынка, чтобы регулировать спрос и укрепить инфляцию вокруг целевого показателя в среднесрочной перспективе.

В результате, уравнивая риски по двум вышеуказанным направлениям, Совет Центрального банка Республики Армения решил оставить процентную ставку без изменений, что соответствовало ожиданиям рынка. Совет продолжит следить за сценариями экономического развития и готов принять соответствующие меры для обеспечения целевого показателя инфляции в 3% и стабильности цен в среднесрочной перспективе.

Утверждено Советом Центрального банка Республики Армения 18 марта 2025 года.

Председатель
Мартын Галстян

Заместители председателя:
Армен Нурбекян
Оганнес Хачатрян

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

Б. Краткое изложение экономической ситуации.

Глобальная экономика

В первом квартале 2025 года в основных странах-партнерах по-прежнему наблюдалась неравномерность экономического развития. Высокие темпы экономического роста и рост благосостояния, зафиксированные в Соединенных Штатах за последние кварталы, создают предпосылки для дальнейшего экономического роста, обусловленного потреблением, однако неопределенность относительно перспектив экономической политики в последние месяцы может сдерживать частный спрос в ближайшем будущем. В России сохраняется высокая экономическая активность, во многом обусловленная высоким ростом внутреннего потребления, особенно в сфере услуг. В то же время в Китае наблюдается замедление темпов роста экономической активности, вызванного ослаблением внутреннего спроса, а экономический рост в еврозоне остается на низком уровне. В целом риски замедления активности в мировой экономике сохраняются.

В США по-прежнему наблюдается высокая неопределенность в отношении фундаментальных показателей экономики. Неопределенность вокруг экономической политики, особенно торговой и фискальной политики, возросла, что способствовало повышению волатильности на финансовых рынках и некоторой корректировке цен на активы в последние месяцы. Хотя потребление в США в последние кварталы продолжало расти высокими темпами, способствуя поддержанию высоких темпов экономического роста (в 4-м квартале 2024 года был зафиксирован экономический рост в 2,3%, что было обусловлено ростом расходов на личное потребление примерно на 2,8 п.п.), растущая неопределенность относительно экономической политики в последние месяцы создает риски с точки зрения задержек потребления и инвестиций и замедления экономического роста. Хотя общая инфляция постепенно приближается к целевому показателю, некоторые показатели, характеризующие фундаментальную инфляцию, такие как инфляция товаров с жесткими ценами и рост заработной платы, по-прежнему формируются существенно выше целевого уровня. В то же время торговая и фискальная политика новой администрации США несет в себе значительные риски с точки зрения расширения инфляционной среды, что может еще больше усложнить компромисс ФРС между стабильностью цен и максимальной занятостью. Помимо краткосрочных инфляционных эффектов, потенциальная возможность более гибкой фискальной политики в среднесрочной перспективе также повышает риски в контексте более высокой траектории долговой нагрузки и повышения фундаментальной нейтральной процентной ставки. Это может оказать влияние на дальнейший курс политики ФРС, а также на долгосрочные процентные ставки и потоки капитала в развивающихся странах. Вышеуказанные события продолжают создавать проблемы для денежно-кредитных органов в их политике приближения инфляции к целевому показателю и обеспечения ценовой стабильности.

Европейский центральный банк в марте 2025 года также снизил процентную ставку на 25 базисных пунктов, установив ее на уровне 2,65%. После некоторого ускорения в 2024 году, обусловленного временными факторами внешнего спроса, экономический рост в

начале года в целом остается на низком уровне, а перспективы и структура роста, особенно в промышленном секторе, продолжают вызывать опасения. Общая инфляция снижается за счет ослабления инфляционных цен на товары, в то время как инфляция цен на услуги остается высокой, отражая углубляющееся расхождение в экономическом развитии в различных секторах. Это представляет собой серьезную проблему для ЕЦБ с точки зрения корректировки темпов политики и обеспечения целевого показателя инфляции.

Риски сохранения слабого внутреннего спроса в еврозоне и Китае, а также направления экономической политики и геополитических перспектив остаются ключевыми факторами неопределенности относительно перспектив более низкого мирового экономического роста.

Экономический рост в России остается на высоком уровне, продолжая поддерживаться как стимулирующей налогово-бюджетной политикой, так и значительным ростом частных расходов. В таких условиях усиление конкуренции за рабочую силу между военной промышленностью и частным сектором на фоне напряженного рынка труда может привести к усилению инфляционных рисков. При этом, несмотря на значительное ужесточение условий денежно-кредитной политики ЦБ России, существенного прогресса в направлении регулирования инфляции по-прежнему не наблюдается. С другой стороны, ужесточение и адресность западных санкций в условиях значительного ужесточения монетарных условий таят в себе определенные риски с точки зрения среднесрочной перспективы российской экономики. В то же время возросла вероятность скорого разрешения российско-украинского конфликта, что создает риски для краткосрочного и среднесрочного экономического роста, преимущественно в сторону повышения.

Цены на продукты питания на мировых товарно-сырьевых рынках в последние месяцы стабилизировались, достигнув более высоких уровней по сравнению с прошлым годом. Однако сохраняется значительная неопределенность относительно среднесрочных тенденций на товарно-сырьевых рынках. Эскалация геополитической напряженности на Ближнем Востоке продолжает создавать риски повышенной волатильности цен на нефть и потенциальных сбоев в глобальных цепочках поставок. С другой стороны, в случае дальнейшего ослабления мирового спроса может возникнуть дефляционное давление.

Условия внутреннего спроса

В 4-м квартале 2024 года экономический рост в Армении продолжил замедляться, сформировавшись вблизи оцененного уровня долгосрочного устойчивого роста. Значительный вклад в рост внесли секторы строительства, торговли и услуг. Эти тенденции экономической активности сохранились и в 2025 году. В январе рост несколько ускорился, составив 7,1%. Стоит отметить, что по мере стабилизации экономического роста централизация также ослабевала. Однако из-за структуры роста продолжает сохраняться высокая неопределенность, связанная с соотношением между совокупным предложением и совокупным спросом.

Наблюдаемый с 2022 года высокий внешний спрос постепенно ослабевает, что отражается в стабилизации турпотоков и корректировке реальных расходов туристов.

Неопределенность относительно состояния внутреннего спроса сохраняется. С одной стороны, высокие темпы роста розничной торговли, потребительского кредитования, внутреннего туризма и услуг свидетельствуют о высоком внутреннем спросе. При этом процентные ставки по потребительским кредитам остаются на относительно высоком уровне, что отражает высокий спрос на эти кредиты. С другой стороны, все еще несколько концентрированный экономический рост, продолжающееся сокращение денежных переводов, постепенное ухудшение условий на рынке труда и текущая общая слабая инфляционная среда указывают на наличие относительно слабого спроса. Сохраняется также неопределенность относительно перспектив внутреннего спроса. В основном это касается снижения долгового бремени по сравнению с доходами в частном секторе в предыдущие годы и направлений использования накопленных сбережений. В этой ситуации влияние на совокупный спрос и предложение может быть различным в зависимости от направления использования сбережений и динамики кредитования. Возросла неопределенность относительно влияния фискальной политики на совокупный спрос. Это обусловлено в основном рисками невыполнения программы налоговых поступлений и, одновременно, возможным ростом текущих расходов, необходимых для реализации программ социальной помощи. Существуют также риски недоисполнения расходов, а также более сдерживающего воздействия на спрос в силу их структурных характеристик.

Рынок труда и инфляция

Высокая неопределенность в отношении развития событий на рынке труда сохраняется. По результатам опроса домохозяйств о численности рабочей силы, проведенного в 3-м квартале 2024 года, уровень безработицы составил 13,3%, превысив примерно на 1,2 п.п. показатель за соответствующий квартал предыдущего года. Учитывая неопределенность, связанную с уровнем безработицы, важно отслеживать возможные сценарии, вытекающие из этого. С одной стороны, рост безработицы можно интерпретировать как фактор ослабления и корректировки условий спроса в экономике, учитывая, что по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года рост уровня безработицы произошел не за счет увеличения предложения рабочей силы, а за счет уменьшения численности занятых. Это также согласуется с некоторым оттоком иностранных работников и замедлением роста заработной платы в этом году. С другой стороны, количество официально зарегистрированных работников (по базе данных КГД) продолжало расти – примерно на 34 тысячи за последний год. Это свидетельствует о наличии более жестких условий на рынке труда. В то же время, в качестве альтернативной интерпретации, рост числа зарегистрированных работников может подразумевать постепенное сокращение теневого сектора рынка труда и рост формальной занятости.

Рост заработной платы в частном секторе ускорился в последние месяцы, но он все еще ниже уровня, соответствующего целевым показателям роста производительности и инфляции. В среднесрочной и долгосрочной перспективе возможное дополнительное расширение предложения рабочей силы также может

стать источником дальнейшего смягчения условий на рынке труда и ослабления давления рынка. Основная неопределенность здесь связана с высокой неопределенностью вокруг перспектив роста российской экономики и притока армянских трудовых мигрантов в РФ и их участия в рынке труда в отечественной экономике, а также интеграции экономически неактивного населения в рынок труда.

В 1-м квартале 2025 года сохраняется слабая инфляционная среда в экономике, во многом за счет сохраняющихся дефляционных давлений внешней среды, а также ослабления внешнего спроса на некоторые внутренние услуги. На этом фоне 12-месячная инфляция оставалась ниже целевого показателя с апреля 2023 года, составив 2,5% в феврале 2025 года. Инфляция неэкспортируемых товаров с относительно жесткими ценами, которая в основном отражает ценовое поведение, обусловленное внутренним спросом, осталась на относительно стабильном уровне, составив в феврале 2,2% г/г. Рост продовольственных цен на международном рынке пока не нашел полного отражения на внутренних ценах. С другой стороны, цены на импортные непродовольственные товары продолжают падать, в основном из-за снижения цен производителей в китайской экономике. Вместе с этим, из-за ослабления внешнего спроса цены на некоторые услуги продолжали снижаться. В этих условиях инфляционные ожидания продолжили снижаться, приблизившись к целевому уровню. Об этом свидетельствуют как продолжительная низкая инфляция, так и опросы домохозяйств.

Денежно-кредитная политика

Ожидания участников рынка относительно ставки рефинансирования ЦБ РА по сравнению с предыдущими опросами несколько скорректированы в сторону понижения и отражают направление постепенного снижения ставки рефинансирования в течение следующих 8 решений. Кривая доходности несколько сместилась вниз, что также отражает постепенную корректировку инфляционных ожиданий в результате снижения целевого уровня инфляции. В то же время, по оценке Центрального банка, текущие показатели кривой доходности, помимо ожиданий рынка относительно процентных ставок, отражают и различные факторы риска.

Премия за страновой риск Армении несколько снизилась за последние месяцы и остается значительно ниже долгосрочного стабильного уровня, определяемого фундаментальными показателями страны. Тем не менее она отражает неопределенности, связанные с устойчивостью долга, геополитической напряженностью, включая пограничные вопросы и региональные события. В этом контексте возможная корректировка премии за страновой риск в сторону повышения несет в себе риски пересмотра в сторону повышения нейтральной процентной ставки, что, при прочих равных условиях, несет в себе в основном инфляционные риски, связанные с более стимулирующей позицией ДКП. В то же время макроэкономическая стабильность и высокие темпы экономического роста РА могут служить важными предпосылками для возможной переоценки странового риска и снижения нейтральной процентной ставки.

В целях управления возможными рисками, возникающими из-за существующей неопределенности, Центральный банк Армении строит и рассматривает различные сценарии развития экономической ситуации. Представленный в настоящем Докладе сценарий типа А

(по которому траектория процентной ставки должна быть выше ожиданий рынка) основан на суждениях о том, что возможное разрешение российско-украинского конфликта и возможные позитивные изменения в перспективах российской экономики могут создать дополнительное инфляционное давление в результате возросшего внешнего спроса, сезонной миграции из Армении в Россию и увеличения денежных переводов. В этом случае более жесткая позиция денежно-кредитной политики по сравнению с ожиданиями рынка была бы более целесообразной для ЦБ РА, учитывая формирование высокого внутреннего спроса и связанные с ним инфляционные риски в ближайшем будущем.

Представленный в настоящем Докладе сценарий типа Б (по которому траектория процентной ставки должна быть ниже ожиданий рынка) основан на суждениях о том, что значительная неопределенность, связанная с экономической политикой, проводимой новой администрацией США, приводит к резкому снижению доверия среди домохозяйств и предприятий, что, в свою очередь, задерживает потребительские и инвестиционные расходы и существенно замедляет экономический рост. Учитывая масштабы экономики США,

эти события также будут способствовать формированию дефляционной среды на международных товарных рынках и снижению доверия потребителей и бизнеса к мировой экономике. Следовательно, в случае слабого внешнего спроса и дефляционного давления со стороны внешнего сектора в Республике Армения возникнут риски долгосрочного сохранения слабого спроса и низкой инфляционной среды. В такой ситуации Центральный банк предпочтет более резкое снижение процентной ставки по сравнению с ожиданиями рынка, чтобы стимулировать спрос в среднесрочной перспективе и приблизить инфляцию к целевому показателю.

В условиях фундаментальных рисков и неопределенностей, присущих текущему периоду, Центральный банк Армении разрабатывает и рассматривает ряд сценариев с целью разумного управления потенциальными рисками. В целях обсуждения политики и информирования о рисках, описанных в сценариях, были более подробно рассмотрены два типичных сценария. Эти типичные сценарии не отражают наиболее вероятное будущее, не расставляют приоритеты и не присваивают определенную вероятность основным результатам и не в полной мере обобщают все риски и неопределенности, присущие экономике.

02 |

Цели и система денежно-кредитной политики

О долгосрочных целях денежно-кредитной политики

Дата принятия: 18 марта 2025 года

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

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

Для достижения цели ценовой стабильности Центральный банк разрабатывает и реализует денежно-кредитную политику. Основная роль политики заключается в сдерживании инфляции и инфляционных ожиданий в экономике. Совет уверен, что целевой показатель инфляции в 3% в среднесрочной перспективе соответствует цели обеспечения стабильности цен в стране. Целевой показатель инфляции выражается через индекс потребительских цен (ИПЦ), поскольку он наилучшим образом отражает величину изменения общего уровня стоимости жизни, цен на конечные потребительские товары и услуги, а также является основным ориентиром для принятия решений и заключения контрактов субъектами экономической деятельности. Однако денежно-кредитная политика не может оказывать прямого воздействия 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 учитывает 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, если ключевая ставка ограничена эффективной нижней границей, Совет готов использовать полный набор инструментов денежно-кредитной политики.

Подчеркивая приоритетность обеспечения стабильности цен и финансовой стабильности в среднесрочной перспективе, Совет также осознает, что он несет ответственность за эффективное управление компромиссом между инфляцией и экономической активностью в краткосрочной перспективе. В условиях открытой рыночной экономики различные экономические и финансовые потрясения могут привести к некоторым колебаниям экономической активности и инфляции. Исходя из этого Центральный банк никогда не ставит перед собой задачу 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 показателю 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, способствуя росту занятости и производительности экономики.

Совет придает большое значение тому, что необходимо доносить до общественности основные принципы осуществления денежно-кредитной политики и принятия решений в ясной и понятной форме. Ясная и доступная коммуникация способствует повышению эффективности денежно-кредитной политики, а также стимулирует финансовые рынки, предпринимателей и общество наилучшим образом оценивать и управлять рисками и неопределенностями. Более того, этот коммуникационный подход также важен для повышения прозрачности денежно-кредитной политики и совершенствования подотчетности Центрального банка, и служит важным приоритетом для независимой организации, работающей в государственном секторе.

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

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

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

Растущая неопределенность и риски являются новой реальностью и вызовом для центральных банков, которые требуют 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 рассматриваются как четкие указания для денежно-кредитной

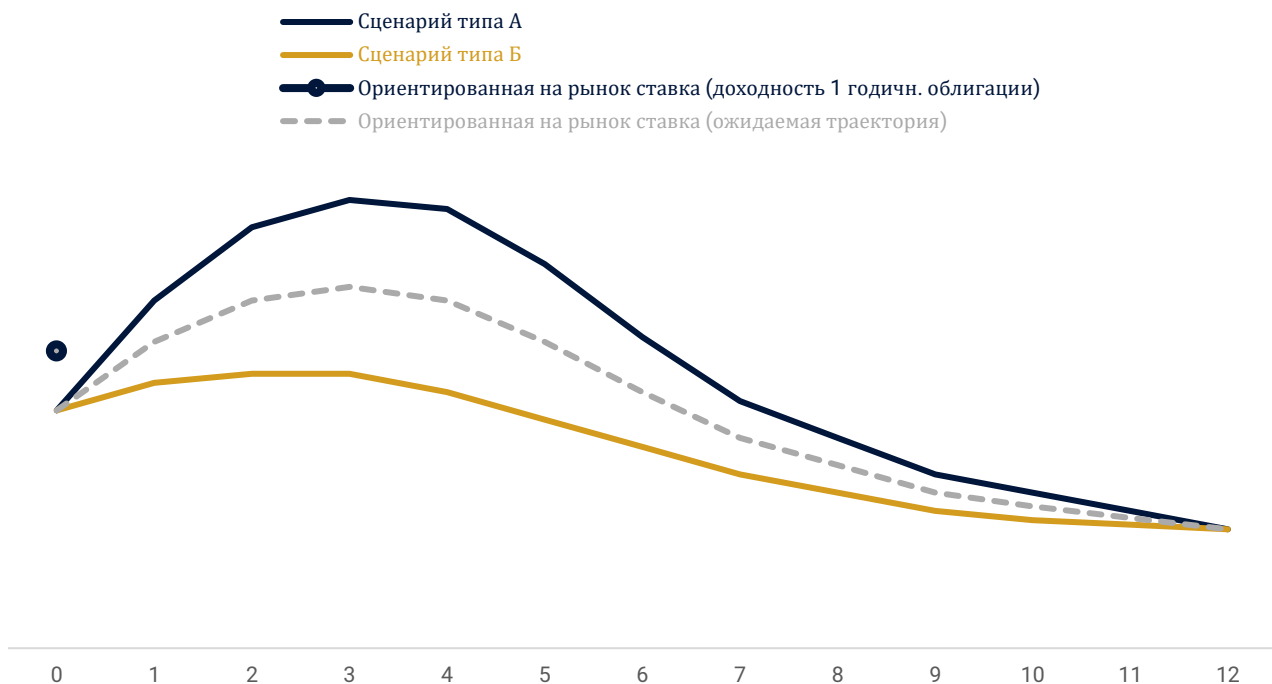
политики, а не как сценарии, описывающие абстрактные или нереалистичные риски. Вышеуказанные сценарии строятся по следующей логике:

Ориентированные на рынок ожидания представляют собой ожидания финансового рынка относительно предполагаемой траектории ключевой ставки. Они оцениваются, 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 представляется в книге "Prudent Risk Management Approach to Monetary Policy: Theory and Practice of FPAS Mark II at the Central Bank of Armenia".

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 представляется заявление Совета Центрального банка Республики Армения о долгосрочных целях денежно-кредитной политики и краткое изложение действующей системы разработки 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 также включает обоснование голосования каждого члена Совета по ставке денежно-кредитной политики.

Примечание

Информация, представленная в настоящем Докладе, основана на фактических данных, доступных до 14 марта 2025 года, результатах опросов, проведенных Центральным банком, а также суждениях относительно будущего развития макроэкономической среды.

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

03

Перспективы денежно-кредитной политики

А. Глобальная экономика

Текущая ситуация в экономике США

Неопределенность относительно экономических перспектив США значительно возросла. По-прежнему сохраняются высокие темпы экономического роста, обусловленные внутренним потреблением, однако наблюдаются некоторые признаки резкого ослабления внутреннего спроса и экономического роста. В частности в 4-м квартале 2024 года экономический рост в США остался на высоком уровне, составив 2,5%, что является существенно более высоким показателем, чем потенциальная оценка. Основной движущей силой роста является потребление услуг. Рост заработной платы, несмотря на некоторое замедление в последнее время, остается высоким, а высокие цены на активы помогают сохранить значительное богатство, накопленное домохозяйствами за последние годы.

В США сохраняется высокая инфляция, что особенно отражается на инфляции цен на услуги. Хотя инфляционная среда продолжает постепенно ослабевать, некоторые показатели, характеризующие основную инфляцию, в том числе инфляцию товаров с жесткими ценами, по-прежнему остаются существенно выше целевого уровня. Это несет в себе риски поддержания инфляционных ожиданий выше целевого уровня. Неопределенность относительно ситуации на рынке труда также сохраняется, а ряд показателей даже указывает на рост напряженности на рынке труда по сравнению с предыдущим кварталом. В частности, в последние месяцы темпы трудоустройства начали увеличиваться, а количество новых рабочих мест на одного безработного и число увольняемых работников снизилось. С другой стороны, уровень безработицы в первом квартале несколько снизился: в феврале этот показатель составил 4,1%.

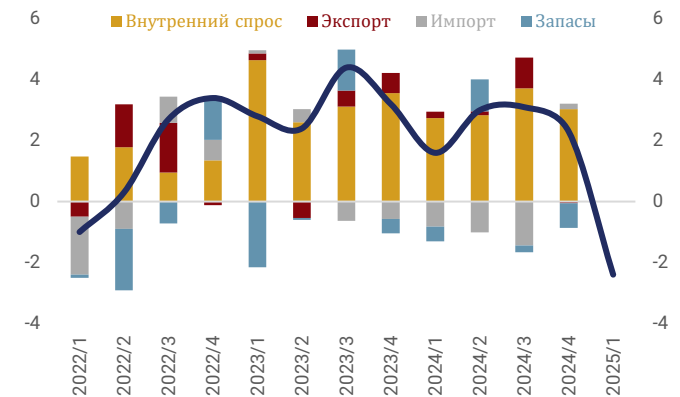
Формирование возможного более стимулирующего курса фискальной политики в ближайшие годы создает предпосылки для поддержания роста потребления выше потенциального уровня ВВП, а в среднесрочной перспективе — для увеличения государственного долга и долгосрочных процентных ставок. Более того, фактическое и ожидаемое ужесточение торговой и миграционной политики, несмотря на ожидаемое негативное влияние на экономический рост в краткосрочной перспективе (см. врезку 1), также несет в себе значительные риски расширения инфляционной среды. В этой ситуации, а также принимая во внимание тот факт, что инфляция уже долгое время превышает целевой показатель, ФРС США может столкнуться с новыми трудностями в управлении компромиссом между целями достижения ценовой стабильности и максимальной занятости.

С другой стороны, сохранение высокой неопределенности относительно экономической, особенно торговой политики, в США может привести к дальнейшему снижению потребительского доверия, вплоть до перерастания в “кризис доверия”, что резко ограничит потребительскую и инвестиционную активность в США. В этих обстоятельствах снижение цен на относительно более рискованные активы может стать дополнительным фактором снижения уровня благосостояния домохозяйств и дальнейшего ослабления спроса, способствуя быстрому снижению инфляции.

Подводя итог, можно сказать, что главная задача денежно-кредитной политики заключается в том, чтобы в конечном итоге приблизить инфляцию к целевому показателю и обеспечить стабильность цен, сохраняя при этом приверженность и риски нежелательного резкого ослабления спроса в условиях высокой неопределенности. Учитывая последние события в направлении вышеупомянутых рисков, финансовый рынок прогнозирует, что ФРС США будет проводить политику несколько более быстрого смягчения денежно-кредитных условий по сравнению с предыдущими ожиданиями.

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

Рисунок 3.A.1. Рост реального ВВП по компонентам расходов
содействие, п.п.



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

Задача ФРС по приближению инфляции к целевому показателю остается актуальной.

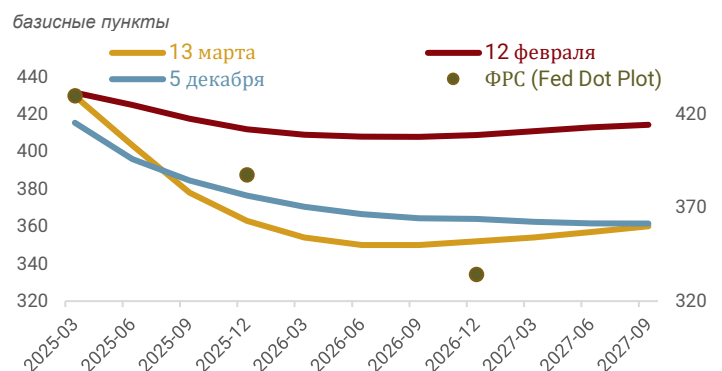
Рисунок 3.A.2. Показатели основной инфляции
%, инфляция за квартал, аннуализированная



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

Участники финансового рынка в США считают, что ФРС будет проводить политику несколько более быстрого смягчения денежно-кредитных условий.

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



Источник: Резервный банк Атланты

Врезка 1. Эффекты тарифной политики США

В последние десятилетия с либерализацией потоков капитала и рабочей силы и ростом их объемов возросла степень взаимосвязи между практически всеми открытыми экономиками мира, особенно крупными промышленно развитыми странами, что обусловлено прежде всего взаимной потребностью в закупках сырья. Более того, некоторые виды сырья доступны исключительно в странах, богатых этими ресурсами или специализирующихся на их добыче, что усиливает зависимость от этих стран в плане приобретения необходимого сырья. В этих условиях торговые отношения между различными экономиками формировались на принципах эффективности и конкурентного преимущества с учетом наличия торговых путей между этими государствами, транспортных расходов, цен и качества сырья, таможенной политики и других факторов. В случае изменения любого из них возможны сбои в глобальных цепочках поставок, что приведет к сдвигам не только в ценах на сырье, но и в торговых отношениях. В этом случае рынки адаптируются к новой реальности, снова беря за основу принцип эффективности. Таким образом, нарушение цепочек поставок может снизить эффективность международной торговли, что приведет к затруднению доступа к торговым путям, повышению затрат на сырье и транспортировку и, как следствие, к росту на конечную продукцию.

Эти риски особенно заметны в экономике США в связи с экономической и торговой политикой, предусмотренной и частично реализуемой новой администрацией этой страны. В частности, администрация США запланировала трансформировать торговую политику США для достижения различных экономических и неторговых целей. 1-го февраля были изданы указы о введении пошлин на импортные товары из Канады, Мексики и Китая - крупнейших торговых партнеров США. 3-го февраля был введен 10%-й тариф на все товары, импортируемые из Китая, в ответ на что Китай также ввел ответные пошлины на группу товаров, импортируемых из США. 4-го марта вступил в силу отсроченный на один месяц 25%-й тариф на товары, импортируемые из Канады и Мексики, а также дополнительный тариф в размере 10% на товары из Китая. Вскоре после этого тарифы на товары, импортируемые из Мексики и Канады, были частично отменены и отложены. Согласно другим указам также вводился 25%-й тариф на импортируемые в США сталь и алюминий с целью стимулирования их внутреннего производства. Президент США также говорил о введении пошлин на товары, импортируемые из ЕС, и на отдельные группы товаров.

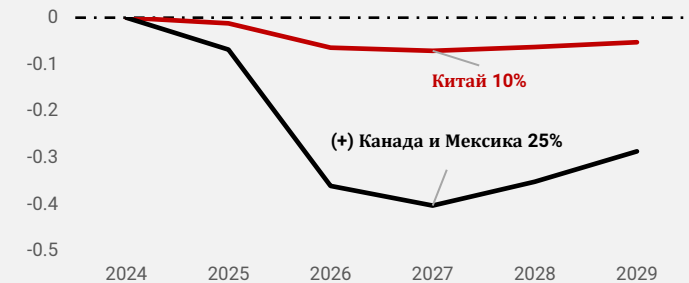
В такой ситуации вероятны и другие риски, связанные с короткими сроками, необходимыми для перестройки рынка, что может еще больше увеличить риски, возникающие из-за нарушения цепочек поставок. При этом введение тарифов не только влияет на цены товаров, импортируемых из этих стран, но и повышает цены на аналогичные или замещающие товары во внутренней экономике из-за изменения цен на конкурентном рынке, увеличения спроса на отечественную продукцию и ограниченных возможностей расширения производственных мощностей в краткосрочной перспективе. Более того, уже наблюдаются негативные сигналы относительно роста инфляционных ожиданий, которые и так были достаточно высокими в последние годы, в результате торговой политики США.

Хотя сохраняется неопределенность относительно будущего развития тарифной политики США, последовательная реализация предлагаемых мер в краткосрочной и среднесрочной перспективе, скорее всего, приведет к рискам ослабления экономической активности и повышения инфляции как в экономике США, так и на других ведущих и развивающихся рынках. Это связано с нарушением международных цепочек поставок и другими вытекающими из этого последствиями, которые уже частично учтены в ценах финансовых рынков. С другой стороны, частые и резкие изменения в торговой политике США способствуют значительной неопределенности для потребителей и предприятий, что создает риски для сокращения частного потребления и инвестиций (см. сценарий Б).

Торговая война может негативно повлиять на экономический рост США.

Рисунок В.1.1. Потенциальное влияние различных изменений в тарифной политике США на ВВП

действие ВВП, п.п.

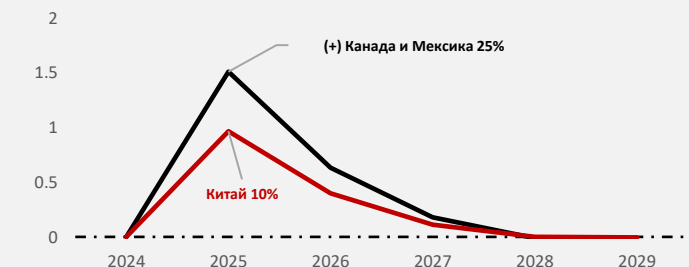


Источник: ЦБ РА

Введение таможенных пошлин еще больше усилит инфляционное давление в экономике США.

Рисунок В.1.2. Потенциальное влияние различных изменений в тарифной политике США на инфляцию страны

действие инфляции, п.п.



Источник: ЦБ РА

Тарифная политика может затронуть более 40% импорта США.

Таблица В.1.1. 2 Крупнейшие партнеры США по импорту, 2024 год

Страна	Млрд долларов	Доля в импорте, %	Доля в ВВП, %
Мексика	505,9	15,5	1,7
Китай	438,9	13,4	1,5
Канада	412,7	12,6	1,4
Германия	160,4	4,9	0,5
Япония	148,2	4,5	0,5

Источник: BEA

Текущая ситуация в экономике еврозоны

Сохраняется неопределенность относительно среднесрочных перспектив экономического роста в еврозоне. В 4-м квартале 2024 года зафиксирован низкий темп экономического роста в 0,2% (рисунок 3.А.4), что обусловлено спадом в крупнейших экономиках. Низкие темпы экономического роста в еврозоне по-прежнему во многом обусловлены серьезными структурными проблемами, сохраняющимися в промышленном секторе, в то время как активность в секторе услуг, обусловленная внешним спросом, остается относительно высокой. В этом контексте, несмотря на низкие темпы роста, дисбаланс между совокупным спросом и предложением в экономике по-прежнему сохраняется, что способствует поддержанию высокой инфляции в отдельных секторах экономики.

Показатели PMI ЕС, которые являются важным источником информации об общей экономической ситуации, показывают, что в ближайшем будущем экономический рост по-прежнему будет в основном обусловлен ростом сектора услуг (рисунок 3.А.5). Продолжающийся рост реальных располагаемых доходов и высокий уровень сбережений создают риски потенциального ускорения потребления, которое в ближайшем будущем может стать дополнительной движущей силой роста, особенно в сфере услуг.

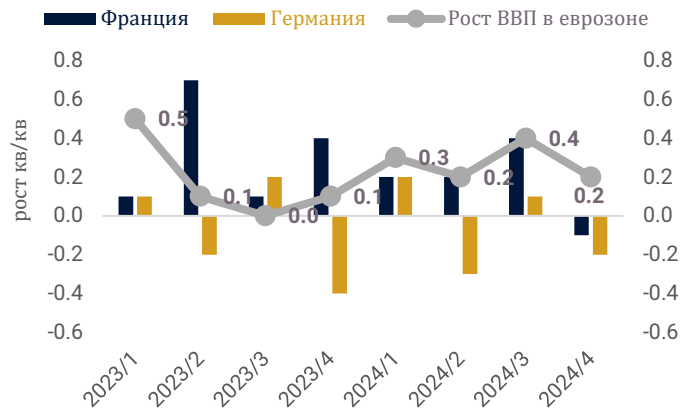
В промышленности, особенно в обрабатывающей промышленности, сохраняются серьезные структурные проблемы. В этой связи возможное ужесточение внешнеторговой политики США в отношении еврозоны и дальнейшее ослабление внутреннего спроса в экономике Китая могут стать дополнительным существенным вызовом для восстановления этого сектора. Более того, введение США пошлин на некоторые крупные экономики может усугубить проблемы обрабатывающей промышленности еврозоны из-за потенциального усиления конкуренции на рынках еврозоны и третьих стран. Следует также отметить, что, учитывая текущие геополитические события, вероятное значительное расширение военных расходов еврозоной может послужить существенным стимулом для восстановления и активизации промышленности, особенно ее отдельных отраслей. Также наблюдаются некоторые признаки значительного увеличения государственных инвестиций в инфраструктурные проекты в отдельных экономиках, например, в Германии.

За последние месяцы инфляция в еврозоне несколько ускорилась, вернувшись на уровень выше целевого. В феврале 2025 года зафиксирована инфляция в размере 2,4% г/г. При этом показатели, характеризующие основную инфляцию (в частности, инфляцию цен на услуги), остаются на стабильно высоком уровне в 3,7% г/г (рис. 3.А.6). В январе 2025 года уровень безработицы в еврозоне несколько снизился, составив 6,2%, что является историческим минимумом и свидетельствует о напряженной ситуации на рынке труда, содержащей значительные риски усиления инфляционного давления.

Хотя ЕЦБ продолжил снижать учетную ставку в марте 2025 года, неопределенность относительно траектории политики сохраняется, учитывая инфляционные эффекты, обусловленные по-прежнему напряженным рынком труда и рисками замедления экономического роста.

Экономический рост в еврозоне остается сдержанным из-за снижения активности в крупных промышленных экономиках.

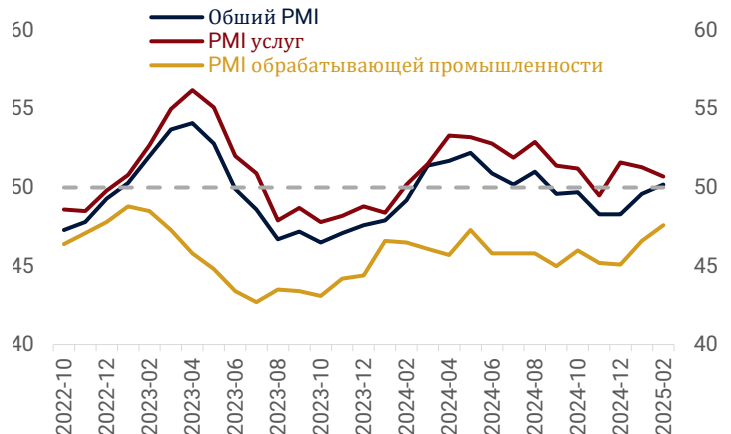
Рисунок 3.А.4. Реальный рост ВВП в еврозоне и крупнейших экономиках %



Источник: Евростат, Европейская комиссия

Сектор услуг остается основной движущей силой экономического роста, в то время как в обрабатывающей промышленности продолжается спад.

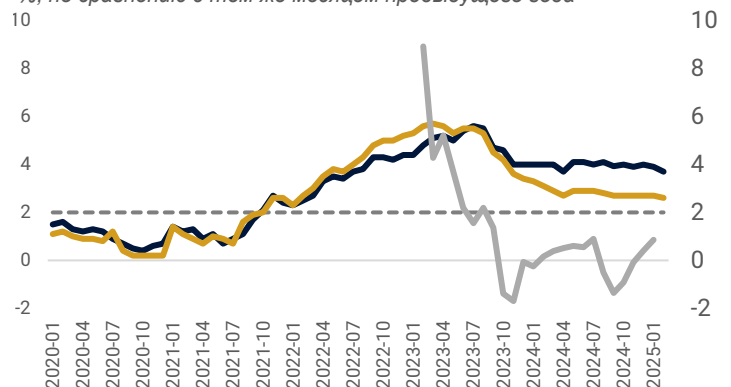
Рисунок 3.А.5. Показатели PMI еврозоны индекс, рост по сравнению с предыдущим периодом, если >50



Источник: S&P Global & Hamburg Commercial Bank

Неоднозначные сигналы от различных компонентов инфляции порождают противоречивые интерпретации состояния экономики.

Рисунок 3.А.6. Показатели инфляции %, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года



Источник: Евростат

Текущая ситуация в экономике РФ

В России, в связи с развитием событий постепенного урегулирования российско-украинского конфликта, существенно возросла неопределенность относительно экономических перспектив. Экономический рост в России в 2024 году составил 4,1%, что свидетельствует о перегреве экономики (рисунок 3.A.7). В отдельных секторах экономики, особенно в оборонно-промышленном комплексе и смежных отраслях, продолжают фиксироваться устойчивые высокие темпы роста, обусловленные определенным расширением мощностей. Однако основной движущей силой роста остается высокий внутренний спрос, обусловленный значительным увеличением государственных расходов, доходов домохозяйств и кредитования экономики. Конъюнктура рынка труда продолжает оставаться существенно напряженной: безработица остается на рекордно низком уровне (2,3% в декабре 2024г.), а реальная заработная плата растет высокими темпами, составив 13,2% в декабре (рис. 3.A.8). В этих условиях внутренний спрос превышает производственные мощности экономики, а все более жесткая конкуренция между военным и другими секторами экономики и сохраняющийся дефицит рабочей силы ограничивают дальнейший рост производственных мощностей экономики, способствуя поддержанию высокой инфляционной среды.

На фоне сформировавшегося в экономике избыточного спроса инфляция продолжает формироваться на высоком уровне, составив 9,9% г/г в январе 2025 года, в основном из-за роста цен на услуги и продукты питания. Инфляционные ожидания несколько ослабли, но остаются значительно выше целевого показателя инфляции: в январе 2025 года они составили 13,7%. Однако, с конца 2024 года наметились некоторые признаки ослабления внутреннего спроса, выразившиеся, в частности, в некотором замедлении роста кредитования. В этих условиях в феврале 2025 года Центральный банк России сохранил ключевую процентную ставку на уровне 21%. Однако более расширяющая, чем планировалось, фискальная политика посредством высоких процентных ставок (рисунок 3.A.9) продолжает препятствовать усилиям по сдерживанию избыточного спроса и контролю высокого инфляционного давления.

Геополитические события также содержат сигналы о возможном урегулировании российско-украинского конфликта, что, если это будет реализовано, может привести к рискам в основном повышения краткосрочного и среднесрочного роста в России. Позитивные ожидания завершения активной фазы конфликта уже в некоторой степени отражаются как на российских ценных бумагах, так и на поведении курса рубля. Однако сохраняется значительная неопределенность относительно возможного исхода конфликта и условий его урегулирования. Стоит отметить, что текущее укрепление рубля также способствует ослаблению инфляционной среды.

Параллельно с этими процессами российская экономика остается уязвимой к развитию событий на рынке нефти, где наблюдается рост волатильности и определенное снижение цен, обусловленное как факторами предложения, так и, в особенности, факторами спроса. В то же время недавнее введение более адресных санкций западными странами (в отношении российских теневых торговых судов) и их дальнейшее ужесточение создают определенные риски для среднесрочного роста российской экономики.

Внутренний спрос продолжает превышать производственный потенциал экономики.

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



Источник: Росстат

Примечание: Данные роста за 4-й квартал 2024 г. являются предварительной оценкой.

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

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

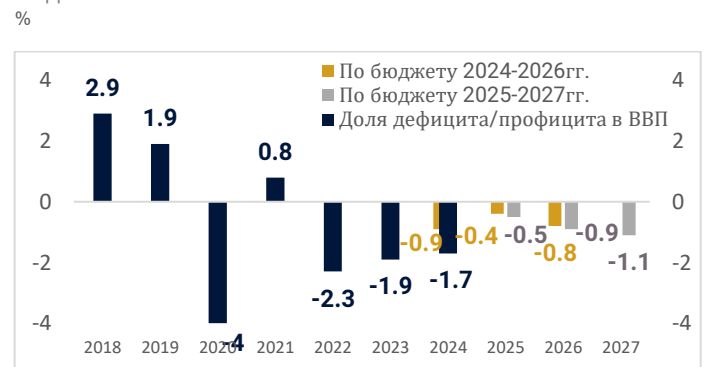
%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года (левая ось); %, (правая ось)



Источник: Федеральная служба государственной статистики РФ

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

Рисунок 3.A.9. Доля дефицита государственного бюджета России в ВВП



Источник: Министерство финансов РФ

Текущая ситуация на товарно-сырьевом рынке

Медь. С сентября 2024 года мировые цены на медь несколько выросли, что было обусловлено позитивными ожиданиями относительно масштабного фискального стимулирования, объявленного правительством Китая, которые постепенно рассеялись. В этих условиях мировые цены на медь сформировались в диапазоне 9000-10000 долларов США. С начала текущего года, с одной стороны, в силу некоторых краткосрочных факторов, в частности, неопределенности вокруг внешнеторговой политики США, наблюдается существенный рост импорта американскими компаниями, с другой стороны, в связи с ожидаемым значительным ростом расходов, особенно в еврозоне, на укрепление военно-промышленного комплекса, мировые цены на медь резко выросли, превысив порог в 10 000 долларов США (рис. 3.А.10). В этом контексте перспективы мирового рынка меди остаются крайне нестабильными, что обусловлено макроэкономическими, а также с рисками, характерными для разных стран и отраслей. В частности, переход к "зеленым" технологиям и необходимость их использования в военной технике продолжают стимулировать спрос, в то время как усиление рыночного регулирования и торговых барьеров, а также неопределенность относительно мирового спроса являются существенными источниками дополнительных рисков и неопределенности.

Нефть. Мировые цены на нефть в последние месяцы продолжали демонстрировать значительную волатильность, обусловленную неопределенностью относительно перспектив мировой экономики, геополитических событий и мировых поставок нефти (рис. 3.А.11). В частности, длительное сохранение слабого внутреннего спроса в Китае и еврозоне, риски резкого снижения внутреннего спроса в США, а также постепенное смягчение ограничений на добычу (до общего объема 2,2 млн баррелей в сутки), добровольно принятых рядом крупнейших стран ОПЕК+ с апреля 2025 года, создает риски снижения мировых цен на нефть. Более того, это уже отразилось на энергетическом рынке, где цены упали. В то же время возможное ужесточение ранее введенных санкций в отношении ряда нефтедобывающих экономик имеет определенные последствия для роста цен на нефть. Сохранение неопределенности в нефтяной политике США продолжает создавать риски повышенной волатильности мировых цен на нефть, которые в основном имеют тенденцию к снижению.

Продукты питания. В последние месяцы международный индекс цен на продовольствие (FAO) в целом стабилизировался, демонстрируя некоторую волатильность, в основном из-за изменений фактических или ожидаемых объемов урожая и слабого мирового спроса. В феврале был зафиксирован рост примерно на 8% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом в этот период наблюдалась существенная неоднородность цен на отдельные продукты питания, включенные в индекс, в частности, цены на растительное масло выросли в годовом исчислении примерно на 25%, а цены на сахар снизились в годовом исчислении примерно на 20%.

Сохраняющиеся риски, связанные с перебоями в цепочках поставок, в том числе связанные с глобальной геополитической напряженностью и торговыми войнами, продолжают создавать риски для роста мировых цен на продовольствие и волатильности импорта продовольствия в Армению.

Высокая волатильность мировых цен на медь отражает большую неопределенность, связанную с мировым спросом и экономической политикой.

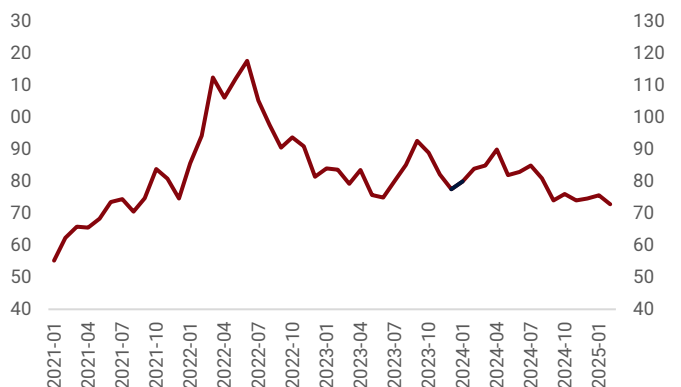
Рисунок 3.А.10. Мировые цены на медь
доллары США за 1 тонну



Источник: Bloomberg

Цены на нефть падают на фоне геополитической напряженности, неопределенности относительно мирового спроса и потенциального увеличения поставок нефти.

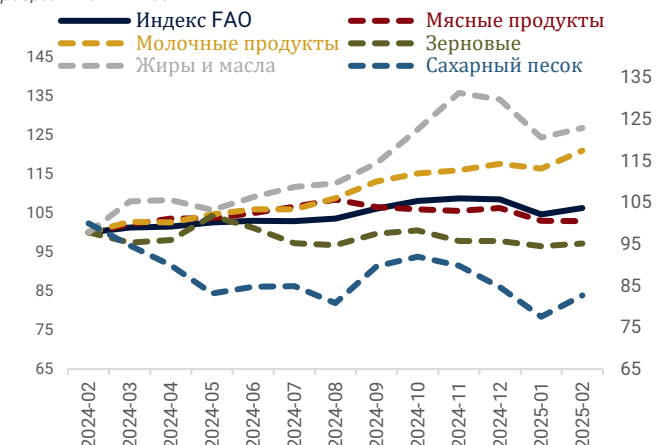
Рисунок 3.А.11. Мировые цены на нефть марки Brent
доллары США за 1 баррель



Источник: Экономические данные Федерального резерва (FRED)

Хотя мировые цены на продукты питания в последнее время растут, наблюдается неоднородность между отдельными продуктами.

Рисунок 3.А.12. Индекс продовольственных цен
Всемирной продовольственной организации (FAO)
февраль 2024 = 100



Источник: Продовольственная и сельскохозяйственная организация Объединенных Наций (FAO)

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

Источник/тема	Нефть (Brent, доллар/баррель)			Медь (доллар/тонна)			Прогноз ВБ относительно мировых цен на продовольствие (годовой рост)		
	УЭИ	ВБ	Консенсус	ВБ	РЭЕ	Консенсус	Масла и продукты питания	Зерновые	Прочее продовольствие
	Фев.- 25	Окт.- 24	Март- 25	Окт.- 24	Сент.- 24	Март- 25	Окт.- 24	Окт.- 24	Окт.- 24
2025	74	80	73.3	9250	9646	9438	-11.4	-15.2	1.5
2026	66	73	70.5	9300	9702	9700	-3.9	-4.6	-3.7

Источник: УЭИ, ВБ, Блумберг, РЭЕ, МВФ

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

Источник	США					ЕС						РФ				
	МВФ**	ВБ	ОЭСР	ФРС	Консенсус	МВФ**	ВБ	ОЭСР	ЕС	ЕЦБ	Консенсус	МВФ**	ВБ	ОЭСР	ЦБР	Консенсус
Дата	Янв.-25	Янв.-25	Дек.-24	Дек.-24	Март-25	Янв.-25	Янв.-25	Дек.-24	Нояб.-24	Март-24	Март-25	Янв.-25	Янв.-25	Дек.-24	Фев.-24	Март-24
Экономический рост (годовой %)																
2024 (Ф*)			2.8						0.8					4.1		
2025	2.7	2.3	2.4	2.1	2.3	1.0	1.0	1.3	1.3	0.9	0.9	1.4	1.6	1.1	1.6	1.6
2026	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0	1.4	1.2	1.5	1.6	1.2	1.2	1.2	1.1	0.9	1.7	1.4
2027	-	-	-	1.9	2.0	-	-	-	-	1.3	1.3	-	-	-	2.0	1.5
Инфляция (годовая, %)																
2024 (Ф*)			3.0						2.4					8.4		
2025	1.9	-	2.1	2.5	2.8	2.0	-	2.1	2.1	2.3	2.2	5.9	-	7.0	9.2	8.0
2026	2.1	-	2.0	2.1	2.5	2.0	-	2.0	1.9	1.9	1.9	4.0	-	5.2	5.4	5.3
2027	2.1	-	-	2.0	2.8	2.0	-	-	-	2.0	2.0	4.0	-	-	4.3	4.4

* Фактический

** Прогнозы МВФ по инфляции основаны на октябрьских прогнозах.

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

Б. Внутренний спрос

Совокупный спрос и предложение

В 4-м квартале 2024 года экономический рост продолжил постепенное снижение, достигнув 3,7% г/г, а в 2024 году годовой экономический рост составил около 6%. Рост в 4-м квартале, как и в предыдущих кварталах, был обусловлен главным образом относительно высоким ростом секторов, ориентированных на спрос: услуг и строительства (рис. 3.Б.1). В целом темпы экономического роста в последние кварталы постепенно замедлялись и приблизились к стабильному уровню. Концентрация роста также несколько ослабла. Несмотря на замедление экономического роста, его неинклюзивный характер и развитие отдельных секторов создают неопределенность, связанную с оценкой относительной позиции совокупного спроса и предложения в экономике (рисунок 3.Б.3). В частности, наряду со снижением потоков за счет внешней торговли, в последние месяцы наблюдается оживление традиционных секторов обрабатывающей промышленности, особенно в подотраслях производства пищевых продуктов и табака, что отражается и на экспортных показателях этих секторов. В секторе информации и связи, несмотря на зафиксированный в 2024 году высокий рост, который носит в основном технический характер, сохраняются риски для среднесрочных перспектив роста. Динамика занятости и заработной платы в этом секторе не свидетельствует о расширении мощностей в этом секторе. Основной движущей силой в секторе услуг является торговля, что объясняется как опережающим ростом спроса по отношению к росту предложения, так и процессом резкспортов. В секторе строительства, несмотря на сохраняющиеся высокие темпы роста, наблюдаются признаки замедления темпов роста сектора жилищного строительства.

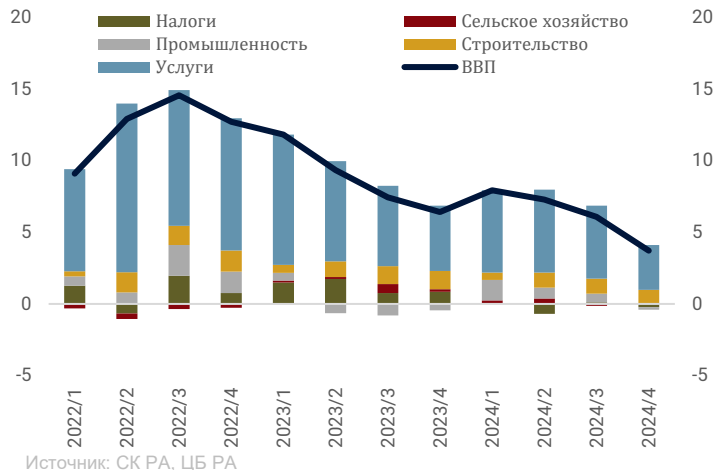
Замедление экономического роста также обусловлено естественной корректировкой внешнего спроса. В частности после высокого роста, зафиксированного в 2023 году, в 2024 году наблюдается определенное снижение туристических потоков, числа граждан Армении, выезжающих на работу в Россию, и некоммерческих потоков. С другой стороны, в зависимости от условий возможного урегулирования российско-украинского конфликта может наблюдаться увеличение туристических и некоммерческих потоков в Армению (см. раздел Е, сценарий А).

В такой ситуации разрыв ВВП в 1-м квартале 2025 года оценивается как нейтральный (рис. 3.Б.3). С одной стороны, высокие темпы роста кредитования и частных расходов свидетельствуют о сохранении условий избыточного спроса. С другой стороны, тот факт, что экономический рост по-прежнему сосредоточен в определенных секторах, некоторое ослабление условий на рынке труда в 2024 году (см. раздел В), а также по-прежнему слабая инфляционная среда указывают на слабую среду спроса и наличие отрицательного разрыва ВВП в экономике.

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

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

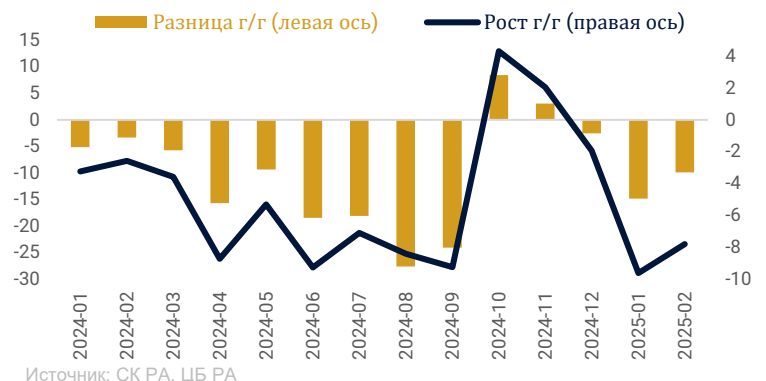
процентные пункты, по сравнению с тем же кварталом предыдущего года



Корректировка внешнего спроса все еще продолжается.

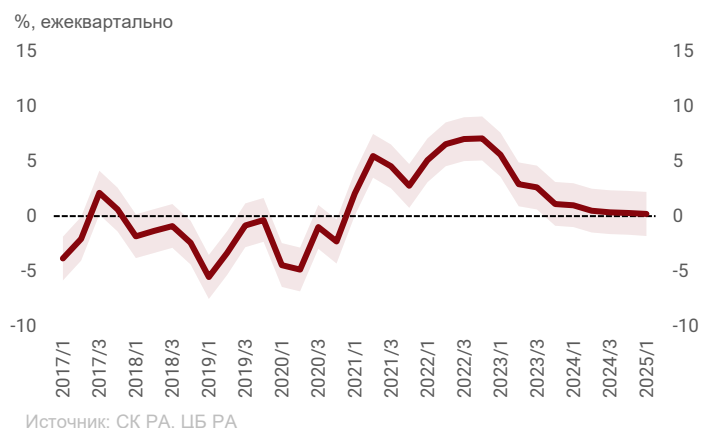
Рисунок 3.Б.2. Приток туристов

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



Дисбаланс между совокупным спросом и предложением уменьшился.

Рисунок 3.Б.3. Разрыв ВВП



Потребление и инвестиции

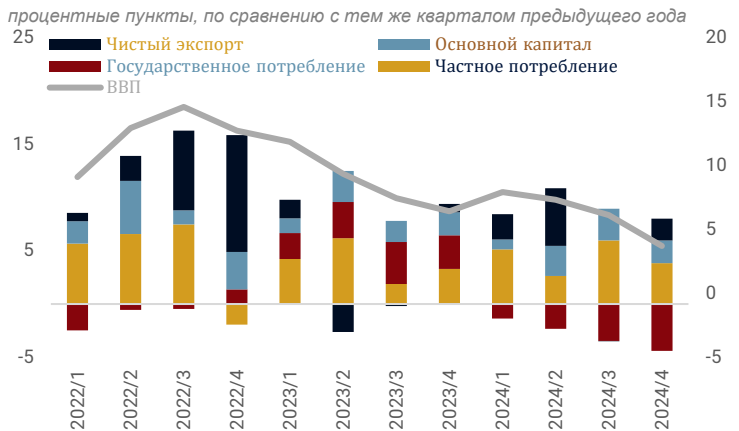
В 4-м квартале 2024 года объемы валового потребления снизились по сравнению с аналогичным периодом прошлого года из-за существенного сокращения государственного потребления (рис. 3.Б.4). Частное потребление, которое в предыдущие годы было сдержанным по сравнению с экономическим ростом, с 2024 года демонстрирует тенденцию к ускорению, зафиксировав в 4-м квартале рост на 6,9% г/г. Рост валовых инвестиций, обусловленный значительной степенью ростом государственных инвестиций во второй половине 2023 года и первом квартале 2024 года, замедлился к концу 2024 года в соответствии с существенным недоисполнением капитальных расходов в течение года. С другой стороны, сохраняются высокие темпы роста частных инвестиций, во многом благодаря сохраняющейся высокой инвестиционной активности в секторе недвижимости (рис. 3.Б.5).

Неопределенность сохраняется и в отношении перспектив внутреннего спроса. С одной стороны, дальнейший рост внутреннего спроса может быть обусловлен расходованием частным сектором значительных сбережений, накопленных за последние годы, а также сохранением высоких темпов роста кредитования, учитывая все еще относительно низкую долговую нагрузку частного сектора и домохозяйств. При таком сценарии вышеупомянутые факторы могут усилить давление спроса в экономике (особенно если экономика близка к потенциалу ВВП или превышает его), что приведет к увеличению инфляционного давления. С другой стороны, концентрация экономического роста, определенный рост безработицы (рисунок 3.В.1) и замедление роста заработной платы в частном секторе (рисунок 3.В.4) создают риски формирования слабого спроса и его углубления, выражающегося в сохранении все еще относительно низкой инфляционной среды. Более того, сохранение высокой неопределенности, обусловленной геополитическими и региональными факторами, может сдерживать рост частных расходов, как с точки зрения потребления, так и инвестиций. При таком сценарии эти факторы могут ослабить относительную позицию спроса по отношению к долгосрочному экономическому росту. Неопределенность относительно курса фискальной политики также остается актуальной с точки зрения перспектив внутреннего спроса.

Сохраняется неопределенность относительно численности армянских трудовых мигрантов в России и реального объема денежных потоков в Армению. Денежные переводы физических лиц через банковскую систему, несмотря на некоторое ослабление тенденции к снижению, остаются на низком уровне (рисунок 3.Б.6). Вместе с этим, параллельно с этими тенденциями фиксируется постоянный рост объемов рублевых переводов физических лиц, что свидетельствует не об уменьшении численности трудовых мигрантов, а об изменении характера денежных потоков в связи с возрастающим затруднением переводов через банковскую систему. Эти тенденции также отражены в результатах опроса, проведенного Центральным банком среди сезонных рабочих и получателей денежных переводов (см. врезку 2). В то же время неопределенность относительно среднесрочных перспектив российской экономики значительна, что несет в себе как риски снижения, так и риски повышения сезонной миграции и денежных переводов. Однако в последние годы на фоне высоких темпов экономического роста в Республике Армения и существенного увеличения доходов населения роль денежных переводов в частном спросе существенно снизилась.

Учитывая накопленные в частном секторе сбережения и все еще незначительную долговую нагрузку, сохраняются риски увеличения частных расходов.

Рисунок 3.Б.4. Реальный рост ВВП по компонентам расходов



Примечание: не включены изменения в оборотном капитале.

Несмотря на замедление роста инвестиций в сектор недвижимости, рост общего объема инвестиций в экономику ускоряется:

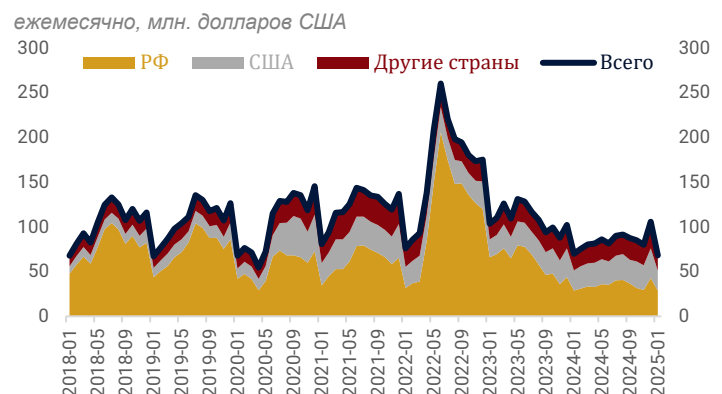
Рисунок 3.Б.5. Рост инвестиций в экономику и сектор недвижимости

по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, %



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

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



Внешняя торговля и внешний спрос

В 3-м квартале 2024 года, ввиду продолжающейся корректировки внешнего спроса, текущий счет продолжал ухудшаться, приближаясь к прогнозируемому стабильному уровню. Корректировка внешнего спроса в основном отразилась в постепенном снижении туристических потоков из РФ в Армению и средних расходов на одного туриста, а также внешнеторговых потоков (рисунок 3.Б.7). Риски для будущей устойчивости этих торговых потоков значительны, учитывая неопределенность геополитической ситуации.

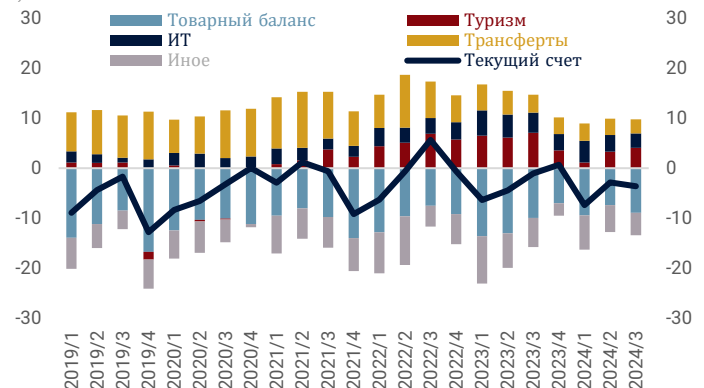
Примечательно, что годовое снижение общего объема импорта обусловлено исключительно сокращением примерно на 40% товаров промежуточного потребления, что отражает существенное сокращение временных внешнеторговых потоков. Спрос на готовую продукцию, обусловленный устойчиво высокими ставками кредитования и высоким уровнем сбережений, накопленных в последние годы, вырос почти на 50% t/r. Стоит также отметить, что рост импорта капитальных товаров как в предыдущем квартале, так и в соответствующем квартале предыдущего года соответствует нынешнему импульсу возрождения традиционных отраслей обрабатывающей промышленности. Однако спрос на инвестиционные товары остается невысоким, что обусловлено высокой региональной геополитической неопределенностью, а также завершением некоторых инвестиционных проектов.

Реальный эффективный обменный курс, после некоторого укрепления в 4-м квартале 2024 года, в 1-м квартале 2025 года немного обесценился, в основном из-за номинального укрепления российского рубля. Укрепление отражает позитивный настрой рынка относительно перспектив российской экономики. Основная неопределенность относительно реального обменного курса связана с ролью циклически завышенного обменного курса в стабилизации внешних дисбалансов и поглощении избыточного спроса. Возросший с 2022 года внешний спрос в результате геополитических событий в регионе, большой приток капитала, рабочей силы и туризма, а также экспорт ИТ-услуг способствовали значительному повышению реального эффективного обменного курса (рисунок 3.Б.8), в то время как с 2023 года низкая инфляция в экономике РА по сравнению с инфляцией в странах-партнерах способствовала замедлению темпов укрепления обменного курса. И если укрепление реального эффективного обменного курса носит в основном циклический характер, его корректировка неизбежно будет отражать корректировку счета текущих операций, вслед за изменениями совокупного спроса. В то же время текущий уровень экспорта отражает новые возможности, способствующие повышению долгосрочного экспортного потенциала и мощностей, особенно в сфере услуг, что приводит к фундаментальному, а не циклическому повышению реального эффективного обменного курса.

В связи с постепенной корректировкой внешнего спроса счет текущих операций ухудшился, приблизившись к прогнозируемому фундаментальному уровню.

Рисунок 3.Б.7. Текущий счет

%, доля в номинальном ВВП



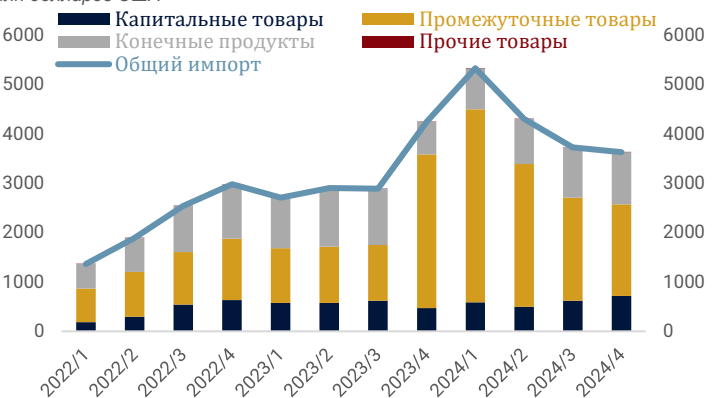
Источник: СК РА, ЦБ РА

Примечание: Пересмотр ВВП за 2024 год, обусловленный пересмотром объемов производства сектора ИТ, нашел отражение в компонентах расходов ВВП, обусловленных спросом, что пока не отражено в показателях текущего счета.

Наблюдается слабое оживление спроса на потребительские и инвестиционные товары.

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

млн долларов США

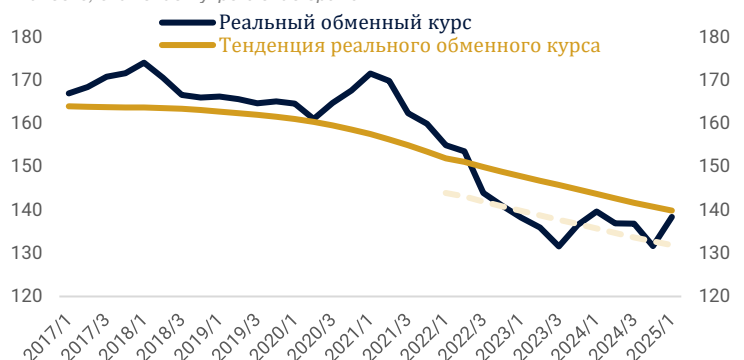


Источник: СК РА, ЦБ РА

Некоторое ослабление реального обменного курса свидетельствует о сокращении внешних дисбалансов, однако неопределенность относительно тенденции к повышению курса сохраняется.

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

индекс, снижение - укрепление драма



Источник: ЦБ РА

Налогово-бюджетная политика

Налоговые доходы государственного бюджета в 2024 году были недоисполнены и составили около 91,5% от пересмотренного годового целевого показателя, что обусловлено в основном структурными особенностями экономического роста. В частности, соотношение налоговых поступлений к ВВП в 2024 году вместо запланированных 24,3% составило 23,6%, что является менее сдерживающим налоговым импульсом, чем изначально прогнозировалось. При этом расходы государственного бюджета также были существенно недоисполнены, составив 90,2% от годовой программы, а по капитальным расходам – около 69,1% или 4,8% ВВП вместо запланированных 7,5%. В результате в течение прошлого года фискальная политика оказала стимулирующее воздействие на совокупный спрос.

Учитывая недовыполнение налоговых поступлений в предыдущем году и то, что показатель соотношения налоговых поступлений к ВВП оказался существенно ниже ожидаемого, а также факт наличия некоторых возможных временных и технических факторов в высоких налоговых поступлениях текущего года (рис. 3.Б.10), существуют определенные риски недоисполнения налоговых поступлений в текущем году. В этом случае влияние фискальной политики на спрос может оказаться несколько выше ожидаемого (рис. 3.Б.11, сценарий 1).

В предыдущем году из-за низкого исполнения доходов и расходов государственного бюджета дефицит бюджета, а следовательно, и государственный долг были ниже предусмотренных в законе о государственном бюджете, составив соответственно 3,2% и 48,4% ВВП. Следует отметить, что существенное недоисполнение капитальных расходов, с одной стороны, за счет снижения бремени государственного долга, может способствовать снижению премии за риск, оказывая определенный дополнительный дефляционный эффект в краткосрочной перспективе, но с другой стороны, создает риски расширения потенциала экономики в среднесрочной перспективе. При этом, хотя уровень капитальных расходов, запланированных на текущий год, существенно выше и составляет около 7% ВВП, структура этих расходов несколько изменилась в пользу снижения удельного веса расходов, напрямую влияющих на внутренний спрос. В этом случае определенные риски возникают как из-за способности экономики усваивать такой объем капиталовложений (рис. 3.Б.11, сценарий 2), так и из-за возможности в этих условиях более слабого влияния на внутренний спрос из-за структурных особенностей (рис. 3.Б.11, сценарий 3).

Существуют также определенные риски для стабилизации долга и финансирования дефицита государственного бюджета в среднесрочной перспективе с точки зрения ужесточения налогового администрирования и законодательных изменений, которые могут оказать дополнительное сдерживающее воздействие на спрос.

Налог на добавленную стоимость и подоходный налог внесли значительный вклад в высокий рост налоговых поступлений в этом году.

Рисунок 3.Б.10. Содействие отдельных видов налогов росту налоговых поступлений

процентные пункты, по сравнению с аналогичным месяцем предыдущего года

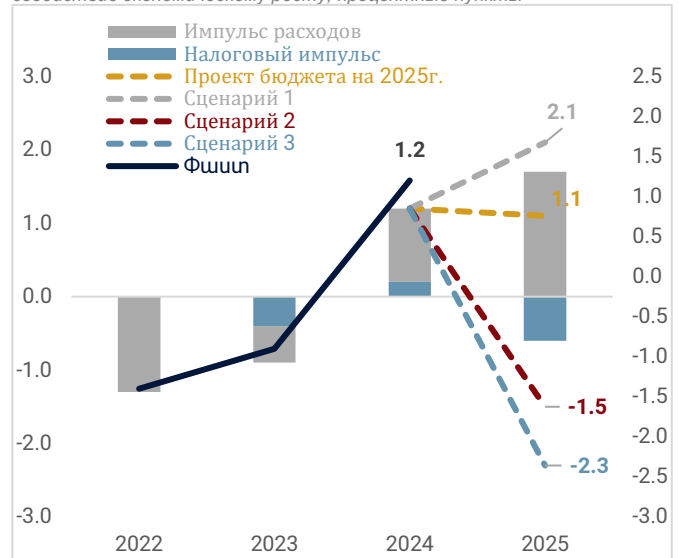


Источник: Министерство финансов РА, КГД РА, расчеты ЦБ РА

Влияние фискальной политики на инфляционную среду относительно ограничено, однако определенные инфляционные риски могут возникнуть из-за недоисполнения доходов, дальнейшего использования ресурсов резервного фонда, недоисполнения капитальных расходов, а также роста государственного долга.

Рисунок 3.Б.11. Налогово-бюджетный импульс и сценарии на 2025 год

содействие экономическому росту, процентные пункты



Источник: Министерство финансов РА, расчеты ЦБ РА

Врезка 2. Итоги опроса сезонных рабочих и получателей денежных переводов

В период с октября 2024 года по январь 2025 года Статистическое управление Центрального банка Республики Армения провело статистическое исследование среди сезонных работников и получателей финансовой помощи из-за рубежа. Опрос был сосредоточен на выяснении двух ключевых вопросов:

1. Уменьшилось ли количество людей, выезжающих на сезонные работы за границу?
2. Увеличились ли денежные переводы среди средств финансовой помощи, отправляемых мигрантами из-за рубежа?

Для получения ответов на поставленные вопросы был проведен телефонный опрос среди домохозяйств. В ходе опроса было сделано около 7000 телефонных звонков, принять участие согласился 4141 респондент, 68% из которых не имели в семьях сезонных рабочих и не получали денежных переводов из-за границы.

Результаты опроса показали, что за последние 2 года существенных изменений в количестве людей, уезжающих на сезонные работы, не произошло. При этом те респонденты, которые предпочли не выезжать за границу на заработки в 2024 году, в качестве причин такого решения в основном называли желание работать в Армении (38%) и причины, связанные с экономической и политической ситуацией в Российской Федерации (20%). Относительно планов трудовой миграции в 2025 году наблюдалась высокая степень неопределенности, поскольку почти 40% респондентов не смогли дать однозначный ответ.

Ответ на вопрос о доле денежных переводов, полученных наличными, можно разделить на 2 части. В частности, что касается средств, полученных от сезонных работников, то в 2023–2024 годах доля наличных денежных средств несколько увеличилась по сравнению с коэффициентами, используемыми при составлении статистики внешнего сектора. Важно отметить, что эта группа традиционно берет часть своих доходов наличными, возвращаясь с сезонной работы за рубежом, и эта тенденция была подтверждена результатами текущего опроса. *В качестве оговорки к интерпретации результатов считаем необходимым отметить, что опрос проводился в ограниченных масштабах и не включал в себя подробные проверочные вопросы. Следовательно, результаты по этому вопросу, по нашим оценкам, могут быть несколько смещены в сторону увеличения доли наличных денег. Однако с учетом возможных отклонений результаты опроса свидетельствуют о том, что денежные переводы в 2024 году увеличились.*

Что касается изменения доли наличных денег в составе финансовой помощи, получаемой от родственников или друзей, то она продолжает оставаться на низком уровне.

За последние 2 года существенных изменений в количестве людей, уезжающих на сезонные работы, не произошло.

Таблица В.2.1. Результаты опроса среди сезонных рабочих и получателей финансовой помощи из-за рубежа

2023-2024 гг.		Получали ли вы денежные переводы от родственников или друзей из других стран за последние 2 года?		Всего
		Да	Нет	
Выезжали ли вы или кто-либо из членов вашей семьи за границу по работе за последние 2 года?	Да	59	300	359
	Нет	968	2814	3782
Всего		1027	3114	4141

Источник: ЦБ РА

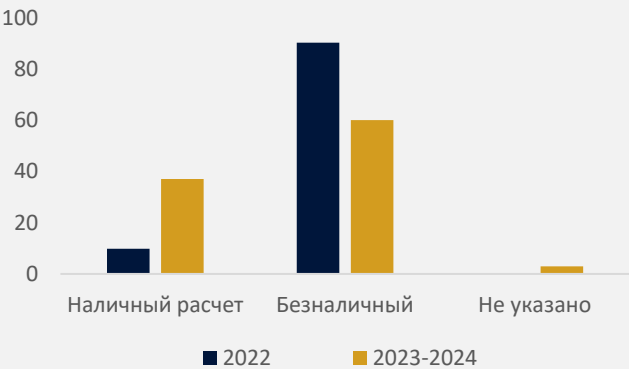
Степень неопределенности среди респондентов относительно выезда за границу на работу в 2025 году.

Таблица В.2.2. Исследование трудовой миграции

Готовитесь ли вы к поездке за границу на работу в 2025 году?	Укажите, пожалуйста, когда вы уехали на работу за границу?				Всего
	2023 и 2024 гг.	Только 2023 г.	Только 2024 г.	Не указано	
Да	36%	12%	16%	33%	28%
Нет	21%	52%	33%	0%	28%
Затрудняюсь ответить	40%	32%	44%	33%	39%
Не указано	3%	5%	7%	33%	4%
Всего	100%	100%	100%	100%	100%

Источник: ЦБ РА

Рисунок В.2.1. Способы перевода денег сезонными рабочими по данным опросов



В. Текущая ситуация на рынке труда и динамика инфляции

Спрос и предложение рабочей силы

Уровень безработицы в 3-м квартале 2024 года снизился по сравнению с предыдущим кварталом и составил 13,3% (по данным исследования трудовых ресурсов Статистического комитета РА), увеличившись на 1,3 п.п. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (рисунок 3.В.1), отражая постепенное ослабление конъюнктуры рынка труда. Следует отметить, что с начала 2024 года в Республике Армения также наблюдался рост трудовых ресурсов, которые, однако, в основном относились к экономически неактивному населению. Таким образом, рост уровня безработицы произошел не за счет значительного увеличения предложения рабочей силы, а за счет уменьшения числа занятых. Более того, в 2024 году наблюдался некоторый отток иностранной рабочей силы, что, возможно, также отражает ослабление конъюнктуры рынка труда.

По данным за 3-й квартал 2024 года число зарегистрированных работников (по данным Комитета госдоходов) продолжало расти устойчивыми темпами, что, в сравнении с опросами и данными предприятий, дает диаметрально противоположные сигналы о развитии рынка труда, создавая большую неопределенность относительно реальных условий на рынке труда. Увеличение числа зарегистрированных работников также может свидетельствовать о структурных изменениях в экономике, выражая движение рабочей силы от неформальной занятости к формальной.

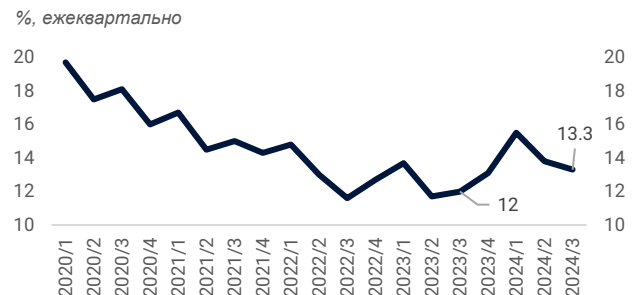
Основная неопределенность относительно перспектив рынка труда связана с непрерывностью, масштабами и темпами интеграции вынужденно перемещенного населения из Арцаха в рынок труда РА, и особенно с потоком трудовых мигрантов из РА в Российскую Федерацию, а также их участием на рынке труда в отечественной экономике.

Интеграция вынужденных переселенцев из Арцаха в экономику также может оказать положительное влияние на рынок труда и потенциал ВВП. Учитывая, что существенный рост трудовых ресурсов в 3-м квартале не сопровождался соответствующим ростом предложения рабочей силы, основная неопределенность здесь связана с темпами интеграции населения, не входящего в состав рабочей силы, в рынок труда.

Существует значительная неопределенность относительно потока трудовых мигрантов в Россию. За последние годы разрыв в оплате труда между Арменией и Россией несколько сократился, что ослабило стимулы, побуждающие граждан к трудовой миграции в Россию. С точки зрения перспектив роста российской экономики, учитывая сохраняющиеся существенные риски, трудовая миграция в РФ может сократиться, что окажет положительное влияние на расширение предложения рабочей силы, что также отразится на увеличении потенциала ВВП. В то же время недавнее укрепление рубля, а также позитивные сигналы относительно возможного разрешения российско-украинского конфликта могут, наоборот, способствовать восстановлению сезонной миграции (см. раздел 3.Е). Другим важным фактором сокращения сезонной миграции в Россию является ужесточение миграционного регулирования со стороны РФ, что также может оказать положительное влияние на расширение предложения рабочей силы в Республике Армения. В этом контексте опросы, проводимые Центральным банком среди сезонных рабочих, также указывают на важность экономических и политических факторов, а также отражают значительную неопределенность относительно возможности выезда за границу на работу в ближайшем будущем.

Конъюнктура рынка труда несколько улучшается, что способствует ослаблению инфляционного давления.

Рисунок 3.В.1. Уровень безработицы



Источник: СК РА

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

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

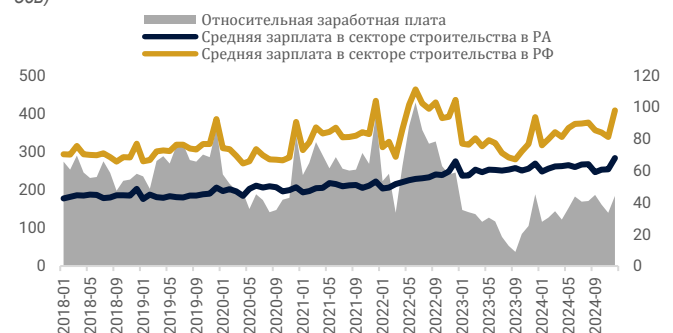


Источник: СК РА

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

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

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



Источник: СК РА, Росстат

Рост заработной платы

После значительного роста в последние годы рост номинальной заработной платы в частном секторе продолжает замедляться, составив в 4-м квартале 2024 года 5,8% г/г (рис. 3.В.4). Рост производительности, предложения рабочей силы и занятости, зафиксированный в предыдущих кварталах, а также небольшое снижение спроса на рабочую силу, наблюдаемое с начала текущего года, способствовали существенному ослаблению инфляционного давления, исходящего от рынка труда. Из-за концентрации экономического роста импульсы со стороны рынка труда также весьма непропорциональны. В частности, рост заработной платы в финансовой и страховой деятельности, а в последнее время и в обрабатывающей промышленности. Так, в январе текущего года рост номинальной заработной платы несколько замедлился, составив около 3,6% г/г, из которых почти 1,2 п.п. обеспечили финансовый и страховой секторы, 1,2 п.п. – обрабатывающая промышленность. Без учета финансового и страхового секторов рост номинальной заработной платы в частном секторе в январе текущего года составил около 2,7%. В этих условиях концентрация роста заработной платы в экономике в одних секторах и замедление роста заработной платы в других секторах могут быть интерпретированы как сигналы существенного ослабления или нейтрализации давления со стороны рынка труда. В среднесрочной и долгосрочной перспективе потенциальное дополнительное увеличение предложения рабочей силы также может стать источником дальнейшего смягчения условий на рынке труда и снизить инфляционное давление, обусловленное рынком.

Инфляция

В первом квартале 2025 года сохраняется низкая инфляция. 12-месячная инфляция в феврале ускорилась до 2,5%, в основном из-за сезонной инфляции цен на продукты питания. Инфляция в регулируемых услугах также несколько выросла, что, наряду с сезонным ростом цен на коммунальные услуги, было обусловлено и ростом тарифов на вывоз мусора.

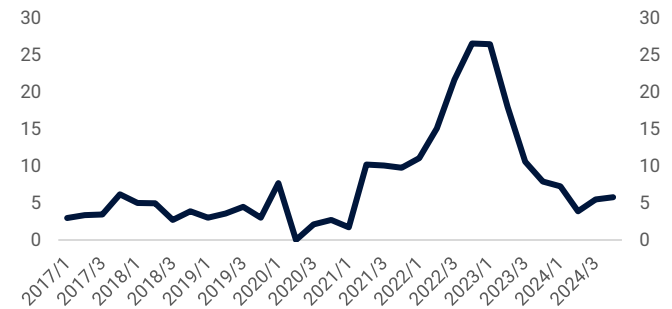
Росту инфляции также способствовал рост цен на импортные продукты питания и рост цен на нерегулируемые услуги. Однако в январе в соответствии с дефляционными тенденциями на мировом продовольственном рынке наблюдалось снижение цен и на некоторые импортные продукты питания. В то же время наблюдался рост цен на нерегулируемые услуги, особенно на авиаперевозки, что во многом обусловлено как ростом международных цен на авиаперевозки и топливо, так и ростом внутреннего спроса на выездной туризм.

Однако поддержание низкой инфляционной среды в экономике по-прежнему во многом определяется дефляционными эффектами, обусловленными мировой экономикой для отдельных (непродовольственных) товарных групп, определенным ослаблением конъюнктуры рынка труда, а также существенным сокращением дисбалансов совокупного спроса и предложения. В основном из-за продолжающейся корректировки внешнего спроса сохраняются тенденции замедления инфляции в сфере услуг, в то время как существующий высокий внутренний спрос может создать некоторое инфляционное давление. В этом контексте сохраняется неопределенность, связанная с оценкой относительной позиции совокупного спроса и предложения в экономике.

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

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

%, по сравнению с тем же кварталом предыдущего года



Источник: СК РА

Сохраняется слабая инфляционная среда, отражающая постепенное ослабление базового эффекта и сохраняющиеся дефляционные влияния со стороны внешнего сектора.

Рисунок 3.В.5. Инфляция

%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года

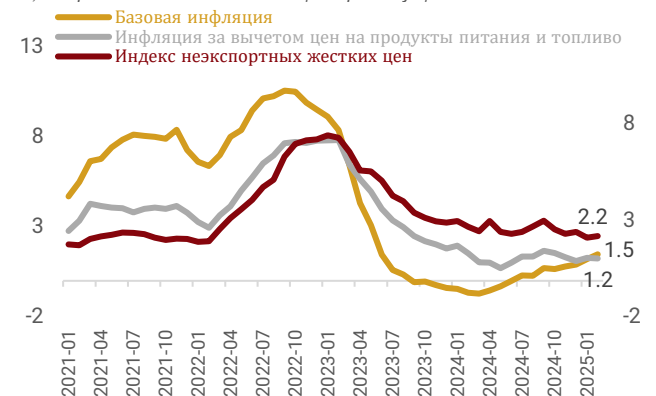


Источник: СК РА, ЦБ РА

Инфляция неэкспортируемых товаров с жесткими ценами продолжает стабилизироваться.

Рисунок 3.В.6. Показатели основной инфляции

%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года



Источник: СК РА, ЦБ РА

Базовая инфляция, не учитывающая цены на сезонные продукты питания и регулируемые услуги, составила в феврале 1,5%, оставаясь ниже целевого уровня. Она во многом отражает сохраняющиеся дефляционные тенденции, обусловленные импортными непродовольственными товарами и отечественными несезонными продуктами питания. Например, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года снизились цены на одежду, обувь, а также молочные продукты, мясную продукцию и хлеб.

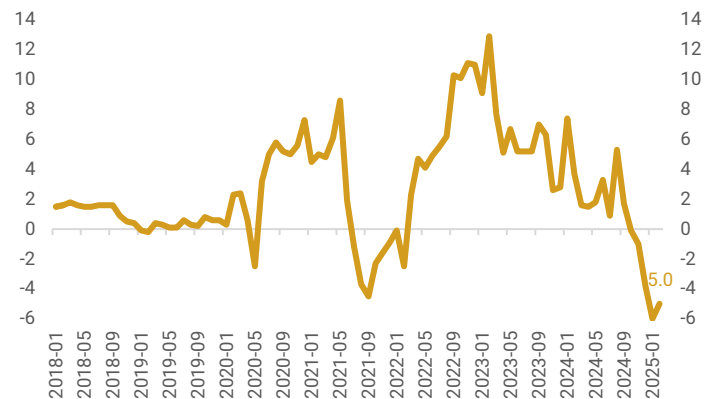
В то же время индекс жестких цен на неэкспортируемые товары (ИЖЦНЭ) снизился, зафиксировав рост в 2,2% г/г, что свидетельствует о корректировке совокупного спроса. В связи с корректировкой внешнего спроса сохраняются тенденции замедления роста цен на отдельные товары и услуги (рисунок 3.В.7). В случае такого развития событий, согласно прогнозам рынка, инфляция в РА постепенно приблизится к целевому показателю (3%), укрепившись вблизи него в среднесрочном горизонте (таблица 3.В.1).

Инфляционные ожидания

Согласно результатам опроса, проведенного ЦБ РА по инфляционным ожиданиям домохозяйств, в первом квартале 2025 года неопределенность снизилась. Это в значительной степени выразилось в повышении инфляционных ожиданий, что, вероятно, отражает общественное восприятие сохраняющихся высоких цен на некоторые товары. В то же время доля инфляционных ожиданий также росла медленными темпами из-за снижения доли респондентов, ожидающих инфляцию на неизменном или более низком уровне. По сути, это соответствует сохранению низкого уровня инфляции в экономике.

В результате корректировки внешнего спроса инфляционное давление продолжает ослабевать.

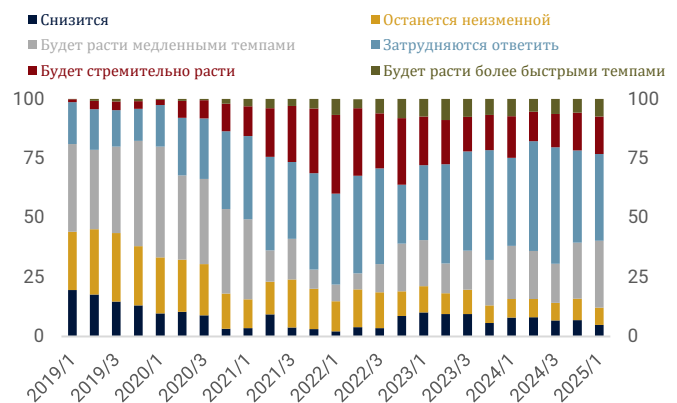
Рисунок 3.В.7. Инфляция в сфере гостиничных услуг
%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года



Источник: СК РА, ЦБ РА

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

Рисунок 3.В.8. Результаты опроса по инфляционным ожиданиям
доля респондентов опроса, поквартально



Источник: ЦБ РА

Г. Текущая ситуация на финансовом рынке

Ожидания на финансовых рынках относительно процентной ставки

Согласно результатам опроса, проведенного 12 марта 2025 года, участники рынка (включая коммерческие банки, институциональных инвесторов, управляющих активами и других) ожидают, что Центральный банк Армении продолжит постепенное снижение ключевой ставки в течение следующих восьми решений по процентным ставкам. Ключевые риски и проблемы, лежащие в основе оценок респондентов, предоставляют важную информацию для формирования набора сценариев, представленных в настоящем Докладе (см. раздел Д).

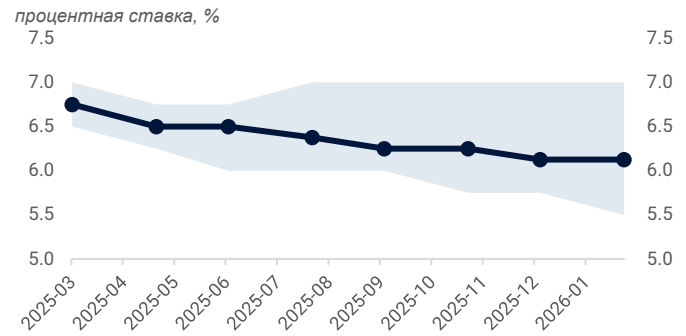
Ожидания по процентным ставкам, полученные на основе кривой доходности на горизонте до одного года, указывают на пересмотр траектории процентных ставок в сторону понижения. В целом определенный сдвиг кривой доходности вниз после решения по денежно-кредитной политике в феврале 2025 года отражает, с одной стороны, корректировку ожиданий участников рынка относительно траектории ставки рефинансирования в сторону понижения, а с другой стороны, возможную переоценку восприятия макроэкономических рисков. Это, в частности, может отражать оценку участниками рынка рисков, связанных со стабилизацией государственного долга РА и финансированием государственного дефицита, а также некоторые внешние факторы, такие как неопределенность относительно долгосрочных процентных ставок в США, снижение премии за риск в связи с последними геополитическими событиями и т. д. Недавнее небольшое снижение долгосрочной доходности также может отражать постепенную корректировку долгосрочных инфляционных ожиданий в соответствии со снижением целевого показателя инфляции.

Нейтральная процентная ставка

Неопределенность сохраняется относительно оценок нейтральной процентной ставки, однако недавние решения Центрального банка о снижении ключевой ставки указывают на то, что сдерживающая позиция денежно-кредитной политики существенно ослабела и близка к нейтральной. Неопределенность вокруг нейтральной процентной ставки имеет несколько направлений. С одной стороны, на фоне ослабления напряженности в региональных конфликтах некоторое снижение премии за страновой риск Армении (рис. 3.Г.6) свидетельствует о более низком текущем уровне нейтральной процентной ставки РА. В то же время сохранение высоких мировых процентных ставок, обусловленное не только изменениями фундаментальных показателей внутренней экономики отдельных стран, но и неопределенностью вокруг геополитических событий, можно интерпретировать как более высокий уровень фундаментальных равновесных процентных ставок, что создает необходимость пересмотра в сторону повышения нейтральной процентной ставки в развивающихся странах. С другой стороны, рост экспортных возможностей Армении, зафиксированный в последние годы, и вызванное этим постепенное укрепление реального эффективного обменного курса указывают на более низкий уровень фундаментальных процентных ставок во внутренней экономике, поскольку инвесторы также учитывают динамику обменного курса во внутренней экономике при принятии инвестиционных решений. Высока также неопределенность относительно инфляционных ожиданий, однако результаты опроса домохозяйств, а также сохраняющаяся низкая инфляция могут указывать на снижение инфляционных ожиданий. В результате снижения целевого уровня инфляции ожидается снижение номинальных нейтральных процентных ставок в долгосрочной перспективе, что обусловлено формированием инфляционных ожиданий в соответствии с новым целевым показателем.

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

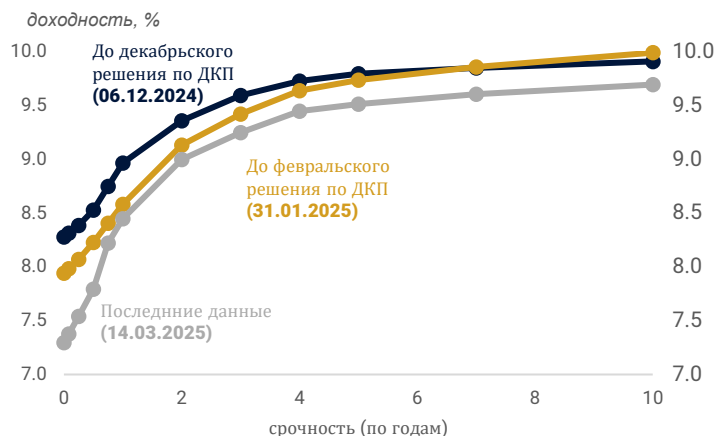
Рисунок 3.Г.1. Траектория процентной ставки согласно ожиданиям участников финансового рынка (по данным опросов ЦБ, 12 марта 2025 г.)



Источник: ЦБ РА

Кривая доходности сместилась вниз.

Рисунок 3.Г.2. Кривая доходности



Источник: ЦБ РА

Каковы условия денежно-кредитной политики?

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



Источник: ЦБ РА

Условия кредитования

Опросы, проведенные ЦБ РА, показывают, что индекс условий кредитования коммерческими банками находился в диапазоне чистой дюрации по всем видам кредитов, а процентные ставки оставались на стабильном уровне, что также обусловлено сохраняющимся высоким спросом на кредиты.

В 4-м квартале 2024 года объемы привлеченных и предоставленных коммерческими банками средств продолжали расти, что отражает сохраняющуюся высокую экономическую активность. Потребительские кредиты домохозяйствам продолжали расти устойчивыми темпами, в то время как темпы роста ипотечных кредитов замедлились, что отражает и без того ослабленный спрос на недвижимость из-за прекращения действия закона о возврате подоходного налога. Несмотря на прошлогодний рост, в 4-м квартале кредитование бизнеса несколько снизилось. Все еще высокая экономическая активность, накопленные сбережения в частном секторе, а также снижение бремени обслуживания долга по отношению к доходам могут еще больше повысить доверие к частному сектору, способствуя дальнейшему ускорению роста кредитования в экономике и усилению инфляционного давления. С другой стороны, сохранение геополитической неопределенности в регионе может снизить уверенность домохозяйств и предприятий, что приведет к снижению экономической активности.

Номинальный обменный курс

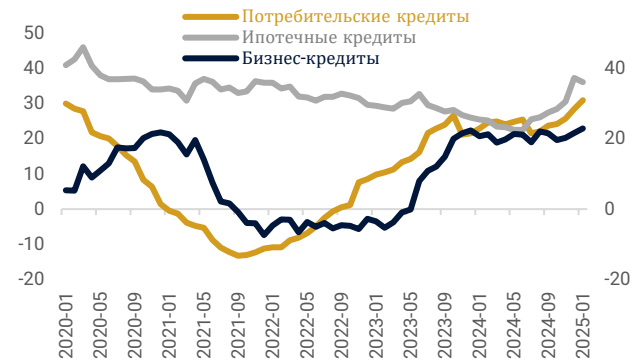
С начала 2025 года драм оставался на относительно стабильном уровне по отношению к доллару США, евро и рублю (рис. 3.Г.5). Однако в последнем месяце наблюдается некоторое снижение курса драма по отношению к рублю, в основном из-за позитивных ожиданий относительно условий возможного разрешения российско-украинского конфликта. Относительно устойчивый обменный курс драма по отношению к доллару США отражает процессы, происходящие во внутренней экономике и внешнем мире, в результате чего эффекты как укрепления, так и обесценивания в значительной степени уравниваются. В этих условиях основные риски и неопределенности, касающиеся номинального обменного курса, связаны с устойчивостью роста экспорта и торговли, а также меньшими объемами импорта потребительских товаров, что может привести к давлению укрепления курса (рисунок 3.Б.7.). С одной стороны, это давление может усилиться в зависимости от потенциально значительного влияния геополитических событий на внешний спрос на внутренние услуги. С другой стороны, они могут быть компенсированы дальнейшим ростом премии за страновой риск из-за возросшей неопределенности в регионе, а также факторами возможного повышения внутреннего потребления (благодаря ранее накопленным сбережениям и возможностями роста потребительского кредитования), способствуя росту объемов импорта.

Премия за страновой риск Армении (оцениваемая как разница между доходностью армянских еврооблигаций со сроком погашения в 2031 году и базовой безрисковой процентной ставкой с тем же сроком погашения) в последнее время снизилась (рис. 3.Г.6). Это в основном отражает снижение региональной геополитической неопределенности и связано не только с факторами, характерными для РА. Так, с одной стороны, уровень риска развивающихся стран в целом снизился, что может быть связано с некоторыми позитивными геополитическими событиями на Ближнем Востоке. Однако, с другой стороны, возросли опасения относительно потенциальных финансовых потоков между развивающимися и развитыми странами – в зависимости от разрешения российско-украинского конфликта, а недавние события в экономике США усилили неопределенность относительно долгосрочной оценки уровней процентных ставок.

Спрос на кредиты оставался высоким.

Рисунок 3.Г.4. Кредиты, предоставленные коммерческими банками - по видам

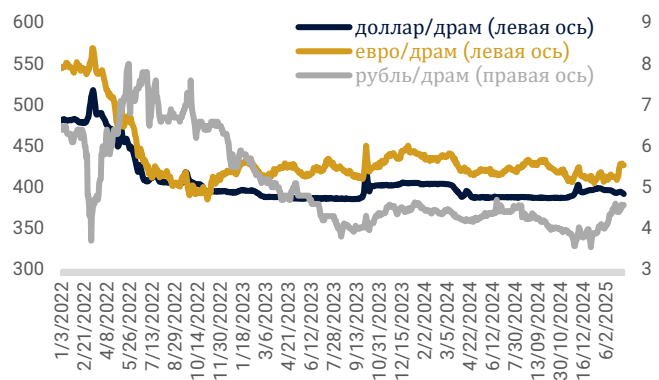
%, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года



Источник: ЦБ РА

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

доллар/драм и евро/драм (левая ось); рубль/драм (правая ось)

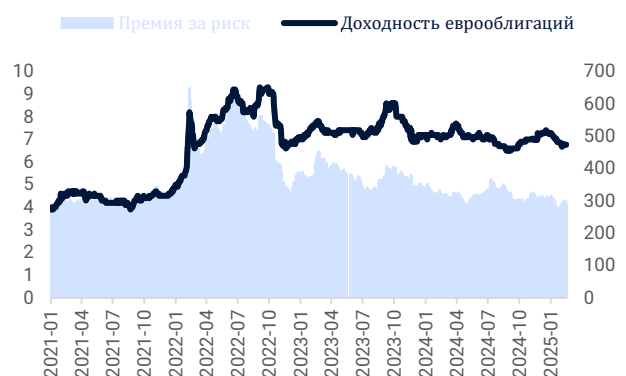


Источник: ЦБ РА

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

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

%, доходность (левая ось); базисные пункты, премия за страновой риск (правая ось)



Источник: Министерство финансов РА, ЦБ РА

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

Д. Множество сценариев

Цели и структура множества сценариев

Таблица, обобщающая множество сценариев, дает комплексную и структурированную оценку различных рисков, шоков и источников неопределенности, влияющих на экономику Армении. Она может также включать некоторое описание соответствующей реакции денежно-кредитной политики Центрального банка РА на различные риски и шоки. Такая системная классификация рисков, важных с точки зрения экономики РА, а также денежно-кредитной политики, позволяет пользователю более эффективно знакомиться с достаточно широким спектром информации. Таблица множества сценариев является структурированным резюме важных и ключевых сценариев, рассматриваемых и выделенных для обсуждения Советом Центрального банка, командой экспертов по денежно-кредитной политике, финансовыми рынками и общественностью, которые с использованием разумной системы управления рисками могут повлиять на политические решения в среднесрочной перспективе. Множество сценариев пересматривается и публикуется в каждом квартальном докладе о денежно-кредитной политике.

Таблица Д.1. Структура множества сценариев

Суждения о рисках, присущих сценариям типа А	Суждения о рисках, присущих сценариям типа Б
Расширение спроса Шоки, которые могут привести к тому, что совокупный спрос растет быстрее, чем совокупное предложение, что, в свою очередь, может привести к росту инфляции. В подобной ситуации от денежно-кредитной политики может потребоваться относительно жесткая реакция в виде повышения процентных ставок, чтобы обеспечить ценовую стабильность в экономике и закрепить инфляционные ожидания. Осложнения: низкий уровень доверия к Центральному банку. Выпуск + Инфляция +	Сдерживание спроса Шоки, которые могут привести к тому, что совокупный спрос растет медленнее, чем совокупное предложение, что, в свою очередь, может привести к снижению инфляции. В подобной ситуации от денежно-кредитной политики может потребоваться относительно жесткая реакция в виде снижения процентных ставок, чтобы обеспечить ценовую стабильность в экономике и закрепить инфляционные ожидания. Осложнения: эффективная нижняя граница процентной ставки, низкая инфляционная или дефляционная среда. Выпуск - Инфляция -
Сдерживание предложения Стагфляционные шоки, которые могут потребовать жесткой и агрессивной реакции в виде повышения ожидаемой траектории ключевой ставки, создавая значительный краткосрочный компромисс между инфляцией, экономическим ростом или другими целями (например, безработицей). Осложнения: проблемы с дальнейшим сдерживанием слабой экономики. Выпуск - Инфляция +	Расширение предложения Благоприятные шоки предложения, которые могут вернуть инфляцию к целевому уровню, привести к максимально высокому экономическому росту и низким процентным ставкам. Осложнения: Экстраполяция текущих экономических тенденций в будущее может быть рискованной. Выпуск + Инфляция -

Во множество сценариев входят суждения о рисках, присущих сценариям типа А (расширение спроса или сдерживание предложения) и типа Б (сдерживание спроса или расширение предложения). Хотя экономические шоки можно классифицировать по-разному, множество сценариев позволяет разделить факторы спроса и предложения, что помогает анализировать источники инфляционного давления и потенциальные риски для экономики. После анализа и понимания природы и масштабов различных шоков, разработчики политики продумывают соответствующие меры денежно-кредитной политики, которые могут смягчить отрицательные последствия неблагоприятных шоков и использовать преимущества позитивных шоков.

Множество сценариев. Первый квартал 2025 года

Таблица Д.2. Множество сценариев. Первый квартал 2025 года

Суждения о рисках, присущих сценариям типа А	Суждения о рисках, присущих сценариям типа Б
Расширение спроса - В США в результате переосмысления экономической политики возросла неопределенность относительно масштабов налогового-бюджетного стимулирования, особенно в среднесрочной и долгосрочной перспективе. В частности, в случае возможного снижения налоговых ставок в сочетании с более высокими, чем ожидалось, государственными расходами, долговое бремя может существенно возрасти. Это будет способствовать повышению нейтральной процентной ставки в США, тем самым влияя на нейтральные процентные ставки развивающихся стран, включая Республику Армения. - Премия за страновой риск Армении может быстро корректироваться в сторону своего долгосрочного, фундаментального уровня из-за региональных геополитических конфликтов, а также потенциальной эскалации пограничной напряженности в Республике Армения. Эта корректировка отражает специфику Армении и региона, включая неопределенность относительно пограничной напряженности, региональных геополитических событий и других факторов. В этом контексте возможная переоценка премии за страновой риск в сторону повышения представляет риски, связанные с пересмотром в сторону повышения нейтральной процентной ставки, что, при прочих равных условиях, может привести преимущественно к инфляционному давлению, учитывая более стимулирующую позицию денежно-кредитной политики. - Из-за недобора налоговых поступлений и необходимости осуществления социальных и других расходов (не способствующих внутреннему росту) в среднесрочной перспективе существует риск значительного увеличения долговой нагрузки по сравнению с ожиданиями, что приведет к повышению премии за риск страны по отношению к ее фундаментальному уровню. - Высокие темпы внутреннего экономического роста, возможно, отражают более высокий уровень производительности, увеличение предельной стоимости капитала и рост нейтральной процентной ставки, и в этом случае существуют риски дальнейшего ускорения спроса и усиления инфляционного давления. - Неопределенности относительно условий спроса во внутренней экономике (сформированный избыточный спрос и его устойчивость): - Экономический рост выше долгосрочного потенциала, обусловленный в первую очередь факторами внутреннего спроса, отражает риски сохранения избыточного спроса в Республике Армения. - Продолжающийся высокий рост потребления и кредитования экономики, обусловленный накоплением сбережений в частном секторе, а также накоплением доходов, полученных в результате позитивной динамики экспорта, может продолжить способствовать расширению спроса в ближайшем будущем. - Формирование более стимулирующей фискальной политики, чем ожидалось, с рисками для расширения внутреннего спроса. <i>Продолжение на следующей странице</i>	Сдерживание спроса - Слабый внутренний спрос, обусловленный структурными проблемами в мировой экономике, особенно в Еврозоне и Китае, может сохраняться в течение длительного времени, что приведет к длительной низкой инфляции на международных рынках товаров и сырья. - Хотя экономический рост России остается на высоком уровне, более целенаправленное и последовательное применение западных санкций создало риски резкого замедления экономического роста России, особенно в условиях ужесточения экономической политики. В этом контексте могут сократиться денежные переводы в Армению и спрос России на армянские товары и услуги. - Длительная высокая неопределенность относительно экономической политики США может перерасти в “кризис доверия” (Confidence crisis), резко ограничив потребительскую и инвестиционную активность как в США, так и в других мировых экономиках. - Постепенная корректировка перегретого состояния рынка недвижимости Армении несет в себе риски дальнейшего замедления темпов роста строительства и снижения цен на недвижимость, что окажет дополнительное сдерживающее воздействие на смежные секторы экономики и общую конъюнктуру спроса, создавая риски снижения совокупного спроса и дефляционных эффектов. - Сохранение инфляции ниже целевого уровня в Республике Армения в течение длительного периода времени может привести к корректировке инфляционных ожиданий в сторону понижения, их длительному сохранению и формированию сдержанного потребительского поведения. - Риски дополнительного сдерживания спроса фискальной политикой: - Дополнительное ограничение спроса в связи с возможным ужесточением налогового администрирования, законодательными изменениями и другими мерами по улучшению соотношения налогов к ВВП и финансированию дефицита бюджета в ближайшем будущем. - Относительное увеличение доли капитальных затрат в структуре государственных расходов может привести к более ограничительному воздействию фискальной политики на совокупный спрос. <i>Продолжение на следующей странице</i>

Суждения о рисках, присущих сценариям типа А (продолжение)	Суждения о рисках, присущих сценариям типа Б (продолжение)
Расширение спроса (продолжение) - Постепенное регулирование российско-украинского конфликта и создание благоприятной экономической среды в России, но сохранение всех или большей части санкций. В этих условиях покупательная способность рубля может возрасти в результате снижения премии за страновой риск России. В то же время, если капитальные затраты увеличатся и/или часть их будет перераспределена на крупные инфраструктурные проекты, спрос и темпы экономического роста могут существенно ускориться. В этом случае могут возрасти туристические потоки в Армению и/или их средние расходы, а также трудовая миграция из Армении в Российскую Федерацию. - Учитывая сохранение неопределенностей, связанных с ожиданиями относительно инфляции (обменного курса), различные потенциальные шоки могут привести к сценариям, в которых эти ожидания теряют устойчивость и начнут расти. - В случае возможного увеличения военных расходов некоторыми крупными экономиками, рост цен на некоторые металлы может привести к увеличению экспортных доходов Армении и стимулировать внутренний спрос.	Сдерживание спроса (продолжение) - Некоторое увеличение уровня безработицы, замедление роста заработной платы в частном секторе, а также неинклюзивный экономический рост, проявляющийся в высокой степени концентрации доходов в определенных секторах экономики, в условиях низкой инфляции содержит неопределенность относительно условий внутреннего спроса и создает риски формирования конъюнктуры негативного спроса, имеющей сохраняющиеся дефляционные эффекты в среднесрочной перспективе. - В последние годы, из-за притока капитала и высокопроизводительной рабочей силы, существует значительная неопределенность относительно производительности, долгосрочного потенциального роста, степени укрепления равновесного реального обменного курса, а также лежащих в основе этих факторов среднесрочной стабильности и тенденций потоков капитала. Это может способствовать формированию и поддержанию более низких нейтральных процентных ставок в Армении.
Сдерживание предложения - Риски, связанные с нарушениями в глобальных цепочках поставок: - Дальнейшее ухудшение/эскалация ситуации вокруг региональных конфликтов (Ближний Восток, российско-украинский) создаст риск нарушения глобальных цепочек поставок и будет усиливать давление в сторону увеличения инфляции цен на сырьевые товары и продукты питания. С одной стороны, это ограничит возможности центральных банков ведущих стран для смягчения денежно-кредитных условий в ближайшем будущем, а с другой — создаст дополнительную инфляционную среду для импортных товаров. - В условиях ужесточения внешнеторговой политики ведущих экономик по отношению друг к другу и внешнему миру нарушения в производственных цепочках приведут к росту издержек производства и формированию глобальной инфляции (деглобализации) в краткосрочной и среднесрочной перспективе. - Резкое сокращение внешнеторговых потоков в Армению может произойти в условиях адресных санкций против России и усиления контроля над третьими странами и/или открытия Россией альтернативных рынков и торговых путей. - В случае разрешения российско-украинского конфликта и полной или частичной отмены санкций может наблюдаться существенный отток капитала и рабочей силы из Республики Армения, что может привести к существенному сокращению совокупного спроса, одновременно повышая риски расширения инфляционной среды. - Из-за региональной и геополитической неопределенности развивающиеся экономики, и в частности Республика Армения, могут столкнуться со сценарием увеличения премии за страновой риск и ослабления инвестиционной активности.	Расширение предложения - Продолжающийся рост предложения рабочей силы в экономике Армении, обусловленный неопределенностью, связанной со среднесрочным развитием российской экономики, и, в частности, ужесточением миграционной политики, может привести к дальнейшему снижению сезонной миграции из Армении в Россию. - В случае существенного ужесточения внешнеторговой политики со стороны США в среднесрочной перспективе в мировой экономике может сформироваться избыточное предложение товаров и услуг (например, грузовых перевозок) со стороны ряда ведущих экономик, что создаст дефляционные риски для менее крупных экономик.

Врезка 3. Сценарий рыночной ориентации

В рамках системы прогнозирования и анализа денежно-кредитной политики Центрального банка РА (FPAS Mark II) Центральный банк не представляет свои макроэкономические прогнозы в форме единого основного или базового сценария. Вместо этого, основываясь на информации, полученной в ходе ежеквартальных опросов участников финансового рынка (включая коммерческие банки, управляющих инвестиционными фондами, институциональных инвесторов и т. д.), Центральный банк выстраивает макросогласованный (масго consistent) сценарий рыночной ориентации. Такой сценарий может служить той же цели, что и основной или базовый сценарий, в том смысле, что он представляет собой “наиболее вероятную оценку” будущего рынка, основанную на информации, доступной участникам рынка в данный момент. Использование сценария рыночной ориентации позволяет Центральному банку РА, наряду с “наиболее вероятными” рыночными ожиданиями, сосредоточиться на неопределенностях, рисках и сценариях, которые могут представлять риски для денежно-кредитной политики и стабильности цен. В то же время это дает возможность эффективно доносить логику и обоснование решений по ДКП в рамках подхода разумного управления рисками. Центральный банк представляет сценарий рыночной ориентации вместе с несколькими типовыми сценариями развития.

Примечание: Макроэкономические исследования проводятся Центральным банком Армении ежеквартально. Для построения сценария рыночной ориентации необходимо представить макросогласованный сценарий, основанный на результатах опроса каждого участника, включающий описание качественных факторов, лежащих в основе сценария, и связанных с ними рисков типа А и Б, а также количественные прогнозы по инфляции, экономическому росту, процентной ставке ЦБ РА и номинальному обменному курсу драм/доллар на ближайшие 12 кварталов. Опросы за 1-й квартал 2025 года проводились в январе-феврале. В опросе приняли участие 18 коммерческих банков, 35 кредитных организаций, 19 инвестиционных компаний и 1 управляющий инвестиционным фондом.

Рисунок В.3.1. Инфляция

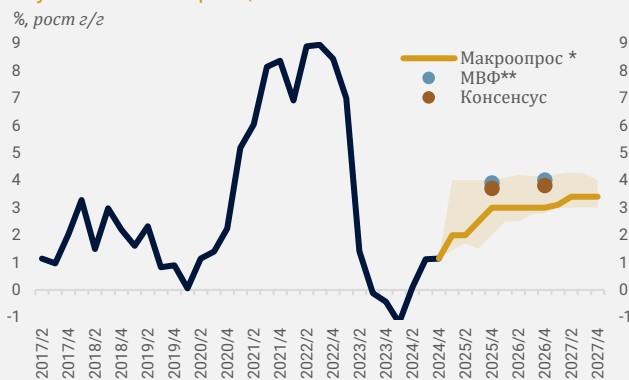


Рисунок В.3.3. Рост реального ВВП



Рисунок В.3.2. Ставка рефинансирования ЦБ

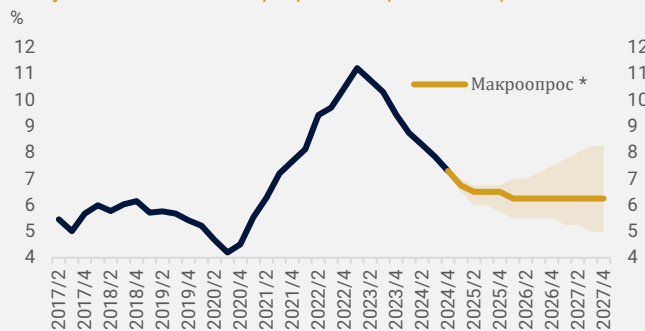
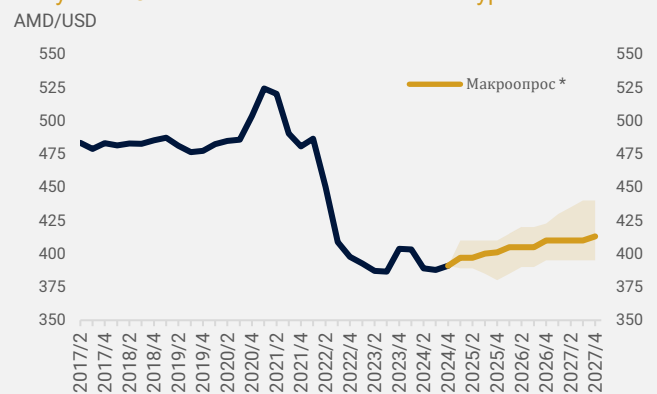


Рисунок В.3.4. Номинальный обменный курс



* Результаты макроопроса ЦБА представлены в виде среднего значения ответов на опрос (линия) и диапазона между минимальным и максимальным ответами (затененное изображение).
** Прогнозы МВФ на 2024 год даны по состоянию на апрель и не включают информацию об изменении целевого показателя инфляции РА.

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

Источник	МВФ	Макроопрос ЦБ	Консенсус
Дата	Апр.-24	1-й кв. 2025 г..	Март-25
Рост ВВП (годовой, %)			
2024 (фактический)		5.9	
2025	4.9	5.3	5.0
2026	4.5	5.0	4.5
Инфляция (годовая, %)			
2024 (фактический)		0.3	
2025	3.9	2.4	3.7
2026	4.0	3.0	3.8

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

Е. Перспективы денежно-кредитной политики

Сценарий типа А: Постепенное регулирование российско-украинского конфликта и создание благоприятной экономической среды в Российской Федерации

Более высокая процентная ставка по сравнению с ожиданиями рынка

В последнее время переговоры по вопросам прекращения российско-украинского конфликта, нормализации отношений между сторонами и, особенно, скорого завершения активной фазы конфликта, значительно активизировались. Хотя существует высокая степень неопределенности относительно возможных сроков окончания конфликта и, в частности, характера и условий нормализации отношений, тем не менее, это несет риски прежде всего для роста российской экономики. Следует отметить, что в текущих обсуждениях пока нет четких сигналов о том, что США и Еврозона отменят все или часть санкций. Иными словами, данный сценарий предполагает скорое завершение активной фазы конфликта, но с сохранением всех или значительной части введенных в отношении России санкций. Более того, финансовые рынки начинают частично учитывать эти риски в ценах. В частности, в последнее время зафиксирован существенный рост цен на ценные бумаги крупных российских предприятий, что отражает оптимистичные ожидания относительно будущего. С другой стороны, несмотря на продолжающееся ухудшение торгового баланса России, российский рубль в номинальном выражении существенно укрепился, что свидетельствует о существенной переоценке премии за риск для страны (рисунок 3.Е.1). Следовательно, при таком сценарии относительный рост благосостояния домохозяйств в России может привести к увеличению притока туристов в Армению, а также к увеличению их средних расходов, что будет способствовать расширению внутреннего спроса.

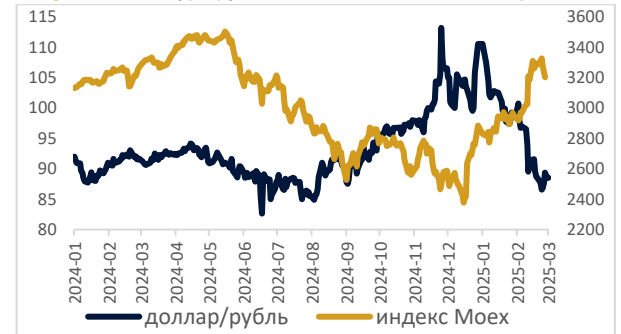
В то же время после завершения активной фазы конфликта возникнет необходимость в реализации крупных инфраструктурных проектов и восстановительных работ. Финансирование этих расходов может осуществляться как за счет дополнительного заимствования, особенно с учетом все еще низкой долговой нагрузки РФ, так и за счет перераспределения части масштабных оборонных расходов последних лет. В последнем случае влияние фискальной политики на совокупный спрос также усилится. В результате, хотя предложение рабочей силы в реальном секторе экономики несколько увеличится в связи с окончанием активной фазы, ситуация на рынке труда продолжит оставаться напряженной из-за существенного увеличения спроса, что будет способствовать ускорению роста заработной платы.

Ожидается, что позитивные перспективы российской экономики, укрепление рубля и, особенно, возросший спрос на рабочую силу в связи с масштабными инфраструктурными проектами, будут способствовать росту потоков трудовой миграции в Россию. Это будет способствовать расширению внутреннего спроса в Армении и приведет к умеренному замедлению потенциального роста ВВП.

В результате, принимая во внимание рост внешнего спроса, денежных переводов в Республику Армения и растущий спрос на рабочую силу в Армении, общая среда спроса в Армении продолжит расширяться, создавая дополнительное инфляционное давление. Увеличение внешнего спроса также приведет к повышению реального эффективного обменного курса, что частично компенсирует инфляционные эффекты. Однако, принимая во внимание риски расширения внутреннего спроса и возможного роста инфляционных ожиданий, данный сценарий предполагает более высокую траекторию процентных ставок, по сравнению с ожиданиями рынка, для достижения цели ценовой стабильности в среднесрочной перспективе.

Позитивные сигналы от продолжающихся переговоров породили оптимистичные настроения на финансовом рынке.

Рисунок 3.Е.1. Курс рубля и индекс Московской биржи



Источник: Bloomberg

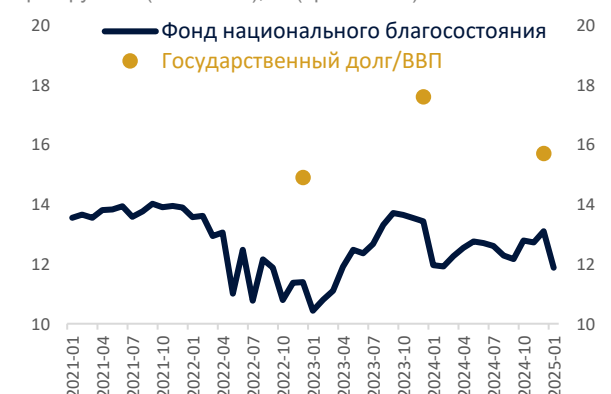
После окончания конфликта часть капитальных затрат можно перенаправить на финансирование инфраструктуры.

Рисунок 3.Е.2. Доля военных расходов в ВВП



Несмотря на дефицит последних лет, у России по-прежнему есть значительные фискальные возможности для финансирования инфраструктурных проектов.

Рисунок 3.Е.3. Фонд национального благосостояния и доля государственного долга в ВВП



Источник: Министерство финансов РФ

Сценарий типа Б: Длительная высокая неопределенность относительно экономической политики США с рисками резкого замедления роста спроса как в экономике США, так и в мировой экономике

Более низкая процентная ставка по сравнению с ожиданиями рынка

Сразу после президентских выборов в США резко возросла неопределенность относительно глобальной экономической политики, во многом из-за переосмысления фискальной, миграционной и торговой политик США. В случае длительной высокой неопределенности ситуация может перерасти в “кризис доверия” с соответствующим негативным влиянием на глобальную потребительскую и инвестиционную активность. В условиях высокой неопределенности и ухудшающихся экономических перспектив может увеличиться спрос на безрисковые, более безопасные активы, что будет способствовать росту цен на эти активы и, наоборот, существенному снижению цен на более рискованные активы, такие как ценные бумаги. В результате снижение цен на эти активы, составляющие значительную часть благосостояния домохозяйств, также будет способствовать дальнейшему замедлению роста потребления.

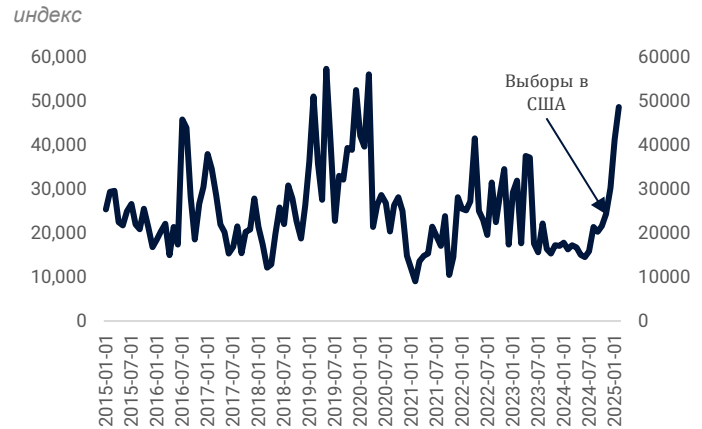
Стоит отметить, что некоторые сигналы о материализации вышеперечисленных рисков уже заметны как в ценах на различные активы, так и в реальном поведении экономических агентов. В частности, по данным опросов, проводимых различными институтами, фиксируется существенное снижение потребительской уверенности, что отражается и на потребительском поведении. Так, в январе текущего года розничные продажи в США сократились примерно на 1% по сравнению с предыдущим месяцем, а в последние месяцы наблюдается ослабление спроса на рынке недвижимости. Финансовые рынки в определенной степени также учитывают указанные риски в ценах, в частности, индекс S&P за последний месяц упал примерно на 5%, а цены на нефть упали примерно на 4%.

Высокая неопределенность относительно экономических отношений в мировой экономике и экономической политики в Соединенных Штатах может оказать аналогичное негативное влияние на другие ведущие и развивающиеся экономики, в первую очередь на Еврозону и Китай, способствуя длительному сохранению или углублению слабого внутреннего спроса из-за структурных проблем. Следует отметить, что последствия ослабления внешнего спроса на товары и услуги, производимые в Республике Армения, а также дефляционные эффекты импорта продовольственных товаров могут быть частично компенсированы инфляционными эффектами, обусловленными потенциальным ростом премии за страновой риск Армении. В то же время, принимая во внимание уже давно сохраняющуюся в РА среду низкой инфляции, реализация указанного сценария несет в себе риски нежелательного снижения инфляционных ожиданий.

В такой ситуации, руководствуясь стремлением к достижению цели ценовой стабильности при минимальных издержках для общества, Центральный банк Республики Армения должен пойти по пути более резкого снижения процентной ставки по сравнению с ожиданиями рынка с целью стимулирования среднесрочного спроса и приближения инфляции к целевому показателю.

Высокая неопределенность относительно экономической политики в мире во многом обусловлена экономической и торговой политикой США.

Рисунок 3.Е.4. Индекс неопределенности глобальной экономической политики

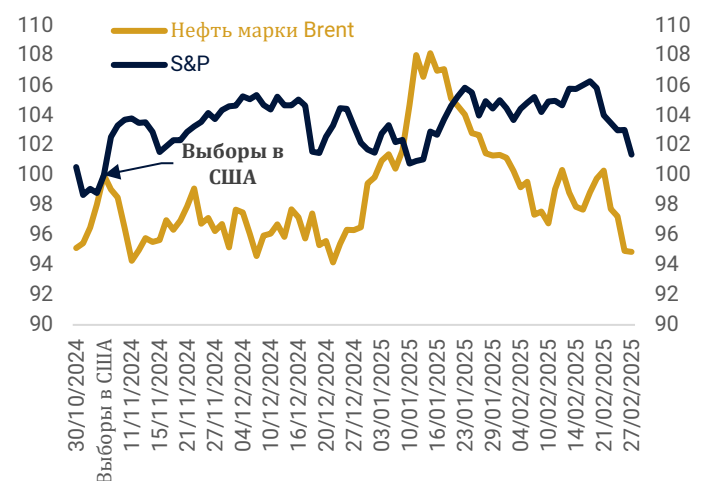


Источник: Economist Intelligence Unit (EIU)

Финансовые рынки начинают частично учитывать возникающие в связи с высокой неопределенностью риски в ценах.

Рисунок 3.Е.5. Международные цены на акции и нефть США

индекс, 5 ноября 2024г. = 100



Источник: Федеральный резервный банк Сент-Луиса

Обобщение макроэкономических прогнозов для сценариев типа А и типа Б

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

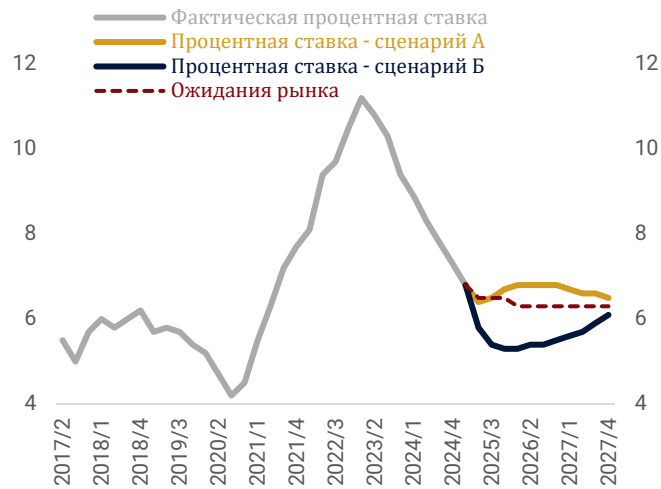


Рисунок 3.Е.9. Индекс жестких цен на неэкспортируемые товары г/г, %

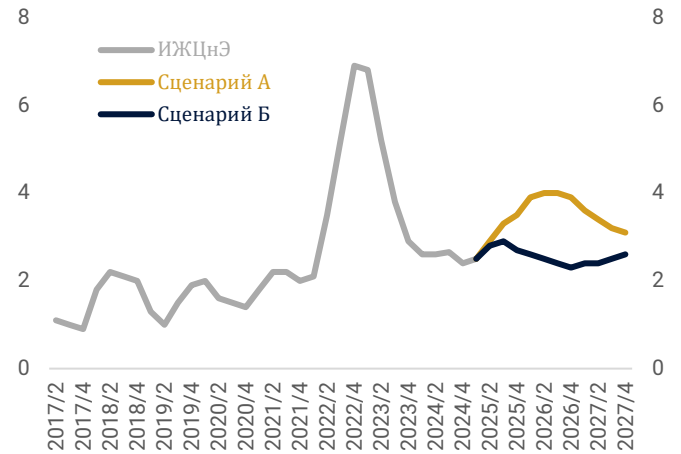


Рисунок 3.Е.7. Рост реального ВВП, г/г, %

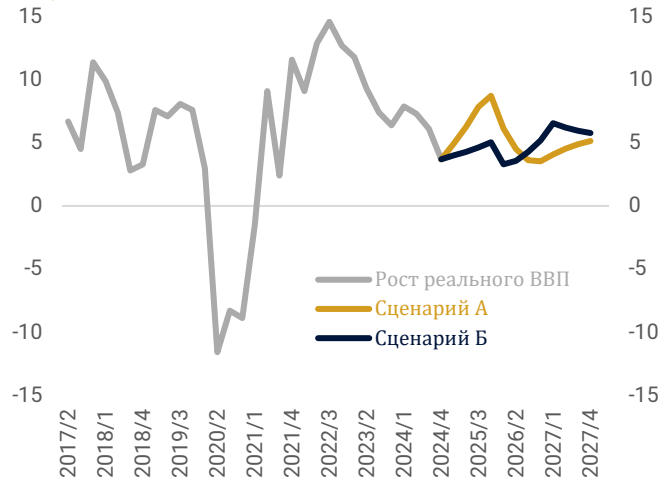


Рисунок 3.Е.10. Разрыв ВВП, %

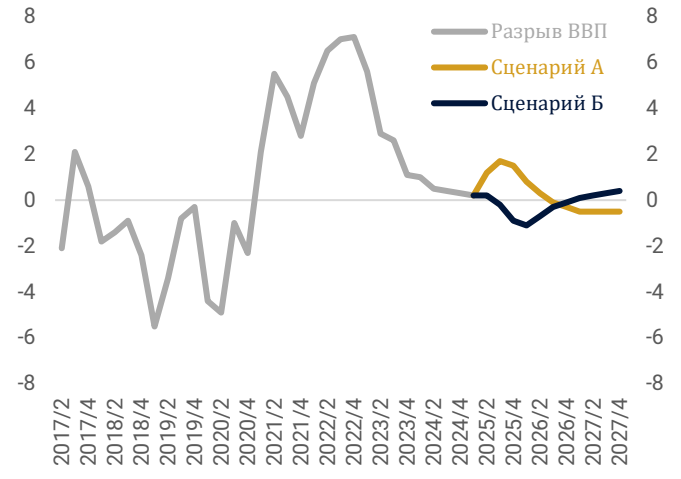


Рисунок 3.Е.8. Инфляция, г/г, %

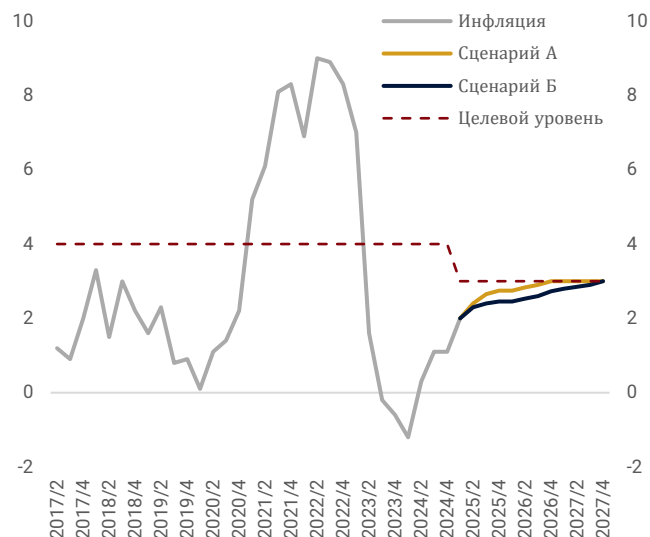


Рисунок 3.Е.11. Реальная процентная ставка, %

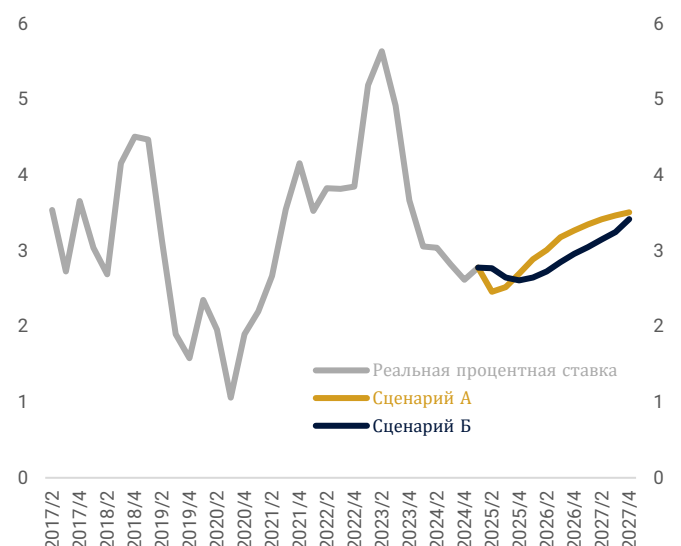


Рисунок 3.Е.12. Номинальный эффективный обменный курс, индекс

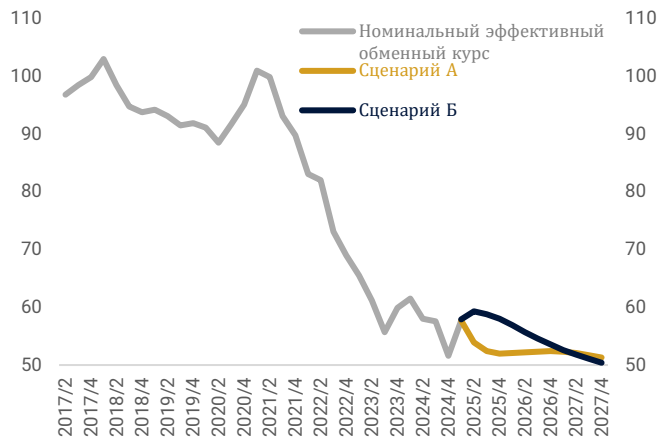


Рисунок 3.Е.14. Инфляционные ожидания на 1 год вперед на основе модели, г/г, %

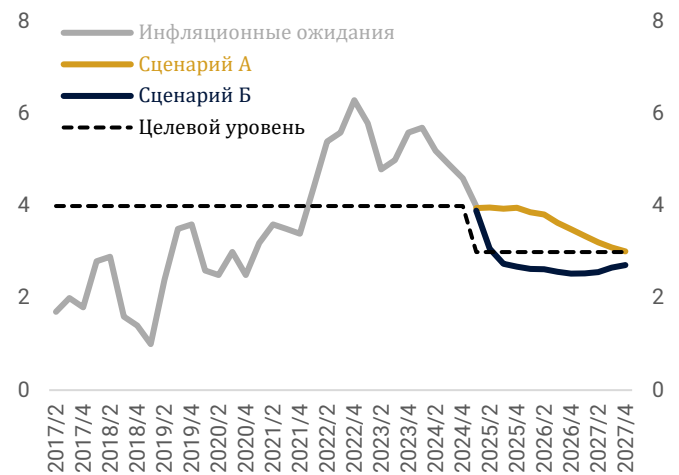


Рисунок 3.Е.13. Реальный эффективный обменный курс, индекс

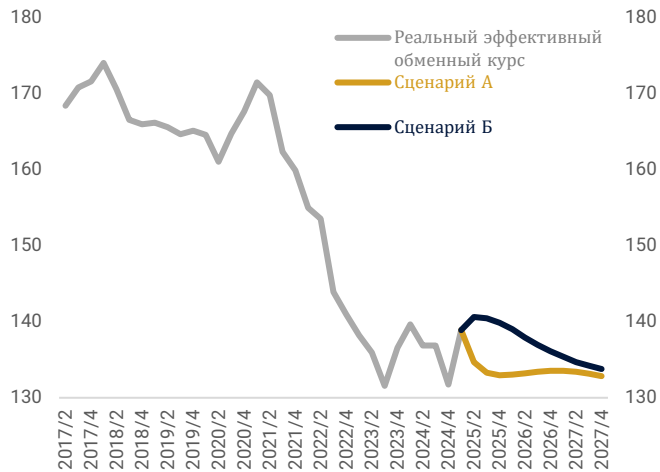


Таблица 3.Е.1. Макроэкономическое обобщение сценариев типа А и типа Б
Фактические и прогнозные данные по сценариям типа А и типа Б

		2023	2024	2025		2026		2027	
		Факт.	Факт.	Сцен.А	Сцен.Б	Сцен.А	Сцен.Б	Сцен.А	Сцен.Б
Внешний сектор									
Экономический рост США	%, реальн. рост	2.6	2.8	2.6	1.4	2.0	1.8	2.3	1.9
Экономический рост еврозоны	%, реальн. рост	0.4	0.7	1.0	0.0	1.2	1.0	0.9	1.5
Экономический рост РФ	%, реальн. рост	3.0	4.1	2.0	0.8	2.1	1.9	1.6	2.0
Инфляция в США	среднее, %	4.0	2.9	2.6	1.7	2.1	0.8	2.0	1.0
Инфляция в еврозоне	среднее, %	5.4	2.4	2.1	1.5	2.0	1.2	1.9	1.4
Инфляция в России	среднее, %	5.5	8.4	6.3	6.8	3.4	4.3	4.0	4.1
Цена на нефть	доллар/баррель	82.6	80.5	73.4	72.2	69.9	68.5	68.3	66.8
Цена на медь	доллар/тонна	8472.1	9142.1	9393.7	9213.1	9541.9	9212.6	9570.8	9212.7
Индекс ФАО	индекс	124.1	122.0	127.3	125.4	125.0	120.7	121.8	116.8
Внутренняя экономика									
Цены									
Инфляция	г/г, конец периода, %	-0.6	1.5	2.6	2.4	3.1	2.9	3.0	3.0
ИПЦ	г/г, среднее, %	2.0	0.3	2.5	2.3	2.9	2.6	3.0	3.0
Неэкспортные жесткие цены	г/г, среднее, %	4.8	2.5	3.1	2.8	3.9	2.4	3.3	2.6
Совокупный доход									
ВВП	млрд драмов	9453.2	10127.1	10955.5	10714.5	11481.4	11185.9	12119.7	11966.7
ВВП	%, реальн. рост	8.3	5.9	7.0	4.5	4.7	4.1	4.7	6.1

Продолжение на следующей странице

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

		2023	2024	2025		2026		2027	
		Факт.	Факт.	Сцен.А	Сцен.Б	Сцен.А	Сцен.Б	Сцен.А	Сцен.Б
Спрос									
Потребление	%, реальн. рост	9.0	1.6	8.6	5.2	5.2	2.2	3.0	6.3
Государственное потребление	%, реальн. рост	28.3	-22.3	9.9	9.9	3.4	3.4	6.2	6.2
Частное потребление	%, реальн. рост	5.6	6.8	9.8	5.8	5.5	1.9	2.5	6.3
Валовое накопление основных средств*	%, реальн. рост	10.1	11.1	17.9	12.1	4.6	3.9	4.6	5.9
Государственные инвестиции**	%, реальн. рост	27.0	1.5	47.9	47.9	11.5	11.5	4.6	4.6
Среднее валовое накопление частных основных фондов	%, реальн. рост	3.6	15.2	5.1	-3.2	1.7	0.6	4.6	6.5
Экспорт товаров и услуг	%, реальн. рост	30.7	35.6	-19.8	-24.0	2.8	0.4	1.7	4.7
Импорт товаров и услуг	%, реальн. рост	30.2	31.4	-19.7	-22.8	3.0	-1.2	1.8	5.5
Текущий счет									
Торговый баланс	млн долларов США	-203.2	-590.2	-944,4	-1368,4	-1190,7	-1488,9	-1383,6	-1413,1
Денежные переводы	млн долларов США	979.0	739.2	855,9	787,5	855,9	806,0	834,1	825,3
Текущий счет	млн долларов США	-556.3	-1040.9	-954,3	-1378,3	-1132,3	-1480,4	-1347,0	-1385,3
Торговый баланс	доля в ВВП, %	-0.8	-2.3	-3.4	-5.2	-4.1	-5.6	-4.7	-5.0
Денежные переводы	доля в ВВП, %	4.1	6.2	3.0	3.0	3.0	3.0	2.8	2.9
Текущий счет	доля в ВВП, %	-2.3	2.8	-3.4	-5.3	-3.9	-5.6	-4.5	-4.9
Государственный сектор***									
Доходы и гранты	млрд драмов	2358.6	2573.5	2,837.6	2,837.6	3,123.2	3,123.2	3,458.6	3,458.6
Налоговые доходы	млрд драмов	2221.9	2390.9	2,720.3	2,720.3	3,047.0	3,047.0	3,358.8	3,358.8
Расходы	млрд драмов	2550.2	2892.6	3,441.7	3,441.7	3,629.5	3,629.5	3,849.8	3,849.8
Дефицит	млрд драмов	-191.6	-319.2	-604.1	-604.1	-506.3	-506.3	-391,2	--391,2
Доходы и гранты	доля в ВВП, %	24.8	25.41	25.9	26.5	27.2	27.9	28.5	28.9
Налоговые доходы	доля в ВВП, %	23.4	23.61	24.8	25.4	26.5	27.2	27.7	28.1
Расходы	доля в ВВП, %	26.8	28.56	31.4	32.1	31.6	32.4	31.8	32.2
Дефицит	доля в ВВП, %	-2.0	-3.15	-5.5	-5.6	-4.4	-4.5	-3.2	-3.3

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

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

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

