



Центральный Банк
Республики Армения

1-ый квартал 2024 года

Доклад

**о денежно-кредитной
ПОЛИТИКЕ**

Программа денежно-кредитной
политики

Дата опубликования: 12 марта 2024 года

Содержание

01.	Общий обзор	3
	а. Заявление о денежно-кредитной политике	
	б. Краткое изложение экономической ситуации	
02.	Цели и система денежно-кредитной политики	6
	а. Заявление о долгосрочных целях денежно-кредитной политики	
	б. Система разумного управления рисками для разработки и реализации денежно-кредитной политики	
03.	Перспективы денежно-кредитной политики	11
	а. Глобальная экономика	
	б. Внутренний спрос	
	в. Текущая ситуация на рынке труда и динамика инфляции	
	г. Текущая ситуация на финансовом рынке	
	д. Множество сценариев	
	е. Перспективы денежно-кредитной политики	

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

ПРИМЕЧАНИЕ: Настоящий Доклад подготовлен на основе фактической информации по состоянию на 7 марта 2024 года.

Доклад о денежно-кредитной политике: 1-й квартал 2024г.



Центральный Банк
Республики Армения

01 |

Общий обзор

А. Заявление о денежно-кредитной политике

Совет Центрального банка Армении принял решение снизить ставку рефинансирования, установив ее на уровне 8,5%.

Совет Центрального банка (далее – Совет) 12 марта 2024 года принял решение снизить ключевую ставку на 0,25 п.п., установив ее на уровне 8,5%. Совет также установил процентную ставку ломбардного репо, предоставляемого Центральным банком, на уровне 10,0%, а процентную ставку привлечения средств - на уровне 7,0%. Совет считает, что более низкая ставка рефинансирования необходима для достижения цели инфляции на уровне 4% и стабильности цен в среднесрочной перспективе.

12-месячная инфляция продолжала снижаться, достигнув -1,7% в феврале 2024 года. 12-месячная базовая инфляция также продолжала снижаться, составив в январе -0,4%.

Инфляционное воздействие мировой экономики на экономику Армении продолжает существенно ослабевать. В первом квартале 2024 года экономическая активность в мире и странах-основных торговых партнерах Армении продолжает замедляться, а годовая инфляция - снижаться. Тем не менее инфляционная среда остается высокой из-за инфляционного давления, исходящего от рынка труда. Ожидается, что центральные банки основных стран-партнеров сохранят сдерживающую позицию денежно-кредитной политики в ближайшем будущем, что может создать риски сокращения мирового спроса и снижения инфляции. В условиях роста геополитической напряженности на Ближнем Востоке, сбоев в цепочках поставок и усугубления финансовых и экономических проблем в Китае существуют риски, связанные с замедлением глобального экономического роста и волатильностью цен на международных сырьевых рынках.

В четвертом квартале 2023 года экономическая активность Армении осталась на высоком уровне, чему продолжали способствовать высокие темпы роста строительства и торгового сектора. Внешний спрос замедляется, но внутренний спрос остается на относительно высоком уровне. Инфляция в Армении продолжает оставаться низкой, чему в основном способствовали проводимая Центральным банком сдерживающая денежно-кредитная политика, внешнее дефляционное воздействие, а также последствия укрепления драма. В то же время увеличение предложения рабочей силы в некоторой степени способствовало уменьшению дисбаланса между совокупным спросом и предложением, что отразилось на инфляции заработной платы и товаров и услуг с жесткими ценами и снижении инфляционных ожиданий.

В условиях высокой степени неопределенности, учитывая приверженность Совета ЦБ достижению цели стабильности цен, Совет рассматривает в своих обсуждениях несколько сценариев. С одной стороны, Совет обсудил сценарии, в которых основные события, включая все еще высокие инфляционные ожидания, а также неопределенность в отношении страновой премии за риск, требуют более жестких денежно-кредитных мер, чтобы сдерживать внутренний спрос, стабилизировать инфляционные ожидания и обеспечить ценовую стабильность в среднесрочной перспективе. С другой стороны, Совет рассмотрел сценарии, в которых возможное экономическое развитие, включая продолжающееся расширение предложения рабочей силы и некоторое ослабление спроса, создадут избыточное предложение, что приведет к продолжительной низкой инфляции. Это предполагает путь к более быстрому и значительному снижению ключевой ставки в среднесрочной перспективе для укрепления инфляции вблизи целевого показателя.

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

Утверждено Советом Центрального банка Республики Армения 12 марта 2024 года

Председатель:
Мартын Галстян

Заместители председателя:
Оганнес Хачатрян
Армен Нурбекян

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

Б. Краткое изложение экономической ситуации

Глобальная экономика

Во 2-м полугодии 2023 года, несмотря на неравномерность экономического развития в странах-партнерах, в мировой экономике сохраняются риски замедления активности. В США и Российской Федерации, несмотря на проводимую сдерживающую денежно-кредитную политику сохраняются высокие темпы экономического роста. Риски нахождения экономики еврозоны на грани рецессии, а также опасения относительно стабильности финансовой системы в условиях замедления экономического роста Китая остаются главными и тревожными источниками перспективы ослабления роста мировой экономики. В то же время геополитическая напряженность на Ближнем Востоке продолжает создавать некоторые риски с точки зрения волатильности мировых цен на энергоносители и потенциальных сбоях в цепочках поставок. Инфляционная среда в мировой экономике продолжает ослабевать. Однако перегретая конъюнктура рынка труда в различных странах способствует сохранению высокого спроса, в результате чего цены на товары и услуги, характеризующиеся жесткими ценами, продолжают оставаться на высоком уровне. Предполагается, что жесткие условия денежно-кредитной политики будут сохранены в основных странах-партнерах в ближайшем будущем. В этой ситуации дефляционное воздействие мировой экономики на экономику РА сохранится.

Внутреннее производство

В 4-м квартале 2023 года экономический рост оставался на более высоком уровне (7,8% г/г), чем оценка долгосрочного стабильного экономического роста (около 5%). Высокие темпы роста торговли и строительства продолжали оставаться основными движущими силами экономического роста. Те же тенденции наблюдались и в январе 2024 года (показатель экономического роста: 10,7% г/г). Тем не менее тенденции в структуре экономического роста и концентрации производства в отдельных подотраслях создали определенные риски для устойчивости экономического роста. Несмотря на сохранение неопределенности, дисбаланс между совокупным спросом и предложением в экономике последовательно сокращался.

Рынок труда и инфляция

В условиях высоких темпов экономического роста и совокупного спроса давление со стороны рынка труда, хотя и несколько ослабевает, но остается на высоком уровне. По сравнению с предыдущими кварталами перенапряжение на рынке труда несколько уменьшилось. В результате темпы роста заработной платы в частном секторе несколько замедлились (7,9% г/г в 4-м квартале и 6,0% г/г в январе 2024 г.) из-за увеличения предложения рабочей силы. Дальнейшее возможное увеличение предложения рабочей силы (приток трудовых мигрантов в РА, интеграция насильственно переселенного населения из Арцаха в рынок труда и т.д.) может в некоторой степени смягчить ситуацию на рынке труда, а также ослабить инфляционное давление на рынке труда в среднесрочной и долгосрочной перспективах.

Инфляционная среда продолжала смягчаться вследствие ослабления инфляционного давления со стороны мировой экономики и влияния денежно-кредитной политики Центрального банка Армении. В этом контексте 12-месячная инфляция с апреля 2023 года оставалась ниже целевого показателя и составила в феврале 2024 года -1,7%. Рост цен на неэкспортную продукцию с жесткими ценами, который в основном характеризует динамику цен, обусловленную внутренним спросом, в январе 2024 года оставался относительно стабильным на уровне 3,0% г/г. В то же время инфляция в сфере услуг, вызванная внешним спросом, снижалась.

Денежно-кредитная политика

Основной аргументацией типового сценария А (который предполагает более высокую, чем ожидания рынка, процентную ставку), представленного в Докладе о ДКП, являются риски более высоких и сильно укоренившихся инфляционных ожиданий, которые могут быть замаскированы низкой инфляцией и представлять серьезные риски для ценовой стабильности в среднесрочной перспективе. В случае вышеупомянутого сценария относительно низкие реальные процентные ставки могут ослабить мотивацию к сбережению и стимулировать потребление, усиливая давление спроса в экономике. Такое развитие событий может привести к ускорению инфляции и постепенной ликвидации нынешних дефляционных условий. В таком сценарии, чтобы закрепить инфляционные ожидания и гарантировать стабильность цен, денежно-кредитная политика должна отреагировать более жесткой позицией по сравнению с ожиданиями рынка.

Основной аргументацией типового сценария Б (в котором ключевая ставка предполагается ниже ожиданий рынка) являются риски, связанные с возможным расширением рынка труда и избыточным предложением рабочей силы. Этот сценарий предполагает, что тенденции, наблюдаемые на рынке труда в 2023 году (в том числе постепенная интеграция насильственно переселенного населения из Арцаха в рынок труда, приток трудовых мигрантов из Индии, увеличение участия в рабочей силе и т.д.), продолжатся ускоренными темпами, что приведет к увеличению предложения рабочей силы, увеличению потенциального ВВП и ослаблению давления на рост заработной платы. В таком сценарии чрезвычайно велико дефляционное давление, и для того, чтобы снизить рост заработной платы и постепенно приблизить инфляцию к целевому показателю в среднесрочной перспективе, необходимо наметить опережающую ожидания рынка траекторию быстрого снижения ключевой ставки большим шагом.

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

02 |

Цели и система денежно-кредитной политики

О долгосрочных целях денежно-кредитной политики

Дата принятия: 12 марта 2024 года

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

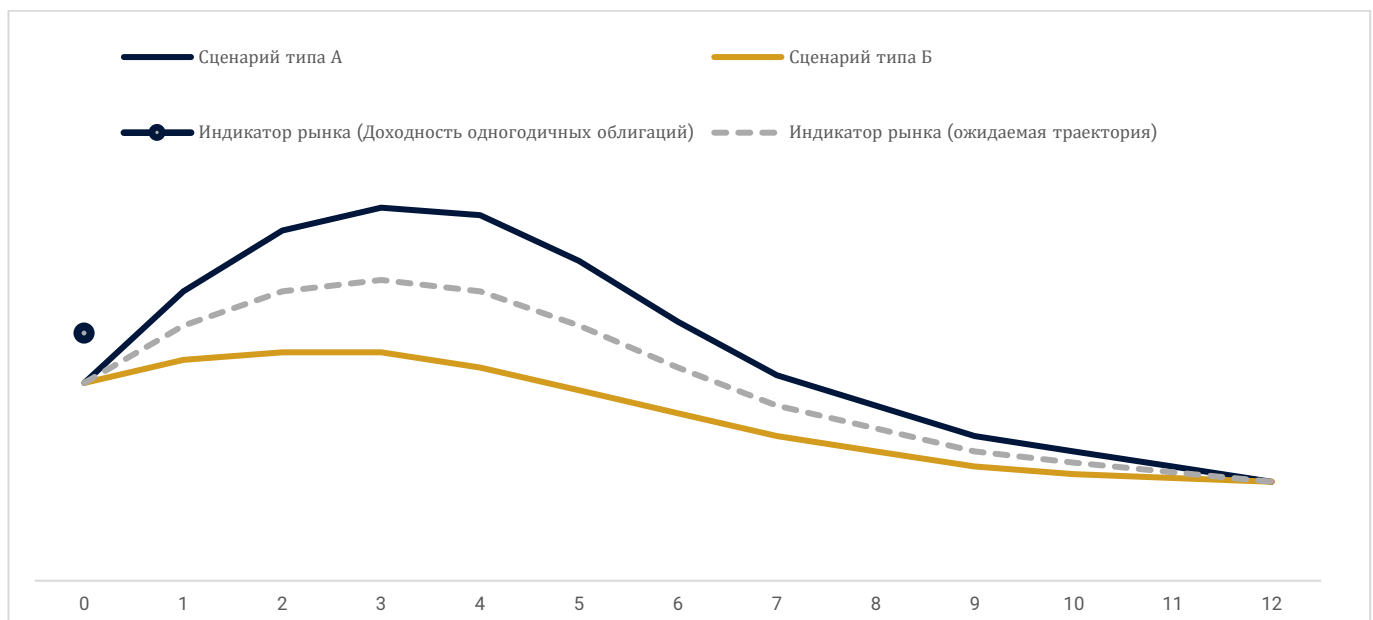
политики, а не сценарии, описывающие абстрактные или нереалистичные риски. Вышеуказанные сценарии строятся по следующей логике:

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

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

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

Рисунок 2.1. Траектории ключевой ставки по сценариям



Источник: ЦБ РА

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

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

Структура Доклада

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

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

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

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

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

Примечание

Информация, представленная в настоящем отчете, основана на фактических данных, доступных до 7 марта 2024 года, результатах опросов, проведенных Центральным банком, а также суждениях относительно будущего развития макроэкономической среды.

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



Центральный Банк
Республики Армения

Доклад о денежно-кредитной политике | 1-ый квартал 2024 года

03 |

Перспективы
денежно-кредитной
ПОЛИТИКИ

А. Глобальная экономика

Текущая ситуация в экономике США

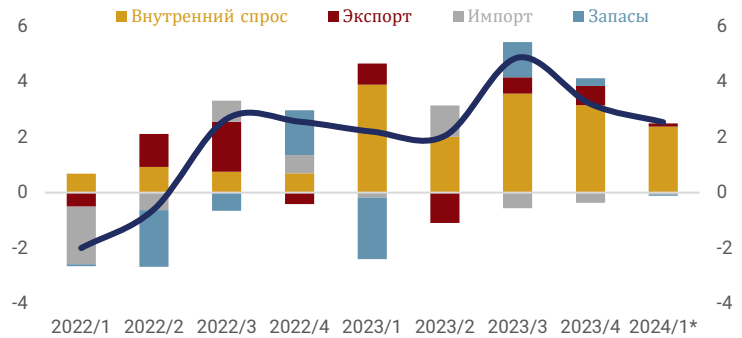
В 4-м квартале 2023 года экономика США сохранила высокий темп роста, который, как ожидается, продолжится и в 1-м квартале 2024 года: по оценкам GDPNow Федерального резервного банка Атланты, квартальный рост составит 2,5%. На фоне существенно более низкого уровня сбережений (на 3,7 п.п. ниже допандемического уровня) и высоких темпов роста заработной платы (5%, рис. 3.A.2), вызванных перегретым рынком труда (уровень безработицы составляет 3,7%, что ниже нескольких оценок NAIURU), росту ВВП в основном способствовал рост потребления (2 п.п. из 3,2% роста в 4-м квартале были обеспечены за счет роста частного потребления). Эти факторы в сочетании со значительным увеличением благосостояния домохозяйств предполагают сохранение высоких темпов роста спроса и расширение инфляционной среды (рис. 3.A.2), с учетом также того, что экономика США продолжит демонстрировать рост, превышающий оценку роста экономического потенциала (1,8-2%). Эти факторы несколько сдерживают решимость ФРС снизить процентные ставки, что также отражается на ожиданиях финансового рынка относительно траектории снижения процентных ставок (по сравнению с январем 2024 года рынки сейчас ожидают три раунда снижения процентных ставок в течение года).

Альтернативные показатели базовой инфляции - цены на товары с жесткими ценами Федерального резервного банка Атланты и рост заработной платы - не зарегистрировали значительной дефляции, в отличие от динамики предпочитаемого и используемого Федеральной резервной системой индекса цен по расходам на личное потребление (рис. 3.A.2). Если цены на товары с жесткими ценами будут лучше отражать изменения, лежащие в основе базовой инфляции, то текущая позиция ФРС по денежно-кредитной политике будет считаться менее сдерживающей. С другой стороны, инфляция и экономический рост могут быть близки к своим долгосрочным уровням с относительно низкой инфляцией индекса цен по расходам на личное потребление и высокой производительностью. Это может подразумевать значительные риски замедления экономического роста из-за жестких финансовых условий, влияние которых еще не полностью отразилось на реальной экономике.

Риск замедления экономического роста является надежным индикатором, описанным в исследовании ФРС об условиях кредитования банков, согласно которому в 2023 году он повысился близко к уровням, исторически сигнализирующим о начале экономического спада (рис. 3.A.3). Несмотря на недавнее замедление темпов ужесточения условий кредитования, они остаются жесткими. Вышеупомянутые изменения в балансах домохозяйств могут несколько нейтрализовать влияние ужесточения условий кредитования. Более того, на этом этапе лаги побочных эффектов политики могут быть более длительными, и в любой момент может наблюдаться резкое снижение экономической активности с последствиями более быстрого замедления инфляции.

Экономическому росту, обусловленному потреблением, способствует совокупный спрос, который, по оценкам, превышает производственный потенциал экономики.

Рисунок 3.A.1. Рост реального ВВП по компонентам расходов %, кварталный, аннуализированный



Источники: Бюро экономического анализа (BEA), Резервный банк Атланты.

Примечание: Данные за 1-й квартал 2024 г. являются предварительными, согласно оценке GDPNow Резервного банка Атланты.

Показатели инфляции передают неоднозначные сигналы о неудовлетворенном спросе и инфляционном давлении в экономике.

Рисунок 3.A.2. Показатели основной инфляции %, квартальная, аннуализированная



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

Жесткие условия кредитования вызывают опасения по поводу возможной предстоящей рецессии.

Рисунок 3.A.3. Доля банков, ужесточающих условия кредитования, %



Источник: Исследование ФРС об условиях банковского кредитования

Текущая ситуация в экономике еврозоны

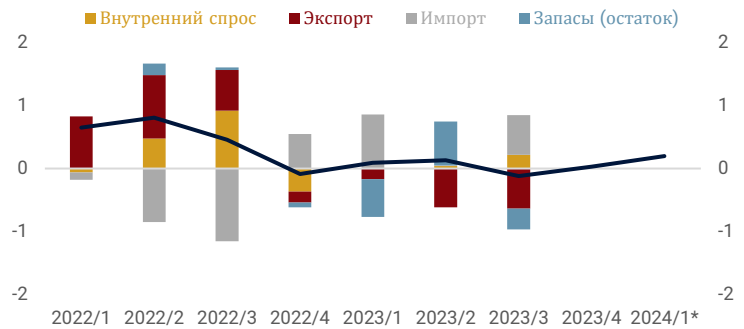
Экономика еврозоны по-прежнему находится в условиях низких темпов роста, и в случае сохранения фундаментального инфляционного давления это увеличивает неопределенность вокруг поддержания высоких процентных ставок. В 4-м квартале 2023 года экономический рост еврозоны составил за год за квартал 0,0% в годовом исчислении, что позволило избежать технической рецессии (рис. 3.A.4). Показатели PMI ЕС указывают на то, что ухудшение экономического роста во многом связано с сокращением обрабатывающей промышленности, которая все еще восстанавливается после энергетического шока, в то время как сектор услуг остается относительно стабильным.

Несмотря на низкий уровень частного потребления, инфляционные факторы, такие как инфляция сферы услуг, по-прежнему остаются высокими, что отчасти обусловлено высокими темпами роста заработной платы (рис. 3.A.5). Рынок труда остается «перегретым», безработица остается на рекордно низком уровне (6,4% в январе 2024 г.), а доля вакантных рабочих мест по состоянию на 4-й квартал 2023 г. остается на уровне 2,9%. Более того, сбережения и накопление запасов имущественных ценностей населения в результате пандемии могут еще больше повысить спрос и подорвать устойчивое возвращение инфляции к целевому показателю в 2%. В результате, учитывая все еще высокий уровень общей инфляции и высокие показатели балансов домохозяйств, некоторое ускорение спроса может препятствовать стабилизации инфляционных условий.

Несмотря на ожидаемое восстановление экономического роста (табл. 3.A.2.), в еврозоне он существенно ниже, чем в США. Однако обе экономики сталкиваются с проблемами денежно-кредитной политики, поскольку жесткие условия кредитования в условиях экономического спада все еще могут материализоваться и быстро распространиться по секторам экономики. Например, текущие макроэкономические условия влияют на компании с более низким рейтингом, что приводит к увеличению числа банкротств за последние несколько кварталов (рис. 3.A.6), а кредитные спреды в более слабой части рынка корпоративных облигаций увеличиваются. В результате факторы, вызванные ухудшением финансовой ситуации, могут загнать еврозону в ловушку низкой инфляции. Высокая неопределенность в отношении экономических перспектив может сохраняться до тех пор, пока вышеупомянутые факторы, возникающие из реальной экономики, особенно рынка труда и кредитных рынков, указывают на иную перспективу экономического развития.

Условия высокой инфляции и низкого экономического роста в ЕС создадут серьезную дилемму для ЕЦБ.

Рисунок 3.A.4. Рост реального ВВП по компонентам расходов %, кварталный, аннуализированный



Источники: Евростат, Европейская комиссия.

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

Показатели инфляции передают неоднозначные сигналы о неудовлетворенном спросе и инфляционном давлении в экономике.

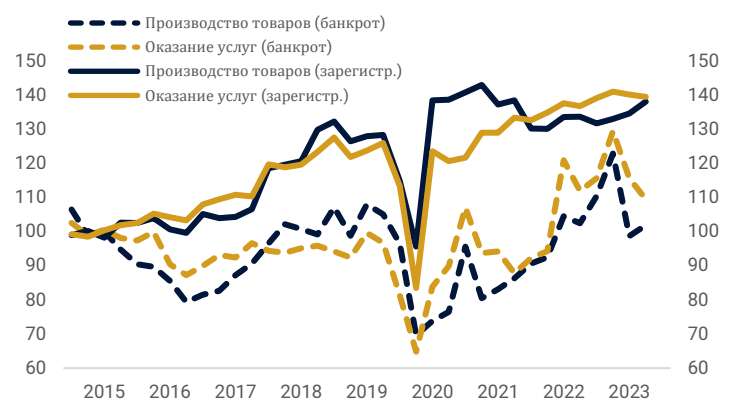
Рисунок 3.A.5. Показатели основной инфляции %, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года



Источник: Евростат

Жесткие условия кредитования в ЕС также могут оказать существенное негативное влияние на и без того низкий экономический рост.

Рисунок 3.A.6. Вновь зарегистрированные и признанные банкротами (неплатежеспособными) организации %, 2015 г. = 100, с учетом сезонных колебаний



Источник: Евростат

Текущая ситуация в экономике РФ

Российская экономика выросла примерно на 4,8% в 4-м квартале 2023 года (рис. 3.A.7). Такой рост обусловлен высокой активностью оптовой, розничной торговли и услуг, а также обрабатывающей промышленности (особенно военного сектора) и строительной отрасли. Среда высокого спроса обусловлена “перегретым” рынком труда: уровень безработицы находится на рекордно низком уровне, а реальная заработная плата продолжает расти быстрыми темпами, тогда как загрузка мощностей находится на рекордно высоком уровне. В этом контексте внутренний спрос превышает производственные возможности экономики.

Хотя в 4-м квартале 2023 года инфляция несколько замедлилась, существует значительная неопределенность в отношении устойчивости этих тенденций из-за значительной нехватки рабочей силы. Большой рост реальной заработной платы на рынке труда (рис. 3.A.8) может поддержать инфляционное давление и привести к дальнейшему ужесточению денежно-кредитных условий, хотя Банк России оставил ставку рефинансирования неизменной в феврале.

Неопределенность вокруг роста инфляции и инфляционного давления в России также обусловлена значительным увеличением расходов на оборону (около 30% в 2024 году). В целом, расходы российского государственного бюджета в текущем году являются стимулирующими и могут оказать более инфляционными в среднесрочной перспективе. Эти факторы также способствуют экономическому росту, сопровождаемому ускорением частного спроса, способствуя быстрому снижению профицита внешней торговли и оказывая давление на обменный курс.

Российская экономика по-прежнему уязвима к событиям на нефтяном рынке. Цены на нефть несколько выросли из-за геополитической неопределенности на Ближнем Востоке, а также продолжающегося “добровольного” сокращения добычи нефти странами ОПЕК+ (включая Россию), которое действует до конца 2024 года. Однако неопределенная экономическая ситуация в Китае может привести к падению спроса на товарно-сырьевых рынках, если корректировка на рынках недвижимости и финансовых рынках будет аналогична корректировке на рынке недвижимости США, которая привела к глобальному финансовому кризису.

Рост совокупного спроса прогрессивен за счет роста производственных мощностей - ЦБ РФ.

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



Источник: Банк России.

Примечание. Рост в 2023/4 году является предварительной оценкой.

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

Рисунок 3.A.8. Уровень безработицы и рост заработной платы левая ось: % по сравнению с тем же месяцем предыдущего года, правая ось: %.



Источник: Росстат

Фискальная политика на 2024-2026 годы останется стимулирующей.

Рисунок 3.A.9. Первичный дефицит бюджета без учета доходов от нефти и газа %, доля в ВВП



Источник: Росстат

Текущая ситуация на товарно-сырьевом рынке

Медь: В 4-м квартале 2023 года и 1-м квартале 2024 года цены на медь продолжили снижаться. Снижение спроса в Китае, крупнейшем потребителе меди, на фоне продолжающегося сокращения инвестиций в строительный сектор страны, объясняет некоторое снижение цен на медь. Обеспокоенность по поводу результатов деятельности крупнейшего, но также сильно обремененного застройщика Китая (Evergrande) указывает на дальнейшую неопределенность в отношении спроса. В то же время в странах с развитой экономикой может наблюдаться снижение экономического роста из-за мер по регулированию инфляции. Вышеуказанные факторы ограничивают возврат цен на медь к высоким уровням 2021-2022 годов в обозримой перспективе. Однако сильный рост в секторе возобновляемых источников энергии может в некоторой степени компенсировать понижающее давление спроса из-за важности меди в переходе к “зеленой” экономике.

Нефть. Двойственный характер движения цен на нефть в последние месяцы является отражением кризиса на Ближнем Востоке и растущей неопределенности в отношении мирового спроса. С одной стороны, опасения дальнейшей эскалации в районе Красного моря вызвали некоторый рост волатильности цен на нефть. Поскольку на Ближнем Востоке добывается 25% мировой нефти, а транспортировка через Красное море значительно подорожала, дальнейшая эскалация конфликтов может нарушить движение нефти по основным торговым путям. С другой стороны, наличие кризисных рисков в крупнейших экономиках, включая Китай, может оказать понижающее давление на цены на нефть.

Продовольственные товары. По мере улучшения условий поставок продолжается снижение международных цен на продовольственные товары способствовало дефляционной среде, сформировавшейся во многих странах в 2023 году. По состоянию на январь 2024 года Международный индекс цен на продовольствие (FAO) находится на самом низком уровне с начала 2021 года. Однако на международные цены на продовольствие могут существенно повлиять геополитические факторы, в том числе ситуация в Красном море.

Обеспокоенность по поводу рынка недвижимости Китая и риск замедления мирового роста сдерживают цены на медь.

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



Источник: Экономические данные Федерального резерва (FRED).

Конкуренция между ОПЕК+ и производителями нефти в США, а также опасения по поводу глобальной рецессии вызвали волатильность цен на нефть, но риски в основном направлены в сторону повышения.

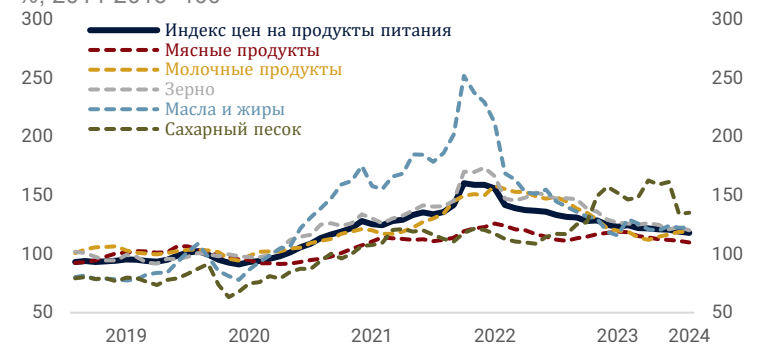
Рисунок 3.A.11. Мировые цены на нефть марки Brent Crude доллары США за баррель



Источник: Экономические данные Федерального резерва (FRED).

Рост мировых цен на продовольствие замедлился в результате корректировки спроса и предложения, но геополитическая напряженность создает некоторые риски.

Рисунок 3.A.12. Индекс цен на продовольствие Всемирной продовольственной организации (FAO) %, 2014-2016=100



Источник: Продовольственная и сельскохозяйственная организация Объединенных Наций (FAO)

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

Источник/тема	Нефть Brent, доллар/баррель)				Медь (доллар/тонна)			Прогноз ВБ мировых цен на продовольствие (годовой рост)		
	УЗИ	МВФ	ВБ	Консенсус	ВБ	РЭЕ	Консенсус	Нефть и продовольствие	Зерно	Иные продукты
Дата	Фев 24	Июнь 24	Окт 23	Мар 24	Окт 23	Дек 23	Мар 24	Окт 23	Окт 23	Окт 23
2024	82.4	79.1	81.0	82.5	7800	8072	8600	1.0	1.0	1.0
2025	79.5	75.3	80.0	80.0	8500	8509	9039	1.0	0.9	1.0

Источники: агентство EIA, ВБ, Bloomberg, REQ, МВФ

Специальный раздел: Текущая ситуация в экономике Китая

В 2023 году экономика Китая продемонстрировала рост примерно на 5,2%, несмотря на значительное ухудшение ситуации на рынке недвижимости, который с 2021 года находится в затыжном спаде. Рынок недвижимости Китая находился в упадке в течение почти 11 кварталов (ровно столько же времени рынок жилья в США находился в упадке в преддверии краха Lehman Brothers) из-за растущей задолженности крупных застройщиков (рис. 3.A.13).

Хотя вполне возможно, что реальный сектор экономики останется стабильным (как это было в США до мирового финансового кризиса), потери, скорее всего, будут переложены на банковский сектор, что приведет к значительному сокращению кредитования и замедлению роста реального сектора (рис. 3.A.14). Некоторые статистические данные, такие как доля инвестиций в жилищное строительство в ВВП (рис. 3.A.13), указывают на растущую неопределенность в отношении масштабов проблемы.

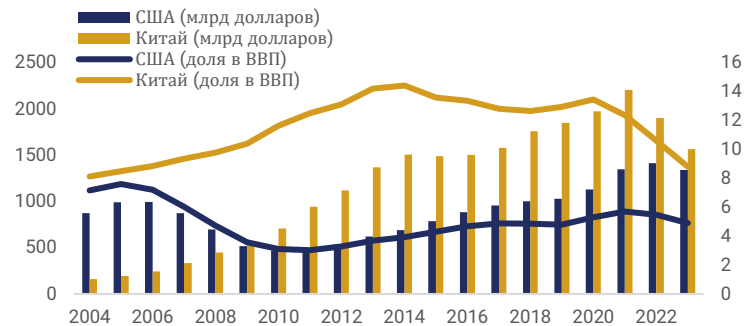
Оптимистические тенденции станут ощутимыми, если правительство вмешается и предпримет превентивные меры для поддержания высокого уровня капитализации банковской системы. Тем не менее экономика Китая находится на критическом этапе, учитывая быстрое снижение доверия потребителей и инвесторов. Хотя предыдущая политика стимулирования правительства обеспечила некоторую основу для реального экономического роста, инвесторы продолжают изымать средства из Китая. В результате за последние два года фондовый рынок Китая упал почти на 20%.

Экономика Китая важна по нескольким причинам. Поскольку Китай является второй по величине экономикой в мире, замедление роста экономики Китая может иметь серьезные глобальные последствия. В частности, Китай является крупным потребителем рынков нефти и меди (более 16% и 59% мирового потребления соответственно), и дальнейшее ухудшение состояния китайской экономики приведет к снижению спроса на мировых рынках, что приведет к резкому падению цен на нефть и другое сырье. Подобный сценарий развития событий может иметь последствия и для России, которые цепочкой передадутся экономике Армении. Наконец, снижение спроса в Китае может резко снизить цены на медь, что повлияет на стоимость экспорта меди из Армении.

Крупный рынок недвижимости Китая представляет риски с точки зрения глобального роста, но степень финансовых рисков не определена.

Рисунок 3.A.13. Объем инвестиций в недвижимость в США и Китае

левая ось: млрд долларов, правая ось: доля ВВП



Источники: Экономические данные Федерального резерва (FRED), Национальное бюро статистики.

Высокий реальный рост экономики Китая сохраняется, несмотря на спад на рынке недвижимости в течение двух лет подряд.

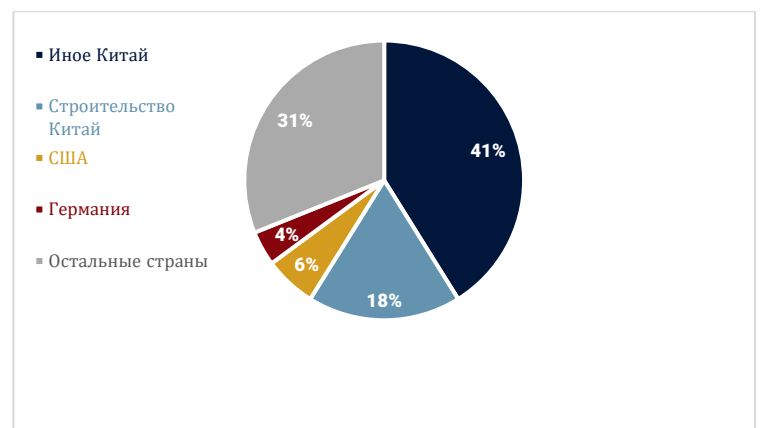
Рисунок 3.A.14. Площадь застройки и индекс обрабатывающей промышленности (по данным опроса менеджеров по закупкам) левая ось: 10 тыс. кв. метров, правая ось: число выше 50 означает расширение



Источники: Экономические данные Федерального резерва (FRED), Национальное бюро статистики.

Спад на рынке недвижимости окажет существенное влияние на сырьевые рынки.

Рисунок 3.A.15. Спрос на медь в Китае в 2022 году Доля в мировом спросе, %



Источник: Блумберг

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

Источник	США					ЕС						РФ				
	МВФ	ВБ	ОЭСР	ФРС	Консенсус	МВФ	ВБ	ОЭСР	ЕС	ЕЦБ	Консенсус	МВФ	ВБ	ОЭСР	ЦБР	Консенсус
Дата	Окт 23	Янв 24	Фев 24	Дек 23	Фев 23	Окт 23	Янв 24	Фев 24	Фев 24	Дек 23	Фев 24	Окт 23	Янв 24	Фев 24	Фев 24	Фев 24
Экономический рост (годовой, %)																
2023	2.5 (фактич.)					0.5 (фактич.)						3.6 (предвар.)				
2024	1.5	1.6	2.1	1.4	2.1	1.2	0.7	0.6	0.8	0.8	0.5	1.1	1.3	1.8	1.5	1.8
2025	1.8	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	1.6	1.3	1.5	1.5	1.4	1.0	0.9	1.0	1.5	1.0
2026	2.1	-	-	1.9	2.0	1.7	-	-	-	1.5	1.4	1.0	-	-	2.0	1.3
Инфляция (годовая, %)																
2023	3.4 (фактич.)					2.9 (фактич.)						7.4 (фактич.)				
2024	2.6	-	2.2	2.4	2.7	2.7	-	2.6	2.7	2.7	2.3	5.0	-	7.2	4.3	6.5
2025	2.3	-	2.0	2.1	2.4	2.2	-	2.2	2.2	2.1	2.1	4.0	-	5.3	4.0	4.5
2026	2.1	-	-	2.0	2.3	1.9	-	-	-	1.9	2.0	4.0	-	-	4.0	4.1

Источники: Международный валютный фонд (МВФ), Всемирный банк (ВБ), ОЭСР, ФРС США, Центральный банк ЕС, Блумберг.

Врезка 1. Ориентировочный рыночный сценарий

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

Б. Внутренний спрос

Валовой внутренний продукт

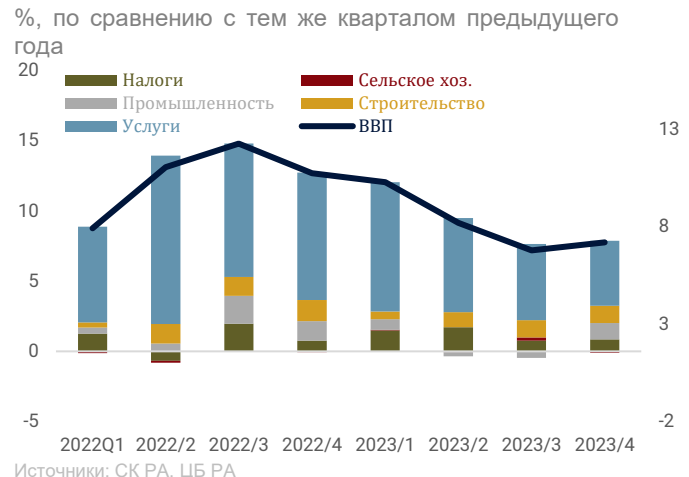
В 4-м квартале 2023 года зафиксированы высокие темпы экономического роста (7,8% г/г), что во многом обусловлено высокими темпами роста в сфере услуг (9,1%) и строительстве (12,7%). Рост сельского хозяйства и промышленности остается слабым, хотя в 4-м квартале промышленность несколько восстановилась благодаря обрабатывающему сектору. В связи с ускорением экономического роста в последние месяцы структура экономического роста несколько изменилась, что создает риски для дальнейшего сохранения высоких темпов роста. В секторе информации и связи, после высоких темпов роста в предыдущие годы, в 4-м квартале 2023 года зафиксирован спад. Учитывая важную роль ИТ-сектора в процессе формирования потенциала ВВП и экспортного потенциала, определенная корректировка в сторону их снижения может иметь последствия в среднесрочной перспективе. Однако явных признаков повсеместного сокращения по-прежнему нет: наряду с тенденциями развития искусственного интеллекта и глобального развития в отрасли можно наблюдать определенные структурные сдвиги. Доля торговли в сфере услуг увеличилась, что можно объяснить либо тем, что темпы роста спроса стали опережать предложение, либо тем, что большая часть роста приходится на экспорт товаров с реэкспортной составляющей. Восстановление в обрабатывающем секторе также не является повсеместным, что отражает развитие событий в некоторых подсекторах.

Высокий внешний спрос иностранных посетителей, определяющий экономический рост в 2022 году, несколько ослаб в 2023 году, о чем свидетельствует корректировка реальных затрат на одного туриста, в условиях сохранения практически стабильного и высокого уровня турпотока. Высокие темпы экономического роста и спроса в России, а также стимулирующая налогово-бюджетная политика подразумевают, что рост туризма останется высоким в среднесрочной перспективе. Хотя такие события окажут положительное влияние на экономическую активность и экспорт в краткосрочной перспективе, они несут в себе определенные риски с точки зрения изменения структуры экономики, подразумевающая сдвиг сферы услуг из производственных отраслей в туристический сектор, что окажет негативное влияние на долгосрочные потенциальные темпы роста.

В 1-м квартале 2024 года разрыв ВВП оценивается как положительный (рисунок 3.Б.2), хотя неопределенность в этом процессе сохраняется. Экономический рост продолжает оставаться выше долгосрочного потенциала. Новый избыточный спрос и инфляционное давление в последнем квартале прошлого года привели к некоторому ускорению цен на сырьевые товары с жесткими ценами. С другой стороны, слабое частное потребление и высокие темпы роста инвестиций (рис. 3.Б.4), наряду с ростом предложения рабочей силы и замедлением роста заработной платы (рис. 3.В.4), отражают относительно небольшой дисбаланс между совокупным спросом и предложением в экономике. Кроме того, циклично скорректированный реальный эффективный обменный курс (рис. 3.Г.7) также оказал определенное влияние на сдерживание избыточного внешнего спроса, хотя в последние месяцы он несколько снизился, ограничивая дальнейшее влияние на совокупный спрос.

Высокие темпы экономического роста сохранились в 4-м квартале 2023 года.

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



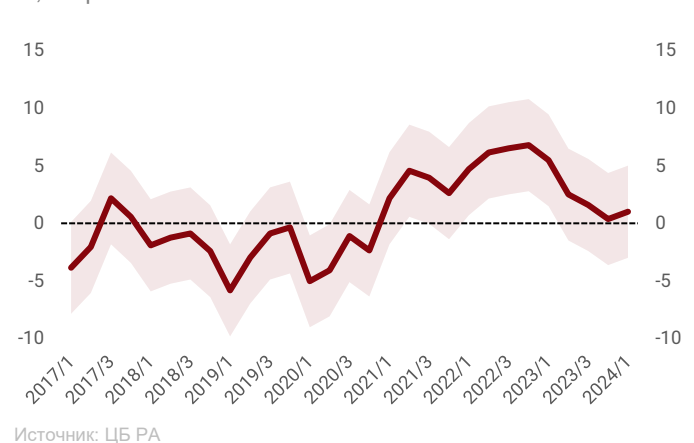
Снизилось как количество посещающих страну туристов, так и средние расходы.

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



Совокупный спрос продолжает расти темпами, опережающими совокупное предложение.

Рисунок 3.Б.3. Разрыв ВВП



Потребление и инвестиции

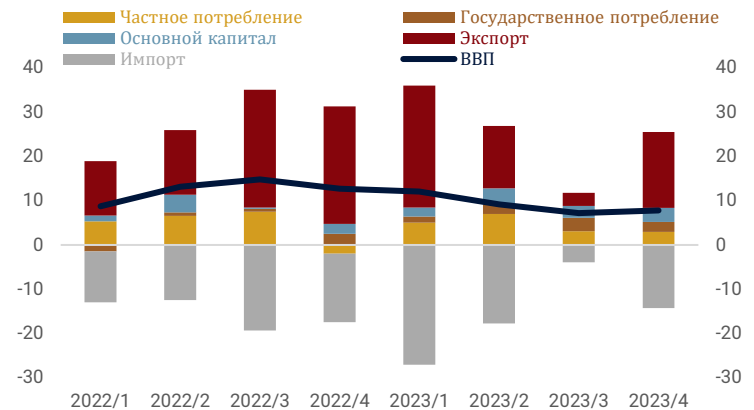
Продолжительный рост валового потребления в 4-м квартале 2023 году произошел в основном за счет увеличения государственных расходов (15,6% г/г) (рис. 3.Б.4). Частное потребление, после ускорения в 1-м полугодии 2023 года, несколько ослабло, зарегистрировав рост в 5,2% г/г в 4-м квартале 2023 года. Рост инвестиций продолжает оставаться на высоком уровне, поддерживаемый как капитальными расходами, так и частными инвестициями, направленными в основном на рынок недвижимости. Рост частных инвестиций, благодаря накопленным в предыдущие годы сбережениям, предполагает более благоприятные условия предложения в экономике, обеспечивая некоторую уверенность в ослаблении давления избыточного спроса в среднесрочной перспективе (рис. 3.Б.2). Высокие уровни разрешений на строительство и импорта инвестиционных товаров указывают на продолжающийся высокий рост частных инвестиций (рис. 3.Б.6). Запланированные строительные работы, связанные с эксплуатацией Амулсара, могут положительно повлиять на строительный и горнодобывающий секторы в 2024 году, увеличив потенциал отечественной экономики и экспорта.

Основной проблемой в ближайшем будущем является ускорение внутреннего спроса за счет расходования ранее накопленных сбережений в частном секторе, а также снижение долговой нагрузки и рост дальнейшего кредитного потенциала. Эти факторы могут еще больше усилить давление избыточного спроса в экономике, которая близка или определенно превышает потенциал ВВП, и сдерживать корректировку базовой инфляции и инфляционных ожиданий. Кроме того, ожидается, что программы социально-экономической поддержки, направленные на содействие притоку и интеграции вынужденных переселенцев из Арцаха, окажут определенное положительное влияние на совокупный спрос в краткосрочной перспективе (см. Врезку 2). Интеграция вынужденных переселенцев из Арцаха на рынок труда РА также может оказать большое влияние на процесс балансирования спроса и предложения в экономике.

Денежные переводы физических лиц в 2023 году существенно снизились по сравнению с предыдущим годом (рис. 3.Б.5) из-за замедления экономической активности в основных странах-партнерах, а также резкой девальвации рубля по отношению к доллару США с июля 2023 года. В то же время сокращение разрыва заработной платы в строительных секторах Армении и России (рис. 3.В.3), а также возможное налогообложение доходов сезонных трудовых мигрантов могут создать риски сезонной миграции и замедления денежных переводов, что окажет некоторое понижающее давление на внутреннее потребление.

Перегретое состояние экономики не является массовым явлением, но существуют риски с точки зрения ускорения частного потребления.

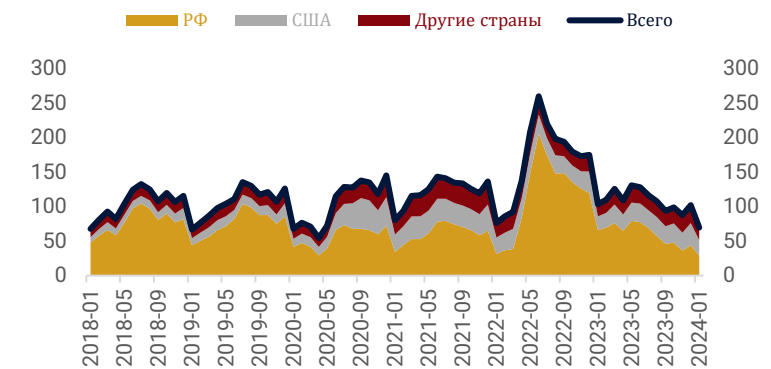
Рисунок 3.Б.4. Рост реального ВВП по компонентам расходов %, по сравнению с тем же кварталом предыдущего года



Источники: СК РА, ЦБ РА

Некоммерческие переводы значительно снизились по сравнению с максимумами 2022 года.

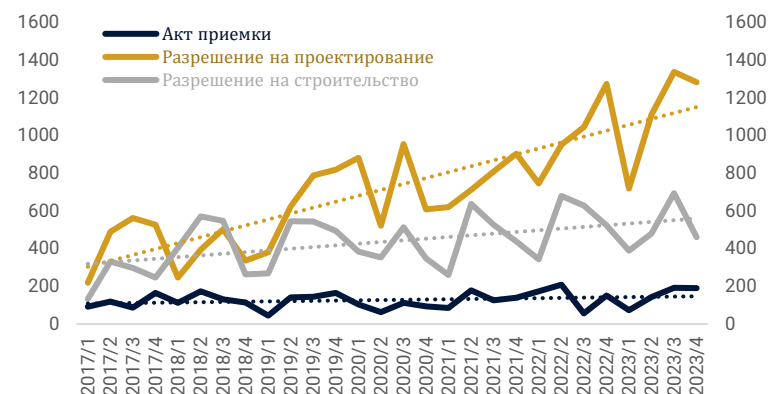
Рисунок 3.Б.5. Полученные денежные переводы по странам Ежемесячные потоки, млн. драмов



Источник: ЦБ РА

Рост количества выданных разрешений на строительство продолжает бить рекорды.

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



Источник: Мэрия Еревана

Внешняя торговля

Учитывая накопление запасов имущественных ценностей и доходов за последние два года, спрос на импортные товары остается высоким, выразившись в ускорении темпов роста импорта в 4-м квартале 2023 года. Высокий внешний спрос на товары отечественного производства выразился в ускорении роста экспорта. В то же время улучшение инвестиционного климата может отразиться на высоких темпах роста импорта капитальных товаров, несмотря на некоторую корректировку в последнем квартале. В среднесрочной перспективе увеличение импорта инвестиционных товаров может смягчить инфляционные эффекты, поскольку инвестиционные товары увеличивают потенциал экономики.

Реальный эффективный обменный курс в 1-м квартале 2024 года в определенной степени обесценился из-за ослабления армянского драма и низкой инфляции по сравнению с основными странами-торговыми партнерами Армении. Основная неопределенность здесь связана с ролью циклически завышенного обменного курса драма в процессе стабилизации внешних дисбалансов и поглощения избыточного спроса. Возросший с 2022 года на фоне геополитических событий в Евразийском регионе внешний спрос, приток капитала и рабочей силы, высокий приток туризма и экспорт ИТ-услуг способствовали значительному повышению реального эффективного обменного курса драма (рис. 3.Б.8), в то время, как низкая внутренняя инфляция с 2023 года по сравнению с инфляцией в странах-партнерах способствовала замедлению темпов укрепления курса драма. И если укрепление реального эффективного обменного курса драма носит в основном циклический характер, его корректировка неизбежно потребует резкого увеличения дефицита текущего счета. С другой стороны, возможно, что нынешний уровень внешнего спроса отражает новые возможности, которые способствуют увеличению долгосрочного потенциала экспорта и экономики (особенно в сфере услуг), что приводит к фундаментальному, а не циклическому повышению реального эффективного обменного курса драма.

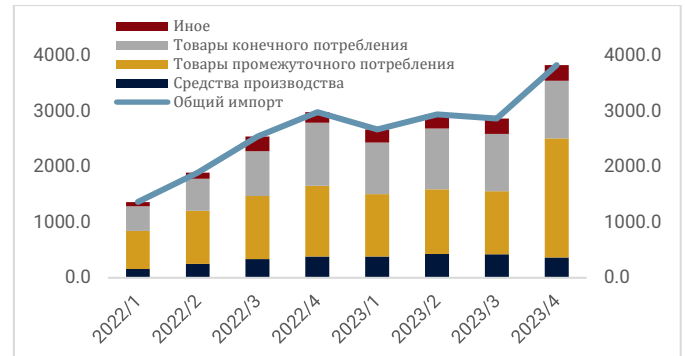
Налогово-бюджетная политика

Учитывая высокие темпы роста ВВП и избыточный спрос в экономике, желательна антициклическая налогово-бюджетная политика, которая в целом была реализована в 2023 году, в течение которого фискальный импульс был сдерживающим из-за улучшения соотношения налогов к ВВП, а также умеренного увеличения расходов относительно роста ВВП. Основываясь на бюджете на 2024 год и среднесрочный план расходов на 2024-2026 гг., влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в среднесрочной перспективе оценивается как нейтральное. Это будет обусловлено ожидаемым увеличением текущих и капитальных расходов, а также ростом соотношения налоги/ВВП с учетом процесса совершенствования налогового администрирования.

Однако в краткосрочном периоде ожидаются риски перераспределения текущих бюджетных расходов, что может стимулировать внутреннее потребление (см. Врезку 2). Более того, любой дефицит капитальных расходов представляет риск для потенциального роста экономики в среднесрочной перспективе.

Спрос на потребительские и инвестиционные продукты остается высоким.

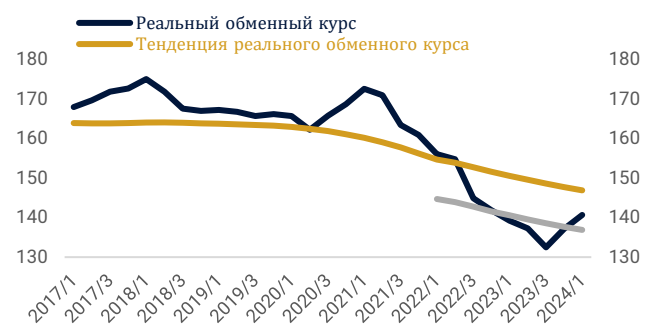
Рисунок 3.Б.7. Объемы импорта по видам экономической деятельности млн. долларов США



Источники: СК РА, ЦБ РА

Неопределенность в отношении тенденции повышения реального обменного курса сохраняется.

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



Источник: ЦБ РА

Недовыполнение капитальных расходов, наряду с возможным увеличением текущих расходов, может привести к тому, что бюджетно-налоговая политика окажется в основном в инфляционном диапазоне.

Рисунок 3.Б.9. Налогово-бюджетный импульс и сценарии на 2024 год
Процентный пункт, содействие экономическому росту



Источники: Минфин РА, расчеты ЦБ РА

Врезка 2. Макроэкономические последствия насильственного перемещения населения из Арцаха

После 19 сентября 2023 года более 100 тыс. жителей Арцаха были насильственно перемещены со своих мест постоянного проживания. Они оказались на территории Республики Армения, и в большинстве случаев имели при себе только предметы первой необходимости из-за внезапного и вынужденного перемещения. Настоящий анализ направлен на оценку макроэкономического воздействия событий, происходящих в Арцахе, на экономику РА.

С макроэкономической точки зрения приток вынужденных переселенцев может иметь краткосрочные и среднесрочные последствия для совокупного спроса и предложения, а также для налогово-бюджетной политики и государственного долга. В краткосрочной перспективе воздействие на экономику будет в основном выражаться в дополнительном давлении спроса со стороны вынужденно перемещенного населения, которое будет направлено на поддержание прежних объемов потребления на территории Республики Армения, а также восстановление запасов товаров длительного пользования и обеспечение жильем.

По довоенной статистике Арцаха, в 2019 году годовое потребление населения Арцаха составляло около 250 млрд драмов, из которых около 100 млрд импортировалось из Армении, а оставшийся спрос удовлетворялся за счет внутреннего производства Арцаха. Если предположить, что ранее зафиксированные объемы потребления сохраняются, то дополнительное влияние на совокупный спрос в РА в краткосрочной перспективе оценивается в размере неимпортируемого потребления в размере около 150 млрд драмов плюс дополнительный единовременный рост спроса на товары длительного пользования и жилье. Потребление может оказаться ниже прогнозируемого из-за отсутствия соответствующих источников финансирования и неуверенности относительно будущего, что заставит людей проявлять более осторожное сберегательное поведение.

Потенциальным источником финансирования дополнительного спроса могут стать сбережения вынужденно переселенного населения, а также программы социальной помощи, реализуемые Правительством. Согласно статистическим данным Центрального банка, по состоянию на август 2023 года сбережения населения Арцаха оцениваются примерно в 200 млрд драмов, включая расчетную сумму наличных денег. После сентября 2023 года правительство реализовало ряд мер по поддержке вынужденно перемещенного населения. К таким мерам относятся единовременные денежные переводы, выделение средств на оплату жилья и коммунальных услуг, на оплату обучения, пенсии и другие программы. Согласно закону о госбюджете на 2024 год, на поддержку вынужденно переселенного населения в 2024 году выделено около 47 млрд драмов. Учитывая также поддержку, оказываемую населением РА и армянской диаспорой вынужденно переселенным гражданам, в краткосрочной перспективе ожидается определенное ускорение спроса и повышение инфляционного давления. Однако влияние на инфляцию оценивается как умеренное, если принять во внимание моральную сторону событий. По данным публикации Статистического комитета РА, с октября розничная торговля значительно ускорилась, что, вероятно, отражает эффект описанного дополнительного спроса.

С точки зрения налогово-бюджетной политики и государственного долга стоит отметить, что расходы на социальную помощь будут финансироваться за счет сумм ранее запланированного межгосударственного кредита для Арцаха. Поэтому увеличение дефицита бюджета в 2024 году, который оценивается в 4,6% ВВП, технически не означает увеличения расходов и государственного долга, а лишь отражает перераспределение средств от межгосударственного кредита на текущие расходы. Ранее объемы межгосударственного кредита составляли около 150 миллиардов драмов, из которых 47 миллиардов было направлено на реализацию конкретных программ в этом году. Эти программы покрывают расходы на образование и расходы на социальное обеспечение и защиту. Остальные средства межгосударственного кредита были переведены в резервный фонд для финансирования будущих необходимых расходов.

В среднесрочной перспективе вынужденно переселенное население из Арцаха окажет положительное влияние на рост потенциала экономики РА, способствуя увеличению предложения рабочей силы и активизации возможных инвестиций, чтобы увеличение предложения рабочей силы было поглощено экономикой. Однако в краткосрочной перспективе возможен некоторый рост безработицы, поскольку численность перемещенного населения довольно велика по сравнению с поглощающей способностью рынка труда. Сценарии могут быть разными, но если предположить, что все вынужденно переселенное население останется в РА, и с учетом оценок Центрального банка относительно трудовых ресурсов среди вынужденно переселенного населения (около 43%), первоначальный эффект на безработицу оценивается в максимум 2,6%. В среднесрочной перспективе, учитывая только фактор увеличения рабочей силы, влияние на потенциальный экономический рост РА оценивается примерно в 1 процентный пункт. Возможны дополнительные воздействия в зависимости от инвестиций и накопления капитала, которые в основном будут зависеть от общей макроэкономической среды и индекса предпринимательской уверенности. Более быстрая интеграция вынужденно перемещенного населения в рынок труда РА поможет снизить инфляционное давление, создаваемое и без того "перегретым" рынком труда, и будет способствовать более сбалансированному совокупному спросу и предложению в экономике.

Рисунок В.2.1: Сбережения населения Арцаха по состоянию на август 2023 года, млрд драмов



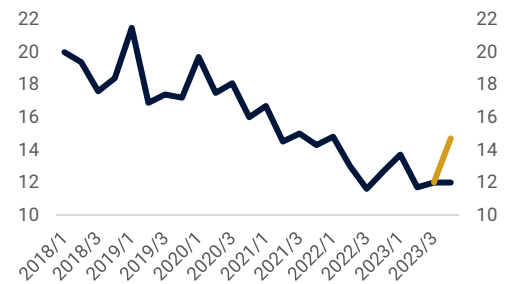
Источник: ЦБ РА

Рисунок В.2.2. Дефицит бюджета и чистое кредитование, %, ВВП



Источники: расчеты ЦБ РА, Минфин РА

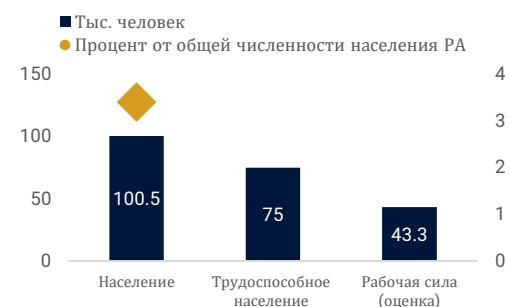
Рисунок В.2.3. Предварительное влияние на безработицу, %



Источники: расчеты ЦБ РА

Рисунок В.2.4. Население, насильственно перемещенное из Арцаха

тыс. человек (слева); процент от общей численности населения РА



Источники: СК РА, расчеты ЦБ РА

В. Текущая ситуация на рынке труда и динамика инфляции

Безработица

В 3-м квартале 2023 года безработица осталась на исторически низком уровне (12,0%) (рис. 3.В.1), отражая сложную ситуацию на рынке труда. Число зарегистрированных работников (на основе данных Комитета государственных доходов, а не опросов домохозяйств) продолжает расти и не демонстрирует явных признаков замедления.

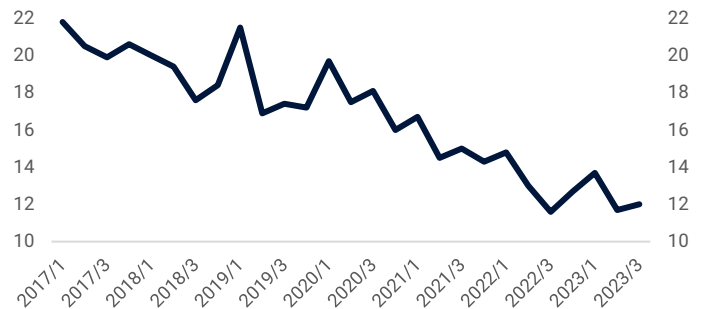
Рост участия в рабочей силе в условиях продолжающегося притока рабочих-мигрантов может несколько облегчить ситуацию на рынке труда, быстро ослабив инфляционное давление на рынке труда. В частности, продолжающийся приток рабочих-мигрантов из Индии будет иметь определенные отраслевые последствия для рынка труда (особенно в таких секторах, как строительство, сфера услуг, текстильная промышленность и т. д., где существует потребность в привлечении рабочей силы). В этом контексте разрыв в оплате труда между Арменией и Индией является важным стимулом для притока трудовых мигрантов. До 2021 года разрыв в оплате труда между двумя странами был умеренно положительным и стабильным, но начиная с 2021 года он значительно увеличился (почти вдвое в некоторых отраслях), стимулируя поток трудовых мигрантов из Индии в Армению (рис. 3.В.2).

Разрыв в оплате труда между Арменией и Россией продолжает сокращаться (особенно в строительном секторе, где сконцентрированы трудовые мигранты из Армении), благодаря сохранению высокой активности в строительной отрасли в Армении и особенно ослаблению рубля по отношению к драму в последние месяцы. Эти тенденции могут несколько замедлить поток трудовых мигрантов из Армении в Россию. Это может оказать положительное влияние на внутренний рынок труда, поскольку потенциал ВВП в некоторой степени увеличится вместе с расширением предложения рабочей силы (рис. 3.В.3).

В то же время приток вынужденных переселенцев из Арцаха также может оказать положительное влияние на предложение рабочей силы и рост потенциала ВВП в среднесрочной перспективе. В зависимости от скорости интеграции на рынок труда, а также обстоятельств пребывания вышеупомянутых лиц в РА, это может привести к росту безработицы в краткосрочной перспективе. Однако в среднесрочной и долгосрочной перспективе ожидается положительное влияние на потенциальный рост ВВП за счет увеличения предложения рабочей силы и накопления капитала. При таком сценарии инфляционное давление со стороны рынка труда может ослабнуть (см. Врезку 2).

Несмотря на исторически низкий уровень безработицы, увеличение предложения рабочей силы способствовало ослаблению инфляционного давления.

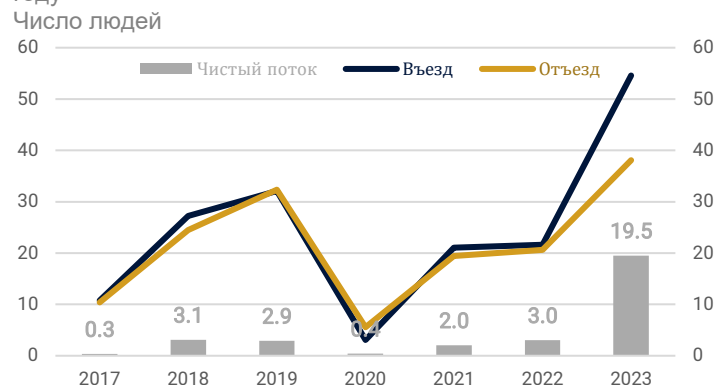
Рисунок 3.В.1. Уровень безработицы
%, кварталный



Источник: СК РА

Приток граждан Индии продолжается.

График 3.В.2. Пересечение границы жителями Индии в 2023 году

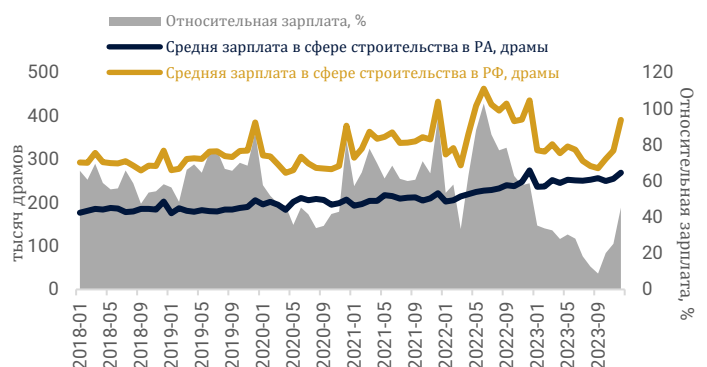


Источник: СК РА

Разрыв в оплате труда в строительной отрасли РА и РФ сократилась, что может повлиять на поток сезонных мигрантов из РА в РФ.

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

Левая ось: тыс. драмов, правая ось: относительная заработная плата, %.



Источник: СК РА

Рост заработной платы

Рост номинальной заработной платы в частном секторе остается на высоком уровне, составив 7,9% г/г (рис. 3.В.4). Частично это связано с ростом производительности труда (например, притоком высокопроизводительной рабочей силы в ИТ-сектор и т.д.). Некоторое замедление роста заработной платы в последние месяцы является следствием увеличения предложения рабочей силы (например, приток трудовых мигрантов из Индии, рост участия в рабочей силе, насильственное перемещение населения из Арцаха и т.д.). Несмотря на некоторое замедление роста заработной платы в частном секторе, он остается повышенным и значительно превышает другие показатели инфляции, что может привести к инфляционному давлению.

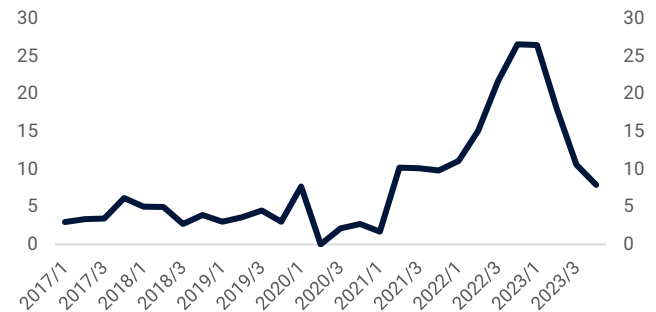
Инфляция

Инфляционная среда существенно смягчилась за счет ослабления инфляционного давления со стороны мировой экономики, которое выразилось главным образом в снижении цен на импортные товары. Инфляция услуг, вызванная внешним и внутренним спросом, после высоких показателей предыдущих лет, несколько снизилась. В то же время продолжающийся рост потребительского кредитования, а также давление со стороны рынка труда могут привести к инфляционному давлению, обусловленному спросом, которое также будет поддержано изменениями в налоговом администрировании в этом году (включая налог с оборота, акцизный налог, налог на услуги такси и др.). Общее влияние на инфляцию будет относительно ограниченным, и может быть даже слабым в случае, если полностью не перейдет на потребителя. По прогнозам рынка (в том числе МВФ), инфляция в ближайшее время будет близка к целевому показателю или ниже показателя (табл. 3.В.1).

В январе 2024 года индекс неэкспортных жестких цен (далее - ИНЖЦ) оставался на относительно стабильном уровне, составив 3,0% г/г. В 4-м квартале 2023 года наблюдаемые инфляционные тенденции в связи с увеличением спроса на аренду жилья и другие неэкспортируемые услуги постепенно затухли, отражая ослабление инфляционного давления товаров с жесткими ценами. В то же время рост тарифов на услуги, обусловленные внешним спросом, особенно на воздушный транспорт, рестораны, гостиницы, культурно-развлекательные услуги, несколько замедлился, а в месячном исчислении на некоторые услуги даже наблюдалось падение цен (например, гостиницы - 2,8%, транспорт - 1,2%). Базовая инфляция, исключая сезонные продукты питания и регулируемые услуги, осталась в области отрицательных значений - на уровне -0,4% г/г, что во многом отражает дефляционные тенденции, передающиеся от импортных товаров (например, хлебобулочные изделия, масла и жиры, сахар и т.д.).

Рост номинальной заработной платы остается высоким, значительно снизившись по сравнению с предыдущими годами.

Рисунок 3.В.4. Рост номинальной заработной платы %, по сравнению с тем же кварталом предыдущего года



Источник: СК РА

Индекс потребительских цен остается в области отрицательных значений, в основном из-за низких цен на импортные товары, инфляция услуг несколько замедлилась.

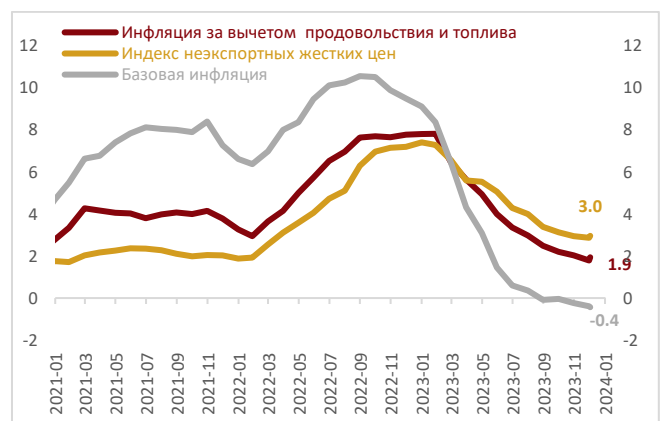
Рисунок 3.В.5. Инфляция %, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года



Источник: СК РА, ЦБ РА

Инфляция неэкспортируемых товаров с жесткими ценами продолжает снижаться.

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



Источник: СК РА, ЦБ РА

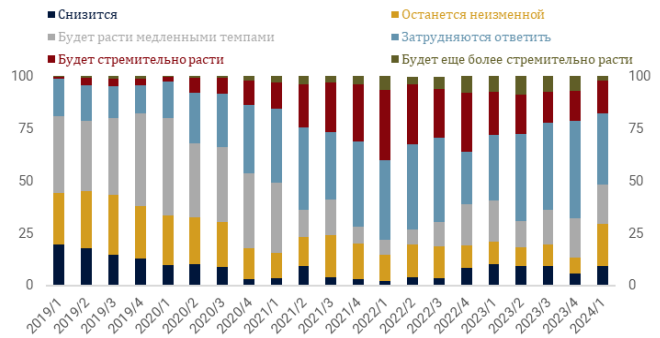
Инфляционные ожидания

Согласно результатам проведенного Центральным банком Армении опроса домохозяйств об инфляционных ожиданиях, в 1-м квартале 2024 года, по сравнению с предыдущим кварталом, меньше домохозяйств ожидают роста инфляции относительно быстрыми темпами. Это соответствует дефляционным тенденциям в экономике, что отражается на общем уровне инфляции. Более того, большинство домохозяйств ожидают, что инфляция останется стабильной или будет расти более медленными темпами. Несмотря на то, что неопределенность в отношении инфляции ниже, чем в предыдущие два квартала, она остается высокой, что, вероятно, отражает восприятие населением сохраняющейся высокой инфляции для некоторых товаров, особенно услуг. Важно отметить, что, хотя общая тенденция результатов опроса в первом квартале в некоторой степени положительная, инфляционные ожидания по сравнению с 2021-2022 годами в целом остались на высоком уровне, что указывает на то, что инфляционные ожидания корректировались гораздо медленнее по сравнению с тенденциями к значительному снижению общей инфляции.

Меньше респондентов высказываются за высокую инфляцию, но сохраняется большая неопределенность.

Рисуно 3.В.7. Результаты опроса по инфляционным ожиданиям

Доля респондентов опроса, поквартально



Источник: ЦБ РА

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

Источник	МВФ	Опрос ЦБ
Дата	10-2023г.	4-й квартал 2023 г.
Рост ВВП (годовой, %)		
2023 (фактический)		8.7
2024	5.0	6.0
2025	4.5	5.5
2026	4.5	5.5
Инфляция (годовая, %)		
2023 (фактическая)		-0.6
2024	4.0	3.3
2025	4.0	4.0
2026	4.0	4.0

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

Врезка 3. Индексы неэкспортных жестких цен. Разработка новых концепций для анализа денежно-кредитной политики

При принятии решений по денежно-кредитной политике в условиях неопределенности построение различных комбинаций из отдельных компонентов важных макроэкономических переменных (например, инфляции) может помочь разработчикам политики лучше понять динамику фундаментальных условий и получить более полную картину в рамках комплексного анализа экономики и политики. Целью разработки индекса неэкспортных жестких цен (далее - ИНЖЦ) является не просто построение альтернативного, чисто статистического индекса базовой инфляции. Статистические подходы, лежащие в основе традиционных показателей инфляции (например, базовая инфляция, медианная инфляция и т. д.), слишком часто фокусируются на исключении наиболее волатильных компонентов из состава инфляции без глубокого рассмотрения экономического обоснования группировки и классификации отдельных компонентов. Мотивацией разработки ИНЖЦ является построение новой концепции инфляции в рамках трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, а также проведение и распространение анализа на ее основе. Он соответствует двум наиболее важным каналам трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики: ожидаемой траектории процентных ставок в краткосрочной перспективе и последствия для обменного курса.

В процессе проведения перспективного анализа в условиях неопределенности, разработчикам политики следует обращать пристальное внимание на ранние предупреждающие сигналы о возможном ослаблении инфляционных ожиданий. В этом контексте особенно полезно рассмотреть такой индекс инфляции, который лучше отражает обобщенные условия избыточного спроса в экономике и помогает лучше понять основные мотивы изменений общего уровня цен в экономике. Концептуальная основа разделения цен, чувствительных (гибких) и менее чувствительных (жестких) к колебаниям валютного курса, которая считается ключевой для оценки эффективности краткосрочных процентных ставок с течением времени, построена на работах Дорнбуша “Overshooting sticky-price model” и Рогоффа и Обстфельда “New Open Economy (NOEM)”. Экспортируемые товары напрямую подвержены влиянию колебаний обменного курса и имеют относительно гибкие цены, в то время как неэкспортируемые товары (в основном услуги) характеризуются относительно жесткими ценами.

Логика жестких цен заключается в том, что на некоторые продукты цены устанавливаются/меняются реже, чем на другие. В этом контексте разумно предположить, что твердые цены могут содержать некоторую прогнозную информацию об инфляционных ожиданиях. Соответственно, жесткие цены более ориентированы на будущее, чем гибкие цены, и могут содержать лучшие сигналы об инфляционных ожиданиях. В то же время гибкие цены очень быстро адаптируются к изменениям условий и служат важными сигналами предупреждения о ранних тенденциях инфляции. Неспособность денежно-кредитной политики адекватно реагировать на вышеуказанные импульсы, особенно в условиях общего давления избыточного спроса, может создать риски передачи инфляционного давления на более жесткие сектора экономики (например, заработную плату, ИНЖЦ). В этом случае для обеспечения ценовой стабильности потребуются более жесткая реакция с точки зрения денежно-кредитной политики, что, в свою очередь, может вызвать неоправданные потери в реальном секторе экономики. Разделение экспортных и неэкспортируемых товаров указанным выше способом позволит политикам более разумно анализировать и сообщать о роли обменного курса.

Вышеупомянутые исследования, а также работа Федерального резервного банка Атланты по построению индекса жестких цен способствовали разработке индекса неэкспортных жестких цен со стороны Центрального банка РА. Индекс включает такие услуги, как аренда жилья, услуги здравоохранения и образования и т.д. ИНЖЦ составляет около 16% потребительской корзины РА (2024 г.).

В то же время важно отметить, что, как и любой другой показатель инфляции, ИНЖЦ не является легким и простым способом для решения различных проблем. Скорее всего, ИНЖЦ это всего лишь один из многих полезных инструментов, который при использовании в рамках комплексной системы денежно-кредитной политики, построенной на основе разумного управления рисками, прозрачной коммуникации и критического мышления в отношении исторических событий может способствовать более обоснованному принятию решений и коммуникации со стороны разработчиков политики.

Рисунок В.3.1. Показатели инфляции: индекс потребительских цен и индекс неэкспортных жестких цен
рост г/г, %, 2007-2023 гг.



Источники: СК РА, ЦБ РА

На рис В.3.1 показаны исторические ряды показателей инфляции и ИНЖЦ в РА. Хотя инфляция демонстрировала относительно большую волатильность с течением времени в ответ на различные факторы и шоки (включая уникальные и своеобразные шоки), ИНЖЦ, по причинам, кратко изложенным в приложении, увеличивался только в периоды общего избыточного давления со стороны спроса, который предполагал сравнительно жесткие ответные меры денежно-кредитной политики (например, российский финансовый кризис 2013–2014 годов, период после Covid и т. д.).

Г. Текущая ситуация на финансовом рынке

Ожидания на финансовых рынках относительно процентной ставки

Центральный банк проводит периодические опросы участников финансового рынка, включая коммерческие банки, институциональных инвесторов, управляющих активами и других (см. Врезку 4). Согласно опросам, проведенным 6 марта 2024 года, участники рынка в среднем ожидают, что Центральный банк продолжит постепенно снижать ключевую ставку в течение следующих восьми решений о ставках. Ключевые риски и проблемы, лежащие в основе представленных респондентами прогнозов, также являются важной информацией для построения набора сценариев СВ.

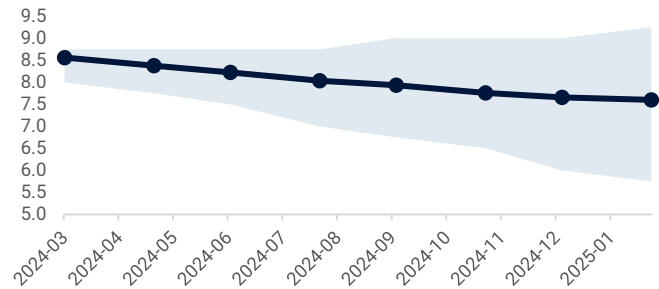
Ожидания, выведенные из кривой доходности, показывают более высокие процентные ставки, чем в среднем ожидают респонденты. В целом после января долгосрочный отрезок кривой доходности (особенно свыше 1 года) сместился вниз. Снижение долгосрочных процентных ставок частично отражает постепенное снижение ключевой ставки до нейтрального уровня (рис. 3.Г.3). Однако короткий отрезок кривой остается высоким с сентября прошлого года. Возможно, это связано с ожиданиями участников рынка ослабления драма или повышения страновой премии за риск, что могло произойти после прошлогодних сентябрьских событий в Арцахе. Альтернативная интерпретация может быть связана не с ожиданиями ослабления драма или повышения процентных ставок, а с волатильностью премии, учитываемой в процентных ставках, из-за перемещений спроса и предложения на рынке государственных ценных бумаг.

Нейтральная процентная ставка

Реальные процентные ставки в экономике также снизились в 4-м и 1-м кварталах в связи со смягчением денежно-кредитной политики. Однако неопределенность вокруг уровня нейтральной процентной ставки поднимает некоторые вопросы о том, в какой степени реальные процентные ставки остаются пока выше нейтрального уровня, который выражает не стимулирующую, не сдерживающую, а нейтральную позицию денежно-кредитной политики. С одной стороны, движение кривой доходности вверх после сентября 2023 года можно интерпретировать как увеличение страновой премии за риск, что может быть выражено в оценке более высокого уровня нейтральной ставки. Рост долгосрочных процентных ставок в мире также может указывать на более высокий уровень глобальных нейтральных процентных ставок, что создает необходимость для развивающихся стран пересмотреть представления о нейтральных процентных ставках. С другой стороны, увеличение экспортного потенциала РА в последние годы и укрепление реального эффективного обменного курса драма могут указывать на более низкие нейтральные процентные ставки, поскольку инвесторы также учитывают тенденции обменного курса при принятии решений по драмовым или инвалютным активам. Более подробную информацию о нейтральной процентной ставке можно найти во Врезке 4 "Обзора инфляции за 4-й квартал 2019 года".

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

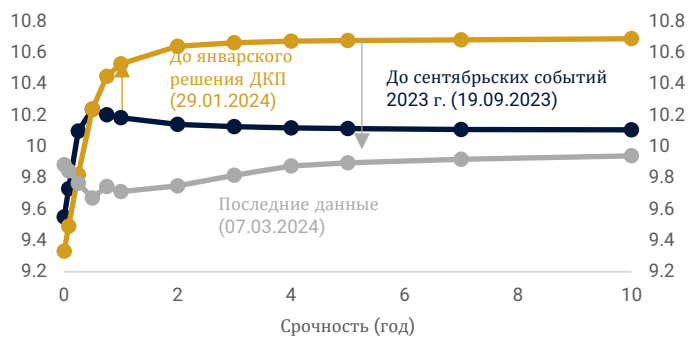
Рисунок 3.Г.1. Траектория процентной ставки согласно ожиданиям участников финансового рынка (по данным опросов ЦБ (6 марта 2024 г.))
процентная ставка, %



Источник: ЦБ РА

После повышения, вызванного сентябрьскими событиями, доходность облигаций в феврале стабильно снижалась.

Рисунок 3.Г.2. Кривая доходности
доходность, %



Источник: ЦБ РА

Степень жесткости денежно-кредитных условий

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



Источник: ЦБ РА

Условия кредитования

Привлеченные и предоставленные коммерческими банками средства в 4-м квартале 2023 года продолжили расти, отражая высокую экономическую активность в реальном секторе экономики. В этот же период наблюдался определенный рост процентных ставок по кредитам, предоставленным населению, в связи с высоким уровнем спроса на кредиты. Высокие темпы экономического роста, рост доходов частного сектора и снижение долговой нагрузки относительно доходов на протяжении двух лет могут повысить доверие к частному сектору, способствуя дальнейшему ускорению кредитования в экономике и усилению инфляционного давления. Исследования, проведенные Центральным банком Армении, показывают, что индекс изменения условий банковского кредитования находится в диапазоне чистого смягчения. Ожидается, что спрос на кредиты увеличится в основном за счет роста потребительского и бизнес-кредитования. Индекс ожидаемого спроса на ипотеку также несколько восстановился и находится в диапазоне чистого смягчения. Однако существуют определенные риски относительно замедления спроса на ипотечное кредитование, обусловленного, по оценкам респондентов, слабым спросом на аренду недвижимости и ожидаемыми изменениями в законе о возврате подоходного налога.

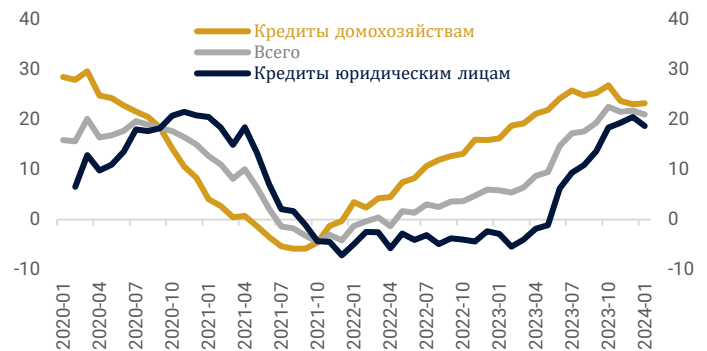
Номинальный обменный курс

В 1-м квартале 2024 года драм оставался относительно стабильным по отношению к доллару США, хотя несколько обесценился по отношению к евро и рублю (рис. 3.Г.7). Это в основном было вызвано повышением курса этих валют по отношению к доллару США. Относительно стабильное состояние драма по отношению к доллару США обусловлено балансировкой факторов укрепления и ослабления. С одной стороны, высокий внешний спрос на услуги РА и высокий уровень производства и экспорта высокопроизводительных услуг продолжают оказывать давление на укрепление курса драма, с другой стороны, сильный внутренний спрос РА способствует ускорению импорта и наличию давления на ослабление.

Страновая премия за риск (рис. 3.Г.8; рассчитывается как разница между доходностью армянских еврооблигаций со сроком погашения в 2029 году и базовой безрисковой процентной ставкой с тем же сроком погашения) остается относительно низкой после некоторого повышения произошедшего в результате событий в сентябре и октябре 2023 года в Арцахе. В настоящее время премия за риск ниже уровня, наблюдавшегося в сентябре, отчасти следуя тенденциям на развивающихся рынках. С тех пор снижение долгосрочных процентных ставок в США уменьшило опасения по поводу оттока капитала из стран с формирующимся рынком, что привело к позитивной переоценке риска стран с формирующимся рынком в целом. Однако факторы, специфичные для экономики Армении, в том числе неопределенность в отношении перспектив региональной геополитической напряженности, создают высокие риски для страновой премии за риск, потенциально влияя на финансовые рынки и потоки капитала.

Спрос на потребительские кредиты продолжает расти.

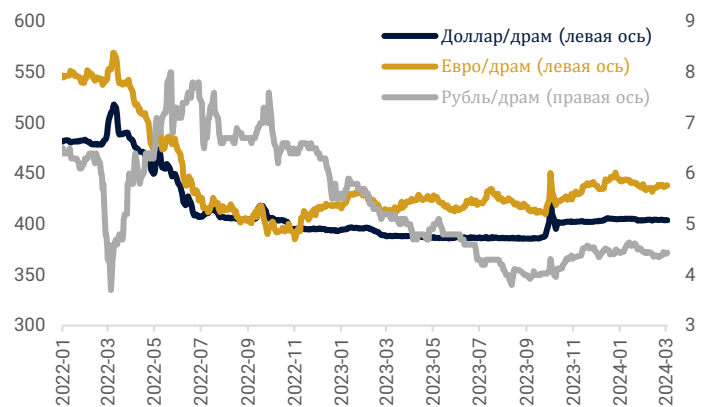
Рисунок 3.Г.4. Динамика кредитов, предоставленных коммерческими банками населению и юридическим лицам %, по сравнению с тем же месяцем предыдущего года



Источник: ЦБ РА

Значительное укрепление драма с середины 2022 года.

Рисунок 3.Г.5. Номинальный курс драма к доллару, евро и рублю
левая ось: доллар/драм и евро/драм; правая ось: рубль/драм



Источник: ЦБ РА

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

Рисунок 3.Г.6. Доходность еврооблигаций Армении со сроком погашения в 2029 году и оценка страновой премии за риск
левая ось: %, доходность; правая ось: базисный пункт, страновая премия за риск.



Источники: Минфин РА, ЦБ РА

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

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

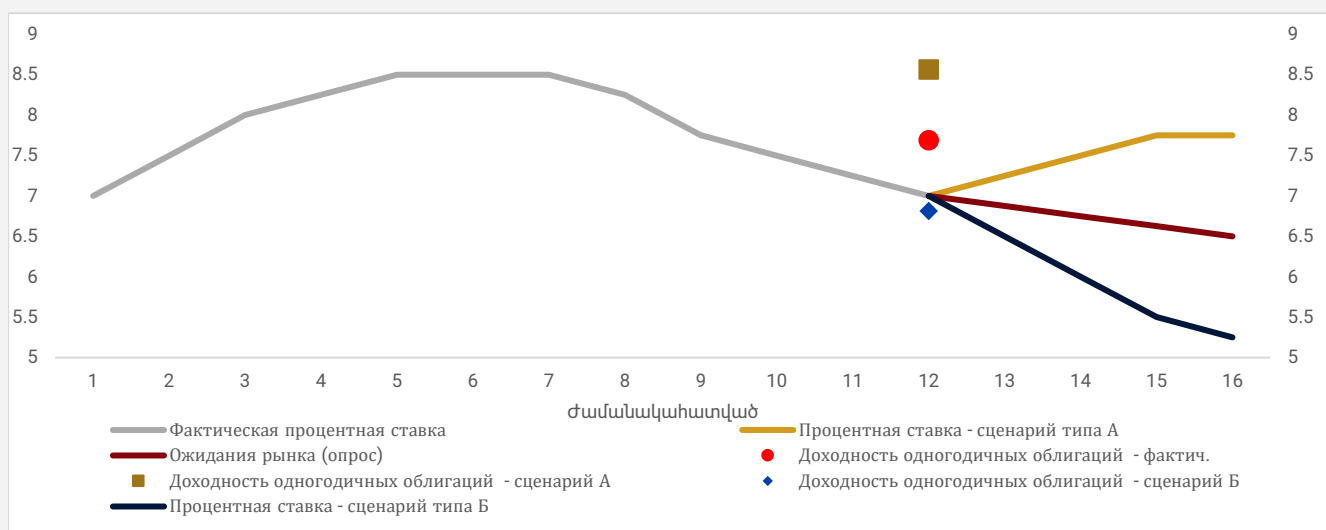
До разработки концептуальных подходов к гибкому таргетированию инфляции коммуникации о мерах денежно-кредитной политики были сосредоточены в первую очередь на прямых действиях, например, сообщениях об установлении краткосрочных процентных ставок. Однако большую часть общества интересуют долгосрочные,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

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

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

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

Рисунок В. 4.1: Условный пример типового сценария и сценария руководства рынком в рамках FPAS Mark II, процентная ставка, %



Источник: ЦБ РА

Д. Множество сценариев

Цели и структура множества сценариев

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

Таблица Д.1. Структура систематизации сценариев

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

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

Множество сценариев. Первый квартал 2024 года.

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

Суждения о рисках, присущих сценариям типа А	Суждения о рисках, присущих сценариям типа Б
<ul style="list-style-type: none"> – Для того, чтобы вернуть инфляцию на целевой уровень в условиях стабильного и высокого экономического роста, обусловленного внутренним спросом, перегретым рынком труда, а также жесткой корректировкой заработной платы и цен в сторону понижения, ФРС США продолжит проводить сдерживающую денежно-кредитную политику, удерживая процентные ставки на высоком уровне дольше, чем ожидают финансовые рынки, что может оказать свое возможное влияние на финансовые потоки между развивающимися и развитыми странами (включая РА). – Дальнейшая эскалация кризисов на Ближнем Востоке и в Красном море усугубит сбои в глобальных цепочках поставок, включая добычу и транспортировку нефти, и будет оказывать давление в сторону увеличения глобальной инфляции, что, с одной стороны, будет сдерживать центральные банки ведущих стран от смягчения денежно-кредитных условий в ближайшем будущем, а с другой стороны, создаст дополнительную инфляционную среду с точки зрения импортируемых товаров. – В условиях сохранения российско-украинского конфликта и постоянного ужесточения ограничений, применяемых третьими странами в отношении РФ, в условиях большого потока иностранных гостей из РФ в РА, а также новой возможной волны внешнего спроса на продукцию и услуги Республики Армения, в экономике Республики Армения сформируется дополнительный спрос и инфляционное давление. – В РА инфляционные ожидания и неопределенность относительно инфляции остаются на высоком уровне, что в условиях позитивной конъюнктуры спроса может повлиять на поведение потребителей, способствуя дальнейшему расширению спроса и увеличению инфляционных рисков. – Сохранение пограничной напряженности РА, события в Арцахе и неопределенность, связанная с дальнейшим геополитическим развитием событий, вызывают определенные риски с точки зрения переоценки страновой премии за риск в сторону повышения, усиления волатильности на финансовых рынках, расшатывания инфляционных ожиданий, а также оттока капитала и рабочей силы из РА, которые будут иметь преимущественно инфляционный эффект, но возможны и определенные компенсирующие факторы, связанные с ослаблением спроса. <p style="text-align: right;"><i>Продолжение на следующей странице</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> – В мировой экономике, особенно в ЕС и Китае, сохраняются тенденции слабого экономического роста, которые могут стать предпосылками для сценариев более серьезного экономического спада. Если проблемы на рынке недвижимости Китая перерастут в более широкие финансовые проблемы и глубокую рецессию, спрос на нефть и международные сырьевые товары резко упадет. Учитывая роль Китая в мировой экономике, это может привести к значительному падению цен на сырьевых рынках и существенному замедлению мирового спроса (сценарий типа Y). – Хотя экономический рост Российской Федерации сохраняется на высоком уровне, сохраняются опасения по поводу стабильности экономического роста (основанного на больших военных расходах), поэтому на фоне возможного резкого замедления экономической активности и вытекающий из этого негативных последствий возникнут проблемы с денежными переводами РА, а также с точки зрения дальнейшего снижения спроса РФ на товары и услуги РА. – Сохранение перегретого состояния на рынке недвижимости несет в себе риски дальнейшего замедления строительного сектора и снижения цен на недвижимость, что окажет дополнительное сдерживающее влияние на смежные отрасли экономики, формируя общее снижение спроса и дефляционный эффект во всей экономике. – Наряду с ускорением частных и государственных инвестиций в РА, а также проявлением различных факторов, способствующих увеличению потенциала (предложение рабочей силы, производительность ИТ-сектора и т.д.), замедление экономического роста и спроса вызовет значительное нарушение экономического баланса, способствующее формированию дефицита спроса и углублению дефляционного давления. – Поддержание инфляции ниже целевого уровня в течение длительного периода времени может привести к резкому снижению инфляционных ожиданий, длительному поддержанию и сдержанному потребительскому поведению. – Постепенное старение населения приводит к поведению домохозяйств, более склонному к сбережениям, что в долгосрочной перспективе несет в себе риски относительно слабого спроса и дефляции. <p style="text-align: right;"><i>Продолжение на следующей странице</i></p>

Суждения о рисках, присущих сценариям типа А (продолжение)	Суждения о рисках, присущих сценариям типа Б (продолжение)
<ul style="list-style-type: none"> – Сценарии формирования и длительного поддержания избыточного спроса в отечественной экономике: <ul style="list-style-type: none"> – Хотя общая инфляция остается ниже целевого уровня, сохранение некоторых показателей базовой инфляции (в том числе индекса неэкспортных жестких цен) на высоких уровнях позволяет предположить, что условия избыточного спроса в РА все еще сохраняются и расширяются. – Накопленные сбережения в частном секторе, продолжающийся высокий рост потребительских кредитов, рост заработной платы, а также увеличение доходов, полученных в результате положительного развития экспорта, будут способствовать ускорению роста частного потребления и усилению вызванного этим инфляционного давления. – В случае ориентации бюджетных расходов на текущие, а не капитальные затраты, в среднесрочной и долгосрочной перспективе возникнут риски с точки зрения потенциала экономики, а в краткосрочной перспективе возникнет дополнительное инфляционное давление. – Приток вынужденно перемещенных граждан из Арцаха в Армению в краткосрочной и среднесрочной перспективе окажет большое влияние на совокупный спрос, чем совокупное предложение, и станет источником дополнительного инфляционного давления. 	<ul style="list-style-type: none"> – Увеличение предложения рабочей силы в РА будет способствовать восстановлению баланса рынка труда, формированию избыточного предложения, а также снижению заработной платы, существенно снижая инфляционное давление. Этому будут способствовать следующие факторы: <ul style="list-style-type: none"> – постоянный приток трудовых мигрантов в РА, особенно из Индии; – резкое снижение трудовых мигрантов из РА в РФ, обусловленное сокращением разрыва в оплате труда в РА и РФ, а также введением некоторых инструментов налогообложения, которые могут вынудить сезонных работников участвовать на рынке труда РА; – быстрое интегрирование вынужденно переселенного населения из Арцаха на рынок труда РА; – Резкое ускорение средней заработной платы в РА в предыдущие годы, снижение роли денежных переводов, а также структура экономического роста, которая также была благоприятной с точки зрения привлечения всех видов квалифицированной рабочей силы, может способствовать тому, что экономически неактивное население РА также быстро интегрируется в активный рынок труда РА, ослабляя инфляционное давление. – Относительно жесткие денежно-кредитные и финансовые условия во внутренней экономике, в том числе укрепление реального обменного курса драма, могут оказать сдерживающее воздействие на инвестиции в РА, приток рабочей силы, внешний спрос на товары и услуги, а также на среднесрочную перспективу экспортного сектора экономики, что приведет к более длительному сохранению сдержанного спроса и низкой инфляционной среды. – Структура экономического роста РА вызывает определенные опасения относительно перспектив экономики. В частности, текущий высокий рост сконцентрирован в некоторых подсекторах, и сохраняется неопределенность в отношении перспектив развития секторов, характеризующих общий потенциал экономики. Сохранение и возможное продолжение таких тенденций будет свидетельствовать о жесткости финансовых условий в экономике и сдерживании факторов долгосрочного спроса, что чревато рисками формирования и поддержания значительных дефляционных эффектов в среднесрочной перспективе.

Е. Перспективы денежно-кредитной политики

Чтобы облегчить обсуждение политики и обмен информацией относительно политических неопределенностей и рисков, описанных в параграфе “Д” главы 3 (Множество сценариев), в настоящей главе представлены два сценария, где описываются будущие изменения в экономике, которые потребуют более высоких ставок денежно-кредитной политики (сценарий типа А) или более низких уровней ставок (сценарий типа Б) по сравнению с текущими рыночными ожиданиями. Сценарии типа А и Б создаются командой экспертов по денежно-кредитной политике Центрального банка РА после представления членами Совета ряда сценариев, которые заведомо не могут быть включены в один или два сценария последовательным и макроэкономически приемлемым образом. Важно отметить, что ни один сценарий не предназначен для представления наиболее вероятного будущего и не может охватывать весь спектр существующих рисков. Вместо этого, с точки зрения коммуникативности, эти наглядные сценарии помогают продемонстрировать готовность Центрального банка действовать разумно и с достаточно быстрой реакцией, чтобы скорректировать позицию и курс политики в ответ на любые риски и неопределенности, которые могут поставить под угрозу достижение ценовой стабильности в среднесрочной перспективе.

Сценарий типа А: ключевая ставка выше рыночных ожиданий.

Сохраняются высокие инфляционные ожидания наряду с ростом частного потребления

Инфляционные ожидания являются важным фактором в процессе принятия решений по денежно-кредитной политике. Хотя краткосрочные инфляционные ожидания могут колебаться в ответ на экономические потрясения, центральные банки особенно обеспокоены долгосрочными инфляционными ожиданиями, которые служат важным индикатором доверия общественности к центральным банкам. В странах с формирующимся рынком с высокой степенью долларизации, где доверие к центральному банку, вероятно, все еще низкое, разработчики политики также последовательны в мерах по стабилизации краткосрочных инфляционных ожиданий. Конечно, любой показатель инфляционных ожиданий, основанный на опросах или оценках динамики рынка и поведении субъектов экономических отношений, по своей сути содержит неопределенность, что создает проблемы для разработчиков политики при разработке мер для достижения цели стабильности цен и закрепления инфляционных ожиданий.

Признавая ограничения, связанные с каждым из этих показателей, Центральный банк проводит исследования, чтобы составить более полную картину динамики инфляции и инфляционных ожиданий. Часть этого исследования включает показатель инфляции товаров и услуг с жесткими ценами (см. Врезку 3). Поскольку корректировки цен на аналогичные товары и услуги происходят нечасто, они, по сути, содержат некоторую информацию о будущих инфляционных ожиданиях.

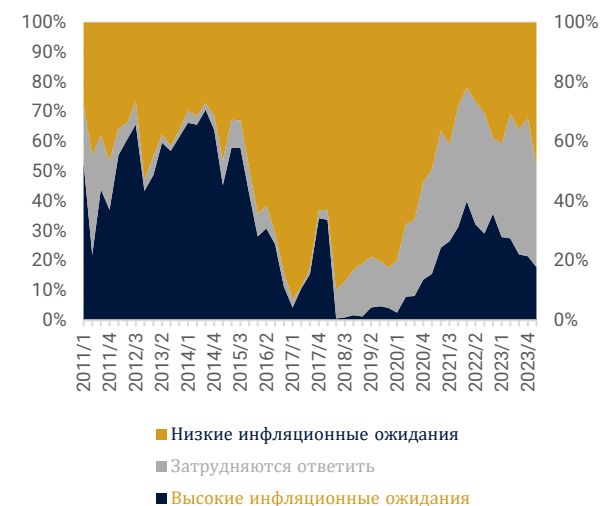
Результаты опросов об инфляционных ожиданиях на следующие двенадцать месяцев и показатели инфляции товаров с жесткими ценами (рис. 3.И.1) показывают, что инфляционные ожидания постепенно снижались в течение прошлого года, поскольку смягчилась общая инфляционная среда. В то же время неопределенность в отношении инфляционных ожиданий остается значительной, что указывает на то, что участники рынка и общество в целом по-прежнему обеспокоены избыточным спросом и перегретыми экономическими условиями, несмотря на продолжительную низкую инфляцию. Более того, существуют опасения, что сдвиг кривой доходности вверх в 4-м квартале 2023 года (рис. 3.Г.2) частично вызван ожиданиями участников рынка относительно более высокой будущей инфляции.

Сценарий типа А указывает на риск более высоких и укоренившихся инфляционных ожиданий, которые могут быть замаскированы более низкой фактической инфляцией, но потенциально содержат более высокие риски для ценовой стабильности в среднесрочной перспективе. В таком сценарии более низкие реальные процентные ставки снизят стимулы к сбережениям и увеличат потребление, усугубляя давление избыточного спроса, уже накапливающегося в экономике. Такое развитие событий может привести к ускорению инфляции, как только нынешние экзогенные дефляционные силы постепенно уменьшатся. Следовательно, в таком сценарии денежно-кредитная политика должна занять более жесткую позицию по отношению к текущим рыночным ожиданиям, чтобы обеспечить привязку инфляционных ожиданий к целевому показателю и гарантировать достижение стабильности цен.

Рисунок 3.Е.1: Инфляционные ожидания

Часть 1: Результаты опроса ЦБ по инфляционным ожиданиям

Доля респондентов опроса, поквартально



Источник: ЦБ РА

Часть 2: Индекс неэкспортных жестких цен и модельная оценка инфляционных ожиданий (через 12 месяцев), г/г, %



Источник: ЦБ РА

Сценарий типа Б: ключевая ставка ниже рыночных ожиданий.

Увеличение предложения рабочей силы существенно способствует быстрому восстановлению равновесия на рынке труда, создавая условия избыточного предложения в экономике.

Сценарий типа Б предполагает сохранение текущих тенденций на рынке труда, где продолжающийся рост предложения рабочей силы из различных источников может существенно ослабить давление со стороны рынка труда, способствуя расширению дефляционной среды в экономике. В связи с рядом событий общее предложение рабочей силы в 2023 году увеличилось. Во-первых, хотя данные остаются неопределенными, снижение общего объема денежных переводов из России может свидетельствовать о сокращении количества армянских трудовых мигрантов, отправляющихся в Россию на сезонные работы, учитывая сокращения разрыва в оплате труда между Арменией и Россией в ключевых отраслях экономики. Во-вторых, в Армении увеличился уровень участия в рабочей силе. Сильный рост ВВП в сочетании с устойчивым ростом заработной платы за последние два года стимулировал граждан, ранее безработных или незанятых, прийти на рынок труда. Это могут быть как бывшие сезонные рабочие-мигранты, которые теперь работают на внутреннюю экономику вместо того, чтобы выезжать за границу, так и ранее экономически неактивное население Армении, вошедшее (или вернувшееся) на рынок труда. В-третьих, в экономике наблюдается увеличение притока рабочих-мигрантов из Индии, которые в основном сконцентрированы в секторах с нехваткой рабочей силы. Наконец, в рынок труда постепенно интегрируются вынужденно перемещенные лица из Арцаха.

Хотя эти факторы способствовали увеличению предложения рабочей силы в 2023 году, они еще не оказали существенного влияния на общую ситуацию на рынке труда, поскольку, согласно официальным данным, безработица остается на исторически низком уровне, а рост заработной платы остается стабильно высоким. Сценарий типа Б построен на предположении, что тенденции, наблюдаемые в 2023 году, продолжатся ускоренными темпами в 2024 и 2025 годах, при этом рост предложения рабочей силы будет достаточно существенным, чтобы вызвать значительное замедление заработной платы на рынке труда, оказывая влияние на экономику и инфляционную среду.

В сценарии типа Б возможное расширение предложения рабочей силы оценивается примерно в 9,3% от существующей рабочей силы. Это положительно повлияет на потенциальный ВВП, что приведет к увеличению производственного потенциала в

совокупности на 4,6 п.п. в среднесрочной перспективе. Такое увеличение потенциала может привести к избыточному предложению. Более того, ожидается, что значительное расширение предложения рабочей силы приведет к значительному замедлению роста заработной платы, причем влияние на заработную плату будет наиболее выраженным в низкоквалифицированном производстве. Замедление заработной платы значительно ослабит текущие инфляционные факторы, вызванные рынком труда, хотя дополнительные дефляционные эффекты на экономику в целом будут относительно ограниченными. Учитывая сценарий типа Б, где расширение предложения рабочей силы приводит к более высокому потенциальному ВВП, несколько отрицательному разрыву ВВП и замедлению роста заработной платы, денежно-кредитная политика должна наметить более резкий и с большим шагом путь снижения по отношению к текущим рыночным ожиданиям.

Таблица 3.Е.2. Оценка объемов расширения предложения рабочей силы

	2023 (Оценка)	2024	2025	Доля в рабочей силе, кумулятив- ный
Интеграция насильственно перемещенного населения из Арцаха	7,500 – 15,000	10,000 – 15,000	5,000 – 7,500	2.0% - 3.0%
Трудовые мигранты из Индии	10,000 – 16,000	10,000 – 20,000	10,000 – 20,000	2.5% – 5.0%
Армянские сезонные трудовые мигранты	5,000 – 15,000	5,000 – 15,000	5,000 – 15,000	1.5% - 3.0%
Всего	22,500 – 46,000	25,000 – 50,000	20,000 – 42,500	6.0% - 11.0%

Источник: ЦБ РА

Резюме макроэкономических прогнозов для сценариев типа А и типа Б

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

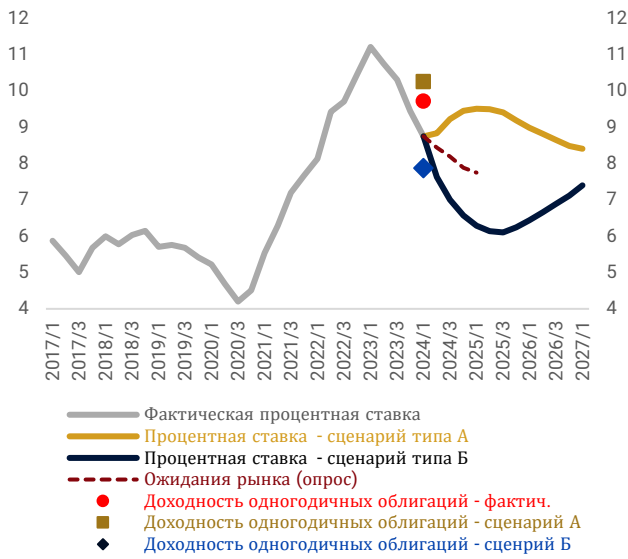


Рисунок 3.Е.6. Индекс неэкспортных жестких цен, г/г, %

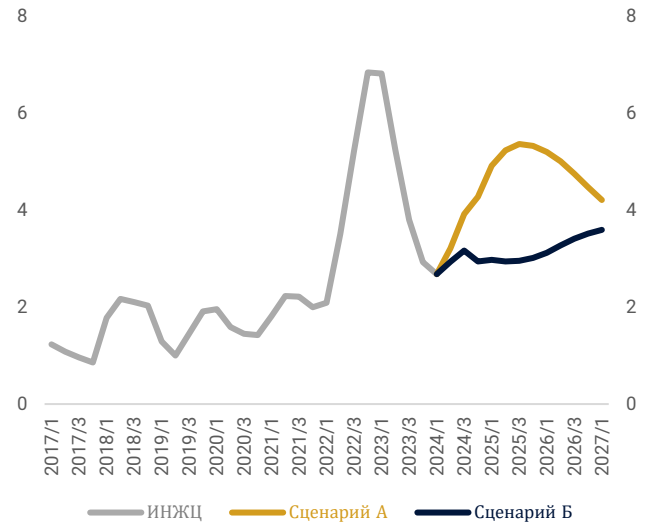


Рисунок 3.Е.4. Рост реального ВВП, г/г, %

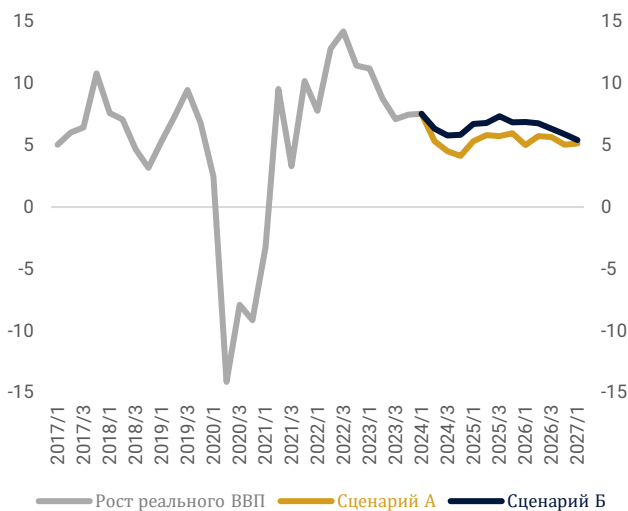


Рисунок 3.Е.7. Рост потенциального ВВП, г/г, %

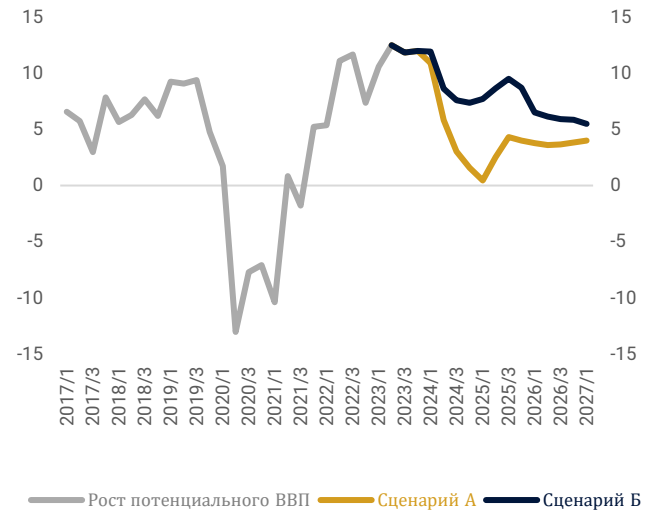


Рисунок 3.Е.5. Инфляция, г/г, %

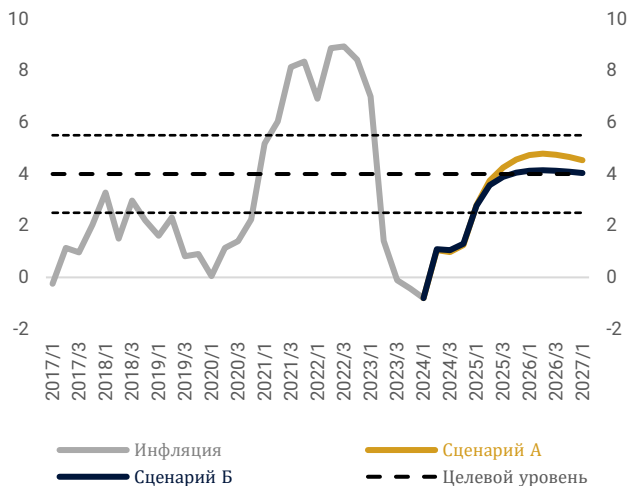


Рисунок 3.Е.8. Разрыв ВВП, %

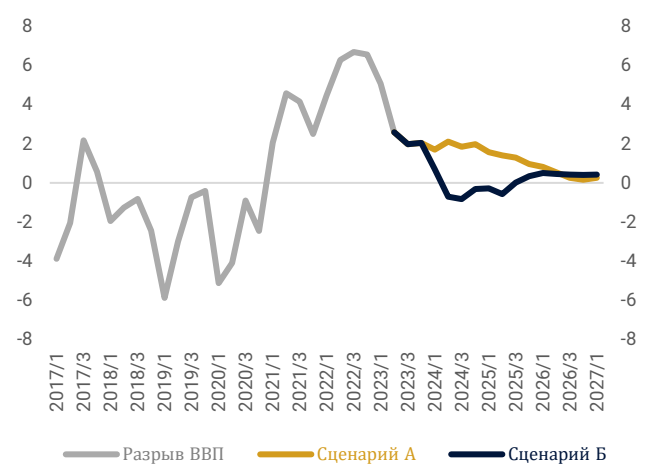


Рисунок 3.Е.9. Реальная процентная ставка, %

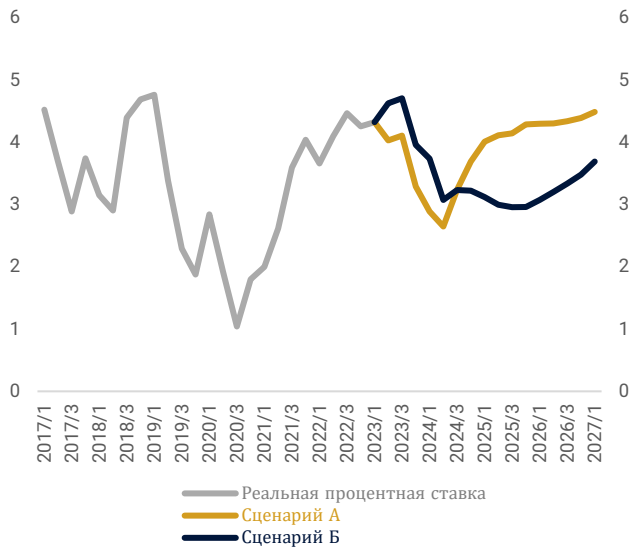


Рисунок 3.Е.11. Реальный эффективный обменный курс, индекс

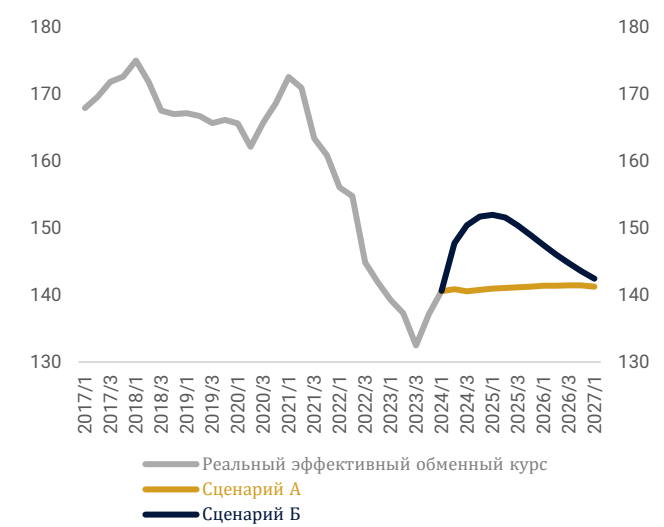


Рисунок 3.Е.10. Номинальный эффективный обменный курс, индекс

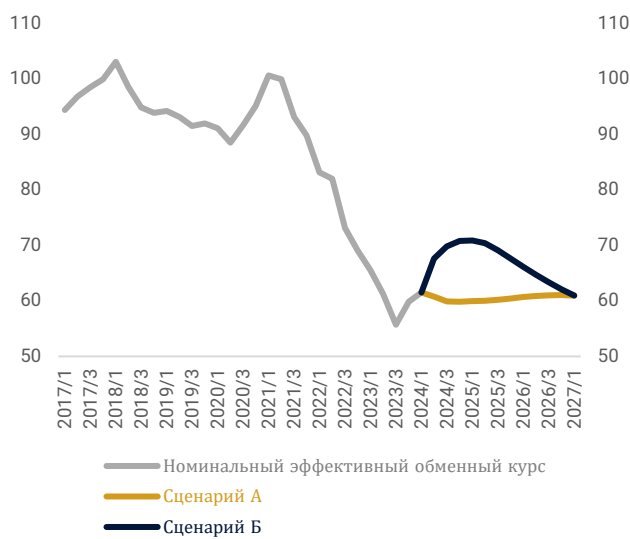


Рисунок 3.Е.12. Модельная оценка инфляционных ожиданий (через 12 месяцев), г/г, %

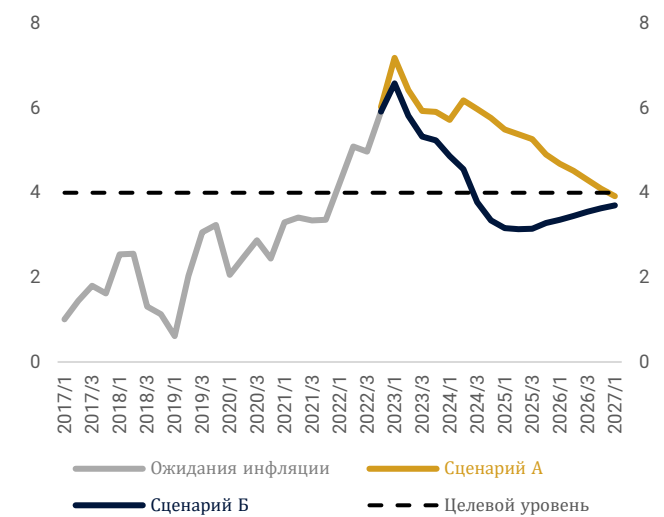


Таблица 3.Е.1. Макроэкономическое обобщение типовых сценариев А и Б
Фактические данные и прогнозы по типовым сценариям А и Б

		2021	2022	2023	2024		2025		2026	
		Факт.	Факт.	Факт.	Сценарий А	Сценарий Б	Сценарий А	Сценарий Б	Сценарий А	Сценарий Б
Внешний сектор										
Экономический рост США	%, реальный рост	5.8	2.0	2.6	1.9	1.9	2.0	2.0	2.6	2.6
Экономический рост еврозоны	%, реальный рост	5.2	3.2	0.4	-0.5	-0.5	0.2	0.2	1.2	1.2
Экономический рост РФ	%, реальный рост	5.5	-2.0	3.0	0.1	0.1	-0.3	-0.3	0.4	0.4
Инфляция в США	среднее, %	4.6	7.7	4.0	3.0	3.0	2.8	2.8	2.5	2.5
Инфляция в еврозоне	среднее, %	2.5	8.0	5.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2
Инфляция в России	среднее, %	6.5	12.9	5.5	8.8	8.8	6.7	6.7	5.0	5.0
Цена на нефть	доллар/баррель	71.0	99.5	82.6	81.5	81.5	81.6	81.6	81.9	81.9
Цена на медь	доллар/тонна	9288.1	8956.0	8472.1	8076.9	8076.9	8335.9	8335.9	8602.3	8602.3
Индекс ФАО	индекс	125.7	143.5	124.1	122.7	122.7	127.9	127.9	130.6	130.6
Внутренняя экономика										
Цены										
Инфляция	г/г, конец периода, %	7.7	8.3	-0.6	1.3	1.3	4.6	4.1	4.7	4.7
ИПЦ	г/г, среднее, %	6.9	8.3	2.0	0.6	0.7	3.8	3.6	4.7	4.7
Неэкспортные жесткие цены	г/г, среднее, %	2.1	4.5	4.8	3.5	2.9	5.2	3.0	4.9	3.3
Совокупный доход										
ВВП	млрд драмов	6983.0	8496.8	9502.8	10398.2	10510.3	11430.5	11663.0	12529.7	12905.8
ВВП	%, реальный рост	5.7	12.6	8.7	5.3	6.4	5.7	6.7	5.4	6.4
Предложение										
Промышленность	%, реальный рост	3.5	6.3	1.7	5.7	6.2	6.1	7.6	5.5	7.3
Сельское хозяйство	%, реальный рост	-0.6	-0.7	0.2	2.5	2.5	2.9	4.4	2.9	4.0
Строительство	%, реальный рост	3.1	19.1	15.7	10.8	12.8	8.9	11.3	7.0	9.8
Услуги	%, реальный рост	7.9	18.1	11.4	5.4	5.7	5.8	6.2	5.5	6.0
Чисты налоги	%, реальный рост	7.4	8.2	11.0	5.3	6.7	6.2	6.8	5.5	6.3

Продолжение на следующей странице

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

		2021	2022	2023	2024		2025		2026	
		Факт.	Факт.	Факт.	Сценарий А	Сценарий Б	Сценарий А	Сценарий Б	Сценарий А	Сценарий Б
Спрос										
Потребление	%, реальный рост	4.2	7.7	8.3	5.3	6.4	5.6	6.2	5.3	5.7
Государственное потребление	%, реальный рост	8.4	6.5	17.9	4.6	4.6	4.6	4.6	5.1	5.1
Частное потребление	%, реальный рост	3.4	8.0	6.4	5.5	6.7	5.8	6.4	5.3	5.8
Валовое накопление основных средств*	%, реальный рост	6.3	9.5	14.0	9.8	13.5	5.6	8.3	5.1	8.5
Государственные инвестиции**	%, реальный рост	-9.9	41.1	28.9	21.1	20.5	4.2	4.2	3.5	3.5
Среднее валовое накопление частных предприятий	%, реальный рост	11.2	1.9	10.1	6.3	11.3	6.1	9.8	5.8	8.8
Экспорт товаров и услуг	%, реальный рост	16.6	54.4	28.7	-11.0	-7.8	-3.6	-1.1	3.2	4.6
Импорт товаров и услуг	%, реальный рост	12.9	33.8	28.3	-3.2	-7.5	-2.8	-2.6	3.3	3.3
Текущий счет										
Торговый баланс	млн долларов США	-1504.8	-1859.2	-2340.6	-2794.4	-2103.8	-2902.8	-1963.8	-2949.6	-2536.9
Баланс услуг	млн долларов США	396.9	1711.0	2167.9	1550.9	1955.3	1511.2	1818.1	1484.0	1803.7
Денежные переводы	млн долларов США	1274.0	1538.3	988.5	907.2	772.2	865.3	606.8	866.8	546.1
Текущий счет	млн долларов США	-483.0	151.0	-476.7	-1142.3	-182.3	-1292.3	-304.9	-1364.8	-953.1
Торговый баланс	доля в ВВП, %	-7.9	-0.8	-0.7	-4.8	-0.6	-4.7	-0.6	-4.5	-2.6
Баланс услуг	доля в ВВП, %	2.8	8.7	8.8	6.0	8.4	5.1	7.1	4.6	6.4
Денежные переводы	доля в ВВП, %	9.1	7.9	4.0	3.5	3.3	2.9	2.4	2.7	1.9
Текущий счет	доля в ВВП, %	-3.5	0.8	-1.9	-4.5	-0.8	-4.4	-1.2	-4.2	-3.4
Государственный сектор***										
Доходы и гранты	млрд драмов	1683.8	2046.0	2358.6	2651.6	2651.6	3033.7	3033.7	3461	3461.0
Налоговые доходы	млрд драмов	1586.9	1926.0	2221.9	2541.6	2541.6	2944.2	2944.2	3374.8	3374.8
Расходы	млрд драмов	2004.3	2243.5	2550.2	3134.5	3134.5	3353.4	3353.4	3795.5	3795.5
Дефицит	млрд драмов	-320.5	-197.5	-191.6	-482.9	-482.9	-319.7	-319.7	-334.5	-334.5
Доходы и гранты	доля в ВВП, %	24.1	24.1	24.8	25.5	25.2	26.5	26.0	27.6	26.8
Налоговые доходы	доля в ВВП, %	22.7	22.7	23.4	24.4	24.2	25.8	25.2	26.9	26.1
Расходы	доля в ВВП, %	28.7	26.4	26.8	30.1	29.8	29.3	28.8	30.3	29.4
Дефицит	доля в ВВП, %	-4.6	-2.3	-2.0	-4.6	-4.6	-2.8	-2.7	-2.7	-2.6

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

** Фактическими показателями государственных инвестиций являются капитальные расходы консолидированного бюджета, а оценки основаны на доступной на данный момент пересмотренной макрорамке на 2024-2026 годы.

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



Центральный Банк
Республики Армения

Доклад о денежно-кредитной политике | 1-й квартал 2024 года