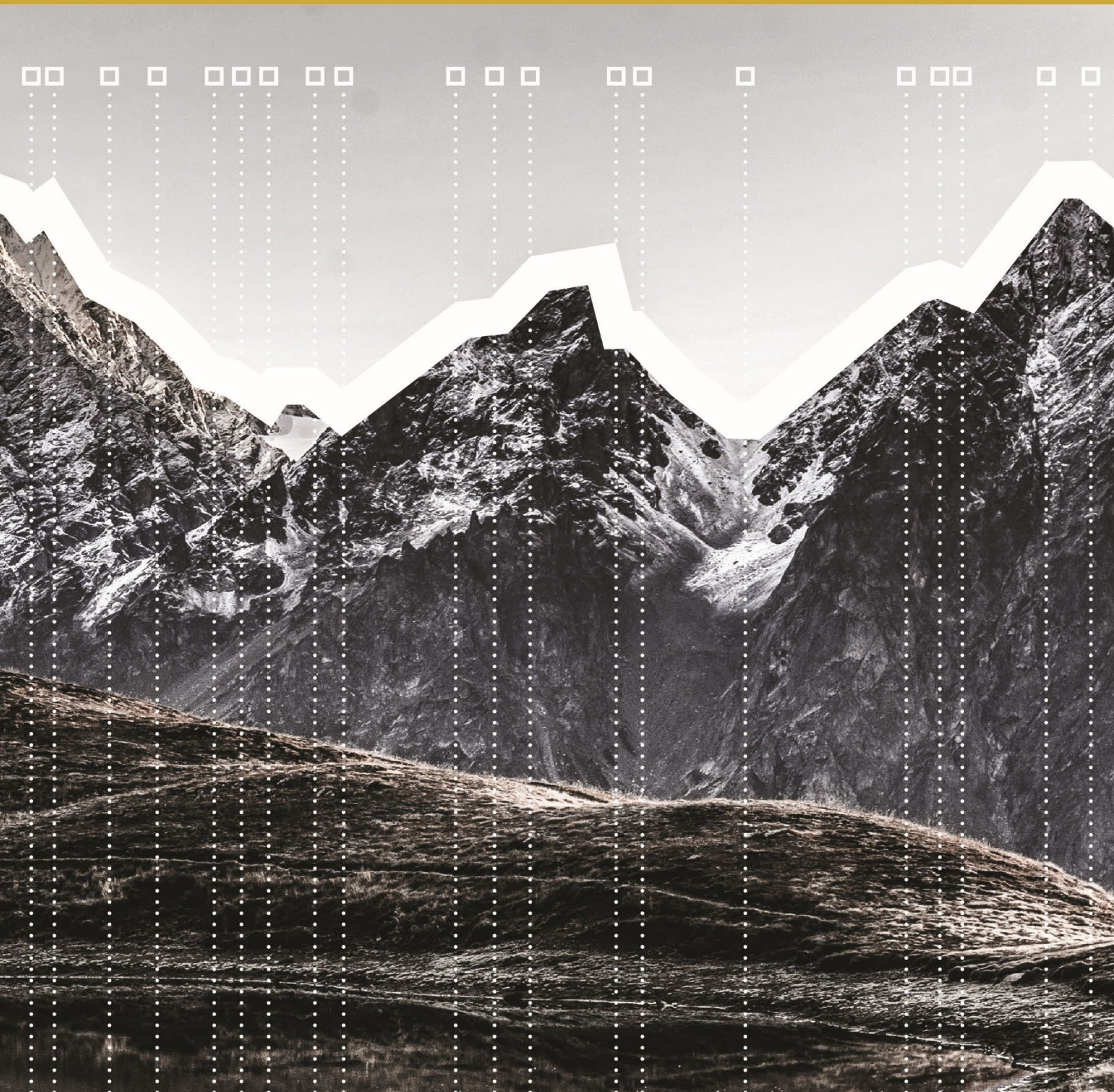




Центральный банк  
Республики Армения

# Обзор инфляции

2022 / 2



**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК  
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

*Утвержден решением  
Совета Центрального банка  
Республики Армения  
от 28.06.2022, номер 109А*

# **Обзор инфляции/2**

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



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

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

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

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

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

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

*Прогнозы в настоящем отчете составлены с использованием всей фактической информации, имеющейся на день утверждения процентной ставки рефинансирования – 14 июня 2022 года, с учетом результатов опросов Центрального банка и суждений о будущих макроэкономических изменениях, сформировавшихся на базе имеющейся информации.*

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

## Содержание

<b>1. Краткий обзор</b> .....	<b>5</b>
<b>2. Прогноз, изменения прогноза и риски</b> .....	<b>7</b>
<b>2.1. Внешняя среда</b> .....	<b>7</b>
<b>2.2. Прогнозы</b> .....	<b>12</b>
2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика .....	12
2.2.2. Экономическая активность .....	14
Врезка 1. Экономические последствия притока иностранных посетителей и финансовых средств .....	15
2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом .....	21
2.2.4. Основные суждения и риски .....	23
Врезка 2. Итоги опроса домашних хозяйств и субъектов финансовой системы относительно их ожиданий .....	24
Врезка 3. Влияние шока внешнего спроса на экономику в условиях различной макроэкономической политики .....	26
<b>3. Фактические развития в первом квартале 2022 года</b> .....	<b>35</b>
<b>3.1. Инфляция</b> .....	<b>35</b>
3.1.1. Достижение целевого ориентира инфляции .....	35
3.1.2. Цены .....	37
<b>3.2. Экономические развития</b> .....	<b>39</b>
3.2.1. Позиция экономики .....	39
3.2.2. Сфера расходов экономики .....	40
3.2.3. Производственная сфера экономики .....	42
3.2.4. Рынок труда .....	42
<b>3.3. Развития финансового рынка</b> .....	<b>43</b>
<b>4. Резюме</b> .....	<b>46</b>
<b>Приложение</b>	
<b>Протокол</b> .....	<b>47</b>
<b>Решение ЦБ РА по процентной ставке</b> .....	<b>51</b>
<b>Пресс-релиз</b> .....	<b>52</b>
<b>Основные макроэкономические показатели РА</b> .....	<b>53</b>
<b>Графики</b> .....	<b>55</b>
<b>Таблицы</b> .....	<b>56</b>

## 1. КРАТКИЙ ОБЗОР

Во втором квартале 2022 года, в результате российско-украинского конфликта, санкций, примененных к российской экономике, и вытекающей из них большой неопределенности, в основных странах-партнерах Армении сохраняются тенденции замедления экономической активности. В то же время, в условиях продолжающихся сбоев в цепочках создания стоимости на международных товарных рынках, а также в странах-партнерах, наблюдается постоянное расширение инфляционной среды и рост инфляционных ожиданий. Воздействие этих явлений во внешнем секторе на экономику РА выражается, с одной стороны, инфляционным эффектом, передаваемым на внутренние цены через ряд импортных товаров, а с другой стороны, значительным увеличением внешнего спроса в секторе услуг, при высоком росте экономической активности и некотором расширении инфляционной среды.

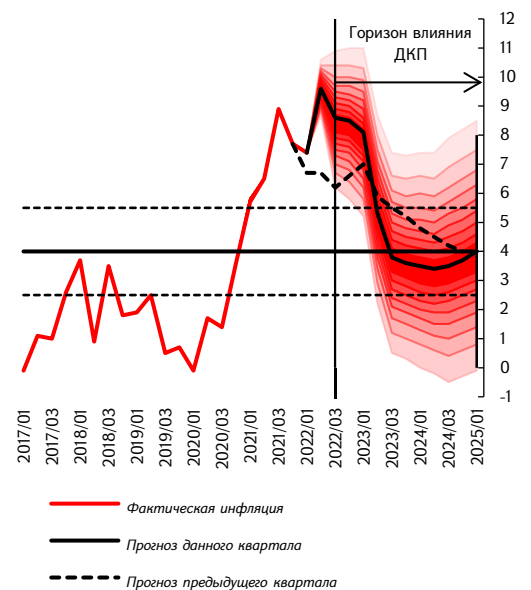
**После снижения в первом квартале, во втором квартале 12-месячная инфляция вновь выросла, и в мае составила 9.0%. Согласно сценарию, представленному Центральным банком Армении, влияние глобальных инфляционных явлений и преобладающего в текущих инфляционных факторах внешнего спроса в ближайшее время будет ослабевать при параллельном удорожании армянского драма, замедля инфляцию и нейтрализуя связанные с инфляционными ожиданиями риски. На основании этого суждения и того факта, что предыдущее ужесточение денежно-кредитных условий на относительно большой шаг было достаточным ответом в направлении смягчения условий высокой инфляции, Центральный банк воздержался от изменения директивной процентной ставки на данном этапе. В то же время Центральный банк будет последовательно предпринимать адекватные действия для стабилизации инфляции и нейтрализации всех рисков нарушения инфляционных ожиданий.**

В результате проводимой денежно-кредитной политики и ожидаемых макроэкономических изменений 12-месячная инфляция будет постепенно снижаться и со второй половины 2023 года стабилизируется вокруг целевого показателя 4%.

**Согласно представленному ЦБ сценарию, высокая экономическая активность в ближайшее время сохранится, в результате чего показатель экономического роста 2022 года будет**

График 1

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



Источник: НСС, прогноз ЦБА

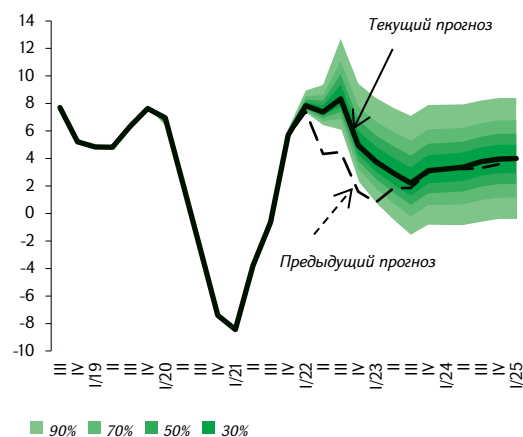
**значительно выше предыдущей оценки. В среднесрочной перспективе рост будет постепенно снижаться и стабилизируется в пределах долгосрочного равновесного уровня.**

Ожидаемому на 2022 год экономическому росту в основном будет способствовать формирование высокого спроса в сфере услуг под влиянием широкомасштабного притока иностранных посетителей и финансовых средств в Армению в условиях продолжающегося российско-украинского конфликта. При этом в структуре совокупного спроса, параллельно с ростом внешнего спроса, наблюдается некоторое ускорение внутреннего потребления за счет возобновившегося роста «отложенных» частных расходов. В среднесрочной перспективе, в условиях ослабления влияния внешнего спроса, экономический рост будет постепенно снижаться и приблизится к расчетному долгосрочному стабильному уровню.

**В прогнозном горизонте риски отклонения от прогнозируемого направления инфляции в основном сбалансированы, а с точки зрения экономического роста, в некоторой мере преобладают риски в сторону роста** (подробности приводятся в подразделе 2.2.4 «Основные суждения и риски»). С точки зрения инфляции, они в основном сводятся к проблемам, связанным с транспортировкой экспортируемых товаров и сухопутного товарного импорта из Армении, сбоям в международных цепочках создания стоимости, а также влиянию укрепления драма на каналы передачи на инфляцию. В случае проявления рисков в любом направлении Центральный банк готов адекватно отреагировать для достижения цели по обеспечению ценовой стабильности в среднесрочном периоде.

График 2

Распределение вероятностей прогноза реального<sup>1</sup> (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте



Источник: НСС РА, Прогноз ЦБА

<sup>1</sup> Темп роста для каждого квартала рассчитан в виде кумулятивного темпа роста за предыдущие 4 квартала.

## 2. ПРОГНОЗ, ИЗМЕНЕНИЯ ПРОГНОЗА И РИСКИ

### 2.1. Внешняя среда

**Российско-украинский конфликт и жесткие ограничения, вызванные распространением коронавируса в некоторых промышленных и грузовых транспортных центрах Китая, с одной стороны, способствовали формированию перспектив замедления роста мировой экономики, а с другой, расширению глобальной инфляционной среды из-за проблем с увеличением сроков поставки промежуточных товаров и сокращением поставок сырья и продовольственных товаров. В этих условиях, с учетом рисков дестабилизации долгосрочных инфляционных ожиданий в результате длительного сохранения высокой инфляции, центральные банки развитых и ряда развивающихся стран будут проводить гораздо более жесткую денежно-кредитную политику чем ожидалось ранее.**

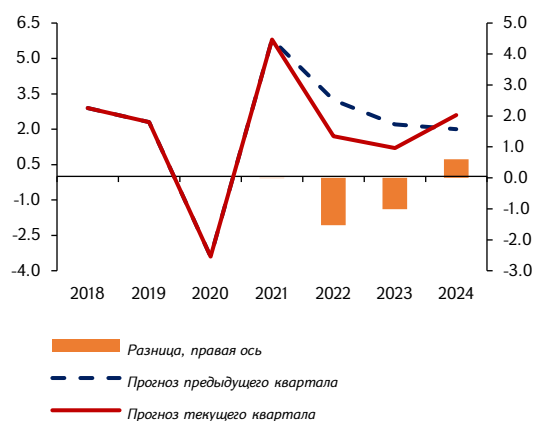
*Российско-украинский конфликт и жесткие ограничения, вызванные распространением коронавируса в некоторых промышленных и грузовых транспортных центрах Китая, с одной стороны, способствовали формированию перспектив замедления роста мировой экономики, а с другой, расширению глобальной инфляционной среды.*

*В этих условиях, с учетом рисков дестабилизации долгосрочных инфляционных ожиданий в результате длительного сохранения высокой инфляции, центральные банки развитых и ряда развивающихся стран будут проводить гораздо более жесткую денежно-кредитную политику чем ожидалось ранее.*

**Экономика США.** Текущие развития в экономике США указывают на более медленное по сравнению с ожидаемым восстановление экономики в краткосрочной перспективе. Так, по оценке Бюро экономического анализа Министерства торговли США, в первом квартале 2022 года в экономике США наблюдался более низкий чем ожидалось рост на 3.5% в годовом исчислении, что в основном было связано с замедлением государственных расходов и некоторым ужесточением финансовых условий. Ожидается, что в течение текущего и следующего года в силу вышеперечисленных факторов, особенно резкого ужесточения денежно-кредитной политики, экономический рост в США продолжит снижаться и будет несколько ниже долгосрочного стабильного уровня.

В США, по оценке Бюро экономического анализа Министерства торговли, инфляция расходов на личное потребление продолжила ускоряться<sup>2</sup>, сформировавшись в апреле на уровне 6.3% в годовом исчислении. Индекс инфляции в США за первый квартал оказался выше ожиданий предыдущей программы, в основном в связи с ростом цен на энергоносители, а также транспортные услуги, в результате и их вторичного воздействия. Ускорение инфляции было также обусловлено продолжающимися сбоями в производственных цепочках, а также ростом цен на жилищно-коммунальные услуги и использованные автомобили. В краткосрочной перспективе высокие цены

График 3  
Прогнозы экономического роста США (%)



Источник: Бюро экономических анализов (BEA), прогноз ЦБА

<sup>2</sup> Целевой ориентир инфляции личных потребительских расходов составляет 2%, что в среднем равносильно 2,3% общей инфляции.

на указанные группы товаров, особенно на энергоносители и транспортные услуги, будут и впредь способствовать поддержанию инфляции на высоком уровне.

Ситуация на рынке труда в США продолжает демонстрировать признаки перегрева. Безработица уже вернулась на докризисный уровень, а количество вакансий почти в два раза превышает количество безработных, что является с исторической точки зрения достаточно высоким показателем. В таких условиях увеличение спроса на рынках товаров и услуг, с другой стороны, трудности, связанные с расширением эмиссии (в том числе из-за нехватки рабочей силы на рынке труда), оказывают постоянное положительное давление на уровень заработной платы и, следовательно, ускорение инфляции.

Следует отметить, что в условиях положительного спроса и устойчиво высокой инфляции наблюдается ускорение роста цен товарных групп с жесткими ценами, а также некоторое увеличение долгосрочных инфляционных ожиданий (несколько превышающее целевой уровень). В этих условиях ФРС США, завершив покупку активов в рамках программы количественного смягчения, приступит к ужесточению монетарных условий гораздо более быстрыми темпами (постепенное сокращение баланса ФРС и резкое увеличение учетной процентной ставки).

В результате наряду с ужесточением денежно-кредитной и фискальной политики в США и постепенным восстановлением глобального производства и цепочек поставок, инфляция начнет постепенно замедляться, приблизившись к целевому уровню только в последней части прогнозного горизонта.

**Экономика стран еврозоны.** Динамика экономического роста в еврозоне в первом квартале 2022 года соответствовала прогнозам Центрального банка Армении. По оценкам Евростата, в первом квартале 2022 года экономический рост еврозоны в годовом исчислении составил 5.0%.

Российско-украинский конфликт оказывает негативное влияние на восстановление экономики еврозоны, вызывая значительный рост цен для производителей и потребителей. Растущая неуверенность относительно будущих развитий и сокращение экспорта товаров и услуг в Россию, как ранее и предполагалось, приведет к существенному замедлению темпов экономического роста еврозоны как в краткосрочной, так и в среднесрочной перспективе. Следует также отметить, что продолжающиеся сбои в глобальных цепочках поставок, а также осложнения или приостановка поставок некоторых товарных групп в результате санкций, вызванных конфликтом,



оказывают дополнительное давление на восстановление предложения экономики. Тем не менее, параллельно со снятием экономических ограничений, связанных с коронавирусом, наблюдается быстрое восстановление внутреннего (сдержанного) спроса, в основном за счет сбережений населения. По текущим оценкам ЦБ Армении, уже формирующиеся в еврозоне положительные условия спроса начнут способствовать ускорению инфляции.

В результате экономический рост Еврозоны в текущем году будет в рамках предыдущих оценок, а эффекты ужесточения экономической политики и ослабления внешнего спроса проявятся в основном в течение 2023 года.

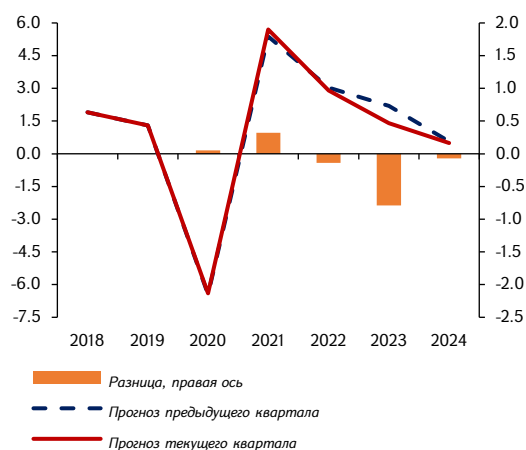
В первом квартале 2022 года в Еврозоне зафиксирована инфляция 6,2% в годовом исчислении, что во многом является следствием высоких цен на энергоносители, нефть и газ. Во втором квартале 2022 года ускорение инфляции в еврозоне продолжилось, достигнув в мае уровня 8.1%. В краткосрочной перспективе ожидается, что высокие цены на энергоносители и продукты питания будут по-прежнему способствовать поддержанию высокой инфляционной среды.

Условия на рынке труда в еврозоне также постоянно улучшаются. Безработица значительно ниже докризисного уровня, а уровень участия рабочей силы, в отличие от США, полностью восстановился и выше докризисного уровня.

В рамках вышеупомянутого, Центральный банк Европы, завершив программы покупки активов, начнет постепенно повышать процентные ставки уже со второй половины этого года. Прогнозируется, что инфляция в Еврозоне, наряду с постепенным ужесточением политики и восстановлением глобальных цепочек производства и поставок, замедлится и вернется к целевому уровню в последней части горизонта.

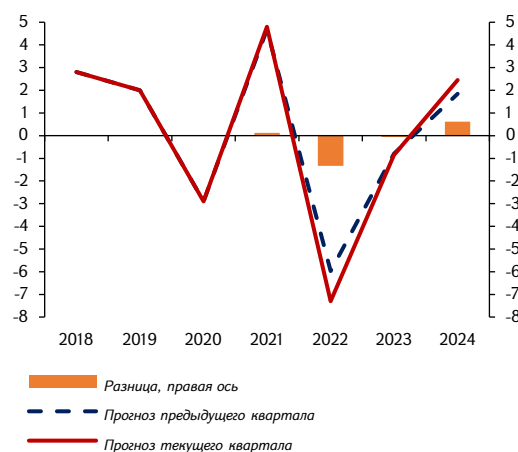
**Экономика России.** По оценкам Росстата, в первом квартале 2022 года российская экономика, несмотря на жесткие экономические санкции, введенные в отношении России, продемонстрировала рост на 3.5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Следует отметить, что в условиях существенной краткосрочной девальвации курса рубля в период, непосредственно следующий за углублением конфликта, а также существенного ускорения инфляционных ожиданий в связи с ожиданиями возможного дефицита ряда импортных и продовольственных товаров, в первом квартале зафиксирован значительный фактический рост личного потребления, способствующий экономическому росту. Ожидается, что в ближайшие кварталы потребление значительно сократится. По сравнению с предыдущими оценками ЦБ, в результате введения новых

**График 4**  
Прогнозы экономического роста ЕС (%)



Источник: Евростат, прогноз ЦБА

**График 5**  
Прогнозы экономического роста России (%)



Источник: Росстат, прогноз ЦБА

санкций, некоторое сокращение производства в нефтегазовом секторе приведет к более глубокому экономическому спаду. В итоге спад российской экономики в текущем году составит примерно 7,4%, а оценка экономической активности в последующие годы будет в рамках прежних прогнозов ЦБ.

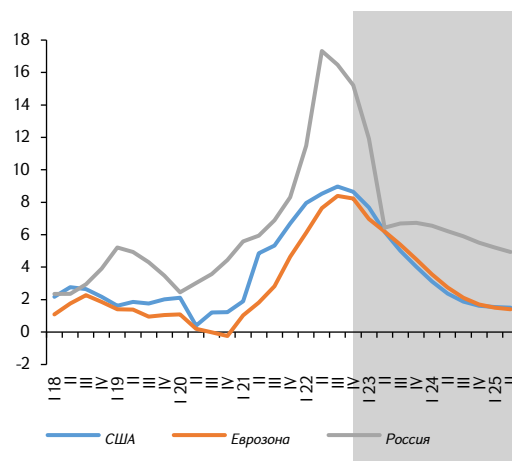
Влияние военного конфликта и введенных санкций в России также выразилось в динамике инфляции. Так, по сравнению с 8.3% в предыдущем квартале, инфляция в первом квартале 2022 года составила 11.5% (оставаясь выше целевого уровня 4%). Наивысший показатель инфляции за 12 месяцев был зафиксирован в апреле и составил 17.8%. Следует отметить, что максимальное ускорение месячной инфляции, параллельно с кратковременным резким ускорением потребления, было в марте, составив 7.7%, затем в последующие месяцы в месячном исчислении оно замедлилось до 0.1% в мае, помимо всего прочего, в результате значительного укрепления рубля и влияния жесткой денежно-кредитной политики. Так, в первом квартале, в условиях военного положения, существующей неопределенности и высоких инфляционных ожиданий, РБЦ на своем внеочередном заседании повысил учетную ставку на 11.5 п.п. до уровня 20%, одновременно установив жесткие ограничения на движение капитала. Тем не менее в течение второго квартала, в условиях резкого замедления инфляции и инфляционных ожиданий, по итогам четырех сессий (включая внеочередную) центробанк снизил учетную ставку до 9.5%, также несколько ослабив ограничения на движение капитала.

По текущим оценкам ЦБ РА, наряду со стабилизацией инфляционных ожиданий и замедлением темпов инфляции, ЦБ РФ продолжит постепенное снижение директивной процентной ставки и ослабление ограничений по капиталу, обеспечив приближение инфляции к целевому уровню в конце прогнозного горизонта и при этом сведя к минимуму ущерб, угрожающий долгосрочному процессу трансформации экономики.

***Рынки сырьевых и продовольственных товаров. В связи с углублением проблем, связанных с предложением в условиях постоянного восстановления спроса цены практически на всех товарных рынках выросли и остаются на высоком уровне.***

После некоторого снижения спроса из-за жестких ограничений, введенных после распространения новой волны пандемии в Китае рост цен на международном рынке меди в первом квартале 2022 года оказался ниже ожидаемого. В результате рост мировых цен на медь в первом квартале 2022 года по сравнению с предыдущим кварталом составил 3.9%, а краткосрочные прогнозы цен на медь

**График 6**  
**Инфляция в странах партнерах (%)**



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

*В связи с углублением проблем, связанных с предложением в условиях постоянного восстановления спроса цены практически на всех товарных рынках выросли и остаются на высоком уровне.*

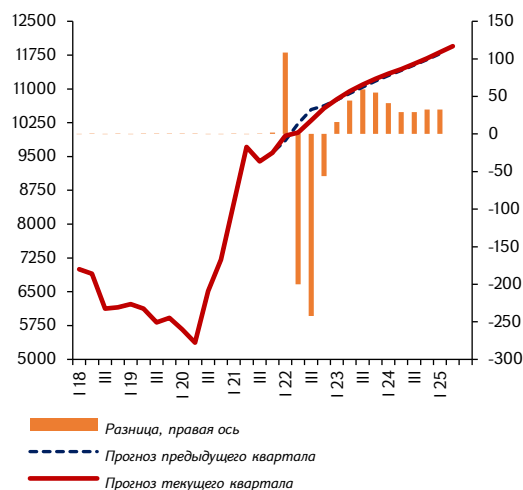
были несколько пересмотрены в сторону понижения. Однако в среднесрочной перспективе, в условиях несколько более опережающего роста спроса по сравнению с предложением, мировые цены на медь продолжат расти ранее прогнозируемыми темпами, приблизившись к 12 000 долларам США за тонну в конце горизонта.

В условиях медленного роста объемов предложения и продолжающегося восстановления спроса на рынке, мировые цены на нефть в первом квартале выросли в соответствии с ожиданиями. В первом квартале 2022 года рост цен по сравнению с предыдущим кварталом составил 21.5%. В условиях санкций введенных против России в условиях конфликта, на рынке нефти сформировались дополнительные риски углубления дефицита, что выражается в краткосрочном росте цен и увеличении волатильности. Несмотря на то, что ожидаемый спрос в результате введенных в Китае ограничений несколько замедлился, а страны-члены ОПЕК+ достигли новой договоренности относительно увеличения объемов добычи (до 648 000 баррелей в сутки в июле и августе), мировые цены на нефть во втором квартале резко повысились. Реакция рынков на решение ОПЕК+ была слабой, так как по-прежнему сохраняется скептицизм в отношении возможности достижения объемов добычи некоторых стран-членов поставленных целей. Таким образом, увеличение разрыва между спросом и предложением в условиях большой неопределенности существенно способствует поддержанию цен на нефть на высоком уровне. В результате, по сравнению с предыдущим планом, краткосрочные прогнозы были несколько пересмотрены в сторону роста.

В среднесрочной перспективе мировое предложение нефти также будет восстанавливаться медленными темпами, учитывая тот факт, что в последние годы заметных инвестиций в нефтяную инфраструктуру сделано не было. В подобных условиях, по прогнозам ЦБ, цены на нефть в среднесрочной перспективе несколько снизятся, все еще оставаясь на более высоком уровне, чем ожидалось ранее.

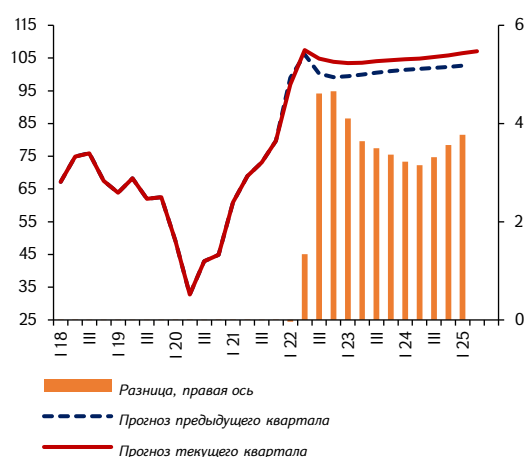
В связи с ожиданиями сокращения объемов предложения и трудностями с поставками цены на продовольственные товары в первом квартале 2022 года по ряду товарных групп резко выросли, сформировавшись на более высоком уровне по сравнению с предыдущими оценками Центрального банка Республики Армения. В частности, российско-украинский конфликт влияет на рост цен на зерно и растительные масла, так как обе страны являются крупными производителями и экспортёрами указанных товарных групп. Росту цен на растительные масла также способствуют высокие цены на нефть, в результате чего сырье растительных масел в качестве альтернативы

**График 7**  
Прогнозы международных цен на медь



Источник: Всемирный банк, прогноз ЦБА

**График 8**  
Прогнозы международных цен на нефть



Источник: Всемирный банк, прогноз ЦБА

используется с целью производства биотоплива. Данный фактор также способствовал росту цен на сахар, однако ожидания высокого урожая в Бразилии и Индии во втором квартале способствовали относительной стабилизации цен. В первом квартале также значительно выросли цены на молочную продукцию, что было обусловлено растущим спросом и ограниченными объемами производства молока. Предполагается, что из-за проблем со снабжением и невозможности использования части обрабатываемых площадей в условиях конфликта, в краткосрочной перспективе нынешний высокий уровень цен на рынках продовольственных товаров сохранится.

**Согласно текущим прогнозам ЦБ, в результате опережающего роста спроса по отношению к предложению в мировом масштабе, а также сокращения доступа ряда стран к российским удобрениям, мировые цены на продовольствие, на протяжении всего прогнозного горизонта, сформируются на более высоком уровне чем прогнозировалось ранее.**

## 2.2. Прогнозы

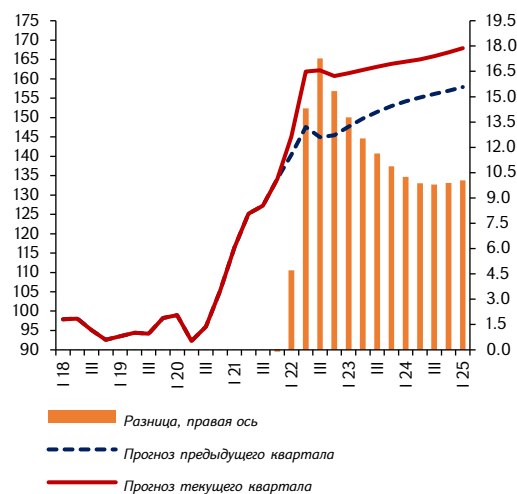
### 2.2.1. Инфляция и денежно-кредитная политика

Во втором квартале 2022 года в условиях инфляционных эффектов, передающихся практически со всех международных товарно-сырьевых рынков, и высокого спроса, сформировавшегося в РА, рост внутренней инфляции продолжился. В мае 12-месячная инфляция составила 9.0%, а базовая инфляция 8.4%. В то же время, ожидается, что укрепление армянского драма за счет притока иностранных посетителей в определенной степени смягчит инфляционные эффекты, исходящие с международных рынков, и будет способствовать корректировке внешнего спроса. В подобных условиях ЦБ считает необходимым оставить директивную процентную ставку без изменений.

Ожидания экономического роста в странах-партнерах в основном были пересмотрены в сторону понижения. В то же время инфляция в США и еврозоне продолжает ускоряться как из-за сбоя в глобальных производственных цепочках, так и из-за факторов внутреннего спроса, что создает значительные риски с точки зрения инфляционных ожиданий. В подобной ситуации центробанки этих стран прогнозируют более быстрое, чем ожидалось, ужесточение монетарных условий. Экономический спад в России, одной из основных стран-

График 9

Прогнозы международных цен на продовольствие



Источник: ФАО, прогноз ЦБА

**Во втором квартале 2022 года в условиях инфляционных эффектов, передающихся практически со всех международных товарно-сырьевых рынков, и высокого спроса, сформировавшегося в РА, рост внутренней инфляции продолжился. В мае 12-месячная инфляция составила 9.0%, а базовая инфляция 8.4%.**

партнеров Армении, в текущем году будет более глубоким под влиянием новых ограничений, затрагивающих нефтегазовый сектор. В результате резкого ужесточения условий перемещения денежной массы и капитала инфляционные ожидания в России резко снизились, а инфляция стабилизировалась. Параллельно рубль, после краткосрочной девальвации существенно укрепился, что положительно скажется на восстановлении спроса на товары, экспортируемые из Армении в Россию. В результате, после текущего ускорения, внешний спрос на экономику РА несколько смягчится, однако в краткосрочной перспективе внешний сектор продолжит оказывать преимущественно инфляционный эффект.

На фоне укрепления рубля корректировка спроса и денежных переводов в экспортный сектор РА окажет положительное влияние на общий спрос. В то же время значительный приток иностранных посетителей, который в представленном сценарии сохранится до третьего квартала, будет в значительной степени способствовать расширению среды спроса. С одной стороны это будет способствовать оживлению экономики РА, в первую очередь сектора услуг, а с другой стороны, создаст дополнительные инфляционные предпосылки. Однако укрепление драма, сопровождающее подобное увеличение внешнего спроса, создаст благоприятные условия для дальнейшей корректировки избыточного внешнего спроса и смягчения инфляционной среды.

Восстановление внутреннего спроса также способствует ускорению экономической активности. Это связано как с увеличением доходов отечественной экономики в результате притока иностранных посетителей, улучшением конъюнктуры рынка труда, так и с ростом «отложенного» потребления и постепенной корректировкой сбережений. В результате внутренний спрос также будет способствовать росту экономической активности, в определенной степени расширяя инфляционную среду. По оценкам, ужесточение политики ЦБ постепенно отражается на финансовом рынке, способствуя корректировке внутреннего спроса и инфляционных ожиданий.

На данном этапе ЦБ счел целесообразным оставить учетную ставку без изменений. Одновременно ЦБ будет осуществлять последовательные действия, направленные на стабилизацию инфляции и нейтрализацию рисков дестабилизации инфляционных ожиданий. В среднесрочной перспективе, в условиях реализуемой денежно-кредитной политики и постепенного смягчения совокупного спроса, инфляция, оставаясь выше целевого уровня в краткосрочном секторе, будет постепенно снижаться, приблизившись к своему целевому показателю в середине 2023 года.

*На данном этапе ЦБ счел целесообразным оставить учетную ставку без изменений. Одновременно ЦБ будет осуществлять последовательные действия, направленные на стабилизацию инфляции и нейтрализацию рисков дестабилизации инфляционных ожиданий.*

По оценкам, по-прежнему сохраняется высокая степень неопределенности, связанная с макроэкономической перспективой в связи с геополитическими событиями. При этом риски отклонения инфляции от прогнозируемого курса в основном сбалансированы и в случае их проявления в любую сторону ЦБ предпримет необходимые действия, направленные на обеспечение цели ценовой стабильности.

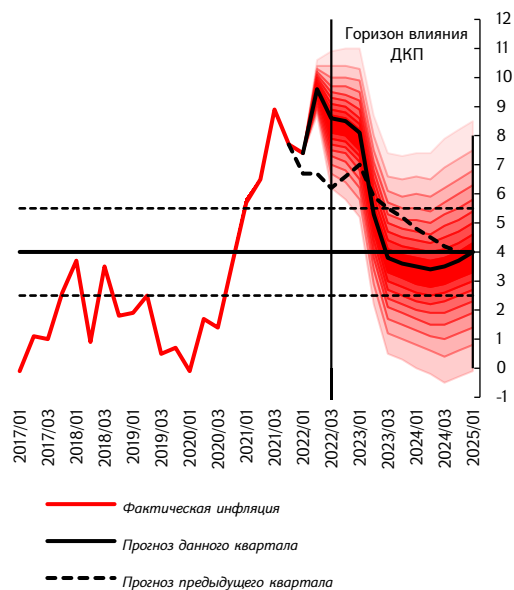
Таблица 1

Сроки	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале				
	<1.0%	1.0-2.5%	2.5-5.5%	5.5-7.0%	>7.0%
II кв. 2022г.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
III кв.	0.0%	0.0%	1.5%	11.6%	86.9%
IV кв.	0.0%	0.0%	3.1%	14.6%	82.3%
I кв. 2023г.	0.0%	0.1%	6.7%	19.0%	74.3%
II кв.	1.0%	5.5%	46.3%	27.2%	20.0%
III кв.	7.8%	16.7%	51.9%	15.6%	8.1%
IV кв.	9.4%	18.0%	50.7%	14.4%	7.5%
I кв. 2024г.	11.1%	19.1%	49.4%	13.4%	6.9%
II кв.	12.6%	18.9%	47.2%	13.5%	7.8%
III кв.	14.2%	18.0%	44.1%	13.8%	9.8%
IV кв.	12.8%	16.8%	43.9%	14.9%	11.6%
I кв. 2025г.	10.8%	15.2%	43.5%	16.3%	14.3%

Источник: НСС, прогноз ЦБ РА

График 10

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



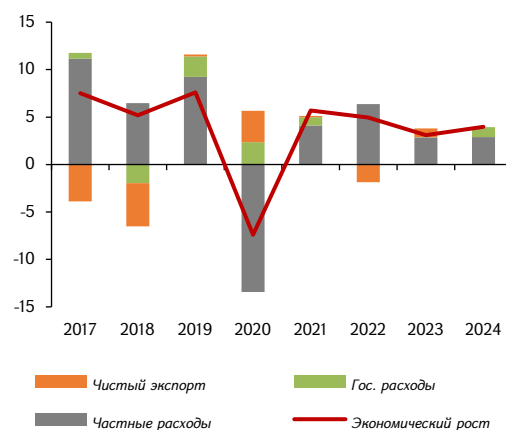
Источник: НСС, прогноз ЦБА

### 2.2.2. Экономическая активность <sup>3</sup>

С начала 2022 года уровень экономической активности был заметно выше оценок ЦБ. По сравнению с предыдущей годовой программой в настоящее время прогнозируется более высокий экономический рост за счет пересмотра как внутреннего, так и внешнего спроса. Приток иностранных посетителей (преимущественно из Российской Федерации) способствует ускорению спроса, что также выражается в увеличении экспорта сферы услуг. Кроме того, ожидается, что в результате некоторого укрепления российского рубля ожидаемое ранее снижение денежных переводов будет меньшим, соответственно, слабее будет и его негативное влияние на частное потребление. С другой стороны, ускорению частного пот-

График 11

Содействие компонентов<sup>4</sup> спроса росту инфляции (в процентных пунктах)



Источник: НСС, прогноз ЦБА

<sup>3</sup> Подробный количественный прогноз экономического роста приведен в графике 26 «Распределение вероятностей прогноза ВВП», таблице 2.

<sup>4</sup> В спросе не учитывалось изменение запаса материальных оборотных средств, поскольку оно рассчитывается Службой государственных доходов РА как балансирующая статья и не отражает реальный уровень инвестиций, следовательно, экономический рост, рассчитанный по спросу и предложению, может отличаться друг от друга. См. [https://www.armstat.am/file/article/sv\\_04\\_19a\\_112.pdf](https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf)

ребления также будет способствовать сокращению частных сбережений благодаря восстановлению международного туризма в результате снятия связанных с пандемией ограничений в мировом масштабе. Хотя неопределенность на фоне российско-украинского конфликта все еще сохраняется, частные инвестиции значительно ускорятся, в основном за счет строительства жилых домов, что продолжит вносить существенный вклад в экономический рост в течение года. Приток капитала и рабочей силы, вызванный иностранными посетителями, также будет способствовать увеличению потенциального уровня ВВП в течение года, что в основном будет выражаться в расширении ИТ-услуг (см. Врезка 1). Таким образом, экономический рост в 2022 году будет выше предыдущих оценок: 4.9%.

В среднесрочном горизонте, по сравнению с предыдущим планом, рост экономической активности несколько переоценен в сторону повышения в связи с ожидаемым ускорением инвестиций, а в конце горизонта рост ВВП будет близок к своему долгосрочному потенциальному уровню.

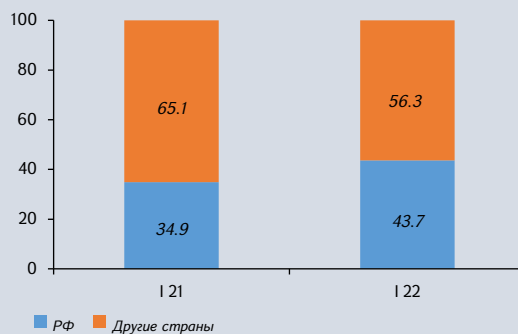
**Экономический рост в 2022 году будет выше предыдущих оценок: 4.9%.**

### Врезка 1<sup>5</sup>

#### Экономические последствия иностранных посетителей и финансового притока

Российско-украинский конфликт и продолжительные санкции, примененные к Российской Федерации вызвали определенные изменения в поведении граждан Российской Федерации, в результате чего, начиная с марта 2022 года, наблюдается большой приток иностранных посетителей и финансовых ресурсов в РА, что в свою очередь привело к существенному удорожанию армянского драма. Согласно наблюдениям ЦБ, рост международных посетителей и финансовых потоков, наблюдаемый в РА с марта 2022 года, в основном был обусловлен увеличением внешнего спроса, что выражается в значительном ускорении экспорта услуг из РА. Об этом свидетельствуют официальные данные НСС по международному туризму, согласно которым доля граждан России среди туристов, посетивших РА в первом квартале текущего года, значительно увеличилась и составила 43.7% по сравнению с 34.9% в прошлом году (см. график 12). О высоком внешнем спросе свидетельствует также высокий уровень производства отдельных услуг, а также резкое ускорение инфляции в отраслях услуг с

**График 12**  
Туристы посетившие РА по гражданству (%)



Источник: НСС

**График 13**  
Показатели отрасли «Размещение и общественное питание» (млрд. драмов)



Источник: НСС

<sup>5</sup> Подготовили Айк Карапетян, Асмик Карташян и Оганес Алесян.

относительно жесткими ценами. Так например, показатели в сфере размещения и общественного питания в марте-апреле были значительно выше по сравнению с аналогичными месяцами предыдущего года, а также докризисным уровнем (см. график 13). В то же время резко возросла фактическая арендная плата за квартиры, что является значительным изменением по сравнению с последними годами (см. график 14). В сфере экспорта услуг заметную роль играет экспорт финансовых услуг, о чем свидетельствует резкое увеличение бездепозитных счетов физических лиц-нерезидентов в коммерческих банках РА в марте-апреле текущего года (см. график 15).

С другой стороны, в течение наблюдаемого периода в РА также был зарегистрирован приток капитала (ПИИ) и рабочей силы, которые, хотя и были относительно меньшими по объему, непосредственно способствовали процессу создания ВВП, посредством быстрой интеграции в экономике РА и на рынке труда. Так, с марта резко увеличилось количество регистраций вновь созданных иностранцами организаций, в Государственном реестре юридических лиц РА (см. график 16): Следует отметить, что новые организации с участием иностранцев создавались в основном в ИТ-сфере, а регистрации в основном происходили в марте, после чего количество регистраций несколько замедлилось. С другой стороны, в апреле, по официальным данным НСС, резко увеличились производственные показатели отрасли «Информация и связь», что, если сравнивать с вновь созданными частными предприятиями иностранцев, позволяет предположить, что данное увеличение происходит в основном за счет притока иностранного капитала и рабочей силы (см. график 17).

В результате в оценке экономического роста на 2022 г. вклад упомянутого выше притока капитала и труда составит около 0.4-0.5%, в основном за счет роста **информационно-коммуникационного** сектора, причем большая часть экономического роста будет определяться внешним спросом и экспортом услуг.

Примечательно, что в период с марта по май 2022 года резкое увеличение притока иностранных посетителей и внешнего спроса сопровождалось значительным укреплением драма в реальном и номинальном выражении. Так, укрепление армянского драма по отношению к доллару США за указанный период составило около 8.85%. Реальный эффективный курс обмена драма также продемонстрировал сопоставимую динамику, зафиксировав рост на 4,88% в марте-апреле.<sup>6</sup>

Следует отметить, что в случае подобного финансового притока, обусловленного внешним спросом, в условиях режима плавающего валютного курса номинальный валютный курс выступает в роли амортизатора (автоматического стабилизатора<sup>7</sup>) и смягчает среднесрочные и долгосрочные последствия шока для реального сектора экономики.

График 14

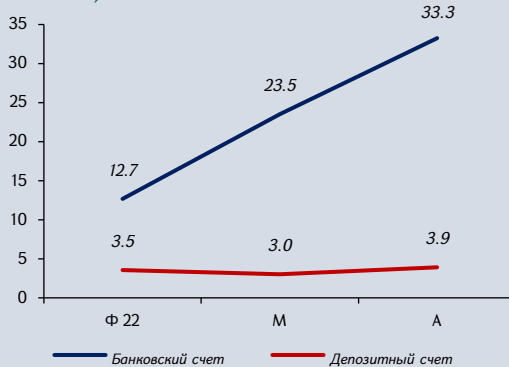
Фактическая арендная плата за квартиру (месячный рост, %)



Источник: НСС

График 15

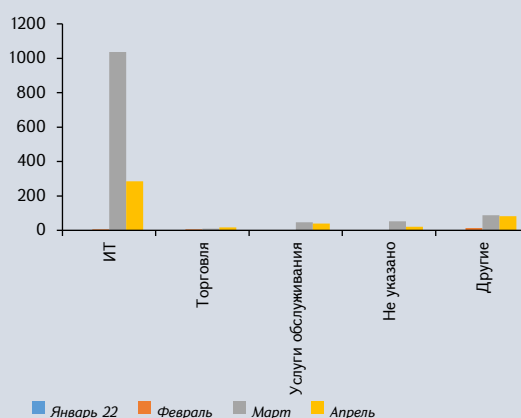
Счета физических лиц-нерезидентов в банках РА (в тысячах)



Источник: ЦБА

График 16

Индивидуальные предпринимательства, зарегистрированные гражданами России, Беларуси и Украины в Государственном реестре юридических лиц РА



Источник: Государственный реестр юридических лиц РА и оценки ЦБА

<sup>6</sup> Источник: www.cba.am.

<sup>7</sup> Friedman, Milton (1953). "The case for flexible exchange rates". In: *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press, 157–203.

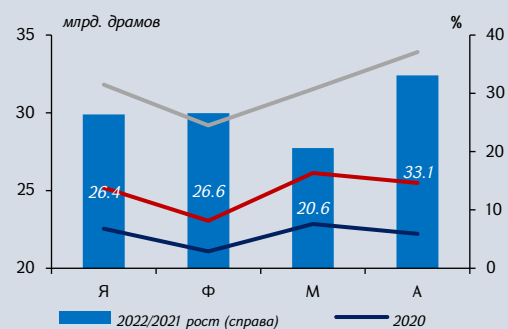


Так, например, повышение номинального обменного курса, сопровождающее приток иностранной валюты, приводит к относительному росту цен, выраженных в иностранной валюте, для иностранных посетителей (когда внутренние цены не меняются), создавая предпосылки для дальнейшего постепенного и самостоятельного уравнивания избыточного спроса. Кроме того, повышение номинального обменного курса также выражается в некотором смягчении инфляционных эффектов, возникающих из-за внешнего спроса, для внутренних потребителей.

Говоря об инфляционной динамике, отметим, что 12-месячная инфляция в последние месяцы несколько увеличилась и по состоянию на май достигла 9.0%. Хотя высокая инфляционная среда в РА в основном обусловлена влиянием общего высокого инфляционного фона в мировой экономике, можно отметить, что в апреле-мае особенно резко увеличился рост цен на бытовые услуги, в результате увеличения притока иностранных посетителей, иностранного спроса и экспорта услуг (график 18).

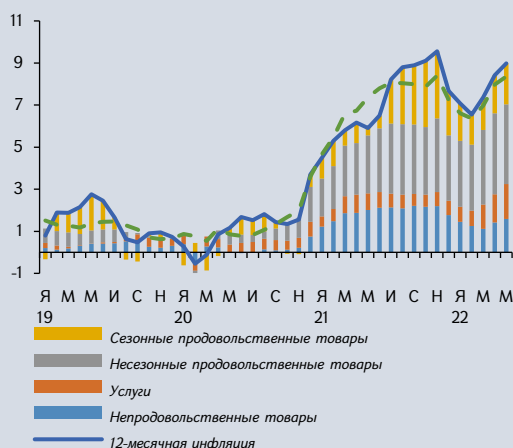
Также следует отметить, что в марте-мае удалось частично нейтрализовать передающийся из внешнего сектора рост цен, особенно на продукты пищевого значения, в том числе в результате повышения обменного курса<sup>8</sup> (см. таблицу 1). По оценке ЦБ, влияние укрепления драма на 12-месячную инфляцию в рассматриваемом временном периоде оценивается примерно в 1.2 п.п., что сохранится и в дальнейшем и отразится на динамике инфляции (см. таблицу 2).

График 17  
Показатели отрасли «Информация и связь»



Источник: НСС

График 18  
Содействие инфляции (проц. пункты)



Источник: НСС и ЦБА

Таблица 1

**Сопоставление цен на некоторые основные продукты с мировыми ценами**

Месяц	Мука		Масло		Подсолнечное масло		Сахарный песок		Бензин	
	Внутренняя цена	Международная цена	Внутренняя цена	Международная цена	Внутренняя цена	Международная цена	Внутренняя цена	Международная цена	Внутренняя цена	Международная цена
А 21	-0.2	2.9	3.0	0.9	11.0	-2.4	7.5	5.9	3.6	-0.6
М	-0.4	5.8	2.5	2.3	6.0	0.7	1.9	5.6	3.0	5.0
И	-1.0	-3.9	1.3	-3.1	1.0	-18.2	-1.0	0.0	6.2	7.4
И	-0.7	3.1	0.4	-1.8	-7.0	-1.1	-2.1	2.6	2.3	1.8
А	0.0	10.3	-0.4	1.9	-8.4	5.7	-1.5	10.3	2.2	-5.9
С	1.3	4.0	-0.1	6.8	-2.0	-3.4	5.5	0.0	0.8	6.5
О	1.5	5.1	0.0	15.6	-1.3	8.5	0.8	-1.3	1.2	12.1
Н	3.6	7.0	0.5	8.1	-0.4	-0.3	2.3	1.3	3.2	-3.4
Д	1.5	-0.7	-0.1	4.6	0.2	-3.8	2.2	-2.3	0.8	-8.0
И 22	0.6	-0.7	0.0	5.5	0.0	3.7	-0.1	-4.8	-2.1	15.1
Ф	0.5	4.3	-1.0	1.4	-3.5	6.2	-0.3	-1.6	-1.4	12.0
М	3.8	24.5	4.1	10.7	7.6	57.5	7.9	6.7	3.3	20.7
А	2.9	1.8	1.9	3.0	6.6	-3.6	-1.7	2.4	1.1	-8.5
М	1.1	5.5	3.4	4.3	3.4	-8.6	-3.0	-0.3	-0.4	6.2

<sup>8</sup> Примечательно, что эти оценки приводились в условиях заданного несовершенства товарных рынков. Вполне вероятно, что во время шоков подобное несовершенство может существенно возрасти, и повышение обменного курса может не отразиться в динамике цен обычным образом.

**Влияние повышения обменного курса в апреле-мае 2022 г. по сравнению с условным сценарием, предполагающим неизменный обменный курс**

	Мука		Масло		Подсолнечное масло		Сахарный песок		Бензин		Непродовольственные товары		Базовая инфляция		Инфляция	
	Фактическая инфляция	Инфляция в условиях неизменного обменного	Фактическая инфляция	Инфляция в условиях неизменного обменного	Фактическая инфляция	Инфляция в условиях неизменного обменного	Фактическая инфляция	Инфляция в условиях неизменного обменного	Фактическая инфляция	Инфляция в условиях неизменного обменного	Фактическая инфляция	Инфляция в условиях неизменного обменного курса	Фактическая инфляция	Инфляция в условиях неизменного обменного	Фактическая инфляция	Инфляция в условиях неизменного обменного
A 22	2.9	4.0	1.9	2.9	6.6	7.7	-1.7	-0.7	1.1	2.2	2.0	3.0	1.7	2.3	2.3	2.7
M 22	1.1	2.9	3.4	5.2	3.4	5.2	-3.0	-1.2	-0.4	1.4	1.0	2.8	0.9	1.9	0.1	0.9

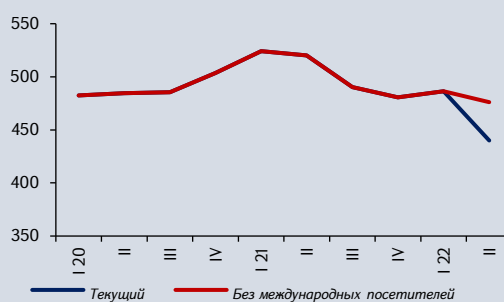
С учетом важности притока иностранных посетителей в экономическом развитии РА по ряду выше рассмотренных направлений, а также четкой коммуникации логики принятия решений Центральным банком в данных условиях общественности, ниже был выстроен условный сценарий, где представлена разница в прогнозах основных макроэкономических переменных в условиях отсутствия экономических эффектов, возникающих в результате притока иностранных посетителей.

Таким образом, результаты условного сценария показывают, что при отсутствии внешнего спроса, вызванного ростом иностранных посетителей и притока капитала и рабочей силы, экономический рост и инфляция в краткосрочной перспективе были бы ниже, а укрепление номинального обменного курса, слабее (графики 19, 20, 21). В частности, при отсутствии фактического притока иностранных посетителей оценка экономического роста на 2022 год составила бы 3,6% вместо 4,9% в текущем сценарии. При этом в краткосрочной перспективе, с одной стороны, отсутствовало бы положительное влияние удорожания драма на инфляцию, а с другой стороны, ускорению не способствовало бы инфляции дополнительное расширение спроса. В результате краткосрочная инфляция сформировалась бы на относительно более низком уровне.

Что касается среднесрочной перспективы, можно отметить, что в отсутствие укрепления обменного курса в качестве поглотителя внешних шоков, корректировка спроса и инфляции в среднесрочном горизонте шла бы более медленным путем. Принимая во внимание сохраняющийся высокий уровень внутреннего спроса и инфляции вне зависимости от потока иностранных посетителей, естественно, в этой ситуации потребовалась бы достаточно жесткая реакция денежно-кредитной политики, для того чтобы сдерживать спрос и стабилизировать инфляцию в пределах своего целевого значения. Следует отметить, что в любом случае денежно-кредитная политика преследует цель стабилизации цен на прогнозном горизонте, в результате чего в конце прогнозного горизонта различия в прогнозе инфляции в фактическом и условном сценарии нейтрализуются.

График 19

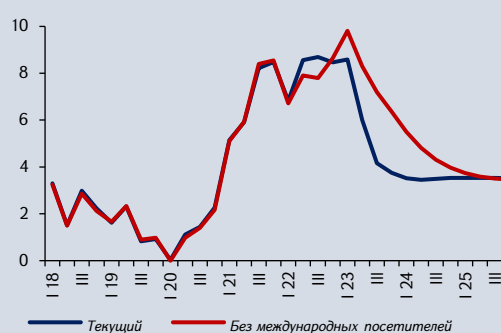
Номинальный курс обмена драма на доллары США



Исрочник: Расчеты ЦБА

График 20

Прогнозы инфляции (12-месячный рост, %)



Исрочник: Расчеты ЦБА

График 21

Прогнозы совокупного экономического роста (%)



Исрочник: Расчеты ЦБА

**Внешний спрос.** В 2022 году, несмотря на сохранение геополитической неопределенности в регионе, будут наблюдаться определенные положительные сдвиги в экспорте товаров и особенно услуг, обусловленные предполагаемым увеличением международных потоков посетителей. Одновременно, в результате восстановления сдержанной активности внутреннего спроса, а также смягчения и снятия ограничений европейскими странами, прогнозируется более высокий рост импорта товаров и услуг по сравнению с предыдущим сценарием.

В связи с быстрым возобновлением экспорта в Россию в условиях быстрой корректировки курса российского рубля прогнозы реального роста экспорта товаров и услуг были пересмотрены в сторону увеличения. В условиях наложенных ограничений в отношении России возможности экспорта из Армении относительно расширятся, также с учетом развитий в области экспортного потенциала. В то же время замедлится экспорт в горнодобывающей промышленности. Что касается экспорта услуг, то в условиях сохранения большого притока международных посетителей рассматриваются положительные сдвиги в области туризма, информационного сектора, а также финансовых услуг. В результате в 2022 г. прогнозируется реальный рост экспорта товаров и услуг на 5.1%. 2022 г.

В условиях быстрого восстановления за счет накопленных сбережений отложенного внутреннего спроса, а также ослабления ограничений европейскими странами, ожидается более высокий по сравнению с предыдущим сценарием рост реального импорта товаров и услуг. В 2022 году прогнозируется реальный рост импорта товаров и услуг на 8.3%.

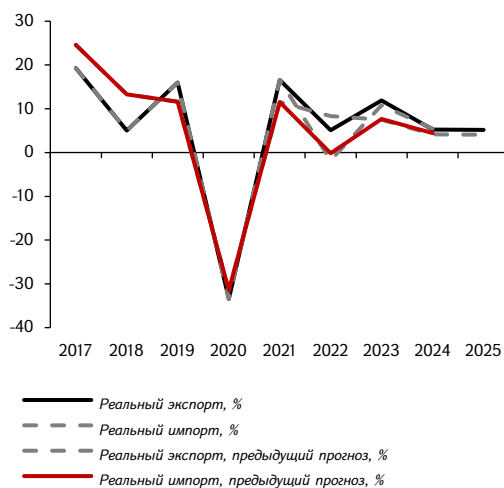
После высокого роста, зафиксированного в первом полугодии, денежные переводы физических лиц несколько замедлятся. В условиях резкого укрепления номинального курса рубля по отношению к доллару США долларовой эквивалент денежных переводов оценивается на более высоком уровне, чем в предыдущих прогнозах. Наряду с этим ожидается, что денежные переводы из США, как и ожидалось ранее, замедлятся. С учетом данных предположений чистый приток общих денежных переводов (включая доходы сезонных работников и частные трансферты) уменьшится примерно на 12% в 2022 г. по сравнению с 20%-ным снижением, предусмотренном предыдущей программой.

В результате вышеуказанного сценария развития в 2022 г., по сравнению с предыдущими оценками, дефицит счета текущих операций внутри ВВП увеличится и сформируется на уровне 5.2%.

В среднесрочной перспективе ослабление неопределенности, а также восстановление мировой и внутренней экономики приведут к

График 22

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



Источник: НСС, прогноз ЦБА

постепенному восстановлению инвестиций, в результате которого показатель дефицит счета текущих операций/ВВП стабилизируется в пределах расчетного диапазона равновесия 5.0-6.0%.

**Налогово-бюджетная политика.** Оценка влияния налогово-бюджетной политики на совокупный спрос в 2022 г. производилась на основе показателей Закона РА «О государственном бюджете на 2022 г.», текущих экономических изменений и основанных на них оценок Центрального банка, скорректированной бюджетной программы<sup>9</sup>, текущих развитий и оценок ЦБ на их основе.

С учетом фактических событий января-мая 2022 года, в условиях опережающего роста экономической активности, по части налоговых доходов государственного бюджета ожидается перевыполнение полугодового плана по сбору, что создает положительные предпосылки также для выполнения годового плана налоговых поступлений в государственный бюджет. В результате согласно представленному сценарию, по сравнению с 2021 годом соотношение налог/ВВП<sup>10</sup> в 2022 году увеличится на 0.8 п.п.

Ожидается, что доходы будут примерно на 17 млрд драмов выше показателя, указанного в годовом плане государственного бюджета, в результате выполнения плана по налогам, перевыполнения плана по другим доходам и определенного недовыполнения показателя по грантам. Согласно оценке выполнение программы государственных расходов составит 98.9%, с учетом ожидаемого неполного поступления капитальных затрат из внешних источников и, вследствие этого, сбережений по линии софинансирования по этим затратам.

По оценкам ЦБА, соотношение расходов к ВВП в 2022 году составит 27.6%, снизившись на 1.1 процентных пункта по сравнению с предыдущим годом. Соотношение дефицита к ВВП составит 2.5%, что на 2.1 процентных пункта ниже, чем в 2021 году.

В результате после корректировки расходов и доходов государственного бюджета за счет потоков, не влияющих на совокупный спрос, в 2022 г. по сравнению с 2021 г. наблюдается сдерживающий эффект налогово-бюджетной политики в размере примерно 1.0 процентного пункта. Последнее будет обусловлено почти нейтральным импульсом по линии доходов и сдерживающим, по линии расходов.

**В среднесрочной перспективе бюджетная оценка по сравнению с предыдущим прогнозом остается неизменной.** В среднесрочной перспективе, исходя из ССПР на 2022-2024 годы, ожи-

*2022 г. по сравнению с 2021 г. наблюдается сдерживающий эффект налогово-бюджетной политики в размере примерно 1.0 процентного пункта.*

<sup>9</sup> *Квартальный и годовой план, скорректированный в соответствии с текущими решениями правительства.*

<sup>10</sup> *Показатели ВВП в программе являются прогнозами ЦБ.*

дается, что параллельно с восстановлением экономики правительством будет осуществляться бюджетная консолидация, обеспечивающая постепенное снижение дефицита бюджета и долговой нагрузки за счет роста налоговых поступлений и улучшения структуры затрат.

**Рынок труда.** Ожидается, что в 2022 году, в условиях сохраняющегося положительного разрыва ВВП и высокой инфляции, рост номинальной заработной платы в частном секторе сохранится на высоком уровне, составив 11,7%. Параллельно со стабилизацией инфляции вокруг целевого уровня в среднесрочной перспективе и нейтрализацией разрыва ВВП, рост номинальной заработной платы в частном секторе в определенной степени замедлится и будет соответствовать динамике производительности в экономике. В результате в 2023 году прогнозируется рост номинальной заработной платы частного сектора на 7,5-8,5%, причем в конце прогнозного горизонта она стабилизируется в пределах 6-7%.

Ожидается, что в 2022 году безработица будет ниже своего среднесрочного уровня, в основном из-за положительной конъюнктуры совокупного спроса, сохраняющейся в течение года. В 2022 году уровень безработицы составит 14,8%, а в среднесрочной перспективе будет колебаться в пределах 15-16%.

В 2022 г., в результате опережающего роста частной заработной платы по отношению к производительности труда, удельные затраты на оплату труда предприятий несколько увеличатся, а в конце прогнозного горизонта стабилизируются вокруг своей фундаментальной величины, целевого уровня инфляции 4%. В результате в краткосрочной перспективе на рынке труда будут поддерживаться инфляционные эффекты, которые на протяжении прогнозного горизонта постепенно смягчатся.

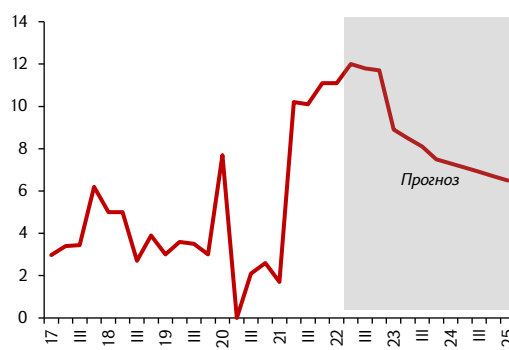
### 2.2.3. Сопоставление с предыдущим прогнозом

**Оценки экономического роста РА в 2022 году были пересмотрены в сторону повышения, при этом на прогнозируемом горизонте они существенно не изменились.**

По сравнению с предыдущим прогнозом экономический рост в 2022 году был пересмотрен в сторону повышения и, вместо 1,6%, в настоящее время оценивается в пределах 4,9%. По сравнению с предыдущей программой рост практически по всем отраслям был переоценен в сторону увеличения.

График 23

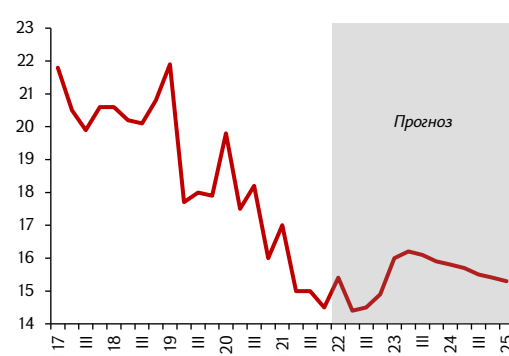
Годовой рост номинальной заработной платы в частном секторе г/г, (%)



Источник: НСС, прогноз ЦБА

График 24

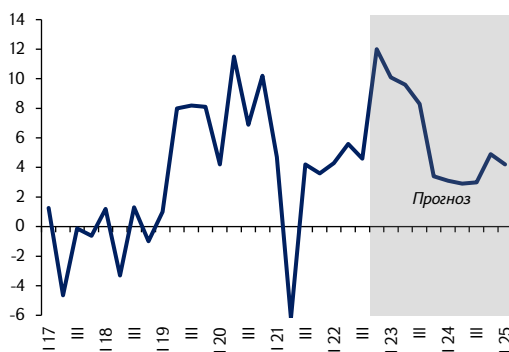
Уровень безработицы (%)



Источник: НСС, прогноз ЦБА

График 25

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



Источник: НСС, прогноз ЦБА

**По сравнению с предыдущим прогнозом экономический рост в 2022 году был пересмотрен в сторону повышения и, вместо 1,6%, в настоящее время оценивается в пределах 4,9%.**

Сектор услуг является основным сектором, участвующим в пересмотре экономического роста, ускорению его активности способствовал более высокий, чем ожидалось, уровень внешнего спроса за счет притока иностранных посетителей и повышения их относительной покупательной способности в результате некоторого укрепления рубля. Следует отметить, что иностранные посетители в свою очередь оказывают значительное влияние на рост активности в сфере финансовых услуг и ИТ-услуг (см врезку 1).

Рост в секторе строительства был несколько пересмотрен в сторону повышения, в основном за счет ожидаемого увеличения объемов жилищного строительства наряду с ускорением частных инвестиций.

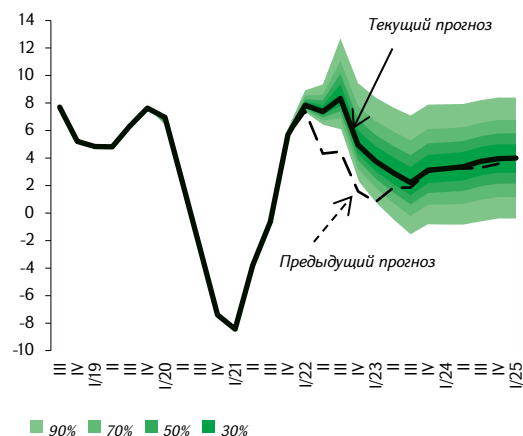
В результате негативных явлений, наблюдаемых в первом полугодии в отрасли сельского хозяйства, рост отрасли несколько замедлится, что, однако, является разовым фактором, и в случае благоприятных погодных условий до конца года ожидаются определенные положительные тенденции.

В 2022 году в промышленном секторе ожидается меньший по сравнению с нынешним уровень спада, в основном благодаря более позитивным изменениям, ожидаемым в обрабатывающей промышленности. В условиях укрепления российского рубля спрос на товары, экспортируемые в Российскую Федерацию, во втором квартале несколько восстановился, в результате чего производство продуктов питания и напитков в основном приблизится к уровням, существующим до эскалации конфликта. Упадку в секторе промышленности будут способствовать продолжающиеся негативные явления в горнодобывающей отрасли на фоне сохранения существующих проблем.

Оценка экономического роста на прогнозируемом среднесрочном горизонте существенно не изменилась, и ожидается, что в конце горизонта он будет близок к своему долгосрочному устойчивому уровню.

График 26

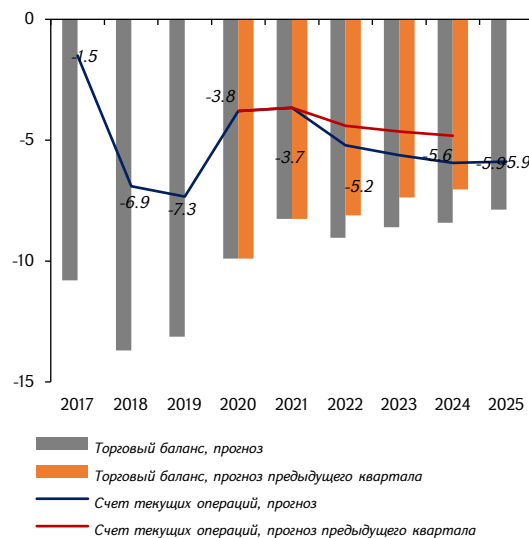
Распределение вероятностей прогноза реального<sup>11</sup> (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте



Источник: НСС РА, Прогноз ЦБА

График 27

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



Источник: НСС, прогноз ЦБА

Таблица 2

Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП		
Интервал 30% вероятности	Интервал 30% вероятности	Интервал 30% вероятности
2022 январь-декабрь / 2021 январь-декабрь	4.3 - 6.0	2.4 - 9.4
2023 январь-декабрь / 2022 январь-декабрь	2.2 - 4.2	(-0.9) - 7.9
2024 январь-декабрь / 2023 январь-декабрь	2.9 - 5.0	(-0.5) - 8.4

Источник: НСС, прогноз ЦБ РА

<sup>11</sup> Темп роста каждого квартала рассчитан как кумулятивный темп роста за предыдущие 4 квартала.

В 2022 году показатель дефицит счета текущих операций/ВВП по сравнению с предыдущим прогнозом увеличится, в основном за счет увеличения дефицита товарного баланса в результате улучшения внутреннего спроса.

**По сравнению с предыдущим прогнозом сдерживающий эффект фискального импульса будет несколько более высоким, примерно на 1 процентный пункт:** в результате полного выполнения скорректированного налогового плана и 98,9% скорректированного плана расходов (оценка ЦБ), ожидаемый эффект будет нейтральным с точки зрения доходов и сдерживающим с точки зрения затрат.

Согласно текущему прогнозу, общий уровень инфляции в краткосрочном секторе будет выше, чем прогнозировалось в предыдущей программе, в основном за счет изменения цен на сезонную сельскохозяйственную продукцию. Базовая инфляция также будет выше, что будет по-прежнему обусловлено усиливающимися инфляционными явлениями на международных товарных рынках, а также инфляционным давлением, передаваемым в результате увеличения внешнего и внутреннего спроса. Соответственно, инфляция в ближайшее время сформируется на более высоком уровне по сравнению с предыдущей программой, а в среднесрочной перспективе снизится и со второй половины 2023 года стабилизируется вокруг целевого уровня (см. график 1).

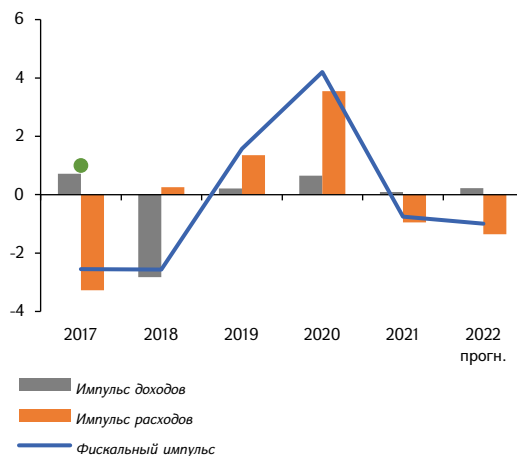
**Краткосрочные инфляционные ожидания в ближайшей перспективе будут выше прогнозируемых, что в основном обусловлено инфляционными эффектами, передающимися из внешнего сектора экономике Армении.**

#### 2.2.4. Основные суждения и риски

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

График 28

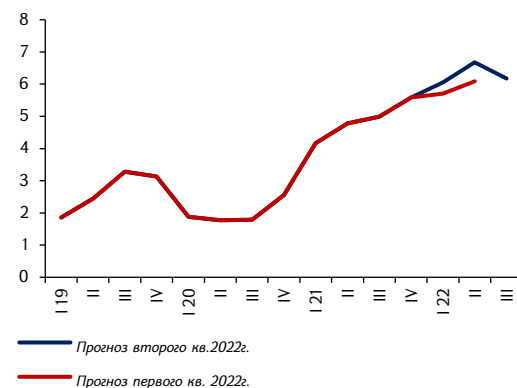
Прогноз налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)



Источник: оценка ЦБА

График 29

Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий, (%)



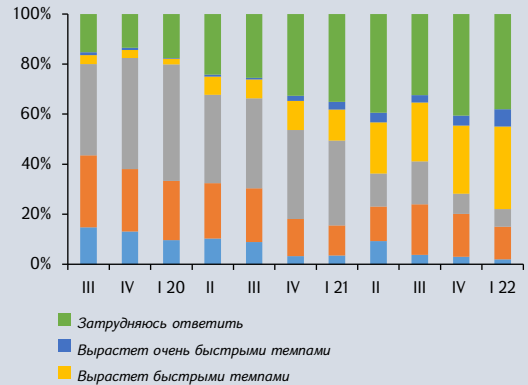
Источник: оценка ЦБА

## Врезка 2

### Результаты опросов домашних хозяйств и участников финансового сектора относительно их ожиданий

Согласно результатам опроса ЦБ, проведенного в четвертом квартале 2022 года среди домохозяйств и участников финансового сектора относительно ряда макроэкономических показателей, инфляционные ожидания продолжили расти. В частности, доля домохозяйств, ожидающих высокую и очень высокую инфляцию в годовом горизонте, среди общего числа опрошенных немного выросла. Кроме того опросы свидетельствуют о том, что в первом квартале отсутствие определенности относительно ожидаемой инфляции среди опрошенных домохозяйств несколько снизилась, но все еще остается на высоком уровне.

График 30  
Опросы об инфляционных ожиданиях домохозяйств



Источник: ЦБА

## Суждения, лежащие в основе прогноза

Таблица 3

Основные суждения и предположения	Вероятные последствия данного предположения
<p>Жесткие санкции, введенные в отношении России в результате российско-украинского конфликта, будут сохраняться на протяжении всего прогнозного горизонта, а проблемы, образовавшиеся в цепочках поставок и других цепочках создания стоимости или международных торговых потоках, в краткосрочной перспективе существенно не изменятся.</p> <p>Из-за сбоев в цепочке поставок в 2023 году также будут наблюдаться задержки поставок продуктов и нехватка отдельных продуктов, обусловленные экономическими ограничениями, введенными в ряде промышленных центров Китая.</p> <p>Среди основных стран-партнеров Армении ФРС США и Центральный банк еврозоны будут проводить более жесткую денежно-кредитную политику, обеспечивая относительно плавную корректировку инфляции и экономики.</p> <p>Высокая инфляция продлится дольше, но при этом удастся избежать рисков срыва долгосрочных инфляционных ожиданий.</p> <p>В рамках соглашения ОПЕК+ в ближайшие месяцы удастся реализовать договоренность о добыче больших объемов нефти.</p> <p>Текущие уровни добычи нефти в России сохранятся.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Среди основных стран-торговых партнеров РФ экономический рост в США (значительно) и Еврозоне ослабнет, а экономический спад в России будет более глубоким.</li> <li>✓ Среднесрочные инфляционные ожидания ускорились во всех странах-партнерах. В США и ЕС они попрежнему оцениваются как умеренные.</li> <li>✓ Рост неопределенности относительно денежно-кредитной политики, проводимой центральными банками развитых стран, приведет к увеличению нестабильности на финансовых рынках и определенной корректировке цен на активы.</li> <li>✓ Цены на международных рынках сырья и продуктов питания сохранятся на высоком уровне.</li> </ul>



<p>В связи с усилением геополитической нестабильности/неопределенности в регионе и на фоне растущей неопределенности в отношении денежно-кредитной политики, премия за риск страны в Армении в краткосрочной перспективе в определенной степени увеличилась, однако долгосрочный стабильный уровень остается неизменным.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ После первоначального повышения, связанного с российско-украинским конфликтом, премия за риск страны во втором квартале текущего года, несколько стабилизировалась, а затем вновь увеличилась в результате повышения волатильности на финансовых рынках из-за ужесточения денежно-кредитной политики ФРС. Согласно текущим прогнозам, в краткосрочной перспективе она все еще сохранится на текущем высоком уровне, а затем медленно приблизится к долгосрочному стабильному уровню.</li> </ul>
<p>На 2022 год ожидается нейтральный эффект налогово-бюджетной политики в отношении доходов и сдерживающий в отношении расходов.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ В 2022 году сдерживающий эффект фискальной политики оценивается примерно в 1.0 п.п., в условиях выполнения годового плана налоговых поступлений и 98.9% выполнения скорректированного плана расходов. В среднесрочном секторе, согласно оценкам ССПР на 2022-2024 годы, ожидается нейтральный эффект фискальной политики за счет постепенного сокращения дефицита бюджета и долговой нагрузки.</li> </ul>
<p>Определенные структурные изменения во внешней торговле Республики Армения, в результате санкций в отношении Российской Федерации.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Относительно быстрое восстановление производства коньяка со второго квартала 2022 года.</li> <li>✓ Сохранение высоких темпов роста информационно-коммуникационного сектора до конца года, что окажет влияние примерно на 0.4-0.5% на потенциал ВВП 2022 года.</li> <li>✓ Практически полная приостановка торговых отношений РА с Украиной (как экспортных, так и импортных) в связи с продолжающимся российско-украинским конфликтом.</li> <li>✓ Санкции, примененные к финансовой системе Российской Федерации, не вызовут существенных сбоев во внешнеторговых связях Республики Армения. В частности, предполагается, что коммерческие переводы, осуществляемые до этого российскими банками-посредниками, могут осуществляться через другие иностранные банки-посредники, а коммерческие и некоммерческие переводы с Российской Федерацией продолжают осуществляться бесперебойно.</li> </ul>
<p>Определенное негативное влияние добывающих отраслей в рост уровня потенциала ВВП.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ В сценарии денежно-кредитной политики не учитывается деятельность Амулсарского рудника и Алавердинского медно-молибденового комбината. Их потенциальное влияние учитывается в прогнозных рисках.</li> <li>✓ Временное прекращение работы Техутского рудника до середины года, с последующим восстановлением прежнего уровня добычи и экспорта. Закрытие Техутского рудника во втором квартале окажет негативное влияние на промышленность в размере 1.1% и на экономический рост в размере 0.23%.</li> </ul>

Некоторое расширение отложенного внутреннего спроса в течение 2022 г. за счет использования накоплений, сформированных в предыдущие годы.	✓ В результате ослабления ограничений, связанных с пандемией, во всем мире, ожидается восстановление импорта туризма из РА за счет сокращения частных сбережений.
В связи с внедрением единого таможенного тарифа Евразийского экономического союза, до 2023 года ожидается изменение акцизных и таможенных ставок.	✓ Инфляционный эффект постепенного изменения акцизного налога в 2021-2023 годах оценивается примерно в 0.4 процентного пункта, в то время как ежегодный эффект изменения таможенных ставок оценивается в 0.3 процентного пункта.

Источник: ЦБ РА

### Врезка 3<sup>12</sup>

#### **Влияние шока внешнего спроса на экономику в условиях различной макроэкономической политики**

*Небольшие открытые экономики иногда сталкиваются с явлением повышения обменного курса, которое может происходить под влиянием различных экономических факторов. Например, при обнаружении в стране запасов полезных ископаемых (нефти, газа и т. д.), при экономическом росте, превышающем рост в основных странах-партнерах, при росте международного спроса любого экспортируемого из страны товара, при движении капитала, больших потоках иностранных туристов и т.д. В случае перечисленных выше явлений наблюдается приток иностранной валюты, в результате чего в стране происходит укрепление реального обменного курса валюты.*

*Описанные явления в экономике часто носят отраслевой характер, свидетельствующий также о трансформации из традиционных экспортных отраслей в другие, когда экономика просто переходит от одного структурного равновесия к другому. В то же время, с точки зрения структур, ответственных за осуществление политики, данный процесс нередко может вызывать опасения, поскольку возможности расширения «традиционного» экспортного сектора сокращаются, а в ряде случаев могут возникать и риски с точки зрения долгосрочного устойчивого роста. (так называемая голландская болезнь<sup>13</sup>).*

*В условиях шока внешнего спроса значительное увеличение внешнего спроса на товары отечественного производства также неизбежно приводит к повышению реального обменного курса, поскольку реальный обменный курс отражает реальную цену экспорта, и если спрос превышает предложение, цена должна вырасти. Реальный обменный курс представляет собой комбинацию номинального обменного курса и уровня цен. Следовательно, его повышение должно сопровождаться либо повышением номинального обменного курса, либо*

<sup>12</sup> Подготовили Айказ Игитян и Ваагн Давтян.

<sup>13</sup> Corden W.M., Neary J.P. Booming Sector and De-industrialisation in a Small Open Economy. *The Economic Journal* 92 (December): 829-831, 1982.

инфляцией, либо любой их комбинацией. С другой стороны, на современном этапе экономического развития значительно увеличился внешний спрос в сфере услуг (см. врезку 1), который считается относительно некапиталоемким сектором экономики и где производительность обычно ниже. Поэтому в данной ситуации может происходить неэффективное перераспределение ресурсов, что может негативно сказаться на экономическом росте в среднесрочной и долгосрочной перспективе. (эффект голландской болезни). Поэтому в контексте макроэкономической политики может возникнуть необходимость определения такого инструментария, который будет направлен на повышение общей производительности экономики в ситуации отраслевого шока спроса.

С целью обсуждения этих вопросов в рамках базовой модели ЦБ РА были рассмотрены варианты и сценарии денежно-кредитной политики в ситуации шока внешнего спроса (см. график 31). В частности, в случае шоков внешнего спроса при режиме плавающего обменного курса, обменный курс действует как амортизатор, нейтрализующий среднесрочные и долгосрочные последствия шока для реальной экономики. В этом случае повышение номинального обменного курса, сопровождающее приток иностранной валюты, приводит к относительному росту цен, выраженных в иностранной валюте, для иностранных посетителей (когда внутренние цены не меняются), создавая предпосылки для дальнейшего постепенного и самостоятельного регулирования спроса. Таким образом, денежно-кредитная политика управляет только «остаточными» рисками/воздействиями, связанными с возможным срывом ожиданий. В этом условном случае, поскольку удорожание также может способствовать смягчению общего инфляционного фона, монетарная политика может рассматривать варианты выбора сравнительно нейтрального курса (см. график 31).

Следует отметить, что хотя в экспортном секторе, в отношении которого сформировался положительный внешний спрос, наблюдается значительное улучшение положения, другие экспортные секторы могут столкнуться с временными проблемами. Исходя из этого, ЦБ может рассмотреть вариант определенной нейтрализации притока иностранной валюты соответствующими действиями. Однако, в результате, при меньшей корректировке обменного курса, баланс спроса и экономики для иностранных посетителей будет происходить за счет более высокой внутренней инфляции, поскольку для международных посетителей важны внутренние цены, выраженные в иностранной валюте. С другой стороны, сформировавшейся высокой инфляцией необходимо управлять с помощью соответствующей политики ужесточения процентных ставок, в результате чего бремя всей корректировки перекладывается на внутренний спрос и внутренних потребителей (см. график 31).

Поскольку в данной ситуации фактический рост внешнего спроса относится к отдельной отрасли экономики, с точки зрения оптимальной политики целенаправленная отраслевая фискальная политика способна эффективно решать возможные проблемы.

Для проведения анализа в этом направлении была рассмотрена Неокейнсианская модель<sup>14</sup> общего равновесия малой открытой экономики, откалиброванная для экономики РА. Модельная экономика состоит из двух секторов: экспортного и не экспортного. Домохозяйства получают доход, работая в одном из двух секторов и «поставляя» капитал экспортному сектору (который является капиталоемким сектором). Кроме того, домохозяйства владеют фирмами, поэтому они получают всю прибыль.

Рабочая сила не является полностью гибкой, и существуют определенные трудности при переходе из одной отрасли в другую, поэтому заработная плата в этих двух отраслях различается. Домохозяйства потребляют импортные и местные потребительские и инвестиционные товары. Наконец, домохозяйства имеют свободный доступ к финансовым рынкам и могут покупать как внутренние, так и международные облигации, чтобы сгладить свое потребление с течением времени.

Фирмы условно делятся на три основные группы: производители экспортных товаров, производители неэкспортных товаров и импортеры. Фирмы экспортного сектора, используя труд и капитал, производят потребительские товары, часть которых потребляется на месте, а остальная идет на экспорт. Фирмы экспортного сектора также производят инвестиционные товары. Неэкспортный сектор, используя только рабочую силу, производит только потребительские товары, однако, в отличие от стандартных моделей, здесь мы предполагаем, что эти товары также можно экспортировать. Подобное предположение сделано потому, что в настоящее время из-за большого потока иностранных гостей в Армению, замечен значительный рост спроса в сфере услуг. Этот сектор традиционно считается неэкспортным и, хотя в текущей ситуации он стал экспортным, другие структурные изменения, такие как значительный рост производительности или привлечение капитала из других отраслей экономики, не заметны.

Импортеры ввозят как потребительские товары, замещающие отечественные экспортные товары, так и инвестиционные товары. Фирмы во всех трех отраслях производят дифференцированную продукцию и обладают определенной рыночной властью при установлении цен. Ценовая жесткость во всех трех отраслях характерна, то есть в ответ на шоки не все фирмы, работающие в одной отрасли, имеют возможность установить новую цену, поэтому в динамике цен наблюдается определенный лаг.

Денежно-кредитная политика работает по правилу Тейлора: она реагирует через процентную ставку на отклонение инфляции от целевого показателя и на разрыв ВВП.

Правительство осуществляет отраслевую политику таким образом, чтобы иметь сбалансированный бюджет. Целью налогово-бюджетной политики является предотвращение возникновения «голландской болезни» или ее смягчение, а в качестве инструмента она может ужесточить политику в одной отрасли и смягчить ее в другой.

<sup>14</sup> Подробное описание модели см. Lartey (2008), Acosta et al. (2009):

График 31

Реакция экономики на шок внешнего спроса (в условиях плавающего и регулируемого курсов валют)<sup>15</sup>

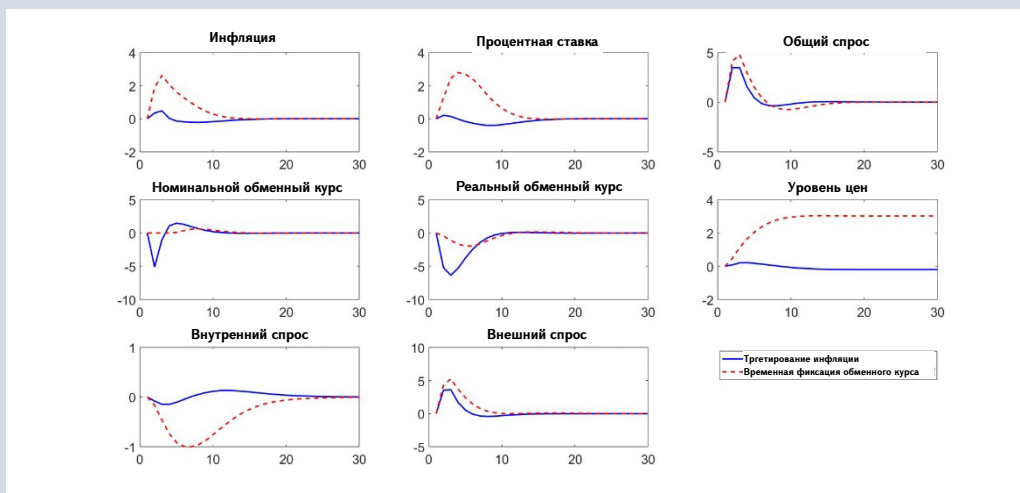
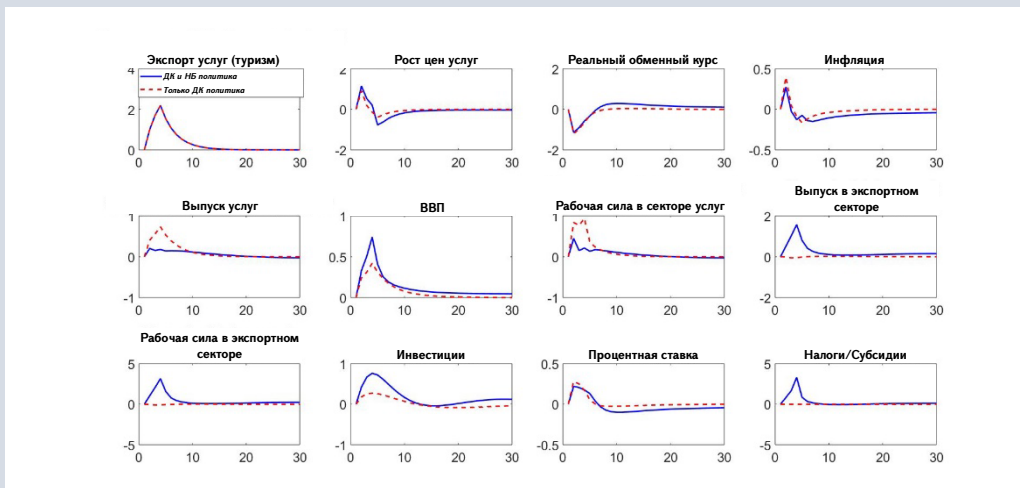


График 32

Реакция налогово-бюджетной политики на шок внешнего спроса



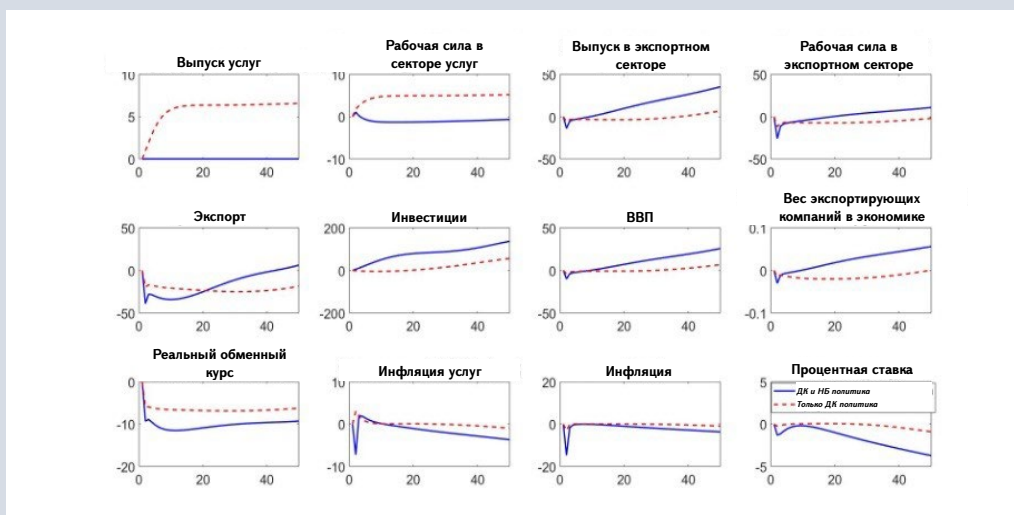
В этом случае хотя внешний спрос на услуги растет теми же темпами, уровень выпуска в этой отрасли растет меньше, так как относительно жесткая налогово-бюджетная политика, направленная на данный сектор, делает привлечение рабочей силы затратным (см. график 32). С другой стороны, поскольку налогово-бюджетная политика сбалансирована, политика в другом секторе становится относительно более мягкой, и в результате наблюдается значительный рост рабочей силы и производства в экспортном секторе. Более того, поскольку она также считается более производительной и капиталоемкой отраслью, общий уровень производства и инвестиций также выше. Примечательно, что в любом случае, естественно, наблюдается повышение реального обменного курса, а представленная выше дилемма денежно-кредитной политики инфляция-обменный курс продолжает оставаться актуальной. Таким образом, можно

<sup>15</sup> На всех графиках, представленных в врезке, по оси абсцисс указана квартальная частота, а по оси ординат процентное смещение переменных от установившегося состояния.

констатировать, что в условиях реализации адресной налогово-бюджетной политики важно, чтобы денежно-кредитная политика не отклонялась от своей основной цели и реагировала на шоки, обеспечивая ценовую стабильность.

График 33

Реакция экономики на долгосрочный приток капитала



Далее необходимо рассмотреть возможный сценарий экономического развития, основанный на долгосрочном притоке капитала, который естественным образом сопровождается ростом уровня доходов в стране и укреплением реального обменного курса. Однако в подобной ситуации оптимальная и целенаправленная денежно-кредитная политика может осуществлять отраслевое перераспределение потоков капитала, обеспечивая более эффективную структуру экономики с точки зрения долгосрочного роста производительности. Таким образом, в случае эффективной реализации денежно-кредитной политики, руководствуясь той же целевой функцией, что и при предыдущем моделировании, и имея тот же набор инструментов, потоки капитала полностью направляются в более высокопроизводительный сектор. В результате в долгосрочной перспективе наблюдается более высокий экономический рост, увеличение инвестиций и расширение экспортного сектора экономики, в отличие от случаев, когда денежно-кредитная политика не пытается управлять притоком капитала (см. график 33). Примечательно, что в случае нейтральной (неразгаивающей) налогово-бюджетной политики удорожание реального обменного курса, сопровождающее приток капитала, выражается определенными проблемами в экспортном секторе, относительно высокой инфляцией в краткосрочной перспективе. Между тем адресная налогово-бюджетная политика с использованием адресных отраслевых инструментов способна перераспределить приток капитала в более продуктивный сектор. При подобном сценарии, из-за более высокой производительности, в будущем реальный обменный курс немедленно повышается в большей степени. Последнее создает определенные проблемы с точки зрения экспорта в краткосрочной перспективе, но в среднесрочном и долгосрочном периоде восстановление идет более высокими темпами.

*Подводя итоги можно отметить: результаты выполненной работы показывают, что в случае подобного шока внешнего спроса, независимо от политики, проводимой ЦБ, реальный сектор экономики, а следовательно, и реальный обменный курс демонстрируют соразмерную динамику, причем с точки зрения секторальных эффектов значительную роль играет отраслевая адресная политика. Это вновь указывает на то, что денежно-кредитная политика оказывает общее воздействие на экономику, в то время как налогово-бюджетная политика, обладая более широким набором инструментов, способствует осуществлению целенаправленной отраслевой политики. Наконец, при существовании долгосрочных тенденций движения капитала, в зависимости от формы посредничества налогово-бюджетной политики, реальный сектор экономики в долгосрочной перспективе может развиваться довольно разными путями. В подобном случае выбор стратегий денежно-кредитной политики также остается неизменным и руководствуется целью обеспечения стабильности цен.*

## **Риски прогноза**

В результате российско-украинского конфликта и введенных в связи с ним масштабных санкций против России в регионе сохраняется большая геополитическая неопределенность. На фоне негативных последствий регулярно распространяющихся волн пандемии это создает дополнительные риски и вызовы в плане стабилизации мировой экономики, международных рынков сырья, продовольствия и финансов, а также обеспечения нормального функционирования уже нарушенных цепочек создания стоимости.

В условиях когда в течение длительного периода времени инфляции во всем мире сохраняется значительно выше целевых уровней риски срыва долгосрочных инфляционных ожиданий постепенно возрастают. Исходя из этого центральные банки многих стран проводят или планируют политику быстрого ужесточения денежно-кредитных условий. В этом контексте характерен рост неопределенностей относительно темпов ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США, что приводит к увеличению нестабильности на мировых финансовых рынках и существенной корректировке цен активов.

Вышеупомянутые явления, безусловно, создают высокую неопределенность и значительные риски также и для экономики Армении, продолжающие выражаться в виде более широких диапазонов неопределенности прогнозов инфляции и ряда других ключевых макропоказателей (см графики 1 и 2 «Распределение вероятностей прогноза инфляции» и «Распределение вероятностей прогноза реального роста ВВП»). Соответственно, с учетом высокой неопределенности

ниже перечислены только наиболее значимые в количественном отношении риски вокруг представленного сценария.

**С точки зрения совокупного спроса можно выделить следующие риски:**

- Риски внешнего спроса в основном связаны с ослаблением экономического роста или спадом экономики в странах-партнерах, особенно в России в результате российско-украинского военного конфликта, перегрузкой традиционных торговых каналов в результате структурных преобразований российской экономики и внешней торговли, возможными разрывами деловых связей и контрактов на поставку и, в целом, структурными перестройками на рынке.
- В условиях текущих геополитических событий в регионе существуют в основном положительные риски спроса в направлении непрерывности и объема ожидаемого притока международных посетителей и финансовых потоков, а также продолжительности их участия в экономике РА.
- Замедление сезонной миграции из РА в связи с неблагоприятной экономической средой в РФ и ограничениями движения капитала.
- В случае материализации рисков продолжения инфляционных шоков и срыва долгосрочных инфляционных ожиданий, в целях регулирования инфляции и инфляционных ожиданий ФРС США придется проводить значительно более жесткую денежно-кредитную политику по сравнению с представленным сценарием, что приведет к значительному замедлению темпов экономического роста, вплоть до временного спада. Последнее, в свою очередь, приведет к резкому ослаблению спроса со стороны основных стран-партнеров РА в США и Евроне, а также к существенным корректировкам на финансовых рынках.
- Влияние налогово-бюджетной политики на общий спрос в 2022 году во многом зависит от выполнения годового плана государственного бюджета: существуют риски, особенно в направлении невыполнения плана расходов. В первом полугодии 2022 года, по оценке ЦБ, государственный бюджет был профицитным, в первую очередь за счет экономии средств, и в случае ее продолжения, а также дефицита внешних источников финансирования, низкая результативность расходов может сохраняться, и расходы могут иметь больший сдерживающий эффект. Следует отметить, что закон о государственном бюджете 2022 года предусматривает достаточно большой уровень государственных капитальных расходов, невыполнение которых вызовет определенные риски как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе с точки зрения обеспечения экономического роста.



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

- В результате непропорционального ужесточения стимулирующих условий в развитых странах, возникают риски оттока капитала из развивающихся стран, увеличения премии за риск страны, а также другие, в первую очередь, инфляционные риски.
- В условиях перегрузки региональных маршрутов грузовых перевозок и увеличения транспортных расходов возникают двусторонние риски (дефляционные по экспортным товарам и инфляционные по импортным товарам).
- Риски вокруг прогнозов цен на сырьевые и продовольственные товары связаны как с замедлением темпов восстановления мировой экономики, так и с возможным нарушением цепочек поставок и регулярных объемов поставок на международные рынки в результате продолжающегося российско-украинского военно-политического конфликта и санкций против России.
- В результате наблюдающихся сбоев на товарных рынках или срывов инфляционных и курсовых ожиданий существуют риски непропорционального переноса укрепления драма на цены импортных товаров в сторону инфляции.

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

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

- Неопределенности, связанные с эксплуатацией Амулсарского рудника и Алавердинского медеплавильного завода, которые обуславливают риск в сторону роста.
- Значительные трудности и сбои в деятельности компаний с российским капиталом в Армении, что негативно скажется на экономическом росте в Армении.
- Негативные риски, связанные с распространением новых волн и штаммов коронавируса и внутренними экономическими последствиями.
- Как положительные, так и отрицательные риски, связанные с характером, размером, продолжительностью капитало-финансовых потоков в экономику РА и возможной трансформацией экономики.

- Риски, связанные с эффективностью исполнения капитальных затрат, предусмотренных среднесрочным планом бюджетных расходов.
- Реализация пакета помощи ЕС «Восточное партнерство» в размере 2.6 млрд евро, что представляет собой риск в сторону роста (в размере около 0.9-1.0% процентного пункта годового ВВП).

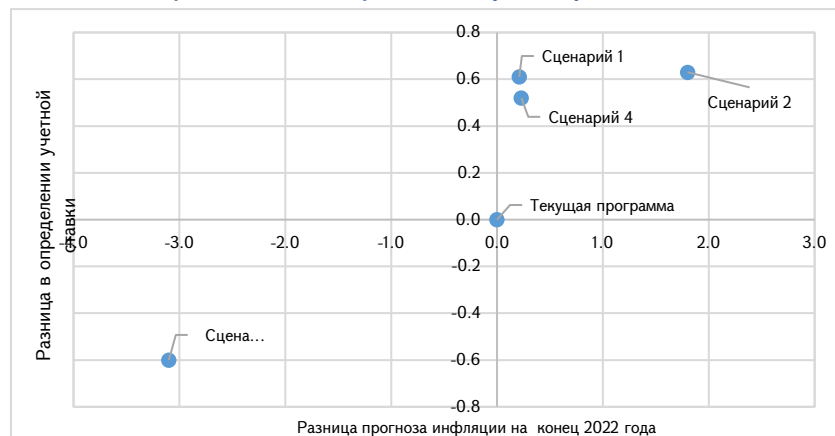
В целом, с учетом значительных неопределенностей, связанных с геополитической ситуацией, пандемией коронавируса, перегруппировками международных цепочек создания стоимости и возможными финансово-экономическими событиями, Центральный банк стремится снизить потенциальные риски, вытекающие из этих неопределенностей, путем построения и обсуждения различных сценариев. В частности, с учетом развитий на современном этапе, помимо возможного проявления ряда рисков, более подробно рассмотрено несколько сценариев развития экономики:

- Гораздо более жесткая реакция ФРС в условиях возможной дестабилизации инфляционных ожиданий в США (сценарий 1).
- В результате российско-украинского конфликта непрерывный значительный приток посетителей из России на протяжении всего прогнозируемого горизонта (сценарий 2).
- Масштабный, долгосрочный приток капитала и рабочей силы в экономику РА в условиях ограничения доступа России к мировым финансовым рынкам (сценарий 3).
- Отсутствие корректировки в сторону понижения цен на импортные товары в условиях укрепления курса драма (сценарий 4).

Были рассмотрены возможности принятия соответствующих этим сценариям мер политики, что позволило бы в случае появления первых разумных признаков материализации этих рисков действовать в соответствии с ситуацией.

**График 34**

**Возможные сценарии экономического развития в текущей ситуации**



Источник: прогноз ЦБА

### 3. ФАКТИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЯ ЧЕТВЕРТОГО КВАРТАЛА 2021 ГОДА

#### 3.1. Инфляция

##### 3.1.1. Достижение целевого уровня инфляции

В программе 2 квартала 2021 года были обозначены основные суждения сценария денежно-кредитной политики, согласно которым тенденции более быстрого восстановления экономической активности и совокупного спроса, отмеченные в начале года, в ближайшие кварталы сохранятся.

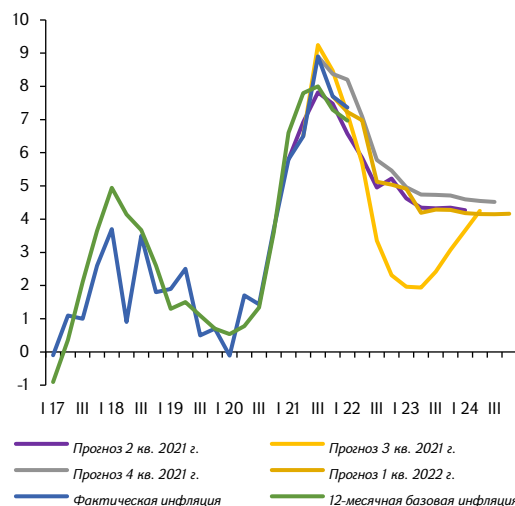
В отчетном периоде как в мировой экономике, так и в экономике РА сложились более позитивные макроэкономические явления по сравнению с прогнозом. Наряду с этим, в условиях быстрого роста спроса и ряда факторов предложения, расширилась и инфляционная среда. В результате инфляция каждого последующего квартала превысила ожидаемый уровень, исходя из чего прогнозируемая траектория достижения целевого показателя для краткосрочного сегмента корректировалась каждый квартал в сторону роста.

Соответственно, во втором квартале 2021 года, в условиях масштабной вакцинации против коронавируса, наблюдалось более быстрое восстановление мировой экономической активности и внешнего спроса. Под влиянием ряда факторов предложения (прогнозы относительно низкого предложения нового урожая, увеличение расходов по грузоперевозкам, сбои в цепочках создания стоимости) на фоне положительной динамики спроса на международных товарных рынках были зафиксированы значительные инфляционные процессы. Это также привело к формированию высокой инфляционной среды в основных странах-партнерах РА, в условиях которой на экономику РА передавалось инфляционное давление через ряд импортируемых продовольственных товаров. Параллельно с этим, со II квартала инфляции способствовали также факторы внутреннего спроса за счет сильного опережающего роста частного потребления по сравнению с возможностями расширения производственных мощностей. Последнее, в свою очередь, было обусловлено резким ростом потребительских расходов населения за счет накопленных сбережений, а также масштабным притоком денежных переводов из-за рубежа.

В условиях такой инфляционной динамики в начале отчетного периода Центральный банк продолжал проводить политику ужесточения денежно-кредитных условий, постепенно снижая и нейтрализуя стимулирующую денежно-кредитную позицию. Так, во втором квартале 2021 года, ЦБ повысил учетную ставку на 1.0 процентных пункта.

График 35

В период со 2 квартала 2021 года по 1 квартал 2022 года краткосрочные 12-месячные прогнозы инфляции периодически пересматривались в сторону повышения



Источник: НСС, прогноз ЦБА

На изменение внутренних цен во второй половине 2021 года в основном повлияли факторы внешнего спроса в секторе внутренних услуг из-за более высоких, чем ожидалось, темпов роста туризма. В то же время в третьем квартале большие неопределенности, связанные с экономической и геополитической перспективой, выразились в росте дополнительных инфляционных ожиданий. Исходя из этого, ЦБ в третьем квартале повысил ставку рефинансирования на 0.75 процентного пункта.

Несмотря на определенное снижение темпов 12-месячной инфляции, в четвертом квартале 2021 года инфляционные факторы сохранялись за счет инфляционных эффектов, по-прежнему передававшихся из внешнего сектора (поддержание высоких цен на энергоносители и нарушения цепочек создания стоимости), а также сохраняющейся положительной среды спроса. При этом влияние фактических инфляционных факторов и ожидаемых изменений цен на регулируемые услуги в течение квартала выразилось в инфляционных ожиданиях общества. С учетом подобного хода событий, ЦБ в четвертом квартале повысил ставку рефинансирования еще на 0.5 процентного пункта.

В первом квартале 2022 года на макроэкономическую среду Армении и особенно на инфляционные процессы большое влияние оказал российско-украинский конфликт, обострившийся с конца февраля, различные санкции, примененные к российской экономике, и вызванная ими беспрецедентная неопределенность. Все это выразилось в значительном замедлении темпов экономического роста основных стран-партнеров РА, а также в относительно высокой инфляции на международных рынках энергоресурсов и продуктов питания в результате нарушения цепочек создания стоимости. В краткосрочной перспективе такие события оказали свое негативное влияние на экономику РА путем некоторого ослабления экономической активности, а на сырьевой рынок РА, путем формирования высоких цен на некоторые импортные товары. Некоторому ускорению спроса во внутренней экономике отчасти способствовала инфляционная среда, обусловленная активностью иностранных гостей, прибывающих в РА. В результате эскалации российско-украинского конфликта в конце первого квартала также произошло значительное повышение волатильности финансового рынка РА и премии за риск страны, что также способствовало росту инфляционных ожиданий. С учетом этих событий ЦБ в первом квартале повысил ставку рефинансирования на 1.5 процентного пункта.

В заключение отметим, что в отчетном периоде ставка рефинансирования была повышена в общей сложности на 3.75 процентных пунктов и на конец года установлена на уровне 9.25%.

*В отчетном периоде ставка рефинансирования была повышена в общей сложности на 3.75 процентных пунктов и на конец года установлена на уровне 9.25%.*

В результате как и прогнозировалось, 12-месячная инфляция в первой половине отчетного периода увеличилась с 5.8% в марте до 9.6% в ноябре 2021 года, после чего, под воздействием предыдущих мер денежно-кредитной политики, было зафиксировано снижение: в феврале 2022 года она составила 6.5%, а в марте вновь выросла до 7.4%. Согласно оценке, в результате последовательных мер денежно-кредитной политики 12-месячная инфляция будет постепенно снижаться и в прогнозируемом трехлетнем горизонте достигнет целевого уровня 4%.

*Как и прогнозировалось, 12-месячная инфляция в первой половине отчетного периода увеличилась с 5.8% в марте до 9.6% в ноябре 2021 года, после чего, под воздействием предыдущих мер денежно-кредитной политики, было зафиксировано снижение: в феврале 2022 года она составила 6.5%, а в марте вновь выросла до 7.4%.*

### 3.1.2. Цены

Со второго квартала 2021 года ускорение инфляции продолжилось, и, как и прогнозировалось, высокая инфляционная среда сохранялась на протяжении всего отчетного периода.

Рост инфляции в начале периода в целом определялся ускорением базовой инфляции, чему существенно способствовала инфляция импортных продовольственных и непродовольственных товаров. На рост инфляции повлияли как цены на продовольственные товары на международных рынках, так и кратковременная девальвация драма в данном временном промежутке. В частности, в результате передающегося с международных рынков влияния на внутреннем рынке наблюдался резкий рост цен на товарные группы «Хлебо-булочные и крупяные изделия», «Мясные продукты», «Масла и жиры» и «Сахар». В целом импортные продовольственные товары на протяжении всего отчетного периода демонстрировали сильную инфляционную динамику, и их стоимость увеличилась более чем на 10%. Рост мировых цен на энергоносители сказался на ценах на топливо. Также следует отметить резкий рост цен на международные грузоперевозки, а также влияние сбоев в производственно-сбытовых цепочках на инфляцию импортных товаров (в частности, электроприборов, одежды и обуви, а также предметов личной гигиены).

*В целом импортные продовольственные товары на протяжении всего отчетного периода демонстрировали сильную инфляционную динамику, и их стоимость увеличилась более чем на 10%.*

Как и прогнозировалось, с конца 2021 года инфляционное воздействие вышеуказанных факторов ослабло. Однако в конце первого квартала 2022 г. было отмечено резкое ускорение инфляционных тенденций в связи с влиянием эскалации российско-украинского конфликта, наложенных на Россию санкций и вытекающих из них больших неопределенностей. Значительное инфляционное воздействие указанных факторов особенно проявилось в отношении товаров первой необходимости. В то же время, под влиянием фактора иностранных посетителей, прибывающих в РА, ускорение внутреннего спроса усилило инфляционное давление в отношении товаров и услуг местного производства, в результате чего были скорректированы цены на ряд услуг с относительной ценовой жесткостью

(аренда квартир, рестораны и гостиницы, парикмахерские услуги, финансовые услуги).

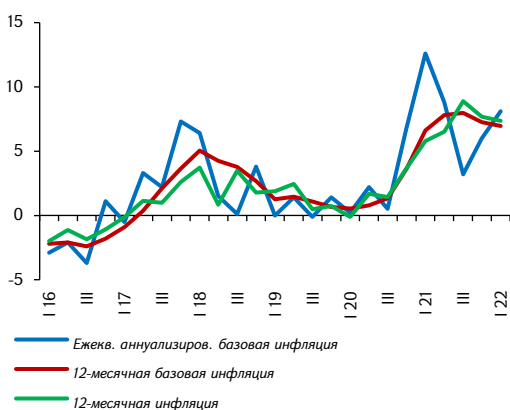
Из элементов базовой инфляции на рост цен товарных групп «Табачные изделия» и «Алкогольные напитки», по оценкам, повлиял инфляционный эффект изменения ставок акцизного налога в начале года.

Помимо вышеперечисленных факторов, особенно во втором и третьем кварталах 2021 года, значительному ускорению инфляции способствовала не характерная для сезона слабая дефляция сезонных продуктов питания. На слабую дефляционную динамику овощей повлияли как плохие погодные условия, так и сокращение посевных площадей и увеличение экспорта по отдельным продуктам. Влияние указанных факторов сохранилось на протяжении всего отчетного периода.

Тарифы на регулируемые услуги в первом квартале 2022 года расширили инфляционную среду в результате повышения тарифов на водоснабжение с января и тарифов на электроэнергию с марта.

График 36

Высокая инфляционная среда сохранялась на протяжении всего отчетного периода



Источник: НСС

Таблица 4

Рост потребительских цен по товарным категориям, наиболее способствующим росту инфляции			
Товарная категория	Вес	12-месячная инфляция по состоянию на март 2022 года	Вклад
<b>Базовая инфляция</b>	<b>75.1</b>	<b>7.0</b>	<b>5.2</b>
Хлебобулочная продукция и крупы	8.1	13.3	1.1
Мясо	9.0	9.7	0.9
Масла и жиры	2.6	7.8	0.2
Сахарный песок	0.5	24.7	0.1
Алкогольные напитки	2.4	6.4	0.2
Тобачные изделия	1.4	8.8	0.1
Одежда	1.3	6.9	0.1
Обувь	0.8	7.8	0.1
Медикаменты, медицинское оборудование и приборы	0.6	7.7	0.0
Топливо	3.6	-0.8	0.0
Пассажирские воздушные перевозки	6.8	5.9	0.4
Образование	0.6	-11.2	-0.1
Услуги больниц	2.7	0.9	0.0
Фактическая арендная плата, уплаченная арендатором за дополнительное помещение	1.0	17.8	0.2
Рестораны и гостиницы	1.0	5.5	0.1
<b>Импортные продовольственные товары</b>	<b>14.8</b>	<b>11.8</b>	<b>1.8</b>
<b>Сезонные продовольственные товары</b>	<b>9.4</b>	<b>16.8</b>	<b>1.6</b>
Яйца	1.3	-12.5	-0.2
Фрукты	3.2	-3.8	-0.1
Овощи	4.9	40.8	2.0
<b>Регулируемые услуги</b>	<b>15.5</b>	<b>3.6</b>	<b>0.6</b>

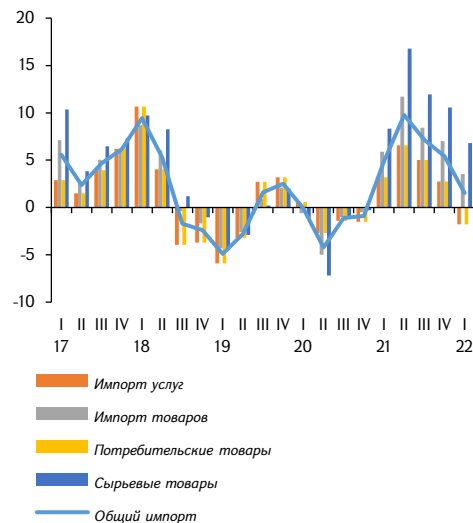
Источник: НСС РА

**Цены на импорт.** В течение четвертого квартала 2021 года в мировой экономике был отмечен некоторый рост цен на продовольствие, что отразилось на росте цен на импорт в Армении в долларовом выражении. Ускорение темпов роста цен на товары промежуточного потребления несколько компенсировалось некоторым снижением цен на товары конечного потребления. В течение первого квартала долларовые цены импорта РА выросли на 0.6% по сравнению с предыдущим кварталом, в котором рост цен по сравнению с тем же периодом предыдущего года составил 1.5%. В течение первого квартала наблюдался рост долларовых цен на товары промежуточного потребления и некоторое снижение долларовых цен на товары конечного потребления.

По сравнению с аналогичным периодом предыдущего года основной вклад в инфляцию внесли рост цен на масло, пшеницу и сахар, при этом рост цен был отмечен почти на все импортируемые товары промежуточного потребления. Снижение долларовых цен на потребительские товары по сравнению с тем же кварталом предыдущего года произошло в основном из-за высокой девальвации номинальных обменных курсов национальных валют России и Турции по отношению к доллару США.

График 37

В первом квартале 2022 года рост долларовых цен на импорт товаров и услуг замедлился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года, г/г, %



Источник: Расчеты ЦБА

## 3.2. Экономические развития

### 3.2.1. Позиция экономики

**За отчетный период разрыв ВВП сохранился в положительном диапазоне.** В первом квартале 2022 года экономический рост составил 8.6% (см. раздел 3.2.3), что значительно превысило предыдущий прогноз ЦБ. Более высокому, чем ожидалось, росту способствовали высокие темпы роста сектора услуг, а также частные расходы и внешний спрос на внутренние услуги. В данных условиях разрыв ВВП сохранился в положительном диапазоне и в определенной степени увеличился по сравнению с предыдущим кварталом, что способствовало расширению инфляционной среды в течение отчетного периода. С другой стороны, увеличение экспорта услуг способствует удорожанию драма на валютном рынке, и ожидается, что это окажет положительное влияние в ближайшем будущем с точки зрения корректировки спроса, закрытия разрыва ВВП и ослабления внутренней инфляционной среды.

### 3.2.2. Расходная сторона экономики

В первом квартале 2022 года рост ВВП составил 8,6% за счет роста как внутреннего, так и внешнего спроса. С точки зрения внутреннего спроса рост частных расходов внес достаточно большой положительный вклад в экономический рост, тогда как вклад государственных расходов оказался более отрицательным, чем ожидалось. Рост частных расходов был обусловлен ростом как личного потребления, так и частных основных фондов и составил 9.6%. Так, в отчетном квартале был зафиксирован достаточно высокий рост частных основных фондов – 39.3%, что также отражает продолжающийся рост строительного сектора и активизацию импорта инвестиционных товаров. Рост частного потребления также оказался значительно выше ожидаемого – 9,8%, что, по оценкам, связано с восстановлением международного туризма в условиях постепенного ослабления ограничений, связанных с пандемией. Значительный вклад в рост внесло и увеличение международных посещений РА, что отразилось в увеличении экспорта услуг.

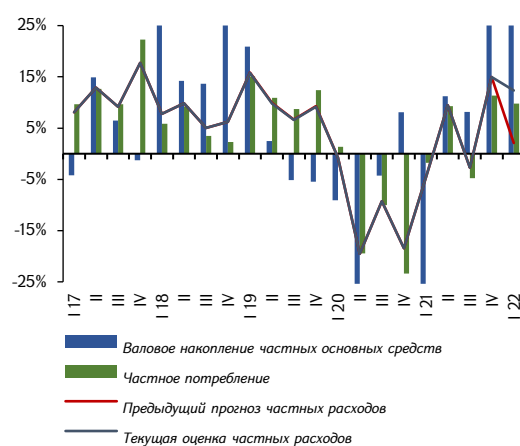
В течение первого квартала 2022 года в условиях более позитивного, чем ожидалось, развития мировой и отечественной экономики, реальные темпы роста экспорта и импорта товаров и услуг превысили ожидания. Особенно впечатляющий рост наблюдался в импорте товаров и услуг. Сдержанный спрос предыдущих лет, а также ускорение восстановления внутреннего спроса выразились в более высоком, чем ожидалось, увеличении импорта товаров и услуг. При этом снижение туристических ограничений европейскими странами выразилось в более быстром, чем предполагалось ранее, восстановлении туристического импорта. Так, в первом квартале 2022 года реальный рост экспорта товаров и услуг в годовом исчислении составил 17.6%, а реальный рост импорта – 26.6%.

Подводя итоги, отметим, что вклад чистого реального экспорта в ВВП в первом квартале оказался более отрицательным, чем прогнозировалось.

В первом квартале 2022 года, по оценкам, снижение долларовых объемов чистых денежных переводов физических лиц (включает заработную плату сезонных рабочих и личные трансферы) будет ниже, чем прогнозировалось в программе ЦБ РА предыдущего квартала, и составит около 12.0% в годовом исчислении. В первом квартале 2022 года в условиях ускорения инфляционных ожиданий в России зафиксировано смещение внутреннего потребления на первый квартал, в результате чего в неэкспортном секторе сформировались высокие доходы. Последнее, в свою очередь, выразилось в более высоком, чем ожидалось, уровне денежных переводов в РА.

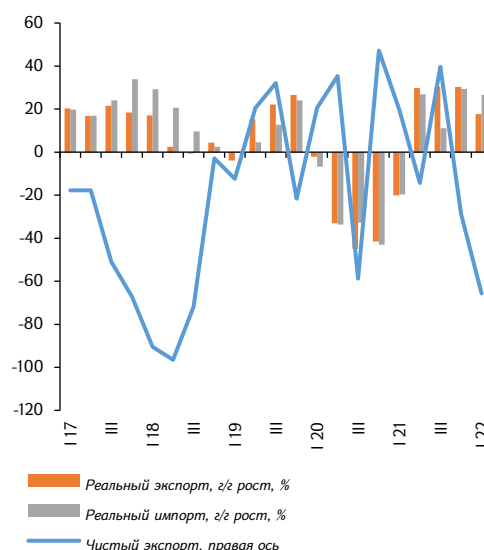
**В первом квартале 2022 года рост ВВП составил 8,6% за счет роста как внутреннего, так и внешнего спроса.**

**График 38**  
Структура частных расходов (г/г рост)



Источник: НСС, оценка ЦБА

**График 39**  
Позиция чистого экспорта в 1-м квартале 2022 года ухудшилась (чистый реальный экспорт г/г, %, положительное значение - улучшение)



Источник: НСС



**Налогово-бюджетная политика**<sup>16</sup>. В первом квартале 2022 года фактические доходы бюджета <sup>17</sup> отклонились от прогнозов ЦБ в сторону перевыполнения, а расходы – в сторону невыполнения. В результате влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос, с учетом 1.2 п.п. расширяющего эффекта, спрогнозированного на первый квартал, было, по сути, нейтральным.

В первом квартале 2022 года доходы бюджета составили 101,5% от скорректированной программы, в основном за счет более высоких поступлений от прочих доходов. Прочие доходы превысили программу примерно в 1.4 раза, в основном за счет более высоких процентных платежей, полученных от использования временно свободных средств бюджета. В связи с более высоким, чем ожидалось, ростом экономической активности, налоговые поступления в госбюджет несколько превысили запланированный показатель.

В результате импульс доходов, в соответствии с прогнозом, был 0.3 п.п. расширяющим.

Выполнение расходной части госбюджета в первом квартале, по сравнению с прогнозом ЦБ, составило 95.5%, показатель чистого кредитования также был ниже прогноза. В результате вместо прогнозируемого расширяющего эффекта в 1.2 п.п., импульс расходов, по сравнению с предыдущим кварталом, оказался нейтральным. В структуре расходов государственного бюджета невыполненными оказались как показатели государственного потребления, так и расходы на нефинансовые активы. Однако, по сравнению с оценками ЦБ, наиболее низкие показатели были зафиксированы по линии расходов, осуществленных при внешней поддержке.

В результате вышеуказанной динамики доходов и расходов, в рамках которой выполнение плана по доходам превысило запланированные показатели по расходам (свободные средства бюджета, предусмотренные по внутренним источникам финансирования, возросли), в первом квартале в государственном бюджете образовался профицит в размере 28.7 млрд. драмов. При этом профицит сводного бюджета составил около 40.0 млрд. драмов.

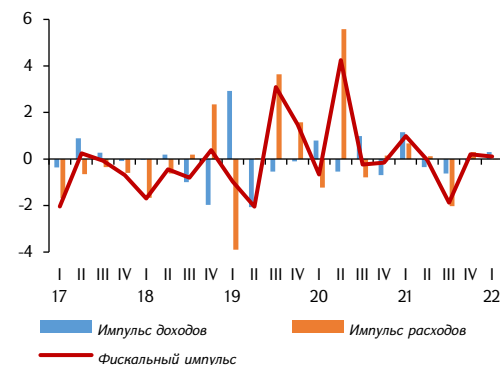
В первом квартале 2022 года, из 41 млрд. драмов кредитных средств, полученных из внешних источников, 34.7 млрд. драмов составили кредиты поддержки бюджета, полученные от Международного валютного фонда, а остальные 6.3 млрд. драмов были получены по целевым кредитным программам, что составляет лишь 26%

<sup>16</sup> Анализ налогово-бюджетного сектора проведен на базе фактических показателей совокупного бюджета за первый квартал.

<sup>17</sup> Оценка квартальной программы по доходам основана на действующей в настоящее время скорректированной программе Правительства РА на 2022 год. Прогноз расходов является оценкой ЦБ.

График 40

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

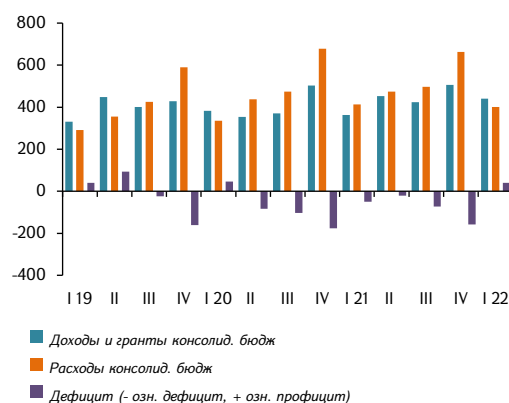


Источник: оценка ЦБА

**Влияние налогово-бюджетной политики на совокупный спрос, с учетом 1.2 п.п. расширяющего эффекта, спрогнозированного на первый квартал, было, по сути, нейтральным.**

График 41

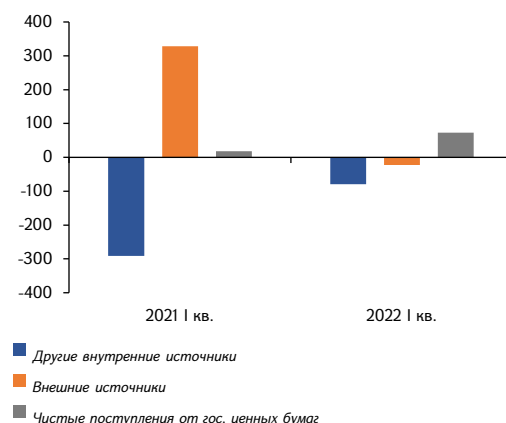
В первом квартале 2022 года сформировался профицит госбюджета (млрд. драмов)



Источник: НСС

График 42

В результате более высоких показателей доходов по сравнению с расходами образовался профицит государственного бюджета, при этом увеличились свободные средства во внутренних источниках финансирования



Источник: МФ РА

от запланированного Правительством показателя. Во внутренних источниках преобладал чистый доход от гособлигаций, составивший 73.2 млрд. драмов.

Резюмируя отметим, что, по в отличие от запрограммированного расширяющего эффекта, влияние налогово-кредитной политики на спрос и инфляцию в первом квартале 2021 года было нейтральным.

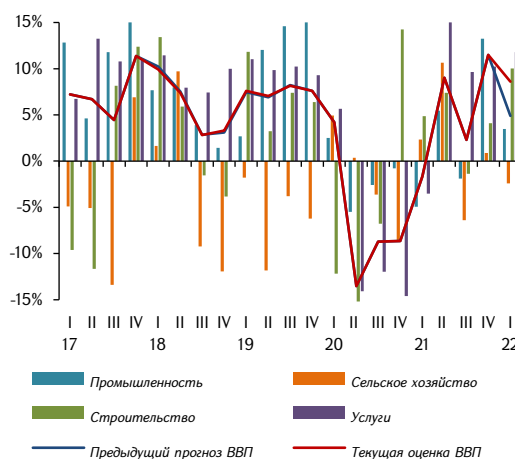
### 3.2.3. Производственная сторона экономики

Высокие темпы экономического роста в первом квартале 2022 года превзошли ожидания и были в основном обусловлены более высоким, чем ожидалось, ростом сектора услуг, составившим 11.8%. Этому способствовала активизация внутреннего спроса за счет уменьшения частных сбережений, и, особенно, рост внешнего спроса за счет увеличения международных визитов. В строительном секторе также наблюдался уверенный рост на 10%, что было близко к ожиданиям. Высокий рост в отрасли сохраняется в основном за счет строительства, осуществляемого за счет средств организаций, которое в основном направлено в сферу риэлтерской деятельности. Слабее, чем ожидалось оказался рост в промышленном секторе, на уровне 3.5%, в основном из-за проблем в горнодобывающей отрасли. Положительные сдвиги в обрабатывающей промышленности превысили ожидания, в частности за счет производства пищевых продуктов и цветных металлов. В результате сокращения производства коньяка несколько снизилось, производство напитков но по сравнению с предыдущими оценками спад в этой отрасли был меньшим. В агропромышленном комплексе в отчетном квартале также наблюдались отрицательные тенденции, вызванные спадом как животноводческой, так и растениеводческой отраслей вследствие уменьшения поголовья сельскохозяйственных животных, а также очистки теплиц в растениеводческой отрасли. Последнее является краткосрочным фактором и не повлияет на развитие отрасли в течение года.

### 3.2.4. Рынок труда

В первом квартале 2022 года темп роста номинальной заработной платы в частном секторе был выше предыдущих прогнозов ЦБ и составил 11% в связи с более высокой, чем ожидалось, экономической активностью. Последнее, в свою очередь, в основном было вызвано ускорением роста частных заработных плат в сфере услуг в результате как частных расходов, так и увеличения внешнего спроса.

График 43  
Отраслевая структура ВВП (г/г рост, %)



Источник: НСС, оценка ЦБА

График 44  
Номинальная зарплата в частном секторе (г/г рост, %)



Источник: НСС, оценка ЦБА

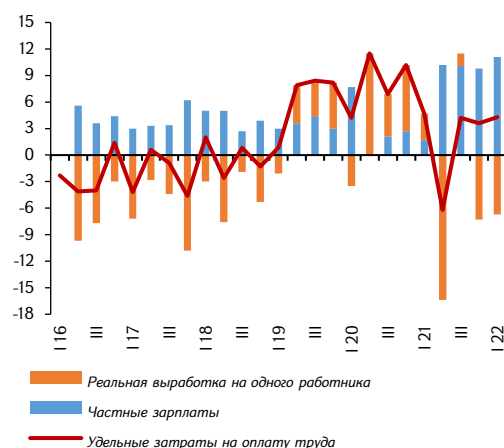
Темпы роста реальной заработной платы в частном секторе в первом квартале 2022 года составили около 4.0%.

Уровень безработицы в первом квартале 2022 года оценивается в 15.4%, что ниже предыдущей оценки ЦБ. Это связано с более высоким, чем ожидалось, уровнем экономической активности. Высокий рост заработной платы в частном секторе и низкий уровень безработицы, сохранявшиеся в отчетный период, свидетельствуют о признаках определенного потепления рынка труда, что также согласуется с ожидаемым положительным разрывом ВВП в экономике.

В то же время, в отчетном периоде рост удельных затрат на оплату труда предприятий несколько ускорился, составив 4.3%, что является следствием прогрессивного роста частной заработной платы по отношению к росту продукции на единицу труда. Это свидетельствует о том, что в отчетном квартале инфляционное давление со стороны рынка труда сохранялось.

График 45

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



Источник: НСС, оценка ЦБА

### 3.3. События на финансовом рынке

**В первом квартале 2022 года ЦБ повысил ставку рефинансирования на 1.5 процентных пункта, установив его на уровне 9.25%.**

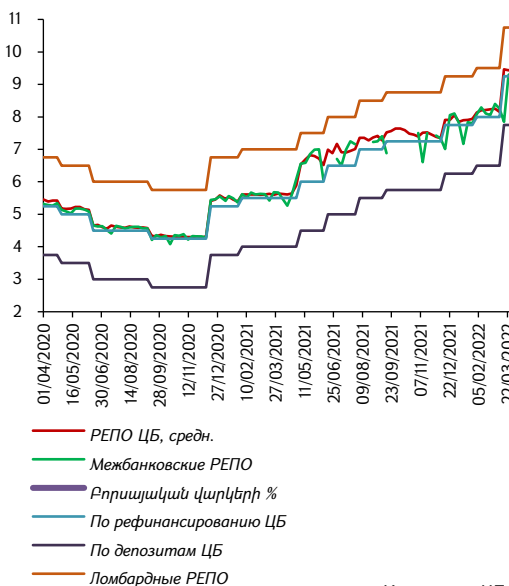
В начале февраля Совет Центрального банка, принимая во внимание высокую инфляционную среду, передающуюся из внешнего сектора и сохраняющуюся в экономике РА, и оценки инфляционных ожиданий, а также подчеркнув важность последовательности действий Центрального банка, принял решение об увеличении процентной ставки рефинансирования на 0.25 процентного пункта.

С конца февраля в результате геополитических событий, вызванных российско-украинским военно-политическим конфликтом и санкциями, примененными к России, как в мировой экономике, так и в экономике РА инфляция превысила прогнозируемую величину. Действия центральных банков стран-партнеров были в основном направлены на ужесточение денежно-кредитных условий, а в некоторых случаях также на повышение директивной процентной ставки беспрецедентно большим шагом, в результате решений, принятых на внеочередных заседаниях. На очередном заседании по установлению ставки рефинансирования 15 марта, Совет Центрального

**В первом квартале 2022 года ЦБ повысил ставку рефинансирования на 1.5 процентных пункта, установив его на уровне 9.25%.**

График 46

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



Источник: ЦБА

<sup>18</sup> Производительность в удельных затратах на оплату труда представлена отрицательным вкладом.

банка Армении принял решение о дополнительном повышении ставки рефинансирования на 1.25 процентных пункта, исходя из оценки существенного увеличения премии за риск страны в условиях высокой неопределенности, прогнозируемого ускорения инфляции и роста инфляционных ожиданий. Одновременно, Совет ЦБ заявило о возможном ужесточении монетарных условий в будущем, направленном на реализацию цели ценовой стабильности, в случае сохранения рисков повышения инфляционных ожиданий в условиях неопределенности дальнейших экономических перспектив.

Таблица 5

Среднеквартальные процентные ставки финансового рынка РА								
Показатели	05.05.21-15.06.21	16.06.21-03.08.21	04.08.21-14.09.21	15.09.21-02.11.21	03.11.21-14.12.21	15.12.21-01.02.22	02.02.22-15.03.22	16.03.22-03.05.22
Ставка рефинансирования ЦБ (на конец квартала)	6.0	6.5	7.00	7.25	7.25	7.75	8.00	9.25
Ставка РЕПО ЦБ	6.7	6.97	7.34	7.55	7.44	7.93	8.20	9.46
Ставка межбанковского РЕПО (до 7 дней)	6.59	6.9	7.14	7.84	7.05	7.68	8.14	9.39
Доходность государственных облигаций по кривой доходности (на конец квартала)								
Краткосрочные облигации (1 год)	7.15	7.59	8.18	8.58	8.84	9.02	9.08	10.13
Среднесрочные облигации (5 лет)	8.37	8.75	9.37	9.71	9.82	9.90	9.93	10.97
Долгосрочные облигации (30 лет)	9.45	9.55	10.03	10.14	10.08	10.17	10.25	11.20

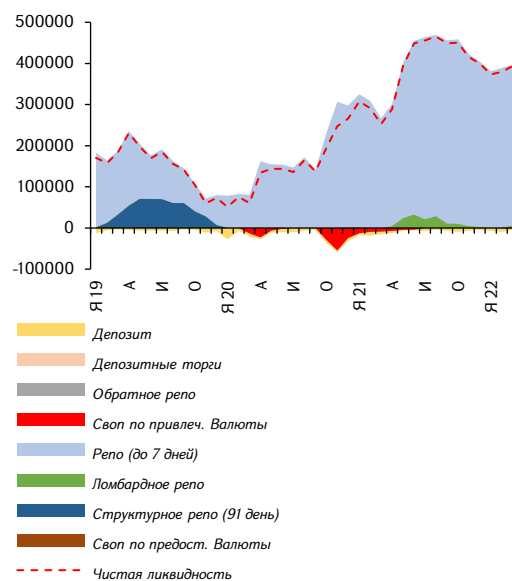
Источник: ЦБ РА

Несмотря на продолжающиеся тенденции на финансовом рынке в течение первого квартала 2022 года, в основном связанную с ростом волатильности валютного рынка и соответственно высокой неопределенностью, в финансовой системе наблюдался высокий уровень ликвидности и капитала, и никаких существенных сбоев на рынках не происходило. Существенных изменений в уровне краткосрочной ликвидности, предоставляемой Центральным банком коммерческим банкам, не наблюдалось: объем драмовой ликвидности, предоставленной посредством основного инструмента 7-дневного репо, находился в пределах прогноза. Краткосрочные рыночные процентные ставки продолжали формироваться вокруг учетной ставки Центрального банка.

В течение квартала рынок государственных облигаций, реагируя на изменение учетной процентной ставки, характеризовался ростом

График 47

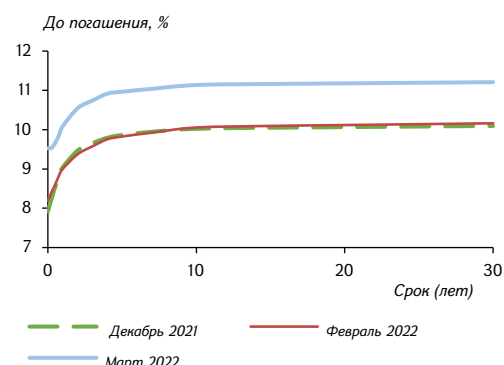
Объемы предоставления и привлечения ликвидности посредством операций ЦБ РА (среднемесячные резервы, млн драмов)



Источник: ЦБА

График 48

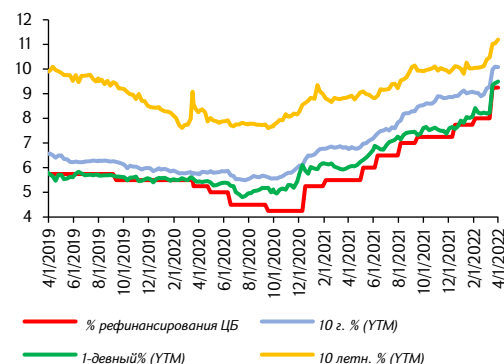
В течение первого квартала 2022 года доходность на рынке государственных облигаций выросла вдоль всей линии кривой



Источник: ЦБА

График 49

Динамика ставок рефинансирования ЦБ РА и доходности ГО (%)



Источник: ЦБА

процентных ставок. При этом рост доходности был выше в краткосрочном секторе, особенно по линии облигаций со сроком до 3 месяцев. В феврале изменений в кривой доходности по сравнению с декабрем 2021 г. практически не произошло, а в конце марта, в условиях возросшей неопределенности и в результате политики, осуществляемой Центробанком, наметился заметный рост доходности вдоль всей линии кривой. Положение кривой доходности на конец марта по сравнению с декабрем сместилось в среднем на 1.17 процентных пункта. Также можно констатировать, что инфляционные ожидания участников рынка оставались довольно стабильными, что нашло отражение в сравнительно более медленном изменении долгосрочных процентных ставок.

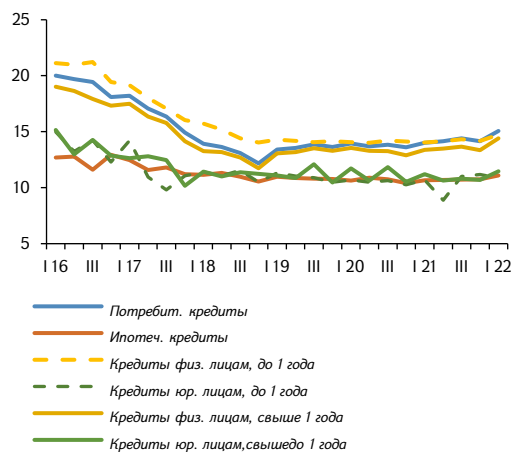
В течение первого квартала 2022 года существенного смягчения условий кредитования не произошло, и практически по всем видам кредитов было ужесточено условие процентной ставки.

Согласно опросам об условиях кредитования, в течение квартала сдерживающее влияние на условия кредитных предложений банков и кредитных организаций оказывали ожидания высокого уровня неопределенности и замедления экономической активности, а также удорожание привлекаемых ресурсов. Хотя по сравнению с предыдущим кварталом был зафиксирован определенный рост объема кредитования, тем не менее, в пересчете на 12 месяцев, общий объем кредитования в марте 2022 года снизился на 1.0%. Ипотечное кредитование продолжало демонстрировать относительно положительную динамику.

Валютный рынок был, пожалуй, тем сегментом финансового рынка, где в течение квартала наиболее ярко проявились последствия российско-украинского конфликта, связанные с увеличением волатильности курса драм/доллар США на фоне возникающих неопределенностей. Большой приток иностранных гостей и денежные переводы из-за рубежа в Армению с середины марта способствовали постоянному повышению обменного курса драма к доллару США. В сложившейся ситуации интервенций ЦБ на валютном рынке не проводилось. В результате девальвация среднего курса драма к доллару США в первом квартале 2022 года по сравнению с предыдущим кварталом составила всего 1.2%. За рассматриваемый период укрепление армянского драма по отношению к российскому рублю составило 14.7%, в связи с резкой девальвацией рубля по отношению к доллару США на российском валютном рынке.

**График 50**

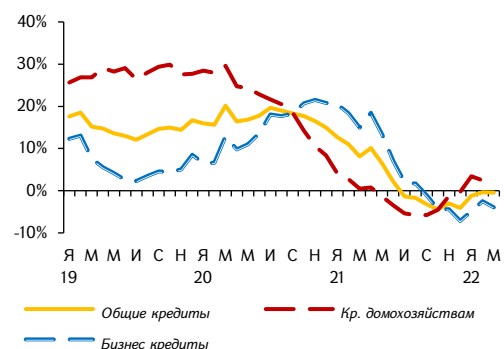
**В первом квартале 2022 года рост кредитных ставок наблюдался практически по всем видам кредитов (%)**



Источник: ЦБА

**График 51**

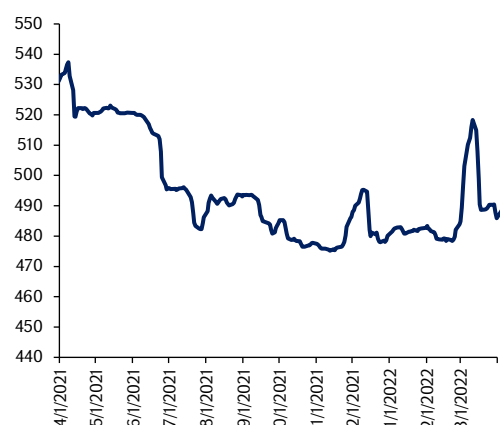
**Динамика 12-месячного роста ставок по кредитам, предоставленным банками**



Источник: ЦБА

**График 52**

**Динамика курса доллара США к драму, апрель 2021 - март 2022**



Источник: ЦБА

## 4. РЕЗЮМЕ

*Согласно программе денежно-кредитной политики perwogo квартала 2022 года Центрального банка РА, 12-месячная инфляция в ближайшее время сохранится на более высоком уровне, а затем начнет снижаться, и со второй половины 2023 года стабилизируется в пределах целевого показателя 4%.* В краткосрочной перспективе среди факторов инфляции преобладают последствия глобальных инфляционных явлений и внешнего спроса, которые, параллельно с удорожанием драма, ослабнут, нейтрализуя риски, связанные с инфляцией и инфляционными ожиданиями. Исходя из вышеизложенного, а также с учетом того, что предыдущее ужесточение денежно-кредитных условий на относительно большой шаг явилось достаточным ответом в направлении смягчения высокой инфляционной среды, Центральный банк, на данном этапе, оставил директивную процентную ставку без изменений. Одновременно, ЦБ будет последовательно обеспечивать стабилизацию инфляции адекватными действиями и нейтрализует любые риски срыва инфляционных ожиданий. В среднесрочной перспективе, с учетом осуществляемой денежно-кредитной политики, инфляция будет постепенно снижаться и со второй половины 2023 года **стабилизируется вокруг целевого уровня 4%.**

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

**ПРОТОКОЛ**  
**ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА РА**  
**(14.06.2022)**

**О процентной ставке рефинансирования**

На заседании совета Центрального банка РА 14 июня 2022 года  
присутствовали

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

Заседание совета началось с представления Отчета о ситуации по состоянию на 14 июня. Был рассмотрен ход событий в сферах инфляции, внешней среды, реальном, налоговом, финансовом и денежно-кредитном секторах. Ключевой темой обсуждения стали продолжающийся российско-украинский конфликт, различные санкции, применяемые к российской экономике, а также оценки направлений, масштабов и продолжительности возможного воздействия на основные страны-партнеры Армении и особенно на экономику Армении, а также на финансовые рынки.

Было отмечено, что по сравнению с 0.4% в том же месяце прошлого года в мае 2022 года инфляция составила 0.1%. Основной вклад в майскую инфляцию внёс рост цен на непродовольственные товары и услуги на 0.6% и 0.8% соответственно, при снижении цен на продовольственные товары на 0.6%. Особенно большой рост цен зафиксирован на товары подгрупп «Транспорт», «Отдых и культура», «Бытовые товары, бытовая техника и повседневные работы по уходу за квартирой» и «Жилищно-бытовые услуги» - в общей сложности на 4.4%, на который, по оценкам, повлиял значительный рост спроса в сфере услуг. Высокая инфляция также была зафиксирована в ценах подгрупп «Масла и жиры» и «Табачные изделия» - 3.4% и 3.0% соответственно. В течение месяца, цены в подгруппах «Овощи», «Фрукты» и «Молочные продукты, сыр и яйца» снизились на 5.4%, 0.7% и 2.7% соответственно. **В результате этих изменений 12-месячная инфляция увеличилась и на конец месяца достигла 9.0%. Увеличилась также 12-месячная базовая инфляция, достигнув 8.4%.**

Были представлены текущие события во внешнем секторе. Было отмечено, что вследствие российско-украинского конфликта, санкций, примененных к российской экономике, и последующей высокой

неопределенности, в основных странах-партнерах Армении сохраняются тенденции замедления экономической активности. Параллельно с этим, в условиях непрекращающихся нарушений производственно-сбытовых цепочек, на международных товарных рынках, а также в странах-партнерах, наблюдается постоянное расширение инфляционной среды. В создавшейся ситуации, соответствующие структуры стран-партнеров, в частности, ФРС США и ЕЦБ планируют проводить более строгую чем ожидалось денежно-кредитную политику, с целью возврата инфляции к целевому уровню в среднесрочной перспективе и управления рисками срыва инфляционных ожиданий. В России, в результате резкой реакции РЦБ и ужесточения условий капитала и кредита на начальном этапе эскалации конфликта, инфляция и инфляционные ожидания значительно снизились, что позволяет Центральному банку поэтапно смягчать монетарные условия, способствуя плавному процессу дальнейших структурных преобразований экономики.

Совет обсудил ход развития экономики РА и отметил, что за счет высокого роста сферы услуг и строительства, тенденции высокого роста экономической активности во втором квартале 2022 года сохраняются. Росту сферы услуг продолжает способствовать масштабный приток иностранных гостей и финансовых ресурсов в Армению в условиях сохранения российско-украинского конфликта. В структуре совокупного спроса также наблюдается ускорение внутреннего спроса за счет рекуперативного роста «отложенных» частных расходов. Также было отмечено, что оценка влияния фискальной политики на внутренний спрос в 2022 году, изложенная в программе денежно-кредитной политики на первый квартал, остается сдерживающей.

Были обсуждены события на финансовом рынке РА, и было отмечено, что во втором квартале краткосрочные рыночные процентные ставки формировались вокруг директивной процентной ставки. В то же время, в связи со значительным ростом спроса (внешнего спроса) на внутренние услуги со стороны иностранных посетителей и большим притоком финансовых переводов из-за рубежа, на валютном рынке РА наблюдается укрепление драма. Одновременно, в условиях столь масштабных потоков, ЦБ провел небольшое ситуативное вмешательство на валютном рынке, содействуя нормальному функционированию финансового рынка, с целью нейтрализации наблюдаемых краткосрочных сбоев и проблем на валютном рынке.

Касаясь сложившейся инфляционной среды и инфляционных ожиданий, Совет констатировал, что во втором квартале инфляционная среда расширилась, в соответствии с чем инфляционные ожи-



дания несколько ускорились. Этому по-прежнему способствует инфляционный эффект, передающийся на внутренние цены в результате импорта ряда товаров с международных товарных рынков в результате сбоя в глобальных производственно-сбытовых цепочках. Инфляцию также поддерживает позитивная динамика общего спроса, особенно в сфере услуг, хотя и предполагается, что цены на некоторые «жесткие» услуги уже были существенно скорректированы в первом квартале, в результате чего дальнейшая корректировка цен в этой области будет происходить несколько медленнее. С другой стороны, ожидается, что укрепление курса драма постепенно окажет положительное влияние в направлении корректировки внешнего спроса, ослабления внутренней инфляционной среды и снижения инфляционных ожиданий.

После рассмотрения ситуативного отчета и внешних и внутренних макроэкономических изменений Совет приступил к обсуждению направлений денежно-кредитной политики и определению процентной ставки. Группа прогнозирования представила Совету сценарий будущих перспектив макроэкономического развития и ужесточения денежно-кредитной политики в вышеупомянутых условиях. Отдельные члены совета придерживались мнения, что преобладают инфляционные факторы и прогнозируемые будущие риски, поэтому необходимо продолжать последовательное ужесточение денежно-кредитной политики и повышение учетной процентной ставки. Однако, по мнению большинства членов Совета, среди факторов текущей инфляции преобладают последствия глобальных инфляционных явлений и внешнего спроса, которые в условиях удорожания армянского драма ближайшее время ослабнут, нивелируя риски связанные с инфляцией и инфляционными ожиданиями. На основании этих суждений и вывода о том, что предыдущее ужесточение монетарных условий на относительно большой шаг было достаточным ответом в направлении смягчения высокой инфляционной среды, они посчитали целесообразным воздержаться от изменения процентной ставки. В результате **Совет ЦБ большинством голосов принял решение оставить процентную ставку рефинансирования без изменений**. Наряду со всем этим Совет ЦБ подчеркнул свою решимость обеспечить последовательными действиями стабилизацию инфляции и нейтрализовать любой риск срыва инфляционных ожиданий. Согласно ожиданиям, в результате этих мер политики 12-месячная инфляция будет постепенно снижаться и на прогнозируемом горизонте достигнет целевого уровня 4%.

По оценкам Совета ЦБ, в свете последних геополитических событий, неопределенность, связанная с макроэкономической перспективой, все еще сохраняется. В то же время существуют риски отклонения инфляции от прогнозируемой траектории, которые в основном

носят сбалансированный характер. В основном они сводятся к проблемам, связанным с транспортировкой товаров для экспорта и импортируемых в РА по суше, глобальным последствиям сбоев в международных цепочках создания стоимости, а также эффекту удорожания драма и каналам передачи инфляции. В случае проявления возможных рисков в каком-либо направлении ЦБ готов адекватно отреагировать для обеспечения цели сохранения стабильности цен.

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

**СОВЕТ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА  
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ**

**РЕШЕНИЕ**

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

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

1. Установить ставку рефинансирования Центрального банка РА на уровне 9.25%.

2. Установить ставку по инструменту залогового репо, предоставляемого Центральным банком Республики Армения, на уровне 10.75%.

3. Установить ставку инструмента привлечения средств Центральным банком Республики Армения на уровне 7.75%.

4. Утвердить пресс-релиз о ставке рефинансирования Центрального банка Республики Армения (прилагается).

5. Настоящее решение вступает в силу на следующий день после опубликования на веб-сайте Центрального банка Республики Армения.

ПРЕДСЕДАТЕЛЬ ЦБ РА

МАРТИН ГАЛСТЯН  
*14 июня 2022 года*

**ПРЕСС-РЕЛИЗ**  
**14.06.2022**

На заседании Совета Центрального банка 14-го июня 2022 года было принято решение оставить ставку рефинансирования неизменной, на уровне 9.25%. В мае 2022 года 12-месячная инфляция повысилась до 9.0%. 12-месячная базовая инфляция также повысилась, составив 8.4%. Российско-украинский конфликт продолжает оказывать негативное влияние на развитие экономики и финансовых рынков в основных странах-партнерах Армении.

Продолжающиеся сбои мировых цепочек создания стоимости и рост цен на международных товарных рынках ведут к расширению международной инфляционной среды. Центробанки развитых стран планируют ужесточение денежно-кредитной политики относительно более быстрыми темпами. В результате инфляционное воздействие на экономику Армении со стороны внешнего сектора пока что сохраняется. Во втором квартале 2022 года высокая активность экономики РА сохраняется. Значительный приток иностранных визитеров и увеличение внутренних частных расходов способствуют росту спроса в секторе услуг. Это приводит к расширению общей инфляционной среды и росту инфляционных ожиданий.

Значительный рост экспорта армянских услуг и финансовый приток также способствуют девальвации драма на валютном рынке. Согласно оценкам, в ближайшее время это положительно скажется на смягчении внутренней инфляционной среды. С учетом вышеизложенного, Совет ЦБА считает целесообразным оставить ставку рефинансирования неизменной. Совет продолжит последовательно принимать соответствующие меры для стабилизации инфляции и нейтрализации любых рисков деэскалации инфляционных ожиданий. В среднесрочной перспективе прогнозируется постепенное снижение 12-месячной инфляции до целевого уровня 4%. По оценке Совета Центрального банка, в связи с геополитическими событиями по-прежнему сохраняется высокая неопределенность в отношении макроэкономических перспектив.

При этом риски отклонения инфляции от прогнозируемого направления в основном сбалансированы. В случае их материализации, Совет готов реагировать соответствующим образом для обеспечения стабильности цен. С подробной информацией, лежащей в основе определения уровня процентной ставки, можно будет ознакомиться в отчете об инфляции, который будет опубликован 28 июня 2022 года (Программа денежно-кредитной политики на II квартал 2022 года).

*Служба связей с общественностью Центрального банка Армении*

## ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	программа	программа	программа	программа
<b>Внешний сектор</b>											
Экономический рост США (% ,реальный рост)	2.7	1.7	2.3	2.9	2.3	-3.4	5.8	1.7	1.2	2.6	3.0
Экономический рост еврозоны (% ,реальный рост)	1.9	1.8	2.7	1.9	1.3	-6.5	5.4	3.0	1.4	0.5	1.1
Экономический рост России (% ,реальный рост)	-1.9	0.2	1.8	2.8	2.0	-2.9	4.7	-7.4	-0.9	2.4	1.7
Инфляция в США (среднее, %)	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	4.7	8.5	5.7	2.3	1.5
Инфляция в еврозоне (среднее, %)	0.0	0.2	1.5	1.7	1.2	0.3	2.6	7.6	5.6	2.5	1.4
Инфляция в России (среднее, %)	14.4	6.8	3.6	2.8	4.4	3.3	6.7	15.1	7.9	6.1	4.8
Цены на нефть (доллар-баррель)	53.5	45.0	54.6	71.4	64.1	42.5	71.0	103.3	103.9	105.1	107.4
Цены на медь (доллар-тонна)	5497.4	4867.6	6201.5	6544.7	6024.1	6191.2	9314.7	10214.2	11010.5	11502.7	12018.5
Индекс ФАО	93.0	91.9	98.0	95.9	95.0	98.0	125.7	157.5	162.7	165.5	169.7
<b>Внутренняя экономика</b>											
<b>Цены</b>											
Инфляция (в годовом выражении, конец периода, %)	-0.1	-1.1	2.6	1.8	0.7	3.7	7.7	8.5	3.6	4.0	4.0
Индекс потребительских цен (в годовом выражении, среднее, %)	3.7	-1.4	1.0	2.5	1.5	1.2	7.2	8.1	5.6	3.7	4.0
Базовая инфляция (в годовом выражении, среднее, %)	5.1	-2.0	0.8	4.0	1.2	1.3	7.2	8.0	5.9	4.1	4.0
<b>Совокупный продукт</b>											
ВВП (млрд драмов РА)	5043.6	5067.3	5568.9	6017.0	6543.3	6181.9	6983.0	7834.2	8401.1	9083.3	9805.6
ВВП (% ,реальный рост)	3.2	0.2	7.5	5.2	7.6	-7.2	5.7	4.9	3.1	4.0	3.8
<b>Предложение</b>											
Промышленность (% ,реальный рост)	6.2	7.7	11.7	4.9	12.0	-1.4	3.5	-1.0	3.5	4.1	4.5
Сельское хозяйство (% ,реальный рост)	13.2	-5.0	-5.1	-6.9	-5.8	-3.7	-0.6	2.7	2.9	3.2	2.8
Строительство (% ,реальный рост)	-3.1	-14.1	2.8	0.6	6.5	-5.9	3.1	8.9	5.7	4.6	4.7
Услуги (% ,реальный рост)	1.6	3.2	10.6	9.1	10.0	-9.6	7.9	7.5	2.6	3.9	3.7
Налоги, нетто (% ,реальный рост)	-5.1	-3.7	9.7	8.0	7.1	-9.9	7.4	4.0	3.3	4.2	3.5
<b>Спрос</b>											
Потребление (% ,реальный рост)	-6.0	-2.1	11.6	3.8	11.7	-10.9	4.2	3.5	2.0	3.5	3.4
Государственное потребление (% ,реальный рост)	4.7	-2.4	-2.1	-3.0	12.9	9.2	8.4	-6.8	-2.2	5.8	3.7
Частное потребление (% ,реальный рост)	-7.5	-2.1	14.0	4.8	11.5	-14.0	3.4	5.9	2.9	3.1	3.3
<b>Валовое накопление основных средств* (% ,реальный рост)</b>											
Государственные вложения** (% ,реальный рост)	13.6	5.0	31.7	-37.4	31.1	16.2	-9.9	31.5	7.6	4.2	3.5
Совокупное накопление частных основных средств (% ,реальный рост)	1.2	-13.9	6.2	19.6	-0.5	-5.7	11.2	14.1	5.2	3.8	3.9
Экспорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	4.9	21.3	19.3	5.0	16.0	-33.4	17.1	5.1	11.9	5.2	5.2
Импорт товаров и услуг (% ,реальный рост)	-15.3	6.3	24.6	13.3	11.6	-31.4	12.5	8.3	7.5	4.2	4.1
<b>Счет текущих операций</b>											
Торговый баланс (млн долларов США)	-1186.4	-976.9	-1400.9	-1724.4	-1727.9	-1356.2	-1577.5	-1959.1	-1747.5	-1767.5	-1783.0
Баланс услуг (млн долларов США)	-96.4	70.4	159.4	24.7	-66.9	100.1	422.8	386.0	210.5	207.0	207.0
Денежные переводы (млн долларов США)	1098.3	1009.4	1179.3	1136.2	1143.8	1040.2	1287.1	1137.5	1002.4	930.8	868.2
Счет текущих операций (млн долларов США)	-284.7	-107.9	-173.9	-875.9	-1002.3	-478.7	-511.3	-906.0	-1004.9	-1100.0	-1178.1
Торговый баланс (вес в ВВП, %)	-12.2	-8.6	-10.8	-13.7	-13.1	-9.9	-8.3	-9.0	-8.6	-8.4	-7.9
Баланс услуг (вес в ВВП, %)	-0.9	0.7	1.4	0.2	-0.5	0.8	3.0	2.2	1.2	1.1	1.0
Денежные переводы (вес в ВВП, %)	10.4	9.5	10.2	9.1	8.4	8.2	9.2	6.5	5.6	5.0	4.3
Счет текущих операций (вес в ВВП, %)	-2.7	-1.0	-1.5	-7.0	-7.3	-3.8	-3.7	-5.2	-5.6	-5.9	-5.9

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	фактич.	программа	программа	программа	программа
<b>Государственный сектор ***</b>											
Доходы и гранты(млрд драмов РА)	1167.7	1171.1	1237.8	1341.7	1559.1	1560.4	1683.8	1968.3	1966.7	2148.3	-
Налоговые доходы(млрд драмов РА)	1067.9	1079.7	1158.0	1258.1	1464.3	1385.2	1586.9	1844.4	1889.9	2084.0	-
Расходы (млрд драмов РА)	1409.0	1449.1	1504.8	1447.1	1623.0	1894.3	2004.3	2161.0	2135.5	2312.0	-
Дефицит (млрд драмов РА)	-241.3	-278.0	-267.0	-105.4	-63.9	-333.9	-320.5	-192.7	-168.8	-163.7	-
Доходы и гранты(вес в ВВП, %)	23.2	23.1	22.2	22.3	23.8	25.2	24.1	25.1	23.4	23.7	-
Налоговые доходы(вес в ВВП, %)	21.2	21.3	20.8	20.9	22.4	22.4	22.7	23.5	22.5	22.9	-
Расходы (вес в ВВП, %)	28.0	28.6	27.0	24.1	24.8	30.6	28.7	27.6	25.4	25.5	-
Дефицит (вес в ВВП, %)	-4.8	-5.5	-4.8	-1.8	-1.0	-5.4	-4.6	-2.5	-2.0	-1.8	-
<b>Денежно-кредитный сектор</b>											
Денежная масса (в годовом выражении, %)	10.8	17.5	18.5	7.5	11.2	9.0	13.1	-	-	-	-
Драмовая масса (в годовом выражении, конец периода, %)	5.2	24.8	28.9	13.2	21.5	14.8	12.8	-	-	-	-
Кредиты экономике (в годовом выражении, конец периода, %)	-3.3	6.0	16.5	17.2	18.5	14.3	-3.9	-	-	-	-
Доллар США/драм РА (1 драм РА к доллару США)	477.9	480.5	482.7	483.0	480.4	489.0	503.8	-	-	-	-
* Отныне вместо совокупного накопления ЦБ будет представлять только показатели по совокупному накоплению основных средств, поскольку показатель изменения запасов материальных оборотных средств рассчитывается со стороны СК в качестве балансовой статьи и не отражает реальные объемы совокупного накопления. См. <a href="https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf">https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf</a> :											
** Фактические показатели по государственным вложениям являются контрольными расходами совокупного бюджета, а в прогнозах используются данные программы среднесрочных расходов на 2022-2024 гг.											
*** Показатели госбюджетан на 2022 год являются показателями закона о Государственном бюджете Республики Армения на 2021 год. Показатели на 2023-2024 годы представлены в пересмотренной макроэкономической структуре.											

## ГРАФИКИ

График 1	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	5
График 2	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	6
График 3	Прогнозы экономического роста США	7
График 4	Прогнозы экономического роста ЕС	9
График 5	Прогнозы экономического роста России	9
График 6	Инфляция в странах партнерах	10
График 7	Прогнозы международных цен на медь	11
График 8	Прогнозы международных цен на нефть	11
График 9	Прогнозы международных цен на продовольствие	12
График 10	Распределение вероятностей прогноза 12-месячной инфляции в 3-годичном прогнозном горизонте	14
График 11	Содействие компонентов спроса росту инфляции (в процентных пунктах)	14
График 12	Туристы посетившие РА по гражданству	15
График 13	Показатели отрасли «Размещение и общественное питание»	15
График 14	Фактическая арендная плата за квартиру	16
График 15	Счета физических лиц-нерезидентов в банках РА	16
График 16	Индивидуальные предпринимательства, зарегистрированные гражданами России, Беларуси и Украины в Государственном реестре юридических лиц РА	16
График 17	Показатели отрасли «Информация и связь»	17
График 18	Содействие инфляции	17
График 19	Номинальный курс обмена драма на доллары США	18
График 20	Прогнозы инфляции	18
График 21	Прогнозы совокупного экономического роста	18
График 22	Изменение реального экспорта и импорта товаров и услуг в среднесрочном отрезке	19
График 23	Годовой рост номинальной зарплаты в частном секторе	21
График 24	Уровень безработицы	21
График 25	Рост затрат на единицу рабочей силы в годовом исчислении	21
График 26	Распределение вероятностей прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП в 3-годичном прогнозном горизонте	22
График 27	Среднесрочные прогнозы показателя «текущий счет/ВВП»	22
График 28	Прогноз налогово-бюджетного импульса (в процентных пунктах)	23
График 29	Оценки краткосрочных инфляционных ожиданий	23
График 30	Опросы об инфляционных ожиданиях домохозяйств	24
График 31	Реакция экономики на шок внешнего спроса (в условиях плавающего и регулируемого курсов валют)	29
График 32	Реакция налогово-бюджетной политики на шок внешнего спроса	29
График 33	Реакция экономики на долгосрочный приток капитала	30
График 34	Возможные сценарии развития экономики в создавшейся ситуации	34
График 35	В период со 2 квартала 2021 года по 1 квартал 2022 года краткосрочные 12-месячные прогнозы инфляции периодически пересматривались в сторону повышения	35
График 36	Высокая инфляционная среда сохранялась на протяжении всего отчетного периода	38

График 37	В первом квартале 2022 года рост долларовых цен на импорт товаров и услуг замедлился по сравнению с тем же кварталом предыдущего года	39
График 38	Структура частных расходов	40
График 39	Позиция чистого экспорта в 1-м квартале 2022 года ухудшилась (чистый реальный экспорт г/г, %, положительное значение - улучшение)	40
График 40	Фискальная политика в первом квартале 2022 года по сравнению с предыдущим кварталом была нейтральной	41
График 41	В первом квартале 2022 года сформировался профицит госбюджета	41
График 42	В результате более высоких показателей доходов по сравнению с расходами образовался профицит государственного бюджета, при этом увеличились свободные средства во внутренних источниках финансирования.	41
График 43	Отраслевая структура ВВП	42
График 44	Номинальная зарплата в частном секторе	42
График 45	Расходы на единицу рабочей силы	43
График 46	В течение квартала краткосрочные ставки продолжали формироваться в пределах учетной ставки ЦБ	43
График 47	Объемы предоставления и привлечения ликвидности посредством операций ЦБ РА	44
График 48	В течение первого квартала 2022 года доходность на рынке государственных облигаций выросла вдоль всей линии кривой	44
График 49	Динамика ставок рефинансирования ЦБ РА и доходности ГО	44
График 50	В первом квартале 2022 года рост кредитных ставок наблюдался практически по всем видам кредитов	45
График 51	Динамика 12-месячного роста ставок по кредитам, предоставленным банками	45
График 52	Динамика курса доллара США к драму, апрель 2021 - март 2022	45

## ТАБЛИЦЫ

Таблица 1	Вероятность нахождения инфляции в данном интервале	14
Таблица 2	Распределение вариантов прогноза реального (кумулятивного) роста ВВП	22
Таблица 3	Логика составления прогнозов	24
Таблица 4	Рост потребительских цен по товарным категориям, оказавшим основное содействие инфляции	38
Таблица 5	Среднеквартальные процентные ставки финансового рынка РА	44