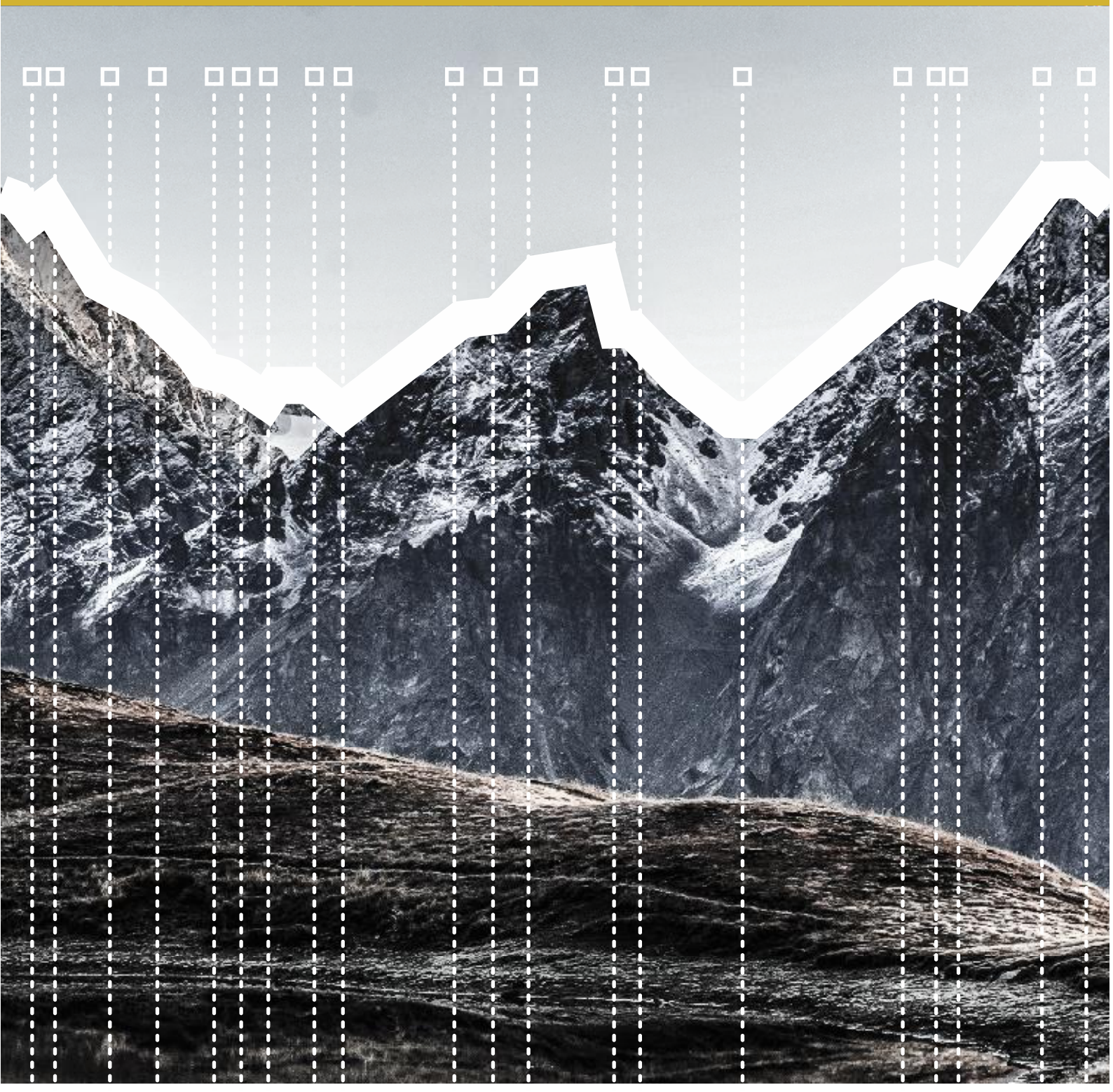




Центральный банк
Республики Армения

Обзор инфляции

2022 / 4



*Утвержден решением
Совета Центрального банка
Республики Армения
от 27.12.2022, номер 234А*

Обзор инфляции/4

*Программа денежно-кредитной политики:
4-й квартал 2022 г.*



*Отчет о выполнении программы денежно-
кредитной политики 3-го квартала 2022 г.*

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

Первый раздел «Обзора инфляции» состоит из программы денежно-кредитной политики, в которой представляются основные направления денежно-кредитной политики в прогнозном горизонте, и вытекающие из этого прогнозы по инфляции и другим макроэкономическим показателям. Эти прогнозы основаны на оценке существующей ситуации и предположений ЦБ относительно будущих развитий, с учетом влияния на них результатов предпринимаемых ЦБ действий.

Второй раздел состоит из отчета о выполнении программы денежно-кредитной политики за предыдущий одногодичный период, где представляются результаты осуществленной денежно-кредитной политики и фактических экономических развитий.

Опубликование прогноза инфляции по целевому ориентиру и вытекающих из этого предположений обеспечивает максимальную прозрачность, ясность и предсказуемость проводимой Центральным банком денежно-кредитной политики и содействует укреплению доверия населения к Центральному банку РА. Центральный банк РА убежден, что понятная и заслуживающая доверие денежно-кредитная политика играет немаловажную роль в удержании инфляционных ожиданий и сокращении расходов по обеспечению стабильности цен.

Денежно-кредитная политика предусматривает достижение 4% инфляции и сведение к минимуму отклонений будущей инфляции от этого целевого ориентира. Траектория показателя инфляции, сформировавшегося в результате планирования целевой денежно-кредитной политики, публикуется в виде графиков распределения вероятностей прогноза для 12-квартального временного горизонта.

Прогнозы в настоящем отчете составлены с использованием всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 13 декабря 2022 года, с учетом результатов опросов Центрального банка и суждений о будущих макроэкономических изменениях, сформировавшихся на базе имеющейся информации.

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

Содержание

1. Краткий обзор	5
2. Представленный сценарий, изменения и риски	7
<i>2.1. Внешняя среда</i>	<i>7</i>
<i>2.2. Представленный сценарий</i>	<i>12</i>
<i>2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика</i>	<i>12</i>
<i>2.2.2. Экономическая активность</i>	<i>14</i>
<i>2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом</i>	<i>18</i>
<i>2.2.4. Основные суждения и риски.....</i>	<i>20</i>
<i>Врезка 1. Итоги опроса домашних хозяйств и субъектов финансовой системы относительно их ожиданий</i>	<i>20</i>
3. Фактические развития в третьем квартале 2022 года	27
<i>3.1. Инфляция</i>	<i>27</i>
<i>3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции</i>	<i>27</i>
<i>3.1.2. Цены</i>	<i>29</i>
<i>3.2. Развития в экономике</i>	<i>31</i>
<i>3.2.1. Экономическое положение</i>	<i>31</i>
<i>3.2.2. Расходная сторона экономики</i>	<i>32</i>
<i>3.2.3. Производственная сторона экономики</i>	<i>34</i>
<i>3.2.4. Рынок труда</i>	<i>34</i>
<i>3.3. Положение на финансовом рынке</i>	<i>35</i>
4. Резюме	38
Приложение	
<i>Протокол</i>	<i>39</i>
<i>Решение ЦБ РА по процентной ставке</i>	<i>42</i>
<i>Пресс-релиз</i>	<i>43</i>
<i>Основные макроэкономические показатели РА</i>	<i>44</i>
<i>Графики</i>	<i>46</i>
<i>Таблицы</i>	<i>47</i>

1. КРАТКИЙ ОБЗОР

В четвертом квартале 2022 года в мировой экономике, и в частности в основных странах-партнерах Армении, сохраняются тенденции замедления темпов экономической активности. В то же время в основных странах-партнерах Армении сохраняется высокая инфляционная среда, в основном из-за все еще положительной динамики спроса. В результате рестриктивной денежно-кредитной политики, направленной на ослабление высокой инфляции в развитых странах, на международных товарных рынках наблюдается некоторое снижение цен. В отличие от мировой экономики в РА наблюдаются высокие темпы роста экономической активности, чему продолжает в значительной мере способствовать высокий внешний спрос в сфере услуг. В условиях подобного развития событий, несмотря на постепенное ослабление инфляционного воздействия на экономику РА со стороны внешнего сектора и смягчение внутренней инфляционной среды в результате последовательной денежно-кредитной политики и ревальвации драма, на динамику инфляции по-прежнему оказывает большое влияние высокий спрос и инфляционные ожидания.

С учетом значительных неопределенностей, Центральный банк стремится снизить возможные риски, вытекающие из них, путем построения и рассмотрения различных сценариев развития ситуации, один из которых подробно представлен в данной программе.

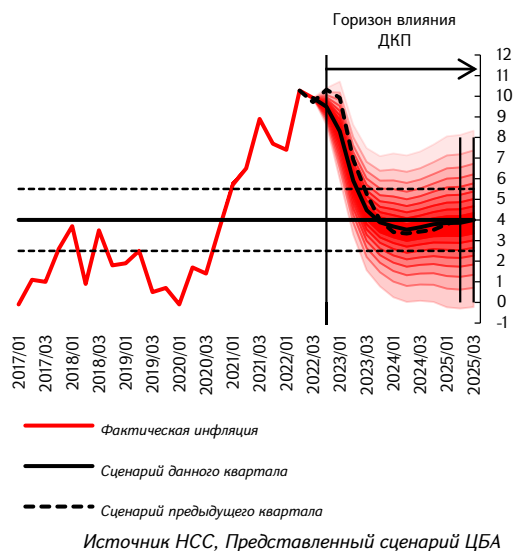
В четвертом квартале 12-месячная инфляция по-прежнему сохранялась на высоком уровне и в ноябре составила 8.8%. Согласно сценарию, представленному Центральным банком Армении, высокий спрос будет в значительной степени способствовать сохранению высокой инфляционной среды и инфляционных ожиданий в ближайшем будущем и, исходя из этого, Центральный банк на данном этапе по-прежнему продолжал повышать учетную ставку.

В результате проводимой денежно-кредитной политики и ожидаемых макроэкономических изменений 12-месячная инфляция будет постепенно снижаться и в дальнейшем стабилизируется вокруг целевого показателя 4%.

Согласно представленному ЦБ сценарию, высокая экономическая активность в ближайшее время сохранится, в результате чего в 2022 г. ожидается высокий экономический рост, близкий к предыдущему сценарию. В среднесрочной перспективе рост будет постепенно снижаться и стабилизируется в пределах долгосрочного равновесного уровня.

График 1

Распределение вероятностей сценариев 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте

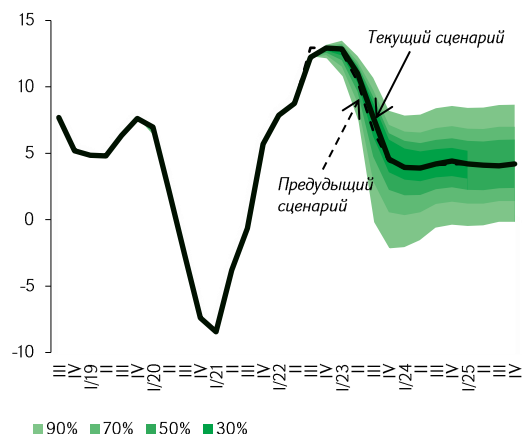


Ожидаемому на 2022 год экономическому росту в основном будет способствовать формирование высокого спроса в сфере услуг и в строительстве. В среднесрочной перспективе, положительный разрыв ВВП исчезнет, и в результате корректировки спроса экономический рост снизится.

В прогнозном трехлетнем горизонте риски отклонения от прогнозируемого направления инфляции в основном равновесны (см. подраздел 2.2.4). В случае проявления рисков в любом направлении Центральный банк готов адекватно отреагировать для достижения цели по обеспечению ценовой стабильности в среднесрочном периоде.

График 2

Распределение вероятностей сценарий реального¹ (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте



Источник: НСС, Представленный сценарий ЦБА

¹ Темп роста для каждого квартала рассчитан в виде кумулятивного темпа роста за предыдущие 4 квартала.

2. ПРЕДСТАВЛЕННЫЙ СЦЕНАРИЙ, ИЗМЕНЕНИЯ И РИСКИ

2.1. Внешняя среда

В условиях продолжающегося ужесточения денежно-кредитной политики и устранения сбоев в производственно-сбытовых цепочках, в мировой экономике наблюдается некоторое ослабление инфляции. Кроме того, ограничения, вызванные пандемией и, вследствие этого, ослабление спроса на сырье в Китае, оказывают определенное дефляционное воздействие на мировые товарные рынки. Однако, принимая во внимание проявления «перегрева» рынка труда в ряде ведущих стран и высокую базовую инфляцию, оценивается, что существующие условия денежно-кредитной политики все еще не позволяют в полной мере урегулировать инфляционную среду и стабилизировать инфляционные ожидания. Следовательно ожидается продолжение ужесточения денежно-кредитных условий центральными банками ведущих стран, что также отразится на продолжающемся замедлении экономической активности в мировой экономике.

В условиях продолжающегося ужесточения денежно-кредитной политики и устранения сбоев в производственно-сбытовых цепочках, в мировой экономике наблюдается некоторое ослабление инфляции.

Ожидается продолжение ужесточения денежно-кредитных условий центральными банками ведущих стран, что также отразится на продолжающемся замедлении экономической активности в мировой экономике.

Экономика США. Текущие события в экономике США указывают на несколько более быстрый по сравнению с ожидаемым экономический рост. Так, по оценке Бюро экономического анализа Министерства торговли США, во втором квартале 2022 года ежегодный экономический рост в США составил 1.9%. На росте экономики в третьем квартале положительно сказалось увеличение частного потребления (услуг и товаров длительного пользования), инвестиций (в нежилое строительство) и чистого экспорта. Негативное влияние на экономический рост продолжает оказывать фискальная политика. Ожидается, что, частично под воздействием продолжающегося ужесточения денежно-кредитной политики в последнем квартале текущего года, экономический рост в США существенно сократится и в 2023 году сохранится на низком уровне, однако в среднесрочной перспективе, по мере нормализации экономической политики, постепенно приблизится к долгосрочному стабильному уровню.

В США, по оценке Бюро экономического анализа Министерства торговли, индекс инфляции расходов на личное потребление в третьем квартале составил 6.3%, а годовой индекс потребительской инфляции сформировался на уровне 8.3%, что несколько выше прогноза предыдущей программы. Следует отметить, что некоторое снижение цен на энергоносители в ноябре способствовало определенному замедлению роста потребительских цен в США, сформировав их на уровне 7.1% по сравнению с предыдущим годом, а инфляции расходов на личное потребление в октябре замедлилась до 6.0%.

Таким образом, можно констатировать, что инфляция в США начала ослабевать, но все еще остается на высоком уровне. Высокой инфляции продолжают способствовать высокие цены на продукты питания, энергоносители и транспортные услуги (особенно авиаперевозки). Несмотря на некоторое ослабление годовых темпов роста в последние месяцы, цены на услуги сформировались на достаточно высоком уровне, увеличившись на 6.8% по сравнению с предыдущим годом. В результате, несмотря на некоторое снижение цен на энергоносители, в ближайшее время высокие цены на указанные группы товаров, особенно на услуги, продолжат способствовать снижению инфляции по несколько более медленной траектории по сравнению с предыдущими ожиданиями.

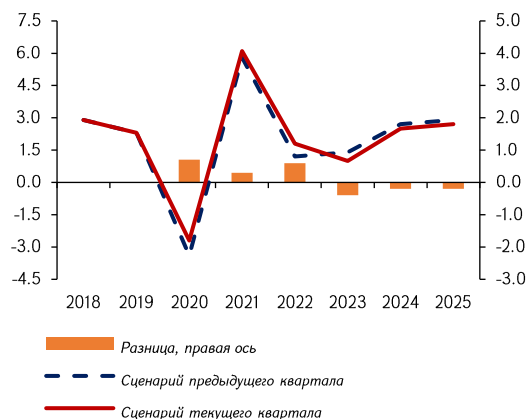
На рынке труда США продолжается «перегрев». Уровень безработицы в ноябре составил 3.7%, что, по оценке ЦБ РА, несколько ниже многолетнего стабильного уровня. Несмотря на значительное сокращение вакансий на рабочие места в августе, в период сентября-октября текущего года наблюдался определенный рост данного показателя, который продолжал находиться на историческом максимуме (более 10.7 млн свободных рабочих мест), что почти вдвое превышает количество безработных.

Таким образом, несмотря на некоторое ослабление общей инфляции, вызванное в основном факторами предложения, в условиях высокого спроса и «перегретого» рынка труда, рост цен на товарные группы с жесткими ценами все еще сохраняется на высоком уровне. Предполагается, что в подобных условиях ФРС США продолжит последовательное ужесточение денежно-кредитной политики, однако уже более слабыми темпами, а учетная процентная ставка останется рестриктивной в течение более длительного периода времени по сравнению с предыдущими ожиданиями.

В результате, наряду с ужесточением денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, снижением цен на товарных рынках, а также постепенным восстановлением мировых производственно-сбытовых цепочек, инфляция в США в среднесрочной перспективе начнет постепенно снижаться, и в конце прогнозируемого горизонта приблизится к целевому уровню.

Экономика стран Еврозоны. В третьем квартале 2022 года экономика Еврозоны росла несколько быстрее, чем прогнозировалось в предыдущей программе ЦБ Армении. По оценкам Евростата, годовой рост экономики еврозоны в третьем квартале 2023 года составил 2.3%, увеличившись по сравнению с предыдущим кварталом на 0.3%. На экономический рост в третьем квартале положительно повлияли все элементы спроса за исключением чистого экспорта. Последнее связано как с российско-украинским конфликтом, так и с

График 3
Сценарий экономического роста США (%)



Источник: Бюро экономических анализов (БЕА), прогноз ЦБА

ослаблением китайской экономики. Ожидается, что в ближайшие кварталы влияние этих факторов на экономику еврозоны все еще будет ощущаться.

Существенное негативное влияние на экономику Еврозоны окажут ограниченные альтернативные возможности импорта энергоносителей в условиях введенных против России санкций. Прогнозируется, что в случае восстановления спроса в Китае на энергоносители, особенно на сжиженный газ, в наступающем году в Еврозоне будет наблюдаться определенный дефицит природного газа, даже в условиях сокращения целевого объема внутреннего спроса. В результате, в первую очередь пострадают энергоемкие отрасли экономики, определенный спад производства которых в последние месяцы уже наблюдается. Параллельно этому, инвестиции в сфере возобновляемой энергетики позволят постепенно восстановить потенциал экономики, что станет заметно в последней части среднесрочного горизонта сценария.

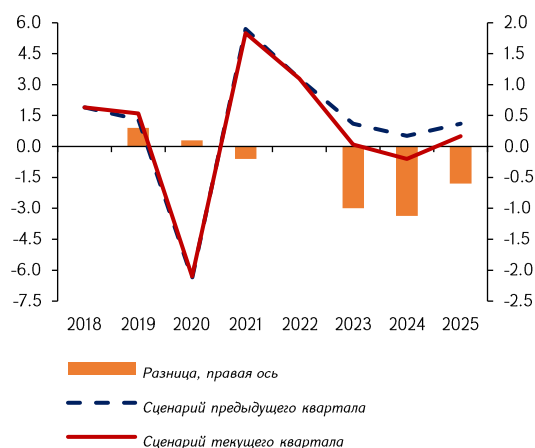
С целью преодоления энергетического кризиса в Еврозоне планируется и последовательно осуществляется ряд стимулирующих фискальных мер. Часть указанных мер будет направлена на компенсацию снижения доходов конечных потребителей в результате значительного увеличения платежей за природный газ и электроэнергию, оказывая при этом определенный инфляционный эффект.

В результате экономический рост Еврозоны в текущем году будет находиться в рамках предыдущих оценок, а последствия ужесточения монетарной политики и энергетического кризиса будут наблюдаться на всем среднесрочном горизонте сценария.

В третьем квартале 2022 года в Еврозоне была зафиксирована инфляция на уровне 9.3% в годовом исчислении, чему во многом способствовал рост цен на энергоносители (нефть и газ). В четвертом квартале 2022 года ускорение инфляции в еврозоне продолжается, достигнув в ноябре 10.0% по сравнению с 10.6% в октябре. В ноябре рост годовых показателей инфляции был отмечен практически во всех подгруппах, кроме энергоносителей (снижение которых было обусловлено общим замедлением инфляции) и сектора услуг, где инфляция осталась на прежнем уровне. Следует отметить, что показатели базовой инфляции продолжают ускоряться. В ноябре 12-месячная инфляция без учета электроэнергии и продуктов питания увеличилась до 6.6%. Инфляция промышленных товаров и услуг оставалась на высоком уровне.

С учетом вышеизложенного ожидается, что Европейский центральный банк продолжит ужесточение условий денежно-кредитной политики, обеспечив возврат инфляции к целевому уровню в конце прогнозируемого горизонта.

График 4
Сценарий экономического роста ЕС (%)



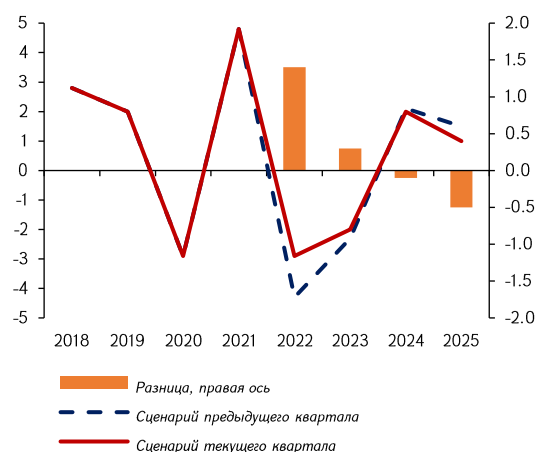
Источник: Евростат, сценарий представленный ЦБА

Экономика России. По оценкам Росстата, несмотря на жесткие экономические санкции, введенные в отношении России во втором квартале 2022 года, сокращение российской экономики по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составило 3.7%, что несколько меньше по сравнению с предыдущим прогнозом. Положительный вклад в экономический рост в России продолжали вносить сельское хозяйство, строительство, гостиничный сектор и общественное питание, а также финансовый и страховой секторы. Негативные тенденции в обрабатывающей отрасли были менее выраженными чем ожидалось, что связано также с увеличением госзакупок. С другой стороны, спад в оптовой и розничной торговле продолжает углубляться, достигнув примерно 20% в годовом исчислении, частично вызванное сокращением объемов экспорта природного газа в последнее время.

Согласно сценарию, представленному ЦБ Армении, развитие экономики в России, по сравнению с предыдущим прогнозом, будет несколько более позитивным, по итогам текущего года экономический спад составит примерно 3%, а в 2023 г., 2%. Во многом это связано с более стимулирующей фискальной политикой. Ожидается, что государственный бюджет в России будет дефицитным как в текущем году, так и на всем политическом горизонте (до 2% ВВП в 2023 г.)². В то же время увеличение государственных расходов будет носить в основном капитальный характер, поэтому ожидаемая более стимулирующая налогово-бюджетная политика окажет ограниченное влияние на инфляцию.

Следует также отметить вступление в силу запрета на ввоз российской нефти в ЕС, а также политики «ценового потолка», согласно которой нефть российского производства не может быть застрахована или транспортирована организациями стран участвующими в санкциях или с помощью их ресурсов, если цена сделки превышает указанную максимальную сумму. Однако следует отметить, что российская нефть, долгое время продающаяся с определенным дисконтом к нефти марки Brent, не превышает и, как ожидается, не превысит установленную максимальную цену. В объемном выражении за последние кварталы уже отмечены существенные изменения в структуре экспорта российской нефти в страны Азиатского региона, которые продолжатся в ближайшие месяцы. Следовательно, согласно рассматриваемому сценарию, предполагается, что вышеуказанные ограничения не окажут существенного влияния на российскую экономику, а также на мировые цены на нефть.

График 5
Сценарий экономического роста в России (%)



Источник: Росстат, сценарий представленный ЦБА

² Федеральный бюджет России на 2023-2025 гг., министерство финансов России.

В результате стабилизации инфляционных ожиданий под влиянием денежно-кредитной политики Банка России, укрепления рубля и сдерживания спроса, инфляция в России, в соответствии с предыдущими ожиданиями, продолжает снижаться. Так, в третьем квартале 2022 года 12-месячная инфляция составила 14.4% (оставаясь существенно выше целевого уровня 4%). Замедление инфляции продолжилось и в четвертом квартале, составив в ноябре 12% в годовом исчислении. Также следует отметить, что индекс ежемесячной инфляции в течение последних месяцев в основном находился на уровне, близком к нулю.

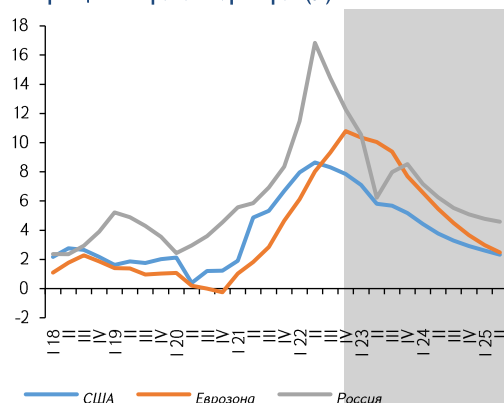
По текущим оценкам ЦБ Армении, Банк России, наряду со стабилизацией инфляционных ожиданий и замедлением темпов инфляции, продолжит постепенное смягчение условий денежно-кредитной политики (снижение учетной ставки и/или ослабление ограничения капитала), обеспечив приближения инфляции к целевому уровню в конце прогнозного горизонта без какого-либо ущерба долгосрочному процессу трансформации экономики.

Рынки сырьевых и продовольственных товаров. Параллельно ужесточению глобальных финансовых условий цены на всех международных сырьевых рынках продолжали в определенной степени корректироваться в сторону понижения. В последние месяцы ослабление спроса в Китае также оказало существенное сдерживающее влияние на цены на сырье. Ожидается, что наряду с постепенным ослаблением перебоев в цепочках поставок и замедлением глобального спроса в условиях ужесточения финансовых условий, корректировка цен на товарных рынках в краткосрочной перспективе продолжится.

Цены на международном рынке меди в третьем квартале 2022 года снизились из-за продолжающегося глобального ужесточения условий кредитования и ограничений экономической активности в Китае. В результате, в течение третьего квартала 2022 года, ежеквартальное снижение мировых цен на медь достигло около 19%, составив 7.7 тыс. долларов США за 1 тонну. Сценарий динамики цен на медь в условиях длительного сохранения рестриктивных условий кредитования в ведущих странах был пересмотрен в сторону понижения по сравнению с предыдущей программой ЦБ. Однако в среднесрочной перспективе, в результате постепенной нормализации мирового спроса и финансовой конъюнктуры, мировые цены на медь несколько вырастут, приблизившись к уровню 8.9 тыс. долл. США за 1 тонну в конце горизонта.

В силу вышеперечисленных факторов на международном рынке в течение третьего квартала 2022 года цены на нефть по сравнению с предыдущим кварталом снизились примерно на 12.7%, сформировавшись на уровне 98 долларов за баррель.

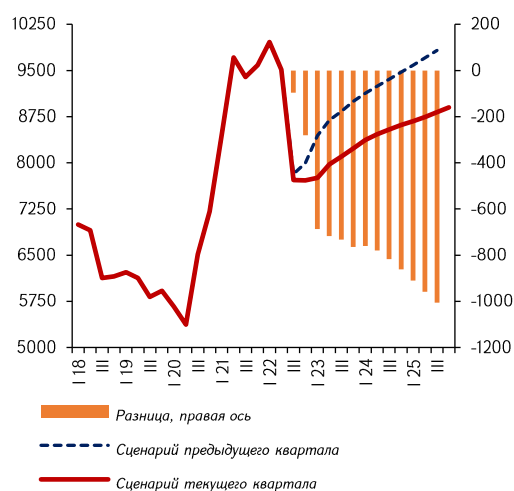
График 6
Инфляция в странах партнерах (%)



Источник: Бюро трудовой статистики (BLS), Евростат, Росстат, Сценарий, представленный ЦБА

Параллельно ужесточению глобальных финансовых условий цены на всех международных сырьевых рынках продолжали в определенной степени корректироваться в сторону понижения. Ожидается, что наряду с постепенным ослаблением перебоев в цепочках поставок и замедлением глобального спроса в условиях ужесточения финансовых условий корректировка цен на товарных рынках в краткосрочной перспективе продолжится.

График 7
Сценарий международных цен на медь



Источник: Всемирный банк, Сценарий, представленный ЦБА

В течение четвертого квартала текущего года страны-члены ОПЕК+ приняли решение сократить добычу нефти на 2 млн баррелей в сутки с ноября 2022 года, что, по ожиданиям ОПЕК, должно полностью нивелировать ожидаемое замедление мирового спроса.

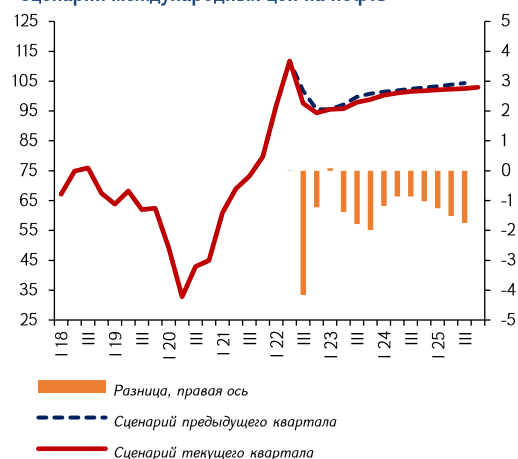
На международном рынке нефти сохраняется высокий уровень неопределенности, в условиях которого волатильность цен также достаточно высока. Росту неопределенности способствовали санкции, примененные к России (запрет на импорт российской нефти в ЕС и политика потолка цен), политика Китая по борьбе с пандемией и темпы восстановления экономики в ее рамках, а также эффективность реализации соглашения ОПЕК+ о сокращении поставок в различных странах-членах. Учитывая все эти обстоятельства, согласно сценарию ЦБ Армении, цены на нефть в дальнейшем несколько снизятся, а затем будут медленно расти, приблизившись к порогу 103 долларов США за баррель в среднесрочной перспективе.

Благодаря благоприятным ожиданиям относительно объемов поставок отдельных продуктов и смягчению сбоев производственно-сбытовых цепочках, и в результате ужесточения мировых финансовых условий, цены на все группы продовольственных товаров в течение третьем квартале 2022 года снизились, сформировавшись на уровне ниже предыдущих оценок ЦБА. Эта тенденция сохраняется практически для всех товарных групп также в течение четвертого квартала текущего года. По итогам ноября текущего года цены продовольственной корзины находятся на уровне соответствующего периода предыдущего года, превышая его не больше чем на 0.3%. Это обусловлено значительным падением цен по сравнению с предыдущим годом, свыше 16% на растительное масло и около 5% на сахарный тростник. Цены на другие товарные группы выше прошлогоднего уровня.

Согласно текущему сценарию ЦБ РА, в связи с продолжающимся ужесточением финансовых условий на всем горизонте политики, а также благоприятными условиями поставок, цены на рынках продовольственных товаров будут формироваться на более низком уровне по сравнению с прежним ожиданиям.

График 8

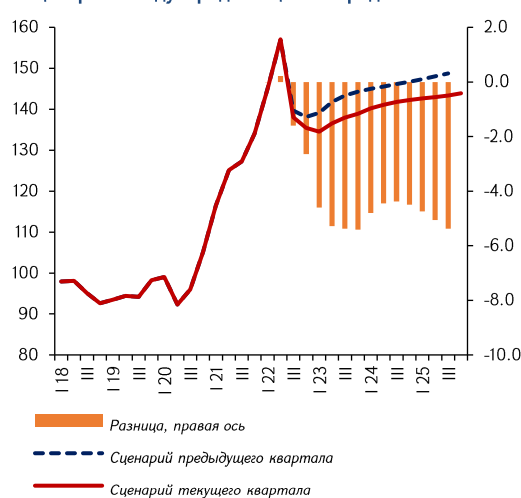
Сценарий международных цен на нефть



Источник: Всемирный банк, Сценарий, представленный ЦБА

График 9

Сценарий международных цен на продовольствие



Источник: ФАО, Сценарий, представленный ЦБА

2.2. Представленный сценарий

2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

В течение четвертого квартала 2022 года слабый экономический рост в основных странах-партнерах РА сопровождается некоторым ослаблением инфляционных давлений, тем

не менее высокая инфляционная среда все еще сохраняется. Исходя из этого центральные банки развитых стран в ближайшее время продолжат ужесточение монетарных условий, что будет способствовать дальнейшему ослаблению мирового спроса и определенной корректировке цен на международных товарных рынках.

В результате некоторого ослабления инфляционного давления со стороны внешнего сектора, проводимой рестриктивной денежно-кредитной политики и укрепления драма в РА наблюдается некоторое замедление роста цен на импортные товары, в то же время тенденции экономической активности в стране сохраняются. В сложившейся ситуации ЦБ считает необходимым повысить учетную ставку на 0.25 процентных пункта.

В четвертом квартале высокий внешний спрос в сфере услуг, и положительные сдвиги в строительном секторе продолжают вносить существенный вклад в высокую экономическую активность РА. При этом краткосрочный рост экспортного и ВВП-потенциала наблюдается в сферах услуг и промышленности. В результате разрыв спроса был несколько пересмотрен в сторону уменьшения, но по-прежнему оценивается как заметно положительный, что продолжает способствовать инфляционному давлению и поддержанию высоких инфляционных ожиданий.

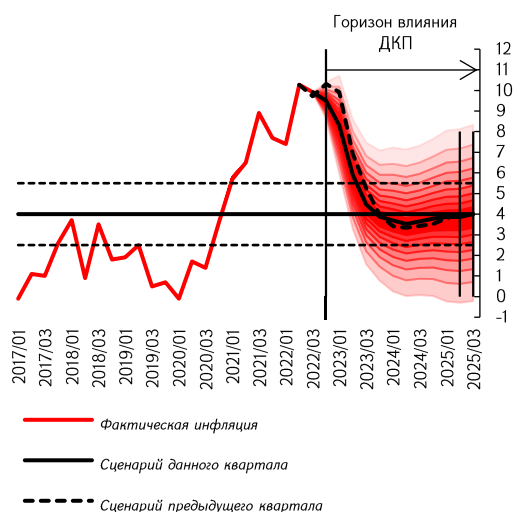
В сложившейся ситуации ЦБ считает необходимым повысить учетную ставку на 0.25 процентных пункта. В результате проводимая денежно-кредитная политика и постепенное ослабление совокупного спроса снизят инфляцию в среднесрочной перспективе, стабилизовавшись вокруг целевого уровня во второй половине 2023 года.

По оценке Совета ЦБ риски отклонения инфляции от прогнозируемого курса в основном сбалансированы. В случае проявления рисков в любом направлении ЦБ предпримет необходимые действия, направленные на обеспечение цели ценовой стабильности.

В сложившейся ситуации ЦБ считает необходимым повысить учетную ставку на 0.25 процентных пункта.

График 1

Распределение вероятностей сценарий 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте



Источник: НСС, Представленный сценарий ЦБА

Таблица 1

Сроки	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
IV кв. 2022г.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
I кв. 2023г.	0.0%	0.0%	2.4%	15.3%	82.4%
II кв.	0.1%	1.5%	37.6%	35.0%	25.8%
III кв.	2.4%	10.6%	57.7%	20.7%	8.5%
IV кв.	6.2%	16.6%	56.5%	15.1%	5.6%

I кв. 2024г.	9.8%	18.3%	51.7%	14.0%	6.3%
II кв.	11.6%	19.4%	50.3%	12.9%	5.7%
III кв.	11.0%	18.5%	50.0%	13.9%	6.7%
IV кв.	11.0%	17.3%	48.1%	14.9%	8.7%
I кв. 2025г.	12.4%	16.5%	44.8%	15.3%	11.1%
II кв.	12.7%	16.4%	44.2%	15.3%	11.5%
III кв.	12.0%	15.6%	43.6%	15.9%	12.9%

Источник: НСС, сценарий ЦБ РА

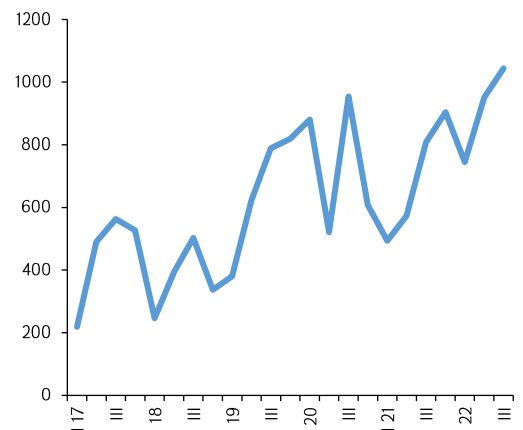
2.2.2. Экономическая активность³

С начала 2022 года экономическая активность сохраняется на достаточно высоком уровне. По сравнению с предыдущей программой оценка экономического роста на год не пересматривалась и оценивается в 12.9%, однако несколько изменились составляющие экономического роста. В частности, внешний спрос был пересмотрен в сторону увеличения, с учетом высокого положительного эффекта притока иностранных посетителей, финансов и рабочей силы и более высоких объемов экспорта. С другой стороны, оценка частных расходов была пересмотрена в сторону понижения, с учетом постепенного увеличения сбережений на фоне роста доходов частного сектора. Последнее содержит определенные риски в ближайшем будущем, как с точки зрения ускорения частного потребления, так и частных инвестиций. Тем не менее, принимая во внимание, что сбережения в основном аккумулировались в частных предприятиях и значительно увеличился импорт капитальных товаров, а также с учетом большого количества выданных разрешений на строительство⁴, в ближайшем будущем ожидается ускорение частных инвестиций. В то же время потребление⁵ по-прежнему будет несколько сдержанным по сравнению с экономическим ростом.

В горизонте сценария потенциальные уровни ВВП и экспорта также оцениваются как несколько более высокие, за счет увеличения производства в сфере ИТ-услуг и обрабатывающей промышленности. Этому в основном способствовал приток капитала и рабочей

С начала 2022 года экономическая активность сохраняется на достаточно высоком уровне. По сравнению с предыдущей программой оценка экономического роста на год не пересматривалась и оценивается в 12.9%.

График 11
Разрешения на строительство



Источник: муниципалитет Еревана

³ Подробный количественный прогноз экономического роста приведен в графике 18 «Распределение вероятностей прогноза ВВП» и таблице 2.

⁴ См. <https://www.yerevan.am/am/quarterly-statistics/>

⁵ В условиях значительного увеличения притока иностранных посетителей, начиная с марта, возникли определенные сложности с точки зрения экспорта (в частности, потребление товаров и услуг нерезидентами на территории Республики Армения) и личное потребление, в результате чего Статкомитет существенно скорректировал в сторону понижения показатель фактического личного потребления за II квартал 2022 года, за счет увеличения чистого экспорта.

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

силы (в основном из Российской Федерации), а также более позитивная динамика экспорта и инвестиционной деятельности в обрабатывающей промышленности. В результате экономический рост в среднесрочной перспективе будет несколько выше (см. график 2).

Внешний спрос. В условиях санкций, примененных в отношении российской экономики, определенные положительные эффекты внешнего сектора для экономики РА сохранились. Это выразилось в росте потенциального уровня экспорта товаров и высоких объемах туристического экспорта. В условиях подобной динамики внешнего спроса прогнозируется опережающий рост экспорта товаров и услуг по сравнению с предыдущими оценками. При этом в условиях высокой активности спроса ожидается также больший прирост импорта товаров и услуг. В результате влияние чистого экспорта на ВВП в 2022 году оценивается как положительное.

В условиях продолжающихся санкций в отношении России экспортные возможности РА с точки зрения роста экспортного потенциала продолжают увеличиваться. Ожидается также, что экспорт горнодобывающей промышленности к концу года в определенной степени восстановится. Что касается экспорта услуг, большой приток иностранных посетителей сохранится, при этом прогнозируется рост средних расходов из расчета на одного туриста. В результате в 2022 году прогнозируется высокий рост реального экспорта товаров и услуг, примерно 52.0%.

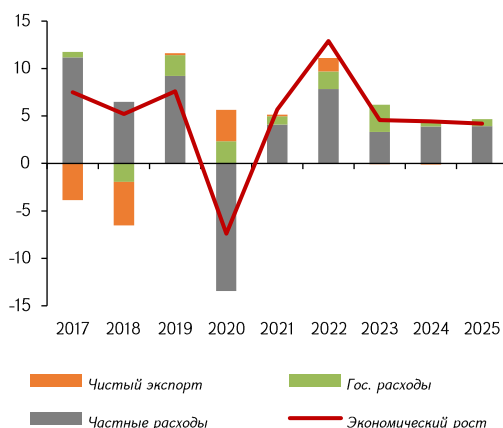
В условиях активности спроса, а также практически снятия пандемических ограничений европейскими странами, в 2022 году ожидается более высокий рост реального импорта товаров и услуг на уровне около 40.0%.

Динамика денежных переводов физических лиц будет определяться развитием нетоварного сектора российской экономики (строительство и торговля), где фиксируется высокий рост в долларовом выражении, и предполагается, что он сохранится в краткосрочной перспективе. В результате чистый приток общих денежных переводов (включая доходы сезонных работников и частные денежные переводы) в 2022 году увеличится примерно на 32.0%.

С учетом приведенных выше оценок показатель дефицит счета текущих операций/ВВП в 2022 г. почти не изменится по сравнению с предыдущей оценкой и составит 3.3%.

График 12

Вклад компонентов спроса в рост инфляции (в процентных пунктах)



Источник: НСС, Представленный сценарий ЦБА

⁶ В спросе не учитывалось изменение запаса материальных оборотных средств, поскольку оно рассчитывается Службой государственных доходов РА как балансирующая статья и не отражает реальный уровень инвестиций, следовательно, экономический рост, рассчитанный по спросу и предложению, может отличаться. См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

В течение 2023 года показатель дефицита счета текущих операций к ВВП увеличится по сравнению с предыдущим годом и составит 4.7%. В условиях высокого уровня экспорта и импорта товаров и услуг в 2022 году, в следующем 2023 году уже будут наблюдаться тенденции стабилизации. Предполагается, что в течение 2023 году денежные переводы физических лиц, как из России, так и из США, снизятся по сравнению с сформировавшимся высоким уровнем, частично под влиянием снижения экономической активности в странах-партнерах.

В среднесрочной перспективе постепенная корректировка высокого внешнего спроса будет выражаться в увеличении и стабилизации показателя дефицита счета текущих операций/ВВП на расчетном равновесном уровне в пределах 4.0-6.0%.

Налогово-бюджетная политика. Оценка влияния налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в 2022 г. производилась на основе показателей Закона РА «О государственном бюджете на 2022 г.», текущих экономических изменений и основанных на них оценок Центрального банка, скорректированной бюджетной программы⁷, текущих развитий и оценок ЦБ на их основе.

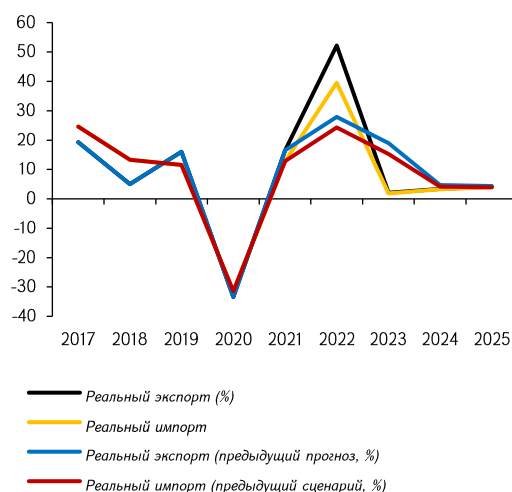
В условиях высокого фактического экономического роста в последние 3 квартала 2022 года влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос было нейтральным. По сравнению с бюджетным планом на 2022 год, с одной стороны, зафиксировано перевыполнение доходов государственного бюджета, с другой – недовыполнение расходов, в результате чего вместо запланированного дефицита образовался профицит государственного бюджета.

Наряду с ускорением темпов экономической активности в период с января по сентябрь 2022 года сохранялись высокие темпы роста сбора налогов, быстрыми темпами росли также доходы государственного бюджета за счет высоких темпов экономического роста и инфляции, а также изменений в налоговом законодательстве, в частности введения экспортной пошлины, действовавшей до сентября 2022 года. В результате поступления по части доходов ожидаются примерно на 94.7 млрд драмов выше годового плана бюджета.

По оценке ЦБ, соотношение налоги/ВВП в 2022 году снизится на 0.1 п.п. за счет опережающего роста ВВП по сравнению с ростом налогов.

График 13

Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке (%)



Источник: НСС, Представленный сценарий ЦБА

⁷ Квартальный и годовой план, скорректированный в соответствии с текущими решениями правительства.

Расходы государственного бюджета в январе-сентябре 2022 года по сравнению с запланированными недовыполнены. Темпы расходования средств в последние месяцы несколько увеличились, в результате чего в 2022 году оценивается выполнение программы расходов на 97.5%, или примерно на 57.7 млрд драмов меньше плана, за счет недорасхода капитальных расходов.

По оценкам ЦБ, соотношение расходов к ВВП в 2022 году составит 25.18%, сократившись на 2.9 процентного пункта по сравнению с предыдущим годом.

Соотношение дефицита к ВВП составит 1.7%, что на 2.83 процентных пункта ниже, чем в 2021 году.

В результате после корректировки расходов и доходов государственного бюджета за счет потоков, не влияющих на совокупный спрос, в 2022 г. по сравнению с 2021 г. стимулирующий эффект налогово-бюджетной политики оценивается примерно в 0.3 процентных пункта. Последнее будет обусловлено стимулирующим импульсом по линии доходов и слегка сдерживающим по линии расходов.

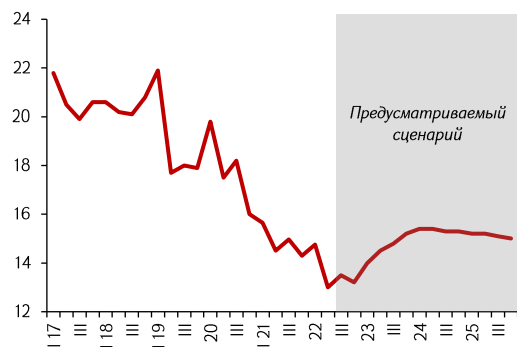
В среднесрочной перспективе, исходя из ССПР на 2023-2025 годы, оценка налогово-бюджетной политики остается неизменной по сравнению с предыдущим прогнозом и ожидается слабый стимулирующий эффект в результате большого объема капитальных затрат, предусмотренных на этот период, и некоторого замедления темпов роста ВВП. Также ожидается постепенное сокращение дефицита бюджета и долговой нагрузки за счет увеличения налоговых поступлений и улучшения структуры расходов.

Рынок труда. В 2022 году в условиях высокого спроса и, соответственно, положительной конъюнктуры разрыва ВВП ожидается, что уровень безработицы по-прежнему останется ниже своего среднесрочного уровня, составив 13.6% в год. В то же время, согласно оценкам, несколько увеличился уровень потенциала занятости благодаря притоку рабочей силы, снижению сезонной занятости из-за неблагоприятной экономической конъюнктуры в Российской Федерации и росту потенциала ВВП. В среднесрочной перспективе, наряду с некоторым замедлением экономического роста, уровень безработицы стабилизируется вокруг расчетного естественного уровня в 15%.

В 2022 году ожидается довольно высокий рост заработной платы в частном секторе примерно на 18%, что отражает влияние текущей инфляционной среды и высокой экономической активности. В среднесрочной перспективе в условиях стабилизации спроса и инфляции

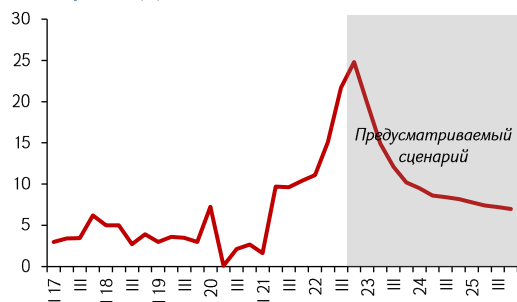
Согласно оценкам в 2022 г. по сравнению с 2021 г. ожидается стимулирующий эффект налогово-бюджетной политики примерно в 0.3 процентных пункта.

График 14
Уровень безработицы (%)



Источник: НСС, Представленный сценарий ЦБА

График 13
Годовой рост номинальной зарплаты в частном секторе г/г, (%)



Источник: НСС, Представленный сценарий ЦБА

ожидается стабилизация роста заработной платы населения на уровне 7-8%.

Таким образом, инфляционное давление со стороны рынка труда в 2022 г. сохранится за счет опережающего роста заработной платы в частном секторе по сравнению с производительностью труда. Соответственно, рост удельных затрат на оплату труда в течение года составит около 5.0%, однако в среднесрочной перспективе данный рост стабилизируется в пределах 4%.

2.2.3. Сопоставление с предыдущим сценарием

Оценки экономического роста в стране не были пересмотрены.

Экономический рост в 2022 году, как и в предыдущей программе, оценивается в 12.9%. Основной вклад в экономический рост будет вносить достаточно высокий рост в секторе услуг и строительстве.

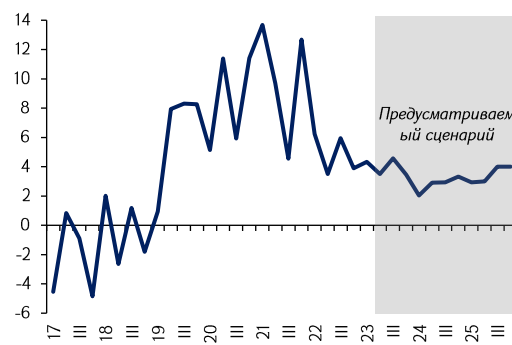
В течение года ожидается высокий рост в отрасли основных вспомогательных услуг, в основном за счет ускорения внешнего спроса в результате притока иностранных посетителей и высокой производительности в отрасли. Кроме того, росту сектора услуг в значительной степени будет способствовать сохранение ожидаемых высоких темпов роста в секторах финансовых услуг и ИТ, рост которых в среднесрочной перспективе будет положительно способствовать поддержанию более высокого уровня потенциала ВВП. В области строительства также ожидается более высокий рост по сравнению с предыдущей оценкой ЦБ, в результате ускорения темпов роста строительства, осуществляемого за счет средств организаций. Ожидается, что в будущем высокий уровень роста сохранится.

Рост отрасли сельского хозяйства был пересмотрен в сторону понижения, что обусловлено как фактическими изменениями ситуации, так и ожидаемым замедлением роста в отрасли в связи с сокращением посевных площадей.

Рост промышленного сектора по сравнению с предыдущей программой был несколько пересмотрен в сторону увеличения. Росту сектора будет способствовать высокий рост обрабатывающей промышленности, в основном за счет увеличения экспортного и производственного потенциала в пищевой отрасли.

График 16

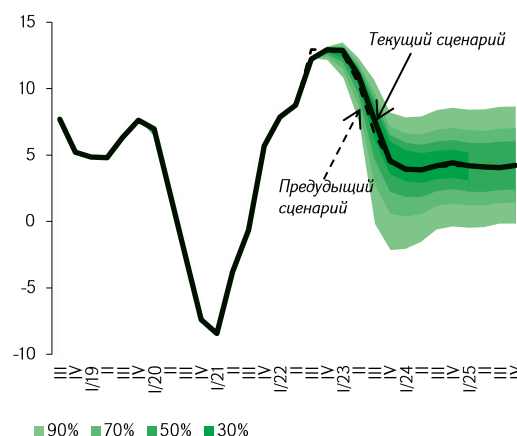
Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении, г/г, (%)



Источник: НСС, Представленный сценарий ЦБА

График 17

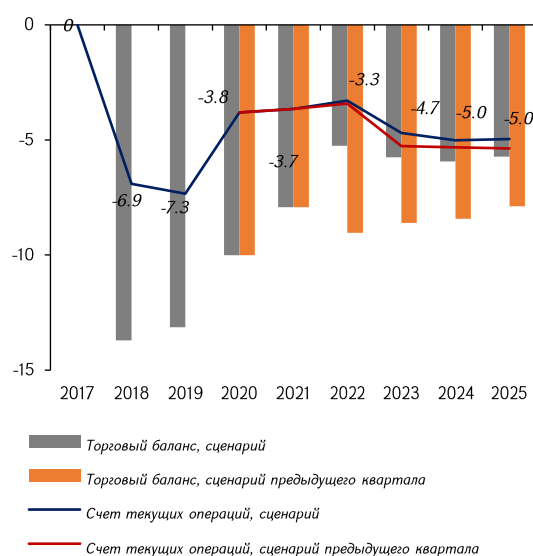
Распределение вероятностей сценариев реального⁸ (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте



Источник: НСС, Представленный сценарий ЦБА

График 18

Среднесрочные прогнозы показателя «текущий счет/ВВП» (%)



Источник: НСС, Представленный сценарий

⁸ Темп роста каждого квартала рассчитан в виде кумулятивного темпа роста за предыдущие 4 квартала.

В среднесрочной перспективе положительный разрыв ВВП закрывается, а экономический рост замедлится в результате корректировки высокого спроса. Тем не менее оценка среднесрочного экономического роста была несколько пересмотрена в сторону повышения в связи с более высоким потенциалом ВВП за счет более высокого роста производительности. В конце горизонта экономический рост будет близок к своему долгосрочному устойчивому уровню 4.0% (график 16).

Таблица 2

Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
Интервал 30% вероятности	Интервал 30% вероятности	Интервал 30% вероятности
2022 январь-декабрь / 2021 январь-декабрь	12.7 - 13.0	12.1 - 13.2
2023 январь-декабрь / 2022 январь-декабрь	3.6 - 6.0	(-2.2) - 8.2
2024 январь-декабрь / 2023 январь-декабрь	3.3 - 5.4	-0.5 - 8.6
2025 январь-декабрь / 2024 январь-декабрь	3.2 - 5.2	-0.2 - 8.6

Источник: НСС, сценарий ЦБ РА

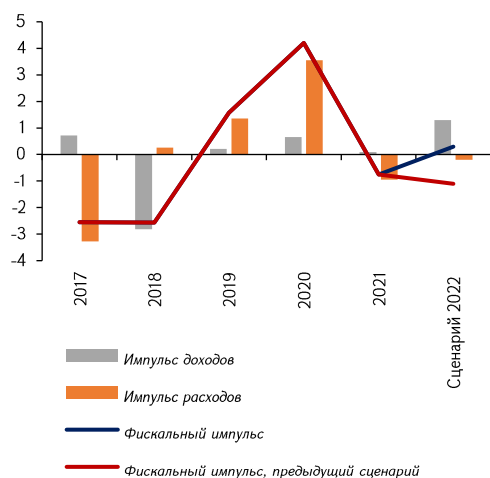
В 2022 году показатель дефицит счета текущих операций/ВВП сохранится на уровне предыдущего сценария: в результате высокого роста внешнего спроса, улучшение торгового баланса и увеличение объемов частных денежных переводов компенсируют более высокий уровень отрицательного сальдо инвестиционных доходов.

По сравнению с предыдущим сценарием фискальный импульс будет иметь стимулирующий эффект примерно 0.3 п.п. — в расчет берется стимулирующий эффект доходов и нейтральный эффект расходов в условиях полного выполнения скорректированного налогового плана и 97.5% (оценка ЦБ) скорректированного плана расходов.

Согласно текущему сценарию, общая инфляция в краткосрочном секторе будет на более низком уровне по сравнению с предыдущей программой, в основном за счет более низкого уровня базовой инфляции и регулируемых тарифов на услуги. Нынешний высокий уровень естественной инфляции будет снижаться за счет передающихся из внешнего сектора эффектов, а также ослабления инфляционного давления в результате замедления внутреннего спроса. Соответственно, инфляция в ближайшее время сформируется на более низком

График 19

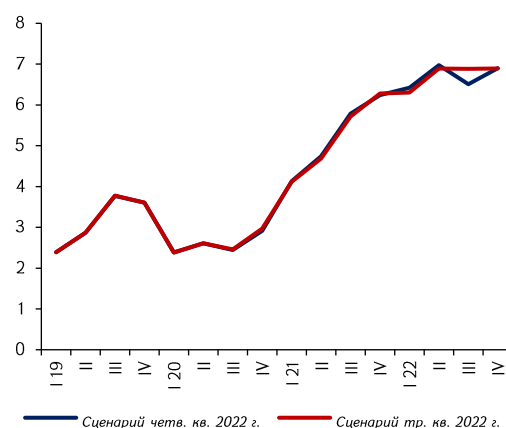
Прогноз налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)



Источник: оценка ЦБА

График 20

Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий, (%)



Источник: оценка ЦБА

уровне по сравнению с предыдущей программой, а в среднесрочной перспективе снизится и с конца 2023 года стабилизируется вокруг целевого уровня (см. график 1).

В результате высокого спроса в экономике краткосрочные инфляционные ожидания находятся около предыдущей оценки, что согласуется с результатами опросов домашних хозяйств, согласно которым инфляционные ожидания сохраняются на высоком уровне. (см. Врезку 1).

2.2.4. Основные суждения и риски

В данном разделе приведены основные суждения, послужившие основанием для разработки денежно-кредитной программы ЦБ РА на четвертый квартал 2022 года, и риски реализации этой программы, которые вытекают из развитий внешнего сектора, осуществляемой налогово-бюджетной политики, сформировавшихся тенденций и краткосрочных прогнозов.

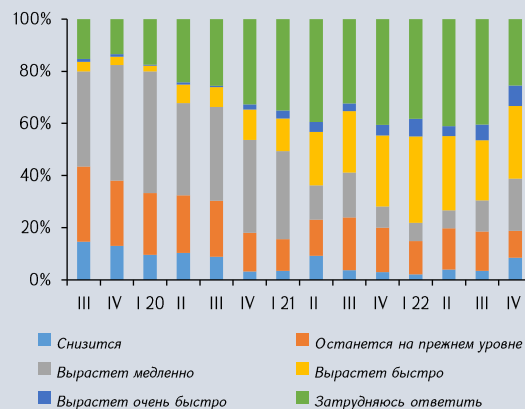
Врезка 1

Результаты опросов домашних хозяйств и участников финансового сектора относительно их ожиданий

По результатам опроса домохозяйств, проведенного ЦБ относительно ожиданий относительно ряда макроэкономических показателей на четвертый квартал 2022 года, инфляционные ожидания остаются на высоком уровне. В частности, среди общего числа опрошенных несколько увеличилась доля домохозяйств, ожидающих высокую годовую инфляцию, однако увеличилась и доля тех, кто ожидает низкую инфляцию, что свидетельствует о том, что в четвертом квартале неуверенность респондентов в отношении ожидаемой инфляции снизилась, причем часть из них имела высокие, а другая, низкие инфляционные ожидания.

График 21

Опросы об инфляционных ожиданиях домохозяйств



Источник: оценка ЦБА

Суждения, лежащие в основе сценария

Таблица 3

Основные суждения и предположения	Вероятные последствия в случае материализации данного предположения
Жесткие санкции, введенные в отношении России в результате российско-украинского конфликта, сохранятся на протяжении всего прогнозного горизонта. В то же время сбои в цепочках поставок продолжают смягчаться. Среди основных стран-партнеров Армении ФРС США и Центральный банк еврозоны продолжают ужесточать денежно-кредитную политику. Инфляция в указанных странах вернется к целевому уровню в конце сценарного горизонта. «Энергетический кризис» в ЕС будет иметь стагфляционный эффект, а дополнительные пакеты фискального стимулирования, несколько смягчив замедление экономической активности, будут инфляционными. Фискальная политика в России на всем сценарном горизонте будет более стимулирующей. Соглашение о сокращении добычи нефти на 2 млн баррелей в сутки с ноября 2022 года, одобренное странами-членами ОПЕК+, будет эффективно выполняться.	✓ Влияние запрета на импорт российской нефти в ЕС и применения политики потолка цен на объем добычи нефти в России, а значит, и на предложение нефти на мировом рынке будет небольшим. ✓ Среди основных стран-торговых партнеров РА экономический рост в США и Еврозоне продолжит слабеть, а экономический спад в России будет меньшим, в основном за счет меньшего спада в промышленном секторе. ✓ Корректировка цен на рынках сырья и продовольственных товаров продолжится в нисходящем направлении, а в среднесрочной перспективе они будут формироваться на более низких уровнях, по сравнению предыдущими ожиданиями. Из-за соответствующего сокращения предложения корректировка нефти на международном рынке будет меньше. ✓ Среди стран-партнеров в США и ЕС на инфляцию повлияет снижение цен на продовольственно-сырьевые товары.
В результате определенной корректировки в сторону понижения риска развивающихся экономик в целом, а также значительного снижения долговой нагрузки в условиях высокого экономического роста и удорожанию драма, риск-премия страны в Армении будет сформирована на более низком уровне.	✓ Ожидается, что при сохранении текущих тенденций риск-премия страны продолжит снижаться, но более медленными темпами и в конце горизонта приблизится к долгосрочному стабильному уровню.
В 2022 году ожидается стимулирующий эффект налогово-бюджетной политики по линии доходов и сдерживающий по линии расходов.	✓ Согласно оценкам, в условиях выполнения годового плана налоговых поступлений и 97.5% выполнения уточненного плана расходов, в 2022 году налогово-бюджетная политика будет оказывать стимулирующий эффект примерно в размере 0.3 процентного пункта. В среднесрочной перспективе, по оценкам ССПР на 2023-2025 гг., ожидается слабый стимулирующий эффект фискальной политики в связи с ростом доходов, за счет сокращения дефицита.

В условиях действующих ограничений в отношении Российской Федерации экспортные возможности РА будут расширяться, что в свою очередь приведет к некоторому увеличению экспортного потенциала.	✓ В краткосрочной перспективе дополнительные позитивные изменения в обрабатывающей промышленности сохраняются, в том числе произойдет некоторое расширение производственных мощностей. ✓ Сохранение высоких темпов роста информационно-коммуникационного сектора до конца года, что окажет положительное влияние на потенциал ВВП в 2022-23 годах. ✓ При сохранении больших потоков иностранных посетителей положительные шоки внешнего спроса сохраняются.
Наблюдается определенное отрицательное влияние добывающих отраслей на рост потенциала ВВП.	✓ Временное прекращение работы Техутского рудника до середины года, с последующим восстановлением прежнего уровня добычи и экспорта. Закрытие Техутского рудника в одном квартале окажет негативное влияние на промышленность в размере 1.1%.
В связи с внедрением единого таможенного тарифа Евразийского экономического союза, до 2023 года ожидается изменение акцизных и таможенных ставок.	✓ Инфляционный эффект постепенного изменения акцизного налога в 2021-2023 годах оценивается примерно в 0.4 процентного пункта, в то время как ежегодный эффект изменения таможенных ставок оценивается в 0.3 процентного пункта.
Снижение тарифа на электроэнергию.	✓ Согласно представленному сценарию в первом квартале 2023 года ожидается снижение тарифа на электроэнергию до 6.5%, дефляционный эффект которого оценивается примерно в 0.3 процентных пункта.

Источник: ЦБ РА

Сценарные риски

В результате российско-украинского конфликта и введенных в связи с ним масштабных санкций против России в регионе сохраняется большая геополитическая неопределенность и возникают значительные риски с точки зрения роста потенциала в Российской Федерации, преодоления энергетического кризиса и перспектив экономического роста в Евразии. Изменения в динамике китайской экономики, связанные с проблемами на рынке недвижимости, и политика правительства по жесткому реагированию на волны эпидемии, а также отказ от этой политики также вызывают существенные

неопределенности с точки зрения будущего развития глобального спроса. В целом вышеперечисленные факторы продолжают создавать риски и вызовы в плане стабилизации мировой экономики, обеспечения и восстановления нормального функционирования международных сырьевых, продовольственных и финансовых рынков, а также уже нарушенных производственно-сбытовых цепочек. В условиях когда в течение длительного периода времени инфляции во всем мире сохраняется значительно выше целевых уровней риски расшатывания долгосрочных инфляционных ожиданий постепенно возрастают. С учетом этого центральные банки многих стран проводят или планируют быстрое ужесточение денежно-кредитных условий. Значительная часть рисков вызвана неопределенностью в отношении темпов ужесточения денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы США, что приводит к увеличению волатильности на мировых финансовых рынках и существенной корректировке цен на активы.

Вышеупомянутые явления, безусловно, создают высокую неопределенность и значительные риски также и для экономики Армении. Помимо рисков, исходящих из внешнего мира, существуют также риски, связанные с крупномасштабной военной агрессией Азербайджана. Вышеперечисленные факторы продолжают выражаться в виде более широких диапазонов неопределенности прогнозов инфляции и ряда других ключевых макропоказателей (см графики 1 и 2). Соответственно, с учетом высокой неопределенности ниже перечислены только наиболее значимые в количественном отношении риски вокруг представленного сценария.

С точки зрения совокупного спроса можно выделить следующие риски:

- Риски замедления внешнего спроса в основном обусловлены возможным резким замедлением китайской экономики, что может оказать дефляционное влияние на мировые цены на продовольствие и сырье.
- Риски увеличения инфляции и экономического роста в ЕС будут связаны с динамикой цен на энергоносители, с учетом которых ЕЦБ будет последовательно нейтрализовать риски расшатывания инфляционных ожиданий.
- В условиях текущих геополитических событий в регионе наблюдаются в основном положительные риски спроса относительно непрерывности и объема ожидаемого притока международных посетителей и финансовых потоков, а также продолжительности их вовлечения в экономику РА.

- Замедление сезонной миграции из РА в связи с неблагоприятной экономической средой в РФ и ограничениями движения капитала, что, с одной стороны, создает риски с точки зрения замедления потребления, а с другой стороны, увеличения предложения рабочей силы.
- В вопросе фискальной политики риски в основном связаны с ослаблением ограничений, вытекающих из фискальных правил, в результате значительного снижения соотношения долг/ВВП и расширения инфляционной среды в результате возможного значительного роста государственных расходов.
- В условиях значительного положительного спроса возникают трудности с привлечением дополнительной рабочей силы и ресурсов, в результате чего возникают риски нелинейного воздействия на инфляцию.
- В результате значительно превышения показателей инфляции целевого уровня в РА в течение длительного периода времени сохраняются риски, связанные со срывом долгосрочных инфляционных ожиданий и образованием инфляционно-зарплатной спирали.
- Инфляционные риски, связанные с ускорением потребления за счет сбережений, накопленных в частном секторе.

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

- Риски вокруг прогнозов цен на сырьевые и продовольственные товары связаны как с замедлением темпов восстановления мировой экономики, так и с возможным нарушением производственно-сбытовых цепочек и регулярных объемов поставок на международные рынки в результате продолжающихся санкций против России.
- В условиях сохраняющейся геополитической напряженности существуют риски деглобализации и соответствующих инфляционных рисков.
- В результате сбоев на товарных рынках и срыва ожиданий инфляции и обменного курса наблюдаются риски непропорционального влияния укрепления драма на повышение цен импортных товаров.
- В случае сохранения напряженности на границе РА и политической неопределенности возникают инфляционные риски, связанные с чрезмерной реакцией финансовых рынков и увеличением премии за риск страны РА.

Риски отклонения инфляции от прогноза в среднесрочной перспективе оцениваются как равновесные и в целом, в количественном выражении, по-прежнему высоки (см. График 1).

Помимо вышеупомянутых инфляционных рисков, по линии экономического роста существуют также дополнительные среднесрочные риски, связанные с потенциалом, которые являются двусторонними и равновесными. Риски, в частности, связаны со следующими внутренними и внешними факторами:

- Неопределенность в вопросе эксплуатации Амулсарского рудника и Алавердинского медеплавильного завода, что является риском в сторону роста.
- Трудности в деятельности компаний с российским капиталом в Армении, что негативно скажется на экономическом росте в Армении.
- Положительные и отрицательные риски, связанные с характером, размером, продолжительностью поступления финансовых потоков в экономику РА и возможной трансформацией экономики.
- Риски, связанные с эффективностью выполнения капитальных затрат, предусмотренных среднесрочным планом бюджетных расходов.
- Негативные риски, связанные с напряженностью на границе и политической неопределенностью.
- Положительные риски, связанные с ускорением инвестиций за счет сбережений, накопленных в частном секторе
- Реализация пакета помощи ЕС «Восточное партнерство» в размере 2.6 млрд евро, что представляет собой риск в сторону роста (в размере около 0.9-1.0% процентного пункта годового ВВП).

В целом, с учетом значительных неопределенностей, связанных с геополитической ситуацией, пандемией коронавируса, деглобализацией, перегруппировками международных производственно-сбытовых цепочек и возможными финансово-экономическими событиями, Центральный банк стремится снизить потенциальные риски, вытекающие из этих неопределенностей, путем построения и обсуждения различных сценариев. В частности, с учетом особенностей современного этапа, среди возможных проявлений многочисленных рисков, были подробно рассмотрены два типовых сценария дефляционного и инфляционного развития экономики:

- Под воздействием основных факторов экономического роста (иностранцы посетители, приток финансовых средств) и снижения неопределенности относительно их дальнейшего развития сбережения, накопленные в частном секторе, приведут к значительному увеличению частных инвестиций, что значительно повысит потенциальные возможности роста экономики и, в результате увеличения предложения, сбалансирует существую-

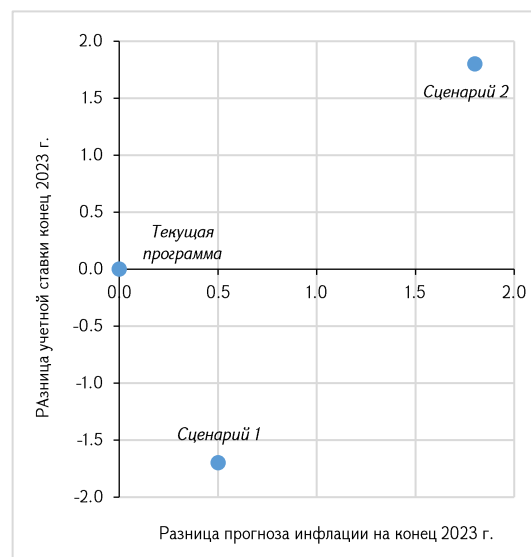
щие диспропорции спроса и предложения, быстро и заметно снизит инфляционное давление в среднесрочной перспективе. Однако, в краткосрочной перспективе, этот фактор окажет дополнительное инфляционное воздействие, связанное с дополнительным спросом на инвестиционные товары и рабочую силу (Сценарий 1).

- Сохранение в течение длительного периода высокой инфляционной среды может привести к срыву инфляционных ожиданий и снижению доверия к Центральному банку, что повысит затратность достижения целевого уровня инфляции. В результате, для обеспечения стабильности инфляции, Центральному банку потребуется более длительное и масштабное ужесточение денежно-кредитной политики (Сценарий 2).

Были рассмотрены возможности принятия мер политики в соответствии с этими сценариями, что, в случае появления первых признаков материализации этих рисков, позволит предпринять соответствующие меры.

График 22

Возможные сценарии экономического развития в текущей ситуации



Источник: сценарий, представленный ЦБА

3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ТРЕТЬЕГО КВАРТАЛА 2022 ГОДА

3.1. Инфляция

3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

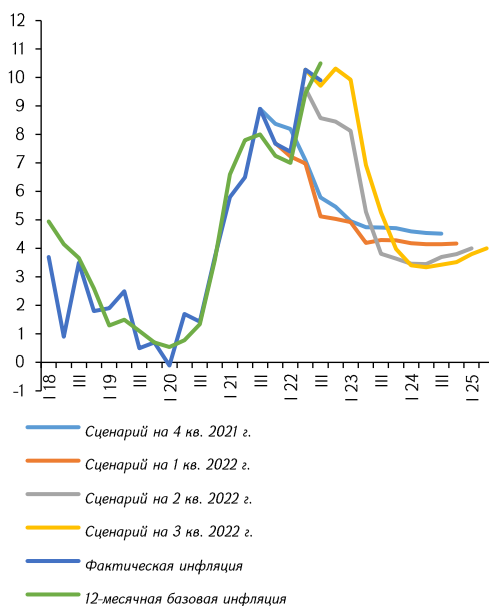
Согласно основным суждениям сценария, представленного в программе 4 квартала 2021 года, в результате проводимой денежно-кредитной политики в период ближайшего года инфляционная среда несколько ослабнет, но все еще останется под влиянием высокой сохраняющейся позитивной динамики спроса во всем мире и нарушения производственно-сбытовых цепочек, а также более длительного сохранения факторов, ограничивающих предложение. По оценкам, при условии постепенной корректировки указанных факторов, 12-месячная инфляция в среднесрочной перспективе снизится и стабилизируется в районе целевого показателя 4%.

В отчетном периоде до марта 2022 года, в соответствии с ожиданиями, 12-месячная инфляция постепенно снижалась и уже в феврале составила 6.5%, с тенденцией приближения к целевому показателю. Однако с конца февраля, в связи с геополитическими событиями, наблюдается заметное расширение инфляционной среды и существенное превышение ожидаемого уровня инфляции. По этой причине прогнозируемая траектория инфляции для краткосрочного периода во втором и третьем кварталах была скорректирована в сторону повышения.

В период с октября 2021 г. по февраль 2022 г. восстановление мировой экономической активности и внешнего спроса продолжалось более быстрыми темпами. В Армении инфляционные факторы в основном сохранились за счет инфляционных эффектов, по-прежнему передающихся из внешнего сектора (поддержание высоких цен на энергоносители и сбои в производственно-сбытовой цепочке), и довольно положительной конъюнктуры спроса. Последнему в значительной степени способствовал высокий рост, особенно в сфере бытовых услуг, на который, в свою очередь повлияли более высокие чем ожидалось темпы роста туризма. В то же время, несмотря на некоторое снижение 12-месячного уровня инфляции, в результате проводимой денежно-кредитной политики, уровень инфляционных ожиданий населения к концу года оставался высоким за счет сохраняющихся инфляционных факторов и ожидаемого изменения цен на регулируемые услуги. С учетом вышеперечисленных факторов ЦБ во второй половине 2021 года постоянно повышал ставку рефинансирования, подняв ее в общей сложности на 0.75 процентных пункта.

График 23

В начале рассматриваемого периода 12-месячная инфляция в соответствии с запланированной траекторией снизилась, а с марта 2022 года резко возросла, исходя из чего краткосрочный сценарий инфляции на этот период был пересмотрен в сторону повышения



Источник: НСС, ЦБА

В течение предыдущих трех кварталов 2022 года на макроэкономическую ситуацию в Республике Армения и особенно на инфляционные процессы большое влияние оказал обострившийся с конца февраля российско-украинский конфликт, различные санкции, применяемые к российской экономике, и возникшая в результате этого беспрецедентная неопределенность. Все это выразилось в значительном замедлении темпов экономического роста основных стран-партнеров РА, а также в несоразмерно высоком росте цен на международных рынках энергоносителей и продуктов питания в связи с нарушением производственно – сбытовых цепочек. Негативное проявление вышеперечисленных факторов на экономику РА выразилось в основном в виде некоторого снижения экономической активности в краткосрочном периоде, а на товарном рынке, путем формирования высоких цен на отдельные импортные товары. В то же время, в результате российско-украинского конфликта, в краткосрочной перспективе также наблюдался значительный рост волатильности финансового рынка и премии за риск страны, что также способствовало некоторому росту инфляционных ожиданий и инфляционных рисков. Начиная со второго квартала 2022 года, в результате масштабного притока иностранных посетителей и туристов, а также заметного роста денежных переводов, уже наблюдается значительное ускорение темпов роста экономической активности. Так, высокому экономическому росту в значительной мере способствовали факторы внешнего спроса на внутренние услуги. Положительные сдвиги также наблюдались в сфере экспорта ИТ и продукции обрабатывающей промышленности. В сложившейся ситуации, в результате значительного увеличения предложения иностранной валюты и спроса на драм на финансовом рынке, драм значительно укрепился.

С учетом вышеизложенного, в течение марта-сентября 2022 года ЦБ повысил учетную ставку на 2.0 процентного пункта. Причем, отреагировав на высокую инфляцию, вызванную геополитическими событиями, Центральный банк в марте ужесточил монетарные условия относительно большим шагом в 1.25 процентного пункта. Во втором квартале ЦБ воздержался от изменения процентной ставки, принимая во внимание тот факт, что в факторах инфляции преобладали последствия глобальных инфляционных явлений и, особенно, внешний спрос, который, в условиях девальвации армянского драма, будет постепенно снижаться. Кроме того, относительно большое ужесточение денежно-кредитных условий в первом квартале 2022 года рассматривалось как адекватная мера, направленная на дальнейшее смягчение высокой инфляционной среды. В третьем квартале, несмотря на некоторое ослабление инфляционного воздействия на экономику РА со стороны внешнего сектора, Центральный

банк последовательно ужесточал монетарные условия и повысил учетную ставку на 0.75 процентных пункта принимая во внимание больший, чем ожидалось, рост спроса во внутренней экономике в условиях продолжающегося большого притока иностранных гостей и туристов, а также финансовых средств, и, следовательно, прогнозы расширения инфляционной среды и сохранения высоких инфляционных ожиданий.

Подводя итоги, отметим, что с конца 2021 г. инфляционная обстановка несколько стабилизировалась, и в феврале 2022 г. 12-месячная инфляция снизилась до 6.5%, однако, под воздействием новых факторов, во втором и третьем квартале она вновь увеличилась, достигнув в сентябре 9.9%. В отчетном периоде ставка рефинансирования была повышена в общей сложности на 2.75 процентных пунктов и в сентябре 2022 года установлена на уровне 10.0%.

Согласно оценке, в результате последовательных мер денежно-кредитной политики, 12-месячная инфляция будет постепенно снижаться и в 3-летнем горизонте политики стабилизируется вокруг целевого уровня 4%.

3.1.2. Цены

Некоторое смягчение инфляционной среды в начале отчетного периода сменилось резким ускорением инфляции, что отразилось и на динамике базовой инфляции, росту которой по-прежнему способствовала инфляция импортных продовольственных и непродовольственных товаров, а также высокий спрос, сложившийся в экономике РА. В частности, в результате передающихся с международных рынков эффектов, на внутреннем рынке наблюдался высокий рост цен на товарные группы «Хлебобулочные и крупяные изделия», «Мясные продукты», «Молочные продукты», «Масла и жиры». Рост мировых цен на энергоносители сказался на ценах на топливо. Также следует отметить высокий рост цен на международные грузоперевозки, а также влияние сбоев в производственно-сбытовых цепочках на рост цен на импортные товары (в частности, электроприборы, одежду и обувь, а также предметы личной гигиены). Следует также отметить, что укрепление армянского драма с третьего квартала 2022 года, параллельно с увеличением внешнего спроса, оказало существенное сдерживающее влияние на рост цен на импортные товары. В результате 12-месячный прирост драмовых цен на импортные продовольственные товары в прошлом отчетном периоде составил 14.7%.

В то же время, повышение внутреннего спроса под воздействием потоков инсотранных посетителей, прибывающих в Армению, инфляционное давление на товары местного производства и особенно сектор обслуживания усилилось, в результате чего цены на ряд услуг с относительной ценовой жесткостью были скорректированы (аренда квартир, рестораны и гостиницы, парикмахерские услуги, финансовые и почтовые услуги). Следует также отметить, что рост инфляционных ожиданий и неопределенности добавили дополнительное инфляционное давление, особенно на товары первой необходимости.

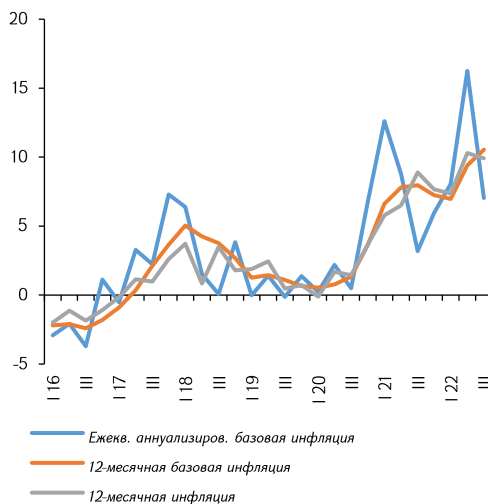
Одновременно, из элементов базовой инфляции на рост цен товарных групп «Табачные изделия» и «Алкобольные напитки», по оценкам, повлияло изменение ставок акцизного налога в начале года.

Помимо вышеперечисленных факторов, с начала отчетного периода значительному ускорению инфляции способствовал высокий рост цен на сезонные продукты питания. В частности, на формирование высоких цен на овощи влияние оказало сокращение посевных площадей и увеличение экспорта отдельных видов продукции. В третьем квартале 2022 года влияние указанных факторов на инфляцию сошло на нет, однако, из-за неблагоприятных погодных условий, в конце отчетного периода также был зафиксирован высокий рост цен на фрукты.

Тарифы на регулируемые услуги в первом полугодии 2022 года резко повысились из-за повышения тарифов на водоснабжение с января, на электроэнергию с марта, и на природный газ с апреля.

График 24

Некоторое смягчение инфляционной среды в отчетном периоде сменилось резким ростом инфляции



Источник: НСС, ЦБА

Таблица 4

Рост потребительских цен по товарным категориям, наиболее способствующим росту инфляции			
Товарная категория	Вес	12-месячная инфляция по состоянию на июнь 2022 года	Вклад
Базовая инфляция	75.1	10.5	7.9
Хлебобулочная продукция и крупы	8.1	19.4	1.6
Мясо	9.0	11.9	1.1
Масла и жиры	2.6	7.5	0.2
Сахарный песок	0.5	1.1	0.0
Молочная продукция	4.2	20.8	0.9
Алкобольные напитки	2.4	9.0	0.2
Табачные изделия	1.4	8.7	0.1
Одежда	1.3	10.5	0.1
Обувь	0.8	9.2	0.1
Бытовые приборы	0.6	7.4	0.0

Топливо	6.8	7.0	0.5
Пассажирские воздушные перевозки	0.6	49.9	0.3
Фактическая арендная плата, уплаченная арендатором за дополнительное помещение	2.7	2.6	0.1
Рестораны и гостиницы	1.0	48.7	0.5
Тарифы на услуги банков, почтовых отделений	1.0	8.6	0.1
Импортные продовольственные товары	0.6	15.7	0.1
Сезонные продовольственные товары	14.8	14.7	2.2
Яйца	9.4	8.3	0.8
Фрукты	1.3	-19.1	-0.2
Овощи	3.2	21.0	0.7
Регулируемые услуги	4.9	4.3	0.2

Источник: НСС РА

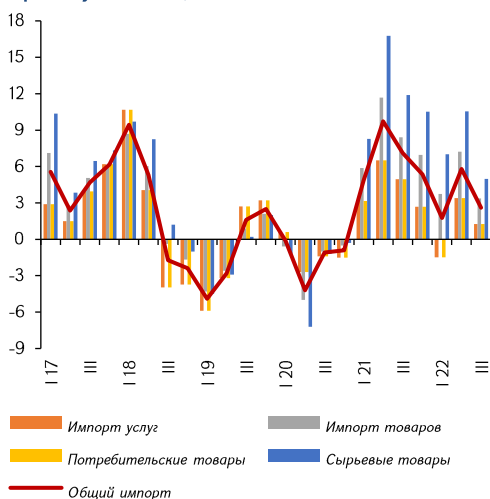
В третьем квартале 2022 года в мировой экономике было отмечено некоторое снижение цен на продовольствие, что привело к снижению цен на импорт в Армении в долларовом выражении. Снижение цен на импорт в долларовом выражении наблюдалось по линии товаров промежуточного потребления, потребительских товаров, а также услуг. Так, в третьем квартале долларовые цены на импорт по сравнению с предыдущим кварталом снизились на 2.2%, при этом годовой рост цен по сравнению с тем же периодом предыдущего года резко сократился и составил 2.6%.

По сравнению с тем же периодом прошлого года увеличение на 2.6% в основном было обусловлено сохранением все еще высокого уровня цен на нефть и пшеницу. При этом, резко снизился годовой прирост цен почти всех импортируемых товаров промежуточного потребления. Что касается потребительских товаров, вклад долларовых цен был практически нулевым.

По оценкам, снижение долларовых цен импорта, связанное с укреплением армянского драма, выразилось в замедлении роста цен импортных товаров, включенных в потребительскую корзину, по сравнению с предыдущим кварталом.

График 25

В третьем квартале 2022 года рост цен импорта товаров и услуг в долларовом выражении резко сократился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, %



Источник: расчеты ЦБА

3.2. Развития в экономике

3.2.1. Экономическое положение

В течение отчетного периода разрыв ВВП был несколько пересмотрен в сторону уменьшения, однако сохранился в заметной мере в положительном диапазоне. В третьем квартале 2022 года экономический рост составил 14.8% (см. раздел 3.2.3), что несколько ниже оценки предыдущего плана ЦБ, но по-прежнему

В третьем квартале 2022 года экономический рост составил 14.8%.

остался на высоком уровне. Основной движущей силой высокого темпа роста продолжает оставаться высокий внешний спрос, сформировавшийся в сфере услуг. При этом в сфере услуг и промышленности наблюдается рост экспортного и ВВП потенциала. В результате разрыв ВВП, по сравнению с предыдущими оценками, был несколько пересмотрен в сторону понижения, но все еще продолжает сохраняться в положительном диапазоне и оказывает влияние на динамику инфляции, что в основном выражается в расширении инфляционного диапазона в сфере услуг. В то же время общая инфляция была в определенной степени нивелирована в результате замедления роста цен на импортные продовольственные товары благодаря рестриктивной денежно-кредитной политике, повышению курса драма и внешним вторичным эффектам.

3.2.2. Расходная сторона экономики

С точки зрения спроса, положительный вклад в экономический рост внесли как частные, так и государственные расходы и чистый экспорт, при этом влияние последнего значительно возросло в третьем квартале 2022 года. НСС также пересмотрела индекс чистого экспорта за второй квартал в сторону увеличения, за счет пересмотра частного потребления в сторону понижения.

Рост частных расходов в отчетном квартале составил 6.4%, что значительно ниже предыдущей оценки ЦБ. Отклонение обусловлено более низкими уровнями как частного потребления, так и совокупного частного накопления основного капитала. В то же время в условиях достаточно высокого экономического роста (см. раздел 3.2.3) и денежных переводов (см. раздел 3.2.2) доходы частного сектора значительно увеличились, что также нашло отражение в увеличении на уровне сбережений. Согласно оценкам ЦБ, рост сбережений был наиболее заметным среди предприятий, которые все еще откладывают инвестиции на фоне неопределенности в отношении основных факторов текущего экономического роста (иностранцы посетители и финансовые потоки). Тем не менее жилищное строительство, осуществляемое за счет средств организаций, сохраняется на высоком уровне.

В результате сохраняющегося высокого внешнего спроса и увеличения доходов внутренней экономики в течение третьего квартала 2022 года реальные темпы роста экспорта и импорта превысили ожидания. В результате сохраняющихся ограничений на экспорт из других стран в РФ зафиксирован высокий рост экспорта из Армении

График 26
Структура частных расходов (г/г рост)



Источник: НСС, оценка ЦБА

в Россию, вызванный определенным ослаблением прежней конкурентной среды на рынках и появлением новых возможностей. В условиях беспрецедентно высокого роста числа иностранных посетителей развитие туризма превзошло все ожидания. При этом, под влиянием высокого спроса, рост импорта товаров и услуг также превзошел ожидания. В результате в третьем квартале 2022 г. реальный годовой рост экспорта товаров и услуг составил 69.5%, а реальный рост импорта товаров и услуг, 45.2%.

Подводя итоги, отметим, что вклад чистой реальной эмиграции в ВВП в третьем квартале был положительным.

В третьем квартале 2022 г. прирост долларового объема чистых денежных переводов физических лиц (включая наем сезонных работников и личные переводы) составил около 36.5% г/г. Последнее связано с высоким ростом активности и долларовых объемов нетоварного сектора российской экономики.

Налогово-бюджетная политика⁹. В третьем квартале 2022 года фактические доходы бюджета отклонились от прогнозов ЦБ в сторону перевыполнения, а расходы – в сторону недовыполнения. В результате, по сравнению с прогнозируемым увеличением на 0.6 процентных пункта за квартал, оценка влияния налогово-бюджетной политики на совокупный спрос была рестриктивной.

В третьем квартале 2022 года доходы бюджета составили 105.7% от уточненной программы, в основном за счет увеличения поступлений по прочим доходам. План по прочим доходам был перевыполнен примерно в 1.8 раза, в основном за счет увеличения доходов от процентных платежей, полученных от использования временно свободных средств бюджета. Налоговые поступления в государственный бюджет РА также превысили запланированный показатель благодаря экономическому росту и наблюдающейся с начала года инфляции.

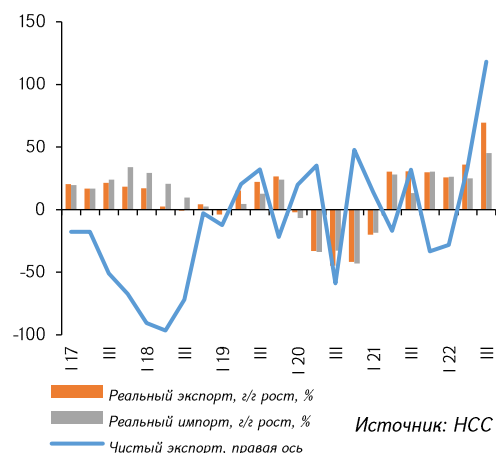
В результате импульс доходов был рестриктивным на 0.72 п.п., что находится в пределах предыдущего сценария.

Расходы госбюджета во втором квартале составили 98.9% от предыдущего сценария ЦБ. В результате импульс расходов по сравнению с предыдущим кварталом вместо запланированного расширяющего был рестриктивным на 0.6 процентного пункта. В структуре расходов государственного бюджета недовыполнены расходы по линии нефинансовых активов, в то время как текущие расходы по сравнению с оценками ЦБ были несколько превышены.

⁹ Анализ налогово-бюджетного сектора проведен на базе фактических показателей совокупного бюджета за третий квартал.

График 27

Позиция чистого экспорта в 3-м квартале 2022 года резко улучшилась (чистый реальный экспорт г/г, %, положительное значение - улучшение)



В результате, по сравнению с прогнозируемым увеличением на 0.6 процентных пункта за квартал, оценка влияния налогово-бюджетной политики на совокупный спрос была рестриктивной.

График 28

Фискальная политика в третьем квартале 2022 года по сравнению с предыдущим кварталом была нейтральной

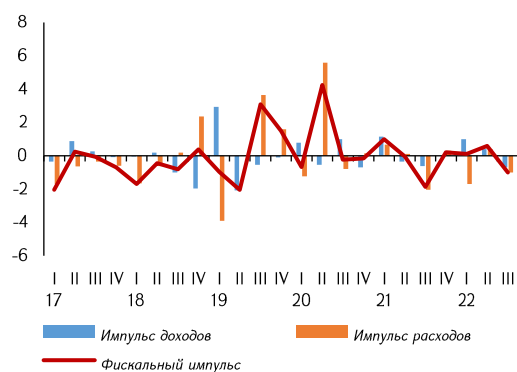
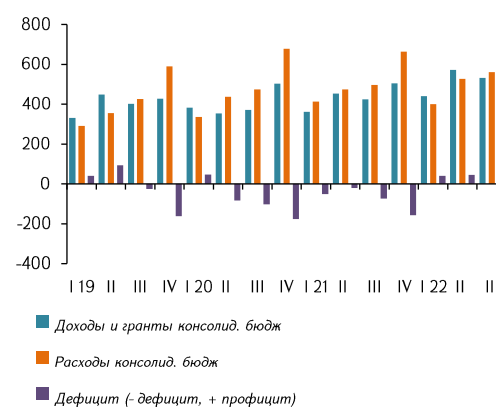


График 29

Динамика основных показателей консолидированного бюджета (млрд драмов)



В результате вышеуказанной динамики доходов и расходов в третьем квартале в государственном бюджете образовался дефицит в размере 3.1 млрд драмов (бюджетные средства, предусмотренные во внутренних источниках финансирования, практически соответствовали потребностям). При этом дефицит сводного бюджета составил около 28.1 млрд драмов.

3.2.3. Производственная сторона экономики

В третьем квартале 2022 года рост экономики составил 14.8%, что несколько ниже оценки предыдущей программы ЦБ. Основной вклад в рост внесла сфера услуг, прирост которой составил 19.1%, в основном за счет внешнего спроса. Кроме того, значительную поддержку сфере услуг по-прежнему оказывали высокие темпы роста в финансовой и страховой деятельности, а также в секторах информации и связи.

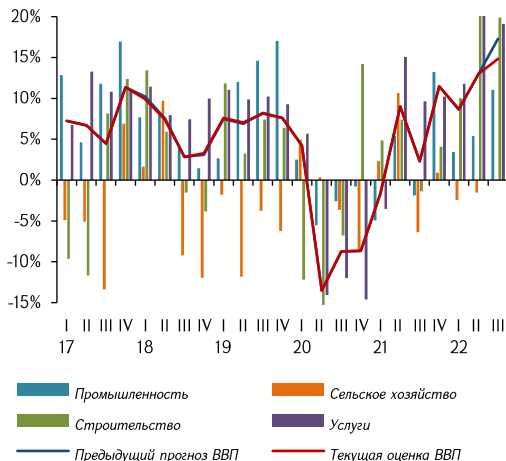
Относительно низкий по сравнению с предыдущим планом (нулевой) рост был зафиксирован в аграрном секторе, в результате более высокого роста промежуточного потребления по сравнению с выпуском, что привело к снижению добавленной стоимости.

В промышленности отмечен рост на 11.1%, чему в основном способствовал рост обрабатывающей промышленности, обусловленный увеличением объемов производства и экспортного потенциала за счет инвестиционной активности в секторе производства продуктов питания.

Рост строительной отрасли составил 19.9% что соответствует оценкам ЦБ. Основным вкладом здесь продолжает вносить жилищное строительство, осуществляемое за счет средств организаций.

В третьем квартале 2022 года рост экономики составил 14.8%, что несколько ниже оценки предыдущей программы ЦБ.

График 30
Отраслевая структура ВВП (г/г рост, %)



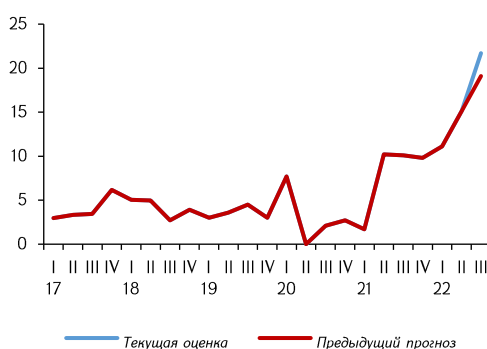
Источник: НСС, оценка ЦБА

3.2.4. Рынок труда

В третьем квартале 2022 года уровень безработицы оценивается в 13.5%, что ниже предыдущей оценки ЦБ. Снижение уровня безработицы в основном связано с ростом спроса и экономической активности и соответствующим повышением уровня занятости.

Рост номинальной заработной платы в частном секторе в третьем квартале 2022 года был достаточно высоким по сравнению с прогнозом ЦБ и составил 24.8%. Заработная плата увеличилась в основном в секторе услуг (особенно в секторе информационных технологий и финансовых услуг) параллельно высокому росту производства. Рост реальной заработной платы в частном секторе, обусловленный высокой инфляционной средой, составил 10%.

График 31
Номинальная зарплата в частном секторе (г/г рост, %)



Источник: НСС, оценка ЦБА

Высокий рост заработной платы в частном секторе и снижение уровня безработицы свидетельствуют о все еще продолжающемся высоком спросе, соответствующему положительному разрыву ВВП в отчетном периоде.

В результате некоторого роста удельных затрат на рабочую силу, в третьем квартале сохранилось небольшое инфляционное давление со стороны рынка труда, обусловленное опережающим ростом частной заработной платы по сравнению с выпуском продукции на одного занятого.

3.3. Ситуация на финансовом рынке

В течение третьего квартала 2022 года ЦБ повысил ставку рефинансирования на 0.75 п.п. и установил ее на уровне 10.0%.

Учитывая высокий спрос, обусловленный притоком иностранных посетителей и финансовых потоков, инфляционными эффектами, перетекающими из внешнего сектора, а также роль укрепления драма в некотором смягчении внутренней инфляционной среды и стабилизации инфляционных ожиданий, Совет ЦБ в августе принял решение небольшим шагом ужесточить монетарные условия в целях регулирования инфляционных ожиданий, повысив ставку рефинансирования на 0.25 процентного пункта. В сентябре Совет повысил учетную ставку на 0.5 процентного пункта, исходя из оценки расширения внутренней инфляционной среды и сохранения высоких инфляционных ожиданий.

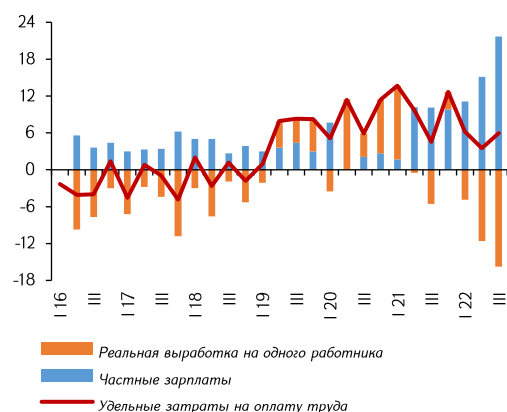
Таблица 5

Средние процентные ставки финансового рынка РА								
Показатели	03.11.21-14.12.21	15.12.21-01.02.22	02.02.22-15.03.22	16.03.22-03.05.22	04.05.22-14.06.22	15.06.22-02.08.22	03.08.22-13.09.22	14.09.22-01.11.22
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	7.25	7.75	8.00	9.25	9.25	9.25	9.5	10.0
Ставка РЕПО ЦБ	7.44	7.93	8.20	9.46	9.51	9.53	9.75	10.32
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	7.05	7.68	8.14	9.39	9.65	9.55	9.67	10.32
Доходность государственных облигаций по кривой доходности (на конец квартала)								
Краткосрочные облигации (1 год)	8.84	9.02	9.08	10.13	10.25	10.41	10.46	10.86
Среднесрочные облигации (5 лет)	9.82	9.90	9.93	10.97	10.87	10.98	11.02	11.43
Долгосрочные облигации (30 лет)	10.08	10.17	10.25	11.20	11.26	11.59	11.69	12.04

Источник: ЦБ РА

График 32

Расходы на единицу рабочей силы (г/г рост, %)

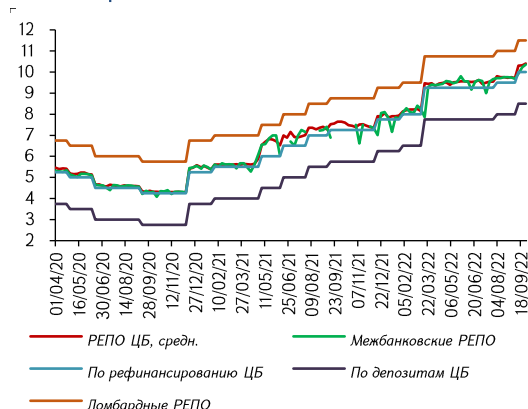


Источник: НСС, оценка ЦБА

В течение третьего квартала 2022 года ЦБ повысил ставку рефинансирования на 0.75 п.п. и установил ее на уровне 10.0%.

График 33

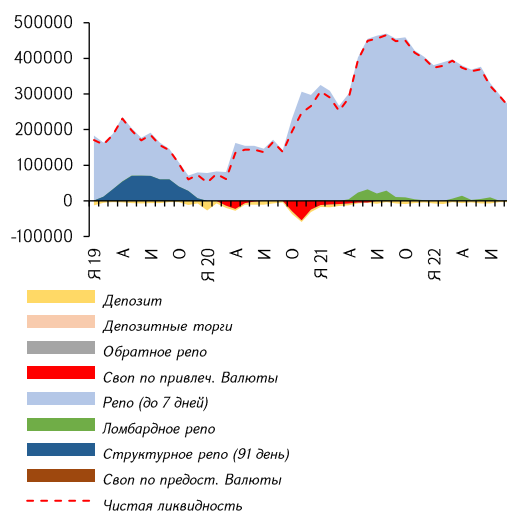
В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться в пределах учетной ставки ЦБ



Источник: ЦБА

График 34

Объемы предоставления и привлечения ликвидности посредством операций ЦБ РА (среднемесячные резервы, млн драмов)



Источник: ЦБА

В третьем квартале 2022 года тенденции, проявившиеся на финансовом рынке в предыдущем квартале, продолжились: для финансовой системы был характерен высокий уровень ликвидности и капитала, и наблюдалось повышение курса драма РА на валютном рынке, в основном под влиянием большого притока иностранных посетителей и финансовых переводов. В течение квартала краткосрочные рыночные процентные ставки формировались вокруг директивной процентной ставки. Примечательно, что в течение квартала спрос на драмовую ликвидность, предоставляемую коммерческим банкам через основной инструмент Центрального банка, снизился примерно на 100.0 млрд драмов по сравнению с предыдущим периодом.

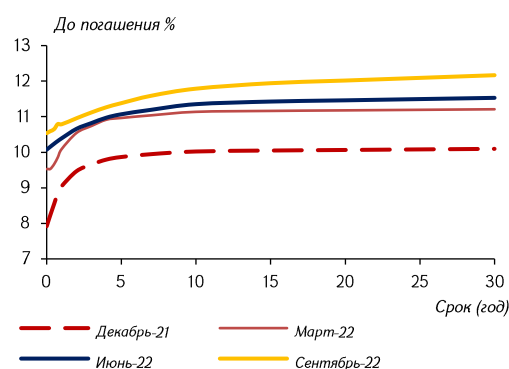
Доходность гособлигаций соответствующим образом отреагировала на повышение процентной ставки политики ЦБ. Высокий уровень ликвидности в финансовой системе частично сдерживал рост доходности, однако в конце сентября кривая доходности параллельно сместилась вверх по сравнению с предыдущим кварталом и средний рост доходности государственных облигаций составил 0.4 п.п.

В течение третьего квартала 2022 года рост средств, привлеченных и предоставленных коммерческими банками, продолжился. Однако, в условиях постоянного притока крупных валютных средств и высокой валютной ликвидности в банковскую систему, рост объемов кредитования не был очень высоким. Согласно результатам опросов об условиях кредитования¹⁰, в течение третьего квартала увеличение предложения кредита сопровождалось замедлением темпов роста спроса. В условиях внешней и внутренней неопределенности, политика банков, с одной стороны, и некоторое увеличение доходов клиентов, с другой, оказывало сдерживающее влияние на кредитование. По сравнению с предыдущими кварталами ожидания в отношении спроса и предложения кредита, особенно в вопросе кредитования бизнеса, снизились. Общий объем кредитования на 12-месячной основе в сентябре 2022 года увеличился на 4.2%, причем рост ипотечного кредитования продолжал оставаться достаточно высоким.

Для валютного рынка РА в третьем квартале были характерны крупные сделки. В связи с высоким спросом иностранных посетителей на внутренние услуги и значительным притоком финансовых средств из-за рубежа тенденция укрепления драма на валютном рынке РА в этом квартале продолжилась. Среднеквартальный курс

График 35

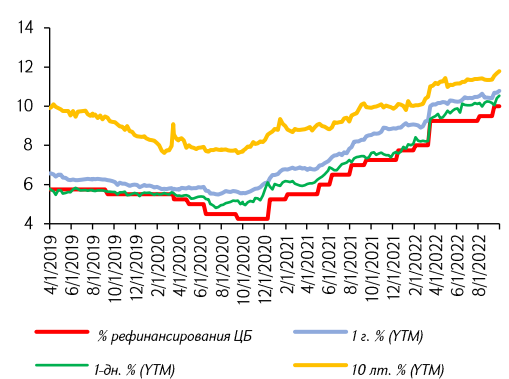
В течение третьего квартала 2022 года доходность на рынке государственных облигаций выросла вдоль всей линии кривой



Источник: ЦБА

График 36

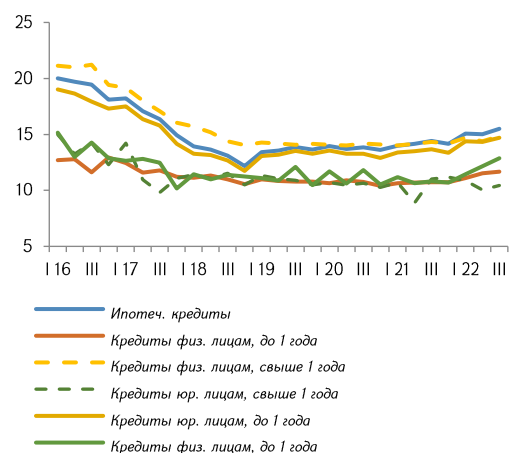
Динамика ставок рефинансирования ЦБ РА и доходности ГО (%)



Источник: ЦБА

График 37

В третьем квартале 2022 года рост процентной ставки наблюдался по линии почти всех видов кредитов



Источник: ЦБА

¹⁰ Опрос условий кредитования проводится ежеквартально, в опросе участвуют коммерческие банки и кредитные организации. Опрос по второму кварталу 2022 года проводился с 8 по 18 июля сего года.

армянского драма к доллару США вырос на 10.1%, а курс драма к российскому рублю, на 0.4%. В целях нейтрализации краткосрочных ситуационных сбоев и проблем, возникших на валютном рынке, Центральный банк провел интервенцию на валютном рынке, в результате чего в течение третьего квартала объем чистой покупки долларов США ЦБ составил 154.8 млн долларов США.

График 38

Динамика 12-месячного роста ставок по кредитам, предоставленным банками

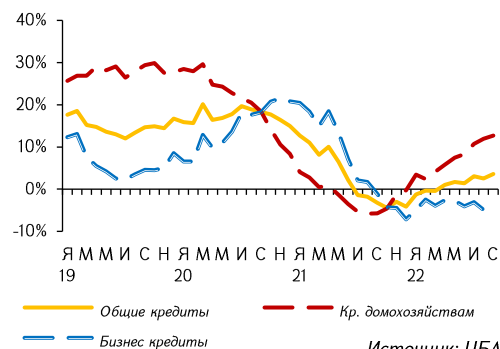
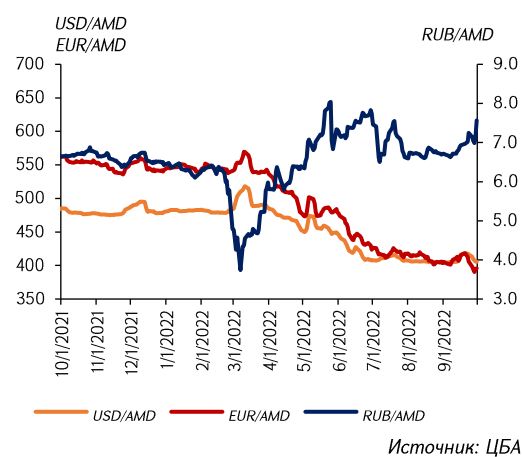


График 39

Динамика курса обмена иностранных валют на драмы РА октябрь 2021 - сентябрь 2022



4. РЕЗЮМЕ

Согласно программе денежно-кредитной политики Центрального банка Республики Армения на четвертый квартал 2022 года, сформировавшийся высокий спрос будет в значительной степени способствовать сохранению инфляционной среды и высоких инфляционных ожиданий в ближайшее время и, с учетом этого, Центральный банк на данном этапе повысил учетную ставку. В среднесрочной перспективе, в результате осуществляемой денежно-кредитной политики, инфляция будет постепенно снижаться и с конца 2023 года **стабилизируется вокруг целевого уровня 4%.**

Риски отклонения от прогнозируемого горизонта инфляции в 3-х летнем горизонте в основном сбалансированы, и в случае любого их проявления, Центральный банк готов отреагировать соответствующим образом для обеспечения стабильности цен в среднесрочной перспективе.

ПРОТОКОЛ

ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА РА (13.12.2022)

О процентной ставке рефинансирования

**На заседании совета Центрального банка РА 13 декабря
2022 года присутствовали**

**Председатель ЦБ РА М. Галстян, заместители
председателя ЦБ РА Н. Ерицян и О. Хачатрян, члены
совета ЦБ РА Д. Наапетян, А. Манукян и Л. Саакян.**

Заседание совета началось с представления Ситуативного отчета на 13 декабря 2022 года. Была рассмотрена динамика инфляции, изменения внешней среды, события в реальном, налогово-бюджетном, финансовом и денежно-кредитном секторах.

Были представлены текущие события во внешнем секторе. Согласно оценкам, в четвертом квартале в мировой экономике продолжались тенденции замедления экономической активности. Несмотря на это, в основных странах, торговых партнерах Армении, по-прежнему сохраняется высокая инфляционная среда, в основном под влиянием факторов спроса и высоких инфляционных ожиданий. В этих условиях, с целью смягчения последствий энергетического кризиса на инфляцию, центральные банки развитых стран продолжают существенно ужесточать монетарные условия, причем наиболее выражено это происходит в ЕС. Ситуация в России иная - ожидается более слабое по сравнению с запланированным снижение темпов экономического роста за счет увеличения расходов бюджета, которые будут носить преимущественно капитальный характер и окажут слабое влияние на инфляцию. В результате ЦБ РФ продолжит постепенное смягчение условий кредитования. Под влиянием последовательных мер по кредитованию в развитых странах мировой спрос в определенной степени ослабнет и цены на международных товарных рынках снизятся, способствуя смягчению глобальной инфляционной среды и ослаблению передающихся извне инфляционных эффектов на экономику Армении.

Совет обсудил экономическую ситуацию в РА и отметил, что в четвертом квартале 2022 года высокая экономическая активность сохранялась благодаря высокому внешнему спросу, особенно в сфере услуг. Положительные сдвиги наблюдались также и в строительной отрасли. При этом наблюдается рост экспортного и ВВП потенциала в сфере услуг и промышленности. Несмотря на увеличение

денежных переводов и доходов, в частном секторе расходы остаются ограниченными, что приводит к увеличению сбережений. Последнее особенно характерно для предприятий.

Была рассмотрена динамика финансового рынка РА. Как было отмечено, в четвертом квартале краткосрочные рыночные процентные ставки формировались вокруг учетной процентной ставки. В течение квартала, под влиянием притока средств из-за рубежа и положительного развития экспорта, на валютном рынке РА сохранилась тенденция укрепления драма. В то же время в отдельных случаях масштабный финансовый приток на валютном рынке вызывал возможные риски сбоев, на что Центральный банк Армении реагировал участием в рыночных операциях, закупая валюту и способствуя нормальному функционированию финансового рынка. Было отмечено, что масштабный приток валюты отразился и на тенденциях депозитного рынка, где, особенно с сентября, наблюдался значительный рост объема депозитов в валюте.

Совету также была представлена динамика инфляции, в свете которой в ноябре 2022 года была зафиксирована инфляция в размере 1.1% по сравнению с 1.7% в том же месяце предыдущего года. Месячная инфляция была обусловлена ростом цен на продовольственные товары на 1.6%, непродовольственные товары на 0.5% и тарифы на услуги на 0.2. **В результате этих изменений 12-месячная инфляция несколько снизилась и к концу месяца составила 8.8%. 12-месячная базовая инфляция также снизилась, составив 9.9%.** Также было отмечено, что в результате некоторого ослабления внешних инфляционных эффектов, укрепления драма и рестриктивной денежно-кредитной политики, инфляционная среда несколько смягчилась, однако существующий высокий спрос и инфляционные ожидания в значительной степени способствуют поддержанию высокого уровня инфляции.

После рассмотрения ситуативного отчета и внешних и внутренних макроэкономических изменений Совет приступил к обсуждению макроэкономических сценариев, направлений денежно-кредитной политики и принятию решения по директивной ставке. Группа прогнозирования представила Совету сценарии будущих перспектив экономического развития в сложившейся макроэкономической ситуации, включая соответствующие меры денежно-кредитной политики. Члены совета сошлись во мнении, что инфляционные эффекты из внешнего сектора несколько ослабли благодаря строгой рестриктивной денежно-кредитной политике, проводимой центральными банками основных стран-партнеров РА. Более того, по мнению отдельных членов Совета, слабый спрос и дефляционные тенденции, передающиеся из внешнего сектора, некоторое увеличение потенциала

предложения в реальном секторе, а также осуществленные ранее денежно-кредитные операции Центрального банка Армении создали достаточные основания для достижения среднесрочной цели по инфляции. В то же время, по мнению большинства членов Совета, несмотря на ослабление инфляционных импульсов, передаваемых из внешнего сектора, высокий спрос и высокие инфляционные ожидания во внутренней экономике содержат значительные денежно-кредитные риски, следовательно, исходя из первоочередности их регулирования, они считали необходимым продолжить последовательное ужесточение денежно-кредитной политики. В результате **Совет ЦБ большинством голосов принял решение о повышении ставки рефинансирования на 0.25 процентного пункта.** Совет Центрального банка будет последователен в стабилизации инфляции и нейтрализации любых рисков расшатывания инфляционных ожиданий. Согласно сценарию денежно-кредитной политики, 12-месячная инфляция снизится и в среднесрочном горизонте стабилизируется в районе целевого показателя 4%.

По оценке Совета ЦБ риски отклонения инфляции от прогнозируемой траектории в основном носят равновесный характер. В случае проявления возможных рисков в каком-либо направлении ЦБ готов адекватно отреагировать для обеспечения цели сохранения стабильности цен.

Совет утвердил решение о процентных ставках инструментов ЦБ и предложенный пресс-релиз, которые прилагаются.

**СОВЕТ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

РЕШЕНИЕ

**ОБ УСТАНОВЛЕНИИ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ИНСТРУМЕНТОВ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ И УТВЕРЖДЕНИИ ПРЕСС-РЕЛИЗА О
СТАВКЕ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ**

Руководствуясь статьей 2, частью 3, пунктами «в» и «д» статьи 20 закона Республики Армения «О Центральном банке Республики Армения» и положениями Закона Республики Армения «О нормативных правовых актах», Совет Центрального банка Республики Армения постановляет:

1. Установить ставку рефинансирования Центрального банка РА на уровне 10.75%.
2. Установить ставку по инструменту залогового репо, предоставляемого Центральным банком Республики Армения, на уровне 12.25%.
3. Установить ставку инструмента привлечения средств Центральным банком Республики Армения на уровне 9.25%.
4. Утвердить пресс-релиз о ставке рефинансирования Центрального банка Республики Армения (прилагается).
5. Настоящее решение вступает в силу на следующий день после опубликования на веб-сайте Центрального банка Республики Армения.

ПРЕДСЕДАТЕЛЬ ЦБ РА
МАРТИН ГАЛСТЯН
13 декабря 2022 года

ПРЕСС-РЕЛИЗ
13.12.2022

На заседании Совета Центрального банка, состоявшемся 13-го декабря 2022 года, было принято решение повысить ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 10,75%.

В ноябре 2022 года инфляция снизилась и составила 8,8%. Снизилась также и 12-месячная базовая инфляция, составив 9,9%.

В мировой экономике продолжается тенденция замедления экономической активности. Тем не менее в основных странах-партнерах РА по-прежнему сохраняется инфляционная среда, обусловленная расширением спроса и высокими инфляционными ожиданиями. Поэтому центральные банки развитых стран в ближайшее время продолжат ужесточение монетарных условий. Последовательное ужесточение монетарных условий в странах-партнерах будет способствовать ослаблению мирового спроса и определенной корректировке цен на международных товарных рынках. В результате ожидается ослабление инфляционных воздействий мировой экономики на экономику РА.

В четвертом квартале 2022 года сохраняется тенденция высокой активности в экономике РА. Высокий внешний спрос, сформировавшийся в сфере услуг, продолжает вносить существенный вклад в экономический рост. При этом в сфере услуг и промышленности наблюдается рост экспорта и потенциала ВВП. В результате проводимой сдерживающей денежно-кредитной политики, укрепления драма, а также внешних эффектов, несколько замедляется рост цен на импортные продовольственные товары, что способствует смягчению инфляционной среды. Однако влияние устойчивого высокого спроса и высоких инфляционных ожиданий в динамике инфляции по-прежнему остается значительным.

Совет считает целесообразным повысить ключевую ставку. Совет ЦБ будет последовательно предпринимать адекватные действия для стабилизации инфляции и нейтрализации любого риска расшатывания инфляционных ожиданий. В намеченном сценарии денежно-кредитной политики 12-месячная инфляция будет постепенно снижаться и укрепится вблизи 4%-го уровня в среднесрочной перспективе.

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

Служба связей с общественностью Центрального банка Армении

ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ СОГЛАСНО ПРЕДСТАВЛЕННОМУ СЦЕНАРИЮ

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Показатели	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	программа	программа	программа	программа
Внешний сектор											
Экономический рост США (% , реальный рост)	2.7	1.7	2.3	2.9	2.3	-2.7	6.1	1.8	1.0	2.5	2.7
Экономический рост еврозоны (% , реальный рост)	1.9	1.8	2.7	1.9	1.6	-6.3	5.5	3.3	0.1	-0.6	0.5
Экономический рост России (% , реальный рост)	-1.9	0.2	1.8	2.8	2.0	-2.9	4.8	-2.9	-2.0	2.0	1.0
Инфляция в США (среднее, %)	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	4.7	8.2	6.0	3.6	2.3
Инфляция в еврозоне (среднее, %)	0.0	0.2	1.5	1.7	1.2	0.3	2.6	8.6	9.4	5.1	2.4
Инфляция в России (среднее, %)	14.4	6.8	3.6	2.8	4.5	3.4	6.7	13.8	8.3	6.0	4.5
Цены на нефть (доллар-баррель)	53.5	45.0	54.6	71.4	64.1	42.5	71.0	100.2	97.0	101.2	102.5
Цены на медь (доллар-тонна)	5497.4	4867.6	6201.5	6544.7	6024.1	6191.2	9288.1	8726.5	8015.2	8496.7	8785.7
Индекс ФАО	93.0	91.9	98.0	95.9	95.1	98.1	125.7	143.9	137.0	141.3	143.2
Внутренняя экономика											
Цены											
Инфляция (в годовом выражении, конец периода, %)	-0.1	-1.1	2.6	1.8	0.7	3.7	7.7	9.5	3.9	4.0	4.0
Индекс потребительских цен (в годовом выражении, среднее, %)	3.7	-1.4	1.0	2.5	1.5	1.2	7.2	8.7	4.8	3.9	4.0
Базовая инфляция (в годовом выражении, среднее, %)	5.1	-2.0	0.8	4.0	1.2	1.3	7.2	8.9	6.0	4.5	4.0
Совокупный продукт											
ВВП (млрд драмов РА)	5043.6	5067.3	5568.9	6017.0	6543.3	6181.7	6983.0	8500.8	9243.9	10039.0	10880.1
ВВП (% , реальный рост)	3.2	0.2	7.5	5.2	7.6	-7.4	5.7	12.9	4.6	4.4	4.2
Предложение											
Промышленность (% , реальный рост)	6.2	7.7	11.7	4.9	12.0	-1.7	3.5	5.3	5.7	5.9	5.2
Сельское хозяйство (% , реальный рост)	13.2	-5.0	-5.1	-6.9	-5.8	-4.1	-0.6	-0.7	1.4	1.8	2.7
Строительство (% , реальный рост)	-3.1	-14.1	2.8	0.6	6.5	-6.7	3.1	20.1	9.6	7.8	5.5
Услуги (% , реальный рост)	1.6	3.2	10.6	9.1	10.0	-9.7	7.9	18.6	4.0	3.9	4.0
Налоги, нетто (% , реальный рост)	-5.1	-3.7	9.7	8.0	7.1	-10.0	7.4	10.0	4.8	4.5	4.2
Спрос											
Потребление (% , реальный рост)	-6.0	-2.1	11.6	3.8	11.7	-10.9	4.2	8.0	2.3	3.9	3.9
Государственное потребление (% , реальный рост)	4.7	-2.4	-2.1	-3.0	12.9	9.2	8.4	3.9	-0.3	2.3	1.9
Частное потребление (% , реальный рост)	-7.5	-2.1	14.0	4.8	11.5	-14.0	3.4	8.9	2.9	4.3	4.2
Валовое накопление основных средств* (% , реальный рост)	2.5	-11.4	9.7	4.8	4.4	-1.5	6.3	16.0	17.5	6.8	8.6
Государственные вложения** (% , реальный рост)	13.6	5.0	31.7	-37.4	31.1	16.2	-9.9	42.1	60.3	9.4	15.4
Совокупное накопление частных основных средств (% , реальный рост)	1.2	-13.9	6.2	19.6	-0.5	-5.7	11.2	9.6	8.2	6.1	6.0
Экспорт товаров и услуг (% , реальный рост)	4.9	21.3	19.3	5.0	16.0	-33.4	17.1	52.2	2.0	3.4	4.2
Импорт товаров и услуг (% , реальный рост)	-15.3	6.3	24.6	13.3	11.6	-31.4	12.5	39.5	1.8	3.3	3.9
Счет текущих операций											
Торговый баланс (млн долларов США)	-1186.4	-976.9	-1400.9	-1724.4	-1727.9	-1382.2	-1504.8	-2119.0	-2211.3	-2307.4	-2332.0
Баланс услуг (млн долларов США)	-96.4	70.4	159.4	24.7	-66.9	118.0	396.9	1099.2	946.9	983.2	954.1
Денежные переводы (млн долларов США)	1098.3	1009.4	1179.3	1136.2	1143.8	1046.2	1243.1	1639.4	1289.1	1216.1	1153.8
Счет текущих операций (млн долларов США)	-284.7	-107.9	-173.9	-875.9	-1002.3	-477.8	-515.1	-639.5	-1034.4	-1117.2	-1193.3
Торговый баланс (вес в ВВП, %)	-12.2	-8.6	-10.8	-13.7	-13.1	-10.0	-7.9	-5.3	-5.7	-5.9	-5.7
Баланс услуг (вес в ВВП, %)	-0.9	0.7	1.4	0.2	-0.5	0.9	2.8	5.7	4.3	4.4	4.0
Денежные переводы (вес в ВВП, %)	10.4	9.5	10.2	9.1	8.4	8.3	8.9	8.4	5.9	5.5	4.8
Счет текущих операций (вес в ВВП, %)	-2.7	-1.0	-1.5	-7.0	-7.3	-3.8	-3.7	-3.3	-4.7	-5.0	-5.0

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	программа	программа	программа	программа
Государственный сектор ***											
Доходы и гранты(млрд драмов РА)	1167.7	1171.1	1237.8	1341.7	1559.1	1560.4	1683.8	2038.9	2253.8	2537.6	2856.5
Налоговые доходы(млрд драмов РА)	1067.9	1079.7	1158.0	1258.1	1464.3	1385.2	1586.9	1920.1	2176.4	2467.0	2790.3
Расходы (млрд драмов РА)	1409.0	1449.1	1504.8	1447.1	1623.0	1894.3	2004.3	2189.0	2546.0	2810.9	3138.9
Дефицит (млрд драмов РА)	-241.3	-278.0	-267.0	-105.4	-63.9	-333.9	-320.5	-111.2	-292.2	-273.3	-282.4
Доходы и гранты(вес в ВВП, %)	23.2	23.1	22.2	22.3	23.8	25.2	24.1	24.0	24.4	25.3	26.3
Налоговые доходы(вес в ВВП, %)	21.2	21.3	20.8	20.9	22.4	22.4	22.7	22.6	23.5	24.6	25.6
Расходы (вес в ВВП, %)	28.0	28.6	27.0	24.1	24.8	30.6	28.7	25.8	27.5	28.0	28.8
Дефицит (вес в ВВП, %)	-4.8	-5.5	-4.8	-1.8	-1.0	-5.4	-4.6	-1.8	-3.2	-2.7	-2.6
Денежно-кредитный сектор											
Денежная масса (в годовом выражении, %)	10.8	17.5	18.5	7.5	11.2	9.0	13.1	-	-	-	-
Драмовая масса (в годовом выражении, конец периода, %)	5.2	24.8	28.9	13.2	21.5	14.8	12.8	-	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом выражении, конец периода, %)	-3.3	6.0	16.5	17.2	18.5	14.3	-3.9	-	-	-	-
Доллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	477.9	480.5	482.7	483.0	480.4	489.0	503.8	-	-	-	-
* Отныне вместо совокупного накопления ЦБ будет представлять только показатели по совокупному накоплению основных средств, поскольку показатель изменения запасов материальных оборотных средств рассчитывается со стороны СК в качестве балансовой статьи и не отражает реальные объемы совокупного накопления. См. https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf. ** Фактические показатели по государственным вложениям являются контрольными расходами совокупного бюджета, а в прогнозах используются данные программы среднесрочных расходов на 2022-2024 гг. *** Показатели бюджета на 2022 год являются оценкой ЦБ. Показатели на 2022-2024 годы взяты из государственной ССПР.											

ГРАФИКИ

График 1	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	5
График 2	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	6
График 3	Сценарий экономического роста США	8
График 4	Сценарий экономического роста ЕС	9
График 5	Сценарий экономического роста России	10
График 6	Инфляция в странах партнерах	11
График 7	Сценарий международных цен на медь	11
График 8	Сценарий международных цен на нефть	12
График 9	Сценарий международных цен на продовольствие	12
График 10	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	13
График 11	Разрешения на строительство	14
График 12	Вклад компонентов спроса в рост инфляции	15
График 13	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке	16
График 14	Уровень безработицы	17
График 15	Годовой рост номинальной зарплаты в частном секторе	17
График 16	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении	18
График 17	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	18
График 18	Среднесрочные прогнозы показателя «текущий счет/ВВП»	18
График 19	Предусматриваемый сценарий налогово-бюджетного импульса	19
График 20	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий	19
График 21	Опросы об инфляционных ожиданиях домохозяйств	20
График 22	Возможные сценарии развития экономики в сложившейся ситуации	26
График 23	В начале рассматриваемого периода 12-месячная инфляция в соответствии с запланированной траекторией снизилась, а с марта 2022 года резко возросла, исходя из чего краткосрочный сценарий инфляции на этот период был пересмотрен в сторону повышения.	27
График 24	Некоторое смягчение инфляционной среды в отчетном периоде сменилось резким ростом инфляции	30
График 25	В третьем квартале 2022 года рост цен импорта товаров и услуг в долларовом выражении резко сократился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года	31
График 26	Структура частных расходов	32
График 27	Позиция чистого экспорта в 3-м квартале 2022 года резко ухудшилась	33
График 28	Фискальная политика в третьем квартале 2022 года по сравнению с предыдущим кварталом была нейтральной	33
График 29	Динамика основных показателей консолидированного бюджета	33
График 30	Отраслевая структура ВВП	34
График 31	Номинальная зарплата в частном секторе	34
График 32	Расходы на единицу рабочей силы	35
График 33	В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться в пределах учетной ставки ЦБ	35
График 34	Объемы предоставления и привлечения ликвидности посредством операций ЦБ РА	35

График 35	В течение третьего квартала 2022 года доходность на рынке государственных облигаций выросла вдоль всей линии кривой	36
График 36	Динамика ставок рефинансирования ЦБ РА и доходности ГО	36
График 37	В третьем квартале 2022 года рост процентной ставки наблюдался по линии почти всех видов кредитов	36
График 38	Динамика 12-месячного роста ставок по кредитам, предоставленным банками	37
График 39	Динамика курса обмена иностранных валют на драмы РА	37

ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	13
Таблица 2	Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП	19
Таблица 3	Суждения, лежащие в основе сценария	21
Таблица 4	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие инфляции	30
Таблица 5	Средние процентные ставки финансового рынка РА	35