Հայաստանի
Հանրապետության
կենտրոնական բանկ

2024 թ. 3-րդ եռամսյակ

Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց

Դրամավարկային
քաղաքականության ծրագիր

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 10 սեպտեմբերի 2024 թ.

Բովանդակություն

01. Գլխավոր ամփոփագիր 3
ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն
բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր

02. Դրամավարկային քաղաքականության նպատակներ և համակարգ 8
ա. Հայտարարություն դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ
բ. Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգ

03. Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար 12
ա. Համաշխարհային տնտեսության զարգացումներ
բ. Ներքին պահանջարկի միջավայր
գ. Աշխատանքի շուկայի և գնաճի զարգացումներ
դ. Ֆինանսական շուկայի զարգացումներ
ե. Սցենարների բազմություն
զ. Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար

Ի լրումն Դրամավարկային քաղաքականության զեկույցի՝ ՀՀ կենտրոնական բանկն իր պաշտոնական կայք էջում միաժամանակ հրապարակում է լրացուցիչ վերլուծական նյութեր, այդ թվում՝ Տեղեկագիր. գծապատկերներ և աղյուսակներ (այն ներառում է վիճակագրական գծապատկերներ և աղյուսակներ համաշխարհային և ներքին տնտեսությունում տնտեսական զարգացումների վերաբերյալ, ինչպես նաև տիպային սցենարների կանխատեսումներ) և Թափանցիկության զեկույց (որը հնարավորություն է տալիս առավել մանրամասն ծանոթանալու, թե ինչպես է ԿԲ խորհուրդը կայացրել դրամավարկային քաղաքականության ընթացիկ որոշումը):

ԾԱՆՈՒՑՈՒՄ: Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է մինչև 2024 թվականի սեպտեմբերի 6-ը հասանելի փաստացի տեղեկատվության վրա:

Հայաստանի
Հանրապետության
կենտրոնական բանկ

01 | Գլխավոր ամփոփագիր

Ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն

ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց իջեցնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 7.50%:

2024 թվականի սեպտեմբերի 10-ի նիստում ԿԲ խորհուրդը որոշեց իջեցնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 0.25 տոկոսային կետով՝ սահմանելով 7.50%: Խորհուրդը գնահատում է, որ ավելի ցածր վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքն անհրաժեշտ է միջնաժամկետում գնաճի 4% մակարդակի և գների կայունության նպատակի իրագործման համար:

2024 թվականի երրորդ եռամսյակի ընթացքում 12-ամսյա գնաճը պահպանվել է նպատակային ցուցանիշից ցածր մակարդակում՝ օգոստոսին կազմելով 1.3%: 12-ամսյա բնականոն գնաճը ևս պահպանվել է ցածր մակարդակում՝ հուլիսին կազմելով 0.3%:

2024 թ. երրորդ եռամսյակում համաշխարհային և Հայաստանի հիմնական գործընկեր երկրներում տնտեսական աճի դանդաղման ռիսկերը պահպանվել են: Համաշխարհային գնաճը շարունակում է դանդաղել, սակայն գործընկեր երկրներում կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքների և ծառայությունների գները դեռևս մնում են հարաբերականորեն բարձր: Տարեսկզբից Մերձավոր Արևելքում ստեղծված աշխարհաքաղաքական խնդիրները, ինչպես նաև միջազգային առևտրային հարաբերություններում աճող լարվածությունը որոշակի ռիսկեր են առաջացրել առաջարկի արժեշղթաների հնարավոր խաթարման և միջազգային ապրանքահումքային շուկայում գների տատանողականության ավելացման տեսանկյունից: Միաժամանակ, գործընկեր երկրներում աշխատաշուկայի պայմանների որոշակի թուլացումը վկայում է պահանջարկի միջավայրի կայունացման միտումների մասին: Այս համատեքստում հավանական է, որ գործընկեր երկրների կենտրոնական բանկերն առաջիկայում կդիտարկեն դրամավարկային պայմանների աստիճանական թուլացում՝ դեռևս պահպանելով զսպող դիրքը: Արդյունքում՝ արտաքին հատվածից թույլ գնանկումային ազդեցությունները ՀՀ տնտեսության վրա կպահպանվեն:

2024 թ. երրորդ եռամսյակում Հայաստանում պահպանվել է բարձր տնտեսական ակտիվություն, որին մեծապես նպաստել է շինարարության և առևտրի ճյուղերի զգալի աճը: Վերջինս շարունակում է կրել որոշ կարճաժամկետ գործոնների ազդեցությունը՝ պարունակելով էական անորոշություններ տնտեսական աճի կայունության, երկարաժամկետ հեռանկարի, ինչպես նաև ներքին պահանջարկի և սպառման հետագա միտումների վերաբերյալ: Ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկը 2023 թ. համեմատությամբ դանդաղում է, իսկ հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից պահանջարկի լրացուցիչ խթանման ռիսկերը շարունակում են մնալ առարկայական: Միաժամանակ, աշխատաշուկայի պայմանները որոշակիորեն մեղմվում են՝ արտահայտվելով աշխատավարձերի և կոշտ գներով բնութագրվող ծառայությունների գնաճի որոշակի կայունացմամբ:

Բարձր անորոշության պայմաններում, հաշվի առնելով գների կայունության նպատակին հասնելու իր հանձնառությունը, Խորհուրդը քննարկումների ընթացքում դիտարկում է բազմաթիվ սցենարներ: Մի կողմից՝ Խորհուրդը քննարկել է սցենարներ, որոնց հիմքում ընկած զարգացումները, այդ թվում՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի հետ կապված անորոշությունները պահանջում են քաղաքականության՝ շուկայական սպասումների համեմատությամբ ավելի կոշտ արձագանք՝ գների կայունության նպատակի ապահովման նպատակով: Մյուս կողմից՝ Խորհուրդը քննարկել է սցենարներ, որտեղ հնարավոր տնտեսական զարգացումները, այդ թվում՝ աշխատաշուկայի պայմանների հնարավոր թուլացմամբ ուղեկցվող թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման ռիսկերը կարող են հանգեցնել գնաճի՝ ցածր մակարդակում երկար պահպանմանը: Վերջինս ենթադրում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի արագ և մեծ չափով նվազման ուղի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճը նպատակային ցուցանիշի շուրջ կայունացնելու համար:

Արդյունքում՝ հավասարակշռելով վերը նշված երկու ուղղությամբ ռիսկերը՝ ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց շարունակել տոկոսադրույքների՝ դանդաղ տեմպերով աստիճանական նվազեցումը: Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և պատրաստ է ձեռնարկելու համարժեք գործողություններ՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 4% մակարդակի և գների կայունության նպատակի ապահովման համար:

Հաստատված է Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից:
10 սեպտեմբերի, 2024 թ.

Նախագահ
Մարտին Գալստյան

Նախագահի տեղակալ
Արմեն Նուրբեկյան

Խորհրդի անդամներ
Հասմիկ Ղահրամանյան
Դավիթ Նահապետյան
Լևոն Սահակյան
Նարեկ Ղազարյան

Բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր

Համաշխարհային տնտեսություն

2024 թ. 3-րդ եռամսյակում, չնայած գործընկեր երկրներում արձանագրված ոչ միանման տնտեսական զարգացումներին, համաշխարհային տնտեսությունում, ընդհանուր առմամբ, պահպանվել են ակտիվության դանդաղման ռիսկերը: ԱՄՆ-ում տնտեսության հիմնարարների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Այսպես՝ մի կողմից, չնայած վերջին եռամսյակների ընթացքում ԱՄՆ-ում քաղաքականության տոկոսադրույքի բարձր մակարդակներում պահպանմանը, հիմնականում ներքին պահանջարկի գործոններով պայմանավորված տնտեսական աճը մնում է բարձր: Զուգահեռաբար, թեև գնաճը դանդաղում է, հիմնարար գնաճը բնութագրող ցուցանիշները, այդ թվում՝ կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքների գնաճը և աշխատավարձերի աճը դեռևս պահպանվում են թիրախային մակարդակներից բարձր: Վերջինս որոշակի մարտահրավեր է դրամավարկային մարմինների համար՝ գնաճը վերջնականապես թիրախին մոտեցնելու և գների կայունության ապահովման հանձնառության տեսանկյունից: Մյուս կողմից՝ ԱՄՆ-ում պահպանվող ֆինանսական խիստ պայմանները և ավելցուկային խնայողությունների նվազումը սպառման կտրուկ դանդաղման ռիսկեր են պարունակում: Ավելին, առավելագույն զբաղվածության ապահովման հանձնառության համատեքստում, աշխատաշուկայի պայմանների թուլացումը կարող է ենթադրել ԱՄՆ-ի ԴՊՀ ավելի մեծ պատրաստակամություն քաղաքականության դիրքի թուլացման տեսանկյունից: Այս պարագայում, հաշվի առնելով տնտեսության ֆինանսական հատվածի խոցելիության և մյուս կողմից՝ դեռևս բարձր սպառման և պահանջարկի պայմանների պահպանման ռիսկերը՝ առաջիկայում հիմնական անորոշությունը վերաբերում է քաղաքականության դիրքի թուլացման չափերին և ոչ թե ուղղությանը: Միևնույն ժամանակ, ԱՄՆ-ում պահպանվում են միջնաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի հետ կապված անորոշությունները, ինչն իր ազդեցությունը կարող է ունենալ ինչպես ԱՄՆ-ի ԴՊՀ քաղաքականության ապագա ուղեգծի, այնպես էլ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ու զարգացող երկրներում կապիտալի հոսքերի վրա:

Եվրոպական կենտրոնական բանկը 2024 թ. հունիսին որոշեց նվազեցնել քաղաքականության տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով, իսկ հուլիսին՝ թողնել անփոփոխ: Այնուամենայնիվ, Եվրոգոտում գնաճային միջավայրի լիարժեք թուլացման հստակ նշանները բացակայում են: Եվրոգոտում ծառայությունների ոլորտի աճը նպաստել է տնտեսական ակտիվության վերականգնմանը, սակայն տնտեսական աճի դանդաղման ռիսկերը դեռևս պահպանվում են՝ հաշվի առնելով Եվրոգոտու առանցքային երկրներում արդյունաբերության, հատկապես մշակող արդյունաբերության ոլորտներում հիմնարարների հետ կապված կառուցվածքային խնդիրները: Եվրոգոտում տնտեսական աճի դանդաղման հետ կապված ռիսկերը, ինչպես նաև Չինաստանում անշարժ գույքի շուկայի և ֆինանսական համակարգի կայունության վերաբերյալ մտահոգությունները շարունակում են մնալ համաշխարհային տնտեսության ավելի թույլ հեռանկարների վերաբերյալ հիմնական անորոշության աղբյուրները:

ՌԴ տնտեսությունում տնտեսական աճը և ներքին պահանջարկը շարունակում են պահպանվել բարձր մակարդակներում՝ նպաստելով գնաճային բարձր միջավայրի ձևավորմանը: Այս համատեքստում 2024 թ. հուլիսին Ռուսաստանի ԿԲ-ն բարձրացրեց քաղաքականության տոկոսադրույքը 200 բազիսային կետով: Միևնույն ժամանակ, ավելի խիստ և թիրախավորված արևմտյան պատժամիջոցները շարունակում են որոշակի ռիսկեր պարունակել ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ հեռանկարի տեսանկյունից:

Համաշխարհային ապրանքահումքային շուկաներում թույլ համաշխարհային պահանջարկի պայմաններում ցածր գնաճային միջավայրը պահպանվում է՝ չնայած առկա են ընդլայնման ուղղությամբ ռիսկեր: Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանումը շարունակում է նավթի համաշխարհային գների հնարավոր աճի և տատանողականության ավելացման, ինչպես նաև համաշխարհային արժեշղթաների հնարավոր խաթարման ռիսկեր պարունակել: Միաժամանակ, պարենային ապրանքների համաշխարհային գները պահպանվում են նախորդ տարիների համեմատությամբ ցածր մակարդակներում:

Ներքին պահանջարկի պայմաններ

2024 թ. 2-րդ եռամսյակում Հայաստանում տնտեսական աճը պահպանվել է երկարաժամկետ կայուն աճի գնահատականից (5%-ի շուրջ) բարձր մակարդակում՝ կազմելով տ/տ 6.4%: Աճին շարունակել են մեծ նպաստում ունենալ շինարարության, առևտրի և ֆինանսական ծառայությունների ճյուղերը: Միաժամանակ, նախորդ եռամսյակների տնտեսական աճը էականորեն վերանայվել է դանդաղման ուղղությամբ՝ հիմնականում պայմանավորված մշակող արդյունաբերության ճյուղում ավելացված արժեքի վերագնահատմամբ: Դեռևս ներուժային մակարդակից բարձր, ինչպես նաև որոշակիորեն կենտրոնացված տնտեսական աճը անորոշություններ է պարունակում տնտեսությունում համախառն առաջարկի և պահանջարկի հարաբերական դիրքի վերաբերյալ:

2022 թ-ից դիտարկվող բարձր արտաքին պահանջարկը 2024 թ-ին աստիճանաբար թուլանում է, ինչն արտահայտվում է մեկ զբոսաշրջիկի հաշվով իրական ծախսերի նվազմամբ և զբոսաշրջային հոսքերի կայունացմամբ: Համաշխարհային պահանջարկի թուլացման ֆոնին SS ծառայությունների արտահանումը և թողարկումը շարունակել են նվազել՝ բարձր արտադրողական օտարերկրյա աշխատուժի որոշակի արտահոսքի պայմաններում: Մյուս կողմից՝ «ավանդական» ապրանքատեսակների արտահանումը, այդ թվում՝ կոնյակ, ծխախոտ, հանքային ջուր և այլն, պահպանվում է կայուն մակարդակում: Միաժամանակ, ներքին պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ մանրածախ առևտրի, սպառողական վարկերի, ներքին զբոսաշրջության և ծառայությունների բարձր աճերը վկայում են ուժեղ ներքին պահանջարկի մասին: Այս համատեքստում սպառողական վարկերի տոկոսադրույքները

պահպանվում են համեմատաբար բարձր մակարդակում՝ արտահայտելով վերջինիս նկատմամբ բարձր պահանջարկը: Մյուս կողմից՝ դեռևս որոշակիորեն կենտրոնացված տնտեսական աճը, դրամական փոխանցումների շարունակական նվազումը, աշխատաշուկայի պայմանների որոշակի թուլացումը և ընդհանուր թույլ գնաճային միջավայրը կարող են վկայել համեմատաբար թույլ պահանջարկի միջավայրի մասին: Անորոշություններ կան նաև ներքին պահանջարկի հեռանկարի տեսանկյունից. մի կողմից՝ կապված նախորդ տարիներին մասնավոր հատվածում եկամուտների համեմատությամբ պարտքի բեռի նվազման, կուտակված խնայողությունների օգտագործման ուղղությունների, մյուս կողմից՝ մասնավոր աշխատավարձերի աճի դանդաղման, աշխարհաքաղաքական և տարածաշրջանային գործոններով պայմանավորված անորոշության մեծացման հետ: Այս իրավիճակում խնայողությունների օգտագործման ուղղությունից և վարկավորման զարգացումներից կախված՝ համախառն առաջարկի և պահանջարկի վրա ազդեցությունը կարող է տարբեր լինել: Հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից պահանջարկի լրացուցիչ խթանման հնարավոր ռիսկերը ևս մնում են առարկայական: Դա հիմնականում պայմանավորված է հարկային եկամուտների ծրագրի թերակատարման և, դրան զուգահեռ, սոցիալական աջակցության ծրագրերի իրականացման համար անհրաժեշտ ընթացիկ ծախսերի հնարավոր ավելացման ռիսկերով:

Աշխատանքի շուկա և գնաճ

Վերջին ամիսների ընթացքում աշխատանքի շուկայի պայմանները շարունակել են թուլանալ: Ըստ տնային տնտեսությունների աշխատուժի վերաբերյալ 2024 թ. 1-ին եռամսյակում անցկացված հետազոտության արդյունքների՝ գործազրկության մակարդակն աճել է՝ կազմելով 15.5%: Հաշվի առնելով գործազրկության մակարդակի շուրջ առկա անորոշությունները՝ կարևոր է մշտադիտարկել վերջինից բխող հնարավոր սցենարային հետևանքները: Մի կողմից՝ վերջինս կարող է մեկնաբանվել որպես տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների թուլացման և ճշգրտման գործոն՝ հաշվի առնելով, որ գործազրկության մակարդակի մեծացումը տեղի է ունեցել ոչ թե աշխատուժի առաջարկի էական ավելացման, այլ զբաղվածների նվազման հաշվին: Մյուս կողմից՝ պաշտոնապես գրանցված աշխատողների թիվը (ըստ ՊԵԿ տվյալների բազայի) շարունակել է աճել: Սա կարող է վկայել տնտեսությունում աշխատանքի շուկայի ավելի խիստ պայմանների առկայության մասին՝ տնային տնտեսությունների աշխատուժի հետազոտության արդյունքների համեմատությամբ: Այս համատեքստում, որպես այլընտրանքային մեկնաբանություն, գրանցված աշխատողների թվի աճը կարող է ենթադրել աշխատանքի շուկայի ստվերային հատվածի աստիճանական նվազում և ֆորմալ զբաղվածության աճ:

Վերջին ամիսներին մասնավոր աշխատավարձերի աճի շարունակական դանդաղումը ևս տնտեսությունում աշխատանքի շուկայի պայմանների թուլացման կարևոր ազդակ է: Այսպես, 2024 թ. հուլիսին մասնավոր աշխատավարձերի աճը շարունակել է դանդաղել՝ կազմելով տ/տ 4.1%, ինչը վկայում է աշխատաշուկայից եկող ճնշումների էական թուլացման կամ չեզոքացման մասին: Միջնաժամկետում ու երկարաժամկետում աշխատաշուկայի պայմանների և շուկայից բխող գնաճային ճնշումների հետագա թուլացման աղբյուր կարող է լինել նաև աշխատուժի առաջարկի հնարավոր լրացուցիչ ավելացումը: Այստեղ հիմնական անորոշությունը կապված է ՀՀ աշխատաշուկային ԼՂ-ից բռնի տեղահանված բնակչության ինտեգրման արագության, ինչպես նաև դեպի ՌԴ ՀՀ աշխատանքային միգրանտների հոսքի նվազման և ներքին տնտեսությունում աշխատանքի շուկային մասնակցության հնարավորության հետ: Մյուս կողմից՝ վերջին ամիսներին նկատվում է ՀՀ աշխատաշուկայում ոչ ռեզիդենտ զբաղվածների թվի որոշակի նվազում: Նմանատիպ միտումների պահպանումը կամ արագացումը կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ ինչպես տնտեսությունում աշխատուժի առաջարկի, այնպես էլ ներուժային ՀՆԱ-ի վրա:

2024 թ. երկրորդ եռամսյակում տնտեսությունում թույլ գնաճային միջավայրը պահպանվել է՝ պայմանավորված համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող թույլ գնանկումային ազդեցություններով, ինչպես նաև համախառն պահանջարկի կայունացմամբ: Այս իրավիճակում 2023 թվականի ապրիլից 12-ամսյա գնաճը պահպանվել է թիրախից ցածր մակարդակում՝ 2024 թվականի օգոստոսին կազմելով 1.3%: Հարաբերականորեն կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը, որը հիմնականում բնութագրում է ներքին պահանջարկով պայմանավորված գների վարքագիծը, պահպանվել է համեմատաբար կայուն մակարդակում՝ հուլիսին կազմելով տ/տ 2.4%: Զուգահեռաբար, արտաքին պահանջարկի հետ կապված ծառայությունների գնաճը շարունակել է նվազել՝ արտահայտելով պահանջարկի աճի դանդաղման միտումները: Այնուամենայնիվ, տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների հետ կապված բարձր անորոշությունները դեռևս պահպանվում են:

Դրամավարկային քաղաքականություն

ՀՀ ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի մասնակիցների սպասումները, նախորդ հարցումների համեմատությամբ, որոշակիորեն ճշգրտվել են ներքևի ուղղությամբ և արտահայտում են առաջիկա 8 որոշումների ընթացքում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի աստիճանական նվազման ուղեգիծը: Եկամտաբերության կորի կարճ հատվածը քաղաքականության տոկոսադրույքի նախորդ որոշումներից հետո որոշակիորեն տեղաշարժվել է ներքև, իսկ երկարաժամկետ հատվածը մնացել է կայուն: Միաժամանակ, ըստ ԿԲ գնահատման, եկամտաբերության կորի ընթացիկ ցուցանիշներում, բացի տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի սպասումներից, գնանշված են ռիսկի տարբեր գործոններ:

Ի տարբերություն այլ զարգացող երկրներում արձանագրվող երկրի ռիսկի հավելավճարի էական նվազումներին՝ Հայաստանում երկրի ռիսկի հավելավճարը տարվա սկզբից պահպանվում է համեմատաբար կայուն ցածր մակարդակում՝ վերջին շաբաթների ընթացքում դրսևորելով աճի միտումներ: Վերջինս արտացոլում է ՀՀ-ին և տարածաշրջանին բնորոշ առանձնահատկությունները, այդ թվում՝ սահմանային լարվածության, տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների և այլ գործոնների վերաբերյալ անորոշությունները: Այս համատեքստում երկրի ռիսկի

հավելավճարի՝ վերևի ուղղությամբ հնարավոր վերագնահատումը ռիսկեր է պարունակում չեզոք տոկոսադրույքի դեպի վերև վերանայման տեսանկյունից, ինչը, այլ հավասար պայմաններում, առավել խթանող ԴՎՔ դիրքի հետ կապված, պարունակում է առավելապես գնաճային ռիսկեր: Միևնույն ժամանակ, ՀՀ մակրոտնտեսական կայունությունը և բարձր տնտեսական աճը որոշակի դրական նախադրյալներ են երկրի ռիսկայնության հնարավոր վերագնահատման և չեզոք տոկոսադրույքի նվազման տեսանկյունից:

ՀՀ ԿԲ-ն, առկա անորոշություններից բխող հնարավոր ռիսկերը կառավարելու նպատակով, կառուցում և դիտարկում է տնտեսական իրավիճակի զարգացման տարբեր սցենարներ: Սույն զեկույցում ներկայացված տիպային Ա սցենարի (որը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր ուղեգիծ) հիմքում այն դատողություններն են, որ ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը որոշակիորեն զսպված է իր հիմնարար արժեքից, և հնարավոր են դեպի երկարաժամկետ կայուն մակարդակ արագ ճշգրտման ռիսկեր՝ պայմանավորված տարածաշրջանային լարվածության և աշխարհաքաղաքական զարգացումների հետ կապված անորոշությունների պահպանմամբ: Ռիսկի հավելավճարի արագորեն ճշգրտման պարագայում դեռևս խոցելի մակրոտնտեսական միջավայրում հնարավոր են ֆինանսական շուկաներում տատանողականության ավելացման և գնաճային սպասումների ապախարսխման դրսևորումներ: Այս պարագայում ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության ուղին կարող է ունենալ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի խիստ դիրք՝ հաշվի առնելով ՀՀ ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի դեպի վերև ճշգրտումները:

Սույն զեկույցում ներկայացված տիպային Բ սցենարի (որը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի ցածր ուղեգիծ) հիմքում ընկած են ներքին տնտեսությունում բացասական պահանջարկի միջավայրի զարգացման հետ կապված հնարավոր ռիսկերը: Մասնավորապես՝ վերջին ամիսների ընթացքում արձանագրվող գործազրկության մակարդակի աճը, մասնավոր աշխատավարձերի աճի դանդաղումը և թույլ գնաճային միջավայրի պահպանումը համախառն պահանջարկի թույլ պայմանների ձևավորման ու շարունակման ռիսկեր են պարունակում: Վերոնշյալ զարգացումները միջնաժամկետում կարող են պարունակել գնանկումային էական ազդեցությունների ձևավորման ու պահպանման հավելյալ ռիսկեր: Նման իրավիճակում ԿԲ-ն կնախընտրի շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի առավել կտրուկ նվազման ուղի՝ միջնաժամկետում պահանջարկը խթանելու և գնաճը թիրախին մոտեցնելու նպատակով:

Ընթացիկ ժամանակահատվածին բնորոշ հիմնարար ռիսկերի և անորոշությունների պայմաններում, հնարավոր ռիսկերի խելամիտ կառավարման նպատակով, ՀՀ ԿԲ-ն կառուցում և դիտարկում է բազմաթիվ սցենարներ: Քաղաքականությանը վերաբերող քննարկումների, ինչպես նաև սցենարների նկարագրված ռիսկերի հաղորդակցման նպատակով առավել մանրամասն դիտարկվել են տիպային երկու սցենարներ: Տիպային այս սցենարները չեն ներկայացնում ամենահավանական ապագան, չեն կարևորում և որոշակի հավանականություն վերագրում հիմնական արդյունքներին, ինչպես նաև ամբողջությամբ չեն ամփոփում տնտեսությանը բնորոշ բոլոր ռիսկերն ու անորոշությունները:

Հայաստանի
Հանրապետության
կենտրոնական բանկ

02 | Դրամավարկային քաղաքականության նպատակներ և համակարգ

Դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ

Ընդունման ամսաթիվը՝ 12 մարտի, 2024 թվական

Համաձայն «Կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքի և ՀՀ Սահմանադրության՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի հիմնական նպատակներն են Հայաստանի Հանրապետությունում գների կայունության և ֆինանսական կայունության ապահովումը: ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհուրդը (այսուհետ՝ Խորհուրդ) հետևողական է՝ կիրառելու դրամավարկային քաղաքականության ամբողջ գործիքակազմը՝ տնտեսությանը վստահելի անվանական խարսխի ապահովման և գների կայունության նպատակի իրագործման համար:

Խորհուրդն ընդգծում է, որ գների կայունության ու ֆինանսական կայունության ապահովման հիմնական նպատակների իրագործմամբ ՀՀ կենտրոնական բանկի՝ որպես հանրային հատվածում գործող կառույցի առաքելությունը համազգային բարեկեցության բարելավումն է: Ցածր և կայուն գնաճի ապահովմանն ուղղված հետևողական քաղաքականությունը վստահելի անվանական խարիսխ է տնտեսության համար, որն ինքնին նպաստում է գնաճային սպասումների խարսխմանը, անարդյունավետ պարբերաշրջանների չեզոքացմանն ու երկրի տնտեսական զարգացմանը, խթանում է ներդրումները և ժամանակի ընթացքում բարելավում է հասարակության բարեկեցությունը:

Գների կայունության նպատակի իրագործման համար Կենտրոնական բանկը մշակում և իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականություն: Վերջինիս հիմնարար դերը տնտեսությունում գնաճի և գնաճային սպասումների խարսխումն է: Խորհուրդը վստահ է, որ միջնաժամկետ հատվածում գնաճի նպատակային 4% ցուցանիշը համադրելի է երկրում գների կայունության ապահովման նպատակի հետ: Գնաճի նպատակային ցուցանիշն արտահայտվում է սպառողական գների ինդեքսի (ՍԳԻ) միջոցով, քանի որ դա լավագույնս է արտացոլում կենսաապահովման ծախսերի, վերջնական սպառման ապրանքների և ծառայությունների գների ընդհանուր մակարդակի փոփոխության չափը, ինչպես նաև տնտեսավարողների կողմից որոշումների կայացման և պայմանագրերի կնքման հիմնական ուղենիշն է: Այնուհանդերձ, ՍԳԻ զամբյուղում ներառված առանձին ապրանքների և ծառայությունների շուկաներում սեզոնային և արտածին գործոնների պատճառով առաջացած գների ժամանակավոր տատանումների վրա դրամավարկային քաղաքականությունն ուղղակի ազդեցություն չի կարող ունենալ: Դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման գործընթացում Խորհուրդը դիտարկում է նաև գնաճի այլընտրանքային ցուցանիշներ, ինչպիսիք են բնականոն գնաճի կամ ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսները, որոնք տնտեսությունում հիմնարար գնաճային միջավայրը բնութագրող օգտակար ցուցանիշներ են:

Դրամավարկային քաղաքականության դիրքը և ուղղությունը սահմանվում են կարճաժամկետ տոկոսադրույքների ակնկալվող ուղեգծի փոփոխության միջոցով: Քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ արդյունավետ ներքևի սահմանով սահմանափակված լինելու պարագայում Խորհուրդը պատրաստ է կիրառելու դրամավարկային քաղաքականության ամբողջ գործիքակազմը:

Շեշտադրելով միջնաժամկետ հատվածում գների կայունության և ֆինանսական կայունության նպատակների ապահովման առաջնահերթությունը՝ Խորհուրդը միաժամանակ գիտակցում է, որ պատասխանատու է նաև կարճաժամկետ հատվածում գնաճի և տնտեսական ակտիվության երկընտրանքի արդյունավետ կառավարման հարցում: Բաց շուկայական տնտեսությունում տարաբնույթ տնտեսական և ֆինանսական ցնցումները կարող են հանգեցնել տնտեսական ակտիվության և գնաճի որոշակի տատանողականության: Այս համատեքստում Կենտրոնական բանկը երբեք չի նպատակադրում կարճաժամկետ հատվածում գնաճն արագորեն մոտեցնել թիրախին, եթե դա կարող է առաջացնել անցանկալի տնտեսական և ֆինանսական անկայունություն: Ցանկացած տնտեսական իրավիճակում Կենտրոնական բանկը մշակում և իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականություն՝ նվազագույն հասարակական ծախքերով գնաճը միջնաժամկետ հորիզոնում (12 եռամսյակների ընթացքում) նպատակային ցուցանիշին մոտեցնելու համար:

Արդյունավետ դրամավարկային քաղաքականությունը երկարաժամկետ գնաճային սպասումների խարսխման միջոցով նպաստում է տնտեսական աճի ու գործազրկության տատանողականության նվազեցմանը: Վերջինս էլ, իր հերթին, բարելավում է հասարակության բարեկեցությունը՝ նվազեցնելով գործազրկության մակարդակը և նպաստելով տնտեսության արտադրական կարողությունների աճին: Խորհուրդն ընդգծում է, որ Կենտրոնական բանկի կողմից այլ հնարավոր նպատակների ստանձնումը չպետք է հակասի միջնաժամկետ հատվածում գնաճի 4% նպատակային ցուցանիշի և գների ու ֆինանսական կայունության հիմնական նպատակների ապահովմանը:

Խորհուրդը մեծապես կարևորում է իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության և համապատասխան որոշումների կայացման հիմնակարգի հստակ ու հանրության համար ընկալելի եղանակով հաղորդակցման անհրաժեշտությունը: Հստակ և արդյունավետ հաղորդակցումը նպաստում է դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության բարձրացմանը, ինչպես նաև խրախուսում է ֆինանսական շուկաներին, ձեռնարկատերերին և հասարակությանը՝ ռիսկերն ու անորոշությունները լավագույնս գնահատելու և կառավարելու հարցում: Ավելին, հաղորդակցման սույն մոտեցումն իր կարևոր նշանակությունն ունի նաև դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկության և Կենտրոնական բանկի հաշվետվողականության բարելավման գործընթացում՝ որպես կարևոր առաջնահերթություն հանրային հատվածում գործող անկախ կառույցի համար:

Դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ հայտարարությունը Խորհրդի կողմից կարող է վերանայվել յուրաքանչյուր տարվա քաղաքականության ուղղությունների մշակման առաջին ենթափուլի շրջանակներում:

Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգ

Գների կայունության նպատակի իրագործման համար ՀՀ կենտրոնական բանկը մշակում և իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականություն՝ ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգի ներքո: Այս համակարգը ռիսկերի կառավարման վրա հիմնված դրամավարկային քաղաքականության կառուցվածքային և համակարգված մոտեցում է, որը հնարավորություն է տալիս արդյունավետորեն վերլուծելու և հաղորդակցելու քաղաքականության համար կարևոր ռիսկերն ու անորոշությունները:

Աճող անորոշություններն ու ռիսկերը կենտրոնական բանկերի համար նոր իրականություն և մարտահրավեր են, որոնք պահանջում են դրամավարկային քաղաքականության մշակման և հաղորդակցման գործող մոտեցման վերաիմաստավորում: Դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգը արդյունավետորեն ներառում, հաղորդակցում և հասցեագրում է վերոնշյալ դիտարկումները:

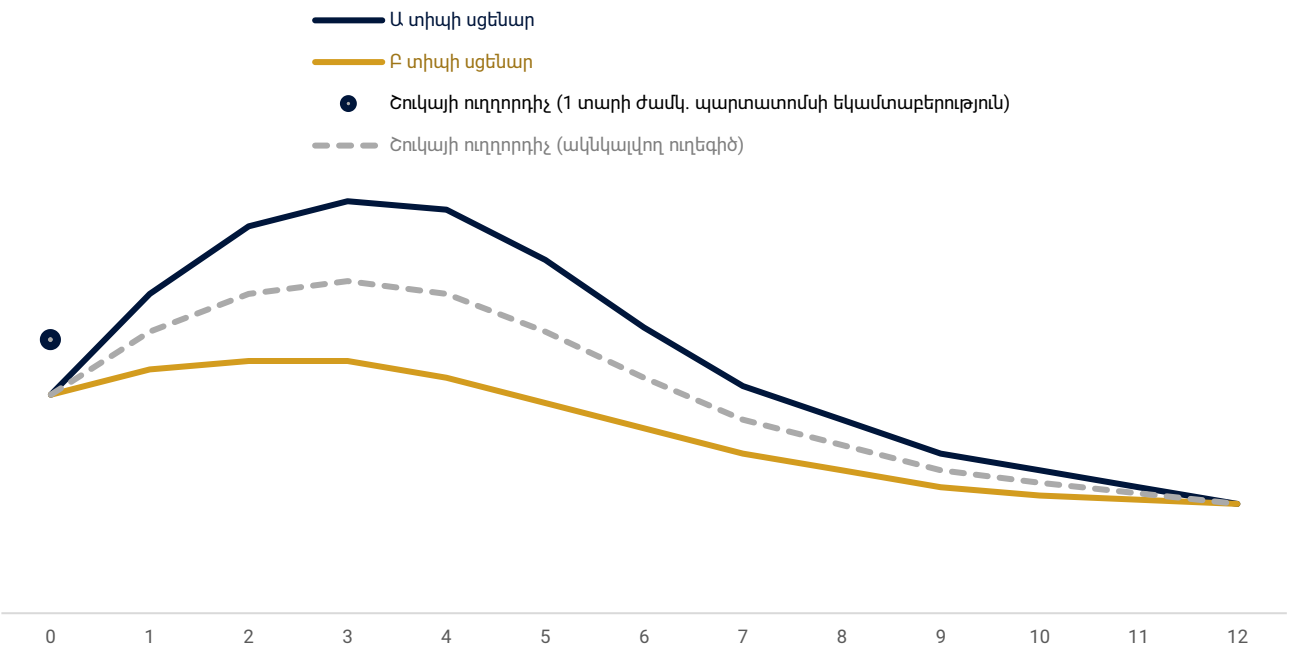
Սույն համակարգի ներքո դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման գործընթացն առաջնորդվելու է ՀՀ տնտեսության զարգացման մի քանի սցենարների կառուցմամբ և դիտարկմամբ: Այս սցենարները (երկու կամ ավելի) ենթադրում են քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի ընթացիկ սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր կամ ավելի ցածր ուղեգիծ: Դրանք ենթադրում են դրամավարկային քաղաքականության հստակ ուղղություններ և ոչ թե վերացական կամ անիրատեսական ռիսկերը նկարագրող սցենարներ: Վերոնշյալ սցենարները մշակվում են հետևյալ տրամաբանությամբ.

Շուկայի ուղղորդիչ սպասումները ներկայացնում են քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ ֆինանսական շուկայում առկա սպասումները: Դրանք գնահատվում են մի կողմից՝ մինչև մեկ տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունից, մյուս կողմից՝ շուկայի մասնակիցների շրջանում իրականացված հարցումների արդյունքում:

Ա տիպի սցենարներ (Case A), որտեղ ենթադրվում է շուկայի սպասումներից ավելի բարձր քաղաքականության տոկոսադրույք: Այն ներառում է վերևի ուղղությամբ այնպիսի գործոններ (ռիսկեր, անորոշություններ), որոնք տնտեսությունում կարող են ձևավորել ավելի գնաճային միջավայր:

Բ տիպի սցենարներ (Case B), որտեղ ենթադրվում է շուկայի սպասումներից ավելի ցածր քաղաքականության տոկոսադրույք: Այն ներառում է ներքևի ուղղությամբ այնպիսի գործոններ (ռիսկեր, անորոշություններ), որոնք տնտեսությունում կարող են ձևավորել ավելի գնանկումային կամ ցածր գնաճային միջավայր:

Գծապատկեր 2.1. Քաղաքականության տոկոսադրույքի սցենարային ուղեգծեր



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Նշում: Ներկայացված ուղեգծերը Ա և Բ տիպի սցենարների պայմանական օրինակներ են

Դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգի վերաբերյալ առավել մանրամասն տեղեկատվությունն ամփոփված է «Prudent Risk Management Approach to Monetary Policy: Theory and Practice of FPAS Mark II at the Central Bank of Armenia» գրքում:

Զեկույցի կառուցվածքը

Դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը սկսվում է Գլխավոր ամփոփագրով (դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն): Ներառում է Դրամավարկային քաղաքականության որոշման վերաբերյալ Խորհրդի հաղորդագրությունը, ինչպես նաև տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների ամփոփագիրը: Դրամավարկային քաղաքականության միջանկյալ որոշումների ընթացքում Գլխավոր ամփոփագիրը ծառայում է որպես դրամավարկային քաղաքականության հաղորդակցման հիմնական գործիք:

Գլուխ 2-ում ներկայացվում են դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի հաղորդագրությունն ու դրամավարկային քաղաքականության մշակման գործող համակարգի ամփոփ նկարագիրը:

Գլուխ 3-ը ներառում է տնտեսական ընթացիկ իրավիճակի և հիմնարար պայմանների վերլուծությունը, ինչպես նաև ԿԲ-ի կողմից «նվազագույն ափսոսանքի քաղաքականության» հայեցակարգի և համակարգի ներքո ռիսկերի կառավարման մոտեցման արդյունքները: Վերջինս կազմված է դրամավարկային քաղաքականության ընթացիկ փուլի համար առավել իրատեսական և կարևոր սցենարների բազմությունը ամփոփող աղյուսակից, որը կառուցվել է՝ հաշվի առնելով ԿԲ խորհրդի, ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության թիմի, ինչպես նաև շուկայի մասնակիցների հիմնական ռիսկերի, անորոշությունների և մտավախությունների վերաբերյալ տեղեկատվության հիման վրա: Այս համատեքստում դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը ներկայացնում է երկու (կամ ավելի) տիպային սցենարներ, որոնք ընդգրկում են նաև սցենարներում դիտարկված գործոնների պայմաններում գների կայունության ապահովման նպատակով դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքը:

ԿԲ-ն դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը հրապարակում է Խորհրդի կողմից դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման նույն օրը: Դա հնարավորություն է տալիս օպերատիվ կերպով հանրությանը տրամադրելու դրամավարկային քաղաքականության որոշման հիմքում ընկած վերլուծությունների և մտածողության վերաբերյալ բավարար մանրամասներ: Դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացմանը հաջորդում է ԿԲ նախագահի մամուլի ասուլիսը, որից հետո հրապարակվում է նաև զեկույցի Դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկության հատվածը: Այն ներառում է դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման նիստի արձանագրությունը, իսկ 2024 թվականի հունիսից՝ Խորհրդի անդամների քվեարկության վերաբերյալ անվանական տեղեկատվություն: 2024 թվականի սեպտեմբերից սկսած՝ Թափանցիկության զեկույցը կներառի նաև Խորհրդի յուրաքանչյուր անդամի՝ դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ քվեարկության հիմնավորումը:

Ծանուցում

Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է մինչև 2024 թվականի սեպտեմբերի 6-ը հասանելի փաստացի տվյալների, ԿԲ-ի կողմից անցկացված հարցումների արդյունքների, ինչպես նաև մակրոտնտեսական միջավայրի հետագա զարգացումների վերաբերյալ ձևավորված դատողությունների վրա:

Կենտրոնական բանկի համար դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը դրամավարկային քաղաքականության հաղորդակցման գլխավոր գործիքն է, որը հրապարակվում է եռամսյակային պարբերականությամբ: Դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը կազմված է թե՛ նեղ մասնագիտական շրջանակի և թե՛ լայն հասարակության համար ընկալելի ու հասկանալի լինելու սկզբունքով և առաջնահերթությամբ, ներառում է դրամավարկային քաղաքականության համար կարևոր հարցերի վերաբերյալ համապարփակ անդրադարձ: Զեկույցում ներկայացված տեղեկատվության տրամաբանական հաջորդականությունն ընթերցողին հնարավորություն է տալիս պատկերացում կազմելու որոշումների կայացման ընթացիկ փուլում տարաբնույթ ռիսկերի և անորոշությունների առնչությամբ խորհրդի մտածողության և կայացրած որոշումների վերաբերյալ: Սույն զեկույցում ներկայացված տիպային սցենարները կառուցվել են ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության թիմի կողմից: Տնտեսության զարգացման սցենարների քննարկման և կարևոր բաղադրիչների առանձնացման գործընթացում իր կարևոր մասնակցությունն ու ներդրումն ունի նաև Կենտրոնական բանկի խորհուրդը: Զեկույցում ներկայացված վերլուծությունների և հիմնական ուղերձի ամբողջականությունը պահպանելու նպատակով ոչ բոլոր լրացուցիչ տվյալներն ու վերլուծություններն են ներառվել վերջինիս կազմում: Այս համատեքստում զեկույցի Տեղեկագիր-հավելվածում հրապարակվում են նաև գծապատկերներ և աղյուսակներ, որոնք ներառում են տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների ամբողջական և համապարփակ նկարագիրը:

Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց | 2024 թ. 3-րդ եռամսյակ

Հայաստանի
Հանրապետության
կենտրոնական բանկ

03 | Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար

Ա. Համաշխարհային տնտեսության զարգացումներ

ԱՄՆ-ի տնտեսության զարգացումներ

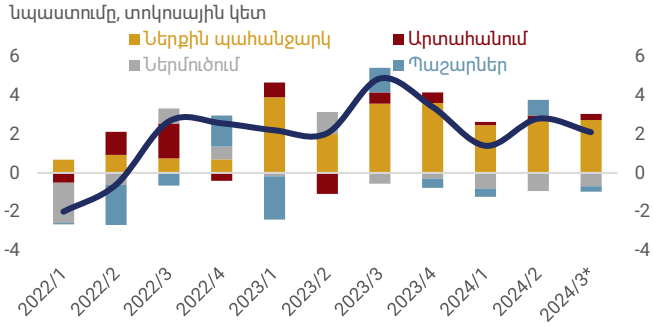
2024 թ. 1-ին եռամսյակում ԱՄՆ-ում արձանագրված թողարկման համեմատաբար թույլ աճից հետո 2-րդ եռամսյակում աճը վերականգնվել է՝ կազմելով 2.8%, ինչը ներուժային աճի գնահատականից բավականին բարձր ցուցանիշ է: Սպառումը (հատկապես ծառայությունների) շարունակում է մնալ աճի հիմնական շարժիչ ուժը: Աշխատավարձերի դեռևս բարձր աճը, տնային տնտեսությունների տնօրինվող եկամուտների բարձր մակարդակը, ինչպես նաև խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցությունը նախադրյալներ են ստեղծում, որ սպառումը հետագայում շարունակի պահպանվել բարձր մակարդակում: Չնայած ԴՎՔ խիստ պայմաններին՝ վերոնշյալ գործոնները կարճաժամկետում կարող են նպաստել ՀՆԱ ներուժային մակարդակից բարձր աճի պահպանմանը: Այդուհանդերձ, ԱՄՆ-ի տնտեսության վերջին զարգացումները կարող են մատնանշել նաև համախառն պահանջարկի պայմանների՝ թուլացման ուղղությամբ որոշակի փաստարկների մասին: Այսպես, վարկային քարտերի և ավտովարկերի գծով ժամկետանց վարկերի ծավալները շարունակում են աճել (որոնք բավականին զգայուն են տնտեսությունում տոկոսադրույքների նկատմամբ), իսկ սպառողների վստահությունը նվազում է: Սա կարող է վկայել այն մասին, որ տնտեսությունում խիստ ֆինանսական պայմանները որոշակի սահմանափակող ազդեցություն են ունենում տնտեսության առանձին հատվածների վրա: Ավելին, 2020 թվականից ի վեր կուտակված խնայողությունների զգալի նվազումը կարող է որոշակիորեն թուլացնել սպառման հետագա արագացման հետ կապված ռիսկերը:

ԱՄՆ-ի տնտեսությունում գնաճային միջավայրը շարունակում է զգալիորեն թուլանալ: Չնայած ամսական կտրվածքով կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքախմբերի գնաճի որոշակի դանդաղմանը՝ այն դեռևս պահպանվում է նպատակային ցուցանիշից բարձր մակարդակում: Վերջինս պարունակում է գնաճային սպասումների՝ թիրախից բարձր մակարդակում պահպանման ռիսկեր, ինչն իր ազդեցությունը կարող է ունենալ նաև ձեռնարկությունների և աշխատողների գնագոյացման վարքագծի վրա: Այս համատեքստում, չնայած 2024 թ. 2-րդ եռամսյակում աշխատավարձերի աճի որոշակի դանդաղմանը, այն շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում և ռիսկեր է ստեղծում գնաճի նպատակային ցուցանիշին հասնելու կայուն ուղեգծի տեսանկյունից: Միևնույն ժամանակ, չնայած զգալի անորոշությունների պահպանմանը՝ աշխատաշուկայի վերջին զարգացումները կարող են մեկնաբանվել որպես աշխատաշուկայի պայմանների էական թուլացում: Այսպես, 2024 թ. հունիսին աշխատանքի տեղավորման տեմպը շարունակել է թուլանալ, իսկ մեկ գործազուրկի հաշվով նոր աշխատատեղերի և աշխատանքից ազատվող աշխատողների թիվը՝ նվազել: Մյուս կողմից՝ գործազրկության մակարդակի աճը (հուլիսին՝ 4.3%) հիմնականում պայմանավորված է աշխատուժի առաջարկի աճով, այլ ոչ թե աշխատանքից ազատվողների թվի ավելացմամբ: Սա կարող է փաստել, որ աշխատաշուկայի պայմանների էական թուլացում դեռևս չի արձանագրվել:

Վերոնշյալ զարգացումների համատեքստում ԱՄՆ-ի ֆինանսական շուկայի մասնակիցներն ավելի լավատեսորեն են տրամադրված մոտ ապագայում քաղաքականության տոկոսադրույքի հնարավոր իջեցման նկատմամբ (գծապատկեր 3.Ա.3): Սա հիմնականում պայմանավորված է այն մեկնաբանությամբ, որ, հնարավոր է, ԱՄՆ-ի ԴՊՀ-ն ուշացրել է դրամավարկային պայմանների թուլացման մեկնարկը (fallen behind the curve): ԱՄՆ-ի ԴՊՀ-ն իր վերջին հաղորդագրություններում ավելի մեծ վստահությամբ է հայտնել, որ գնաճը գտնվում է դեպի թիրախը կայուն ուղեգծի վրա: Միաժամանակ, աշխատաշուկայի պայմանների թուլացման աճող ռիսկերը փաստում են ԱՄՆ-ի ԴՊՀ կողմից դրամավարկային պայմանների թուլացման ավելի մեծ պատրաստակամության մասին: Այնուամենայնիվ, հաշվի առնելով տնտեսության հիմնարարների շուրջ առկա անորոշությունները, ֆինանսական հատվածի խոցելիության վերաբերյալ մտահոգությունները, ինչպես նաև սպառման և պահանջարկի դեռևս խիստ պայմանները՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների իջեցման չափերը կարող են շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի մեղմ ուղեգիծ դրսևորել: Ավելին, ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ անորոշությունները (տես ՀՀ ԿԲ 2024 թ. 2-րդ եռամսյակի ԴՎՔ զեկույցը) դեռևս հարցեր են առաջացնում երկարաժամկետ հորիզոնում քաղաքականության տոկոսադրույքի հետագծի ուղղությամբ:

Սպառումը շարունակում է մնալ ներուժային աճի գնահատականներից բավականին բարձր տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժը:

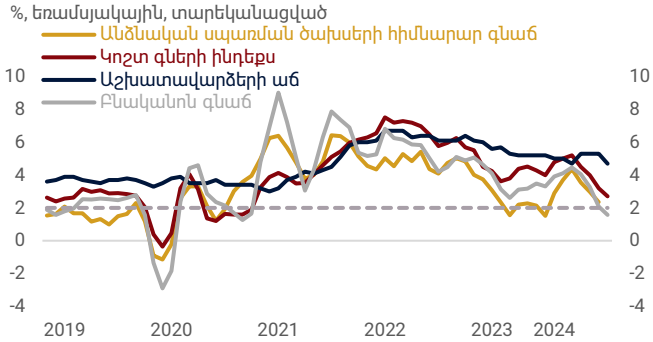
Գծապատկեր 3.Ա.1. Համախառն ներքին արդյունքի իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների



Աղբյուրը՝ Տնտեսական վերլուծությունների բյուրո (BEA), Ատլանտայի պահուստային բանկ
Ծանոթագրություն; 2024 թ. 3-րդ եռամսյակի տվյալները նախնական են՝ ըստ Ատլանտայի ՊԲ-ի «GDPNow» սեպտեմբերի 4-ի գնահատականի:

Չնայած վերջին ամիսների ընթացքում գնաճային միջավայրի որոշակի թուլացմանը, ԱՄՆ-ի ԴՊՀ կողմից գնաճը վերջնականապես թիրախին մոտեցնելու խնդիրը շարունակում է մնալ առարկայական:

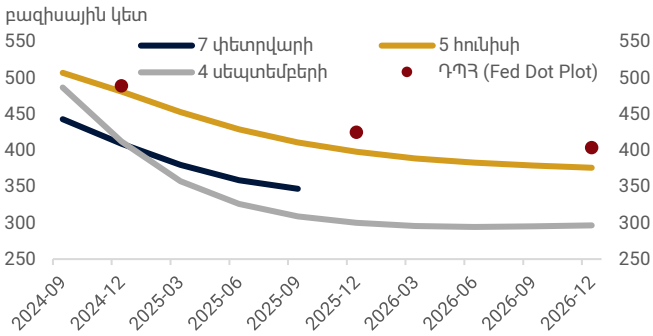
Գծապատկեր 3.Ա.2. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



Աղբյուրը՝ Աշխատուժի վիճակագրության բյուրո (BLS); Տնտեսական վերլուծությունների բյուրո (BEA), Ատլանտայի պահուստային բանկ

ԱՄՆ-ի ֆինանսական շուկայի մասնակիցներն ավելի լավատեսորեն են տրամադրված մոտ ապագայում քաղաքականության տոկոսադրույքի հնարավոր իջեցման նկատմամբ:

Գծապատկեր 3.Ա.3. ԴՊՀ տոկոսադրույքների հետագծի վերաբերյալ շուկայի սպասումները



Աղբյուրը՝ Ատլանտայի պահուստային բանկ; ԴՊՀ

Եվրոգոտու տնտեսության զարգացումներ

Չնայած 2024 թվականի առաջին կիսամյակում աճի վերականգնման որոշակի նախանշաններին՝ Եվրոգոտու տնտեսությունում աճի հեռանկարները շարունակում են մնալ խիստ անորոշ: 2024 թ. երկրորդ եռամսյակում սեզոնային հարթեցված ՀՆԱ-ն աճել է տ/տ 0.6%-ով, իսկ նախորդ եռամսյակի համեմատությամբ՝ 0.2%-ով (գծապատկեր 3.Ա.4): Այս համատեքստում, տնային տնտեսությունների վերջնական սպառումը (տ/տ 0.5%), մասնավորապես՝ ծառայությունների սպառումը, շարունակում է մնալ տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժը: Հիմնականում պահանջարկի գործոններով պայմանավորված աճի շարունակական դրսևորումը կարող է մատնանշել, որ տնտեսությունում համախառն պահանջարկի և առաջարկի միջև անհավասարակշռությունները դեռևս պահպանվում են:

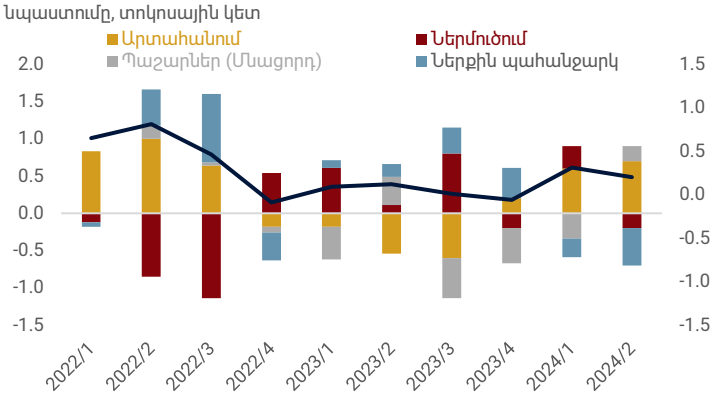
Տնտեսական միության PMI ցուցանիշները, որոնք ընդհանուր տնտեսական միջավայրի վերաբերյալ կարևոր տեղեկատվության աղբյուր են, ցույց են տալիս, որ վերջին շրջանում տնտեսության աճը հիմնականում պայմանավորված է ծառայությունների ոլորտի աճով: Հատկանշական է, որ 2024 թ. հուլիսին ոլորտում դրսևորվել են աճի տեմպի որոշակի թուլացման նշաններ (գծապատկեր 3.Ա.5): Այնուամենայնիվ, իրական տնօրինվող եկամուտների շարունակական աճը և խնայողությունների բարձր մակարդակները պարունակում են սպառման հնարավոր աճի ռիսկեր, որոնք առաջիկայում կարող են ծառայություններով պայմանավորված աճի շարժիչ ուժ հանդիսանալ: Միևնույն ժամանակ, արդյունաբերության, հատկապես մշակող արդյունաբերության ոլորտը շարունակում է մնալ կառուցվածքային թուլացած դիրքերում առավելապես այնպիսի արդյունաբերական տնտեսություններում, ինչպիսիք են Գերմանիան և Ֆրանսիան: Այս համատեքստում դրամավարկային քաղաքականության զսպող պայմանները, էներգետիկ ճգնաժամից դանդաղ վերականգնումը և վերջին տարիներին միջազգային շուկաներում մրցունակության կորստի ռիսկերը շարունակում են մնալ որպես ոլորտի հիմնական մարտահրավերներ: Վերջին ամիսների զարգացումները, այդ թվում՝ նոր պատվերների քանակի, արտադրության և զբաղվածության կրճատումների արագացումը, վկայում են, որ կառուցվածքային այս անորոշությունները կարող են Եվրոգոտու միջնաժամկետ աճի հեռանկարի վերաբերյալ ներքևի ուղղությամբ ռիսկեր պարունակել:

Եվրոգոտում գնաճային միջավայրը շարունակում է որոշակիորեն կայունանալ: 2024 թվականի հուլիսին Եվրոգոտում արձանագրվել է տ/տ 2.2% գնաճ: Այնուամենայնիվ, աշխատաշուկայից փոխանցվող ճնշումների պայմաններում հիմնարար գնաճը բնութագրող ցուցանիշները, մասնավորապես՝ ծառայությունների գնաճը, շարունակում են պահպանվել կայուն բարձր մակարդակներում՝ տ/տ 4.2% (գծապատկեր 3.Ա.6): 2024 թ. հուլիսին Եվրոգոտում գործազրկության մակարդակը նվազել է՝ կազմելով 6.4% և պահպանվում է պատմականորեն ցածր մակարդակում: Սա կարող է վկայել, որ աշխատաշուկայի պայմանները դեռևս մնում են խիստ:

Կառուցվածքային խնդիրների համատեքստում տնտեսության հեռանկարների վերաբերյալ անորոշությունը, ինչպես նաև տնտեսությունում հիմնարար գնաճային ճնշումների շարունակական պահպանումն ընդգծում են այն դժվարությունները, որոնց բախվում է ԵԿԲ-ն գնաճը վերջնականապես թիրախին մոտեցնելու գործընթացում: Այս պայմաններում, թեև 2024 թվականի հունիսին ԵԿԲ-ն իջեցրեց քաղաքականության տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով, սակայն ձեռնպահ մնաց ապագային միտված ուղղորդում տրամադրելուց՝ նշելով, որ ԵԿԲ-ն «նախապես հանձնառություն չի հայտնում քաղաքականության տոկոսադրույքի որևէ ուղեգծի վերաբերյալ»:

Եվրոգոտում ստագֆլյացիոն միջավայրը կարող է փորձարկել ԵԿԲ-ի վճռականությունը՝ կապված գների կայունության նպատակի՝ ժամանակին իրագործման հետ:

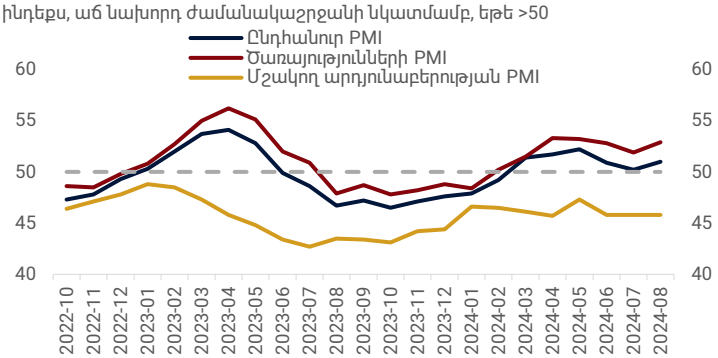
Գծապատկեր 3.Ա.4. Եվրոգոտու համախառն ներքին արդյունքի իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների



Աղբյուրը՝ Եվրոստատ, Եվրոպական հանձնաժողով
Նշում՝ 2024 թ. 2-րդ եռ-ի տվյալները նախնական գնահատականներ են:

Ծառայությունների ոլորտը մնում է տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժը, մինչդեռ մշակող արդյունաբերության ճյուղը շարունակում է գտնվել կառուցվածքային թույլ դիրքում:

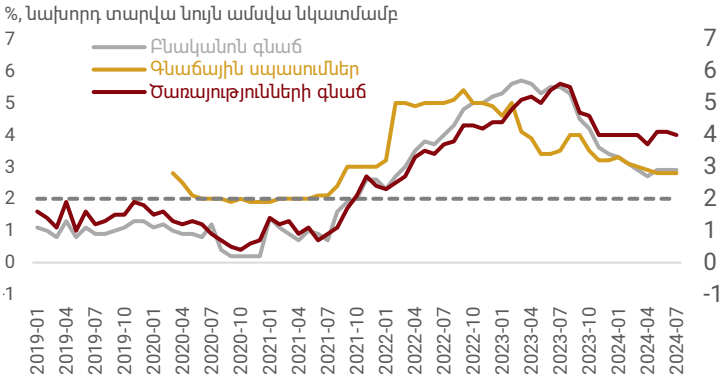
Գծապատկեր 3.Ա.5. Եվրոգոտու PMI ցուցանիշները



Աղբյուրը՝ S&P Global & Hamburg Commercial Bank

Հիմնարար գնաճի ցուցանիշներից եկող ոչ միանշանակ ազդակները տնտեսության վերաբերյալ տարբեր մեկնաբանությունների տեղիք են տալիս:

Գծապատկեր 3.Ա.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



Աղբյուրը՝ Եվրոստատ

ՌԴ տնտեսության զարգացումներ

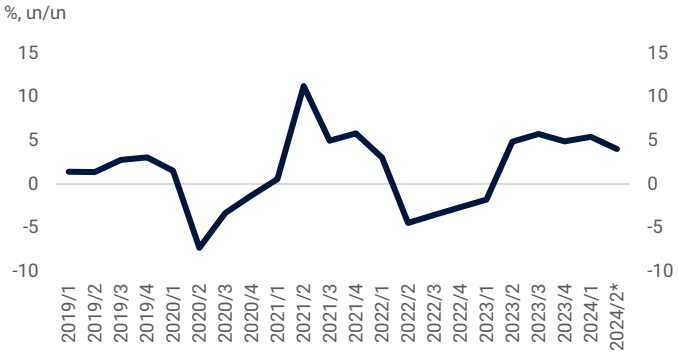
2024 թ. երկրորդ եռամսյակում, չնայած տնտեսական աճի որոշակի դանդաղմանը (տ/տ 4.0%, իսկ առաջին եռ-ում՝ տ/տ 5.4%), Ռուսաստանի տնտեսության գերտաքացած պայմանները պահպանվում են (գծապատկեր 3.Ա.7): Տնտեսության որոշ ոլորտներում, մասնավորապես՝ մեծածախ և մանրածախ առևտուր, արդյունաբերություն (հատկապես ռազմարդյունաբերություն), շարունակում է արձանագրվել կայուն, բարձր աճ: Այնուամենայնիվ, աճի հիմնական շարժիչ ուժը մնում է տնային տնտեսությունների եկամուտների զգալի աճով պայմանավորված բարձր ներքին պահանջարկը: Բարձր պահանջարկի միջավայրը պայմանավորված է գերտաքացած աշխատաշուկայով, որտեղ գործազրկությունը պահպանվում է ռեկորդային ցածր մակարդակում (2024 թ. հունիսին՝ 2.4%), իսկ իրական աշխատավարձերը շարունակում են աճել արագ տեմպերով (գծապատկեր 3.Ա.8): Այս համատեքստում, ներքին պահանջարկը գերազանցում է տնտեսության արտադրական կարողությունները, իսկ ռազմական և տնտեսության այլ ոլորտների միջև աճող սուր մրցակցությունը և աշխատուժի շարունակական պակասուրդը սահմանափակում են տնտեսության արտադրական կարողությունների հետագա աճը:

Տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ֆոնին գնաճը պահպանվում է բարձր մակարդակում. 2024 թ. հուլիսին կազմել է տ/տ 9.1%՝ հիմնականում պայմանավորված բնակարանային և հանրային ծառայությունների սակագների աճով: Գնաճային սպասումները, չնայած վերջին ամիսների որոշակի նվազման միտումներին, 2024 թ. օգոստոսին աճել են և առաջիկա մեկ տարվա համար միջինում կազմում են 12.9%: Այս համատեքստում, 2024 թ. հուլիսին Ռուսաստանի ԿԲ-ն բարձրացրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը 200 բազիսային կետով՝ չբացառելով մոտ ապագայում դրամավարկային պայմանների հետագա խստացման հնարավորությունը: Այնուամենայնիվ, խիստ ընդլայնողական հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցությունը շարունակում է խոչընդոտներ ստեղծել բարձր տոկոսադրույքների միջոցով ավելցուկային պահանջարկի պայմանների և բարձր գնաճային ճնշումների զսպման գործընթացում, թեև 2024 թ. հունիսից պետության կողմից սուբսիդավորվող հիպոտեկային ծրագրերի աստիճանական դադարեցումը որոշակի ազդակներ է տալիս հարկաբյուջետային խթանների աստիճանական թուլացման և ԴՎՔ արդյունավետության բարձրացման տեսանկյունից:

2022 թ-ից սկսած՝ արևմտյան երկրների կողմից պատժամիջոցների սահմանումը և շարունակական խստացումը ՌԴ տնտեսության կայուն աճի հեռանկարների հետ կապված ռիսկեր են պարունակում: Արևմտյան երկրների կողմից գործող պատժամիջոցների հետագա խստացումը (օր.՝ ռուսական նավթի գնի առաստաղի սահմանում) և նոր, առավել թիրախավորված պատժամիջոցների սահմանումը տնտեսության համար կարող են մի շարք հետևանքներ ունենալ: Առաջին՝ առավել թիրախավորված պատժամիջոցները կարող են բացասական հետևանքներ ունենալ բյուջեի եկամուտների վրա: Ստեղծված սցենարային իրավիճակում բյուջեի «կորցրած» եկամուտների համալրման նպատակով առավել խիստ հարկային քաղաքականության վարումը բացասական ազդեցություն կարող է ունենալ համախառն սպառման և պահանջարկի պայմանների վրա: Երկրորդ՝ միջազգային շուկաներին սահմանափակ հասանելիության պարագայում առավել թիրախավորված պատժամիջոցները ռիսկեր են պարունակում ՌԴ-ի կողմից ներմուծվող որոշակի ռազմավարական ապրանքների (այդ թվում՝ սպառման, ներդրումային և ռազմական)՝ տեղական արտադրության ապրանքներով փոխարինման կարողության տեսանկյունից: Սա կարող է բացասական ազդեցություն ունենալ միջնաժամկետ և երկարաժամկետ ներուժային ՀՆԱ-ի վրա:

Ներքին պահանջարկը շարունակում է գերազանցել տնտեսության արտադրական կարողությունները:

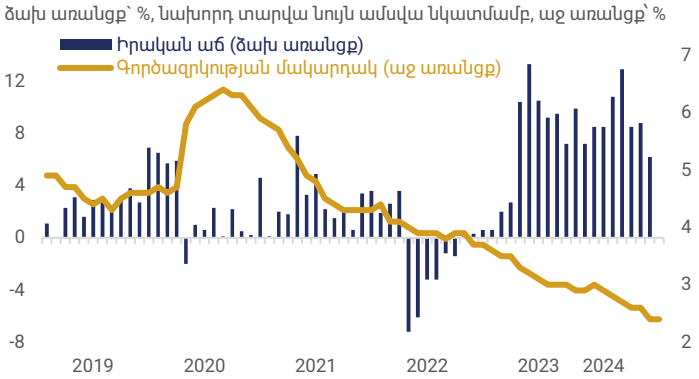
Գծապատկեր 3.Ա.7. ՌԴ համախառն ներքին արդյունքի իրական աճը



Աղբյուրը՝ Ռուսաստանի բանկ; Ռոսստատ
Նշում՝ 2024/2-ի աճը նախնական գնահատական է:

Ցածր գործազրկությունը և աշխատավարձերի բարձր աճն արտացոլում են աշխատուժի առաջարկի պակասուրդը, որը սահմանափակում է արտադրական կարողությունների աճը:

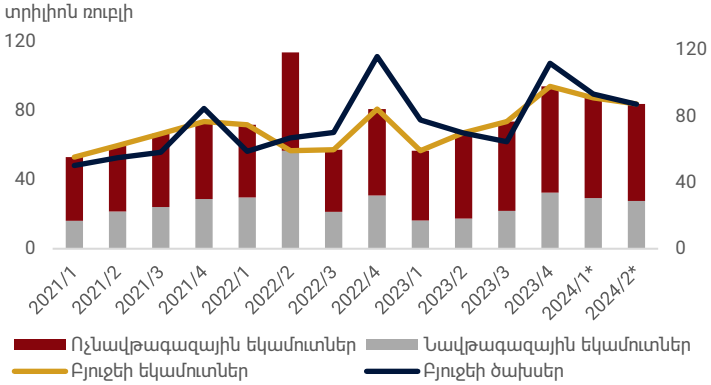
Գծապատկեր 3.Ա.8. Գործազրկության մակարդակն ու աշխատավարձերի աճը



Աղբյուրը՝ Ռոսստատ

Չնայած ՌԴ նկատմամբ կիրառվող պատժամիջոցներին և պաշտպանության ծախսերի աճին՝ բյուջեի պակասուրդի լրացուցիչ խորացում տեղի չի ունեցել:

Գծապատկեր 3.Ա.9. ՌԴ բյուջեի եկամուտներ և ծախսեր



Աղբյուրը՝ ՌԴ ֆինանսների նախարարություն

Ապրանքահումքային շուկայի զարգացումներ

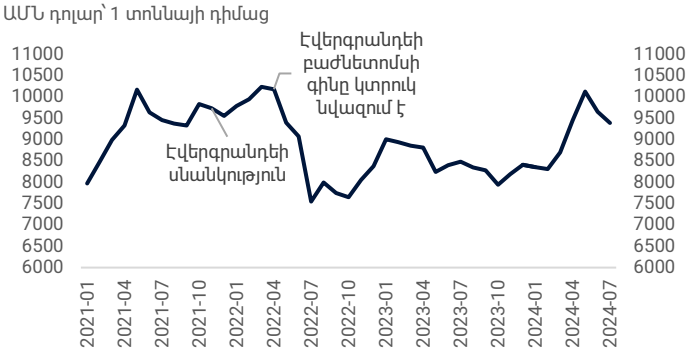
Պղինձ. 2023 թ. ընթացքում պղնձի համաշխարհային գների շարունակական նվազումներից հետո (հիմնականում պայմանավորված համաշխարհային պահանջարկի դանդաղմամբ) 2024 թ. 1-ին կիսամյակում պղնձի միջազգային գները որոշակիորեն վերականգնվել են, մայիսին ձևավորվել վերջին երկու տարիների ամենաբարձր մակարդակում՝ շուրջ 10120 դոլար՝ մեկ տոննայի դիմաց: Պղնձի միջազգային գների աճը հիմնականում բացատրվում է դեռևս 2024 թ. սկզբին մատակարարման շղթաների սահմանափակումների և խաթարումների հետևանքներով: Այնուամենայնիվ, համաշխարհային պահանջարկի անորոշ հեռանկարների, այդ թվում՝ հիմնական սպառող Չինաստանի տնտեսական ակտիվության թուլացման ֆոնին վերջին ամիսներին պղնձի գներն որոշակիորեն նվազել են՝ 2024 թ. հուլիսին կազմելով 9385 ԱՄՆ դոլար՝ մեկ տոննայի դիմաց: Այս համատեքստում պղնձի համաշխարհային շուկայի հեռանկարը շարունակում է մնալ զգալի տատանողական՝ պայմանավորված մակրոտնտեսական և տարբեր երկրներին ու ճյուղերին ներհատուկ միտումներով: Մի կողմից՝ անցումը կանաչ տեխնոլոգիաներին շարունակում է խթանել պահանջարկի աճը, մյուս կողմից՝ շուկայական կարգավորումների և առևտրային խոչընդոտների ավելացումը, ինչպես նաև համաշխարհային պահանջարկի վերաբերյալ անորոշությունները հետագա ռիսկերի և անորոշությունների նշանակալի աղբյուր են:

Նավթ. Նավթի համաշխարհային գները վերջին ամիսներին դրսևորել են զգալի տատանողականություն՝ պայմանավորված համաշխարհային տնտեսության հեռանկարների, աշխարհաքաղաքական զարգացումների և նավթի համաշխարհային առաջարկի վերաբերյալ անորոշություններով: Չինաստանի շարունակական թույլ պահանջարկը, ինչպես նաև զարգացած երկրներում տնտեսական ակտիվության զարգացման ուղղությունների վերաբերյալ անորոշությունները նավթի համաշխարհային պահանջարկի և գների տեսանկյունից ներքևի ուղղությամբ ռիսկեր են պարունակում: Չնայած այս զարգացումներին՝ ՕՊԵԿ+-ը դեռևս չի հայտարարել, թե երբ է սկսելու նավթի արդյունահանման կրճատումների հնարավոր թուլացումները: Միևնույն ժամանակ, ոչ ՕՊԵԿ երկրների կողմից առաջարկի շարունակական ավելացումը կարող է նպաստել նավթի համաշխարհային առաջարկի ավելացմանը միջնաժամկետում: Չնայած նավթի համաշխարհային առաջարկի աճի սպասումներին՝ Մերձավոր Արևելքում, որին բաժին է ընկնում նավթի համաշխարհային առաջարկի մեկ քառորդը, աշխարհաքաղաքական անորոշությունների պահպանումը շարունակում է նավթի համաշխարհային գների հնարավոր աճի և տատանողականության ավելացման ռիսկեր պարունակել:

Պարենային ապրանքներ. Պարենի միջազգային գների (FAO) ինդեքսը, նախորդ ամսվա համեմատությամբ փոքր-ինչ նվազելով, 2024 թ. օգոստոսին կազմել է 120.7: Գների թույլ նվազմանը հիմնականում նպաստել է շաքարավազի, մսի և հացահատիկի միջազգային գների նվազումը: Շաքարավազի և հացահատիկի գների նվազումը պայմանավորված է հիմնական արտադրող երկրներում բարենպաստ եղանակային պայմանների ֆոնին բերքի աճի սպասումներով: Մյուս կողմից՝ շաքարավազի և հացահատիկի գների նվազումը չեզոքացվել է բուսական յուղի և կաթնամթերքի գների թույլ աճով: Պարենային ապրանքների գները, ընդհանուր առմամբ, պահպանվում են նախորդ երկու տարիների մակարդակից ցածր մակարդակներում (օգոստոսին պարենի միջազգային գները նվազել են տ/տ 1.1%-ով, իսկ 2022-ի մարտի նկատմամբ, երբ պարենի գները հասել էին պատմական առավելագույն մակարդակին, նվազել են 24.7%-ով): Այնուամենայնիվ, մատակարարման շղթաների խաթարումների պահպանվող ռիսկերը, այդ թվում՝ Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական լարվածության հետ կապված, շարունակում են ավելացնել համաշխարհային պարենային և Հայաստանի կողմից ներմուծվող սննդամթերքի գների աճի ռիսկերը:

Պղնձի միջազգային գները 2024 թ. մայիսին արձանագրված աճից հետո նվազել են՝ արտացոլելով համաշխարհային տնտեսության հիմնարարների վերաբերյալ առկա անորոշությունը:

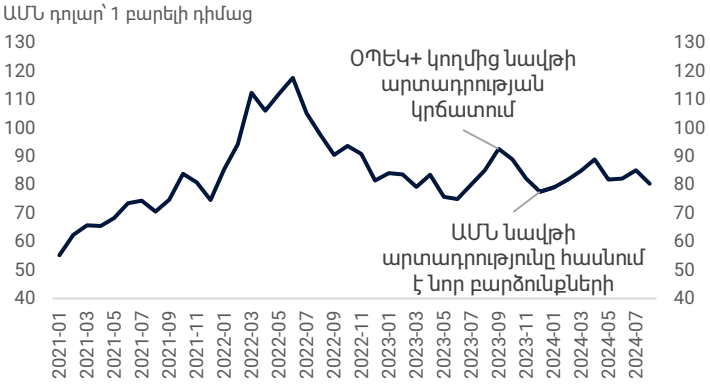
Գծապատկեր 3.Ա.10. Պղնձի համաշխարհային գներ



Աղբյուրը՝ Դաշնային պահուստի տնտեսական տվյալները (FRED)

Աշխարհաքաղաքական լարվածության, համաշխարհային պահանջարկի անորոշության և նավթի առաջարկի հավանական աճի համատեքստում նավթի գների հեռանկարի վերաբերյալ անորոշությունները պահպանվում են:

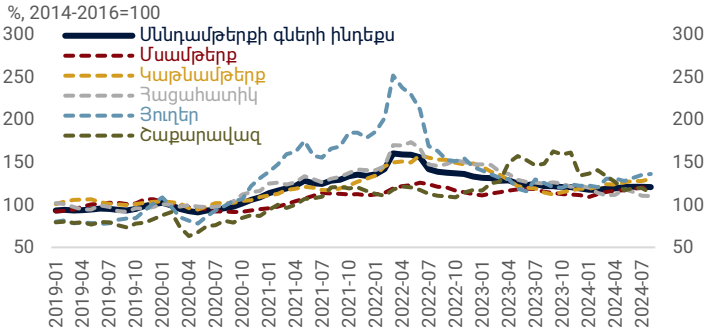
Գծապատկեր 3.Ա.11. Brent Crude տեսակի նավթի համաշխարհային գինը



Աղբյուրը՝ Դաշնային պահուստի տնտեսական տվյալները (FRED)

Համաշխարհային առաջարկի և պահանջարկի անհաշվեկշռվածությունների թուլացման համատեքստում պարենի համաշխարհային գները որոշակիորեն նվազել են:

Գծապատկեր 3.Ա.12. Պարենի համաշխարհային կազմակերպության (FAO) սննդամթերքի գների ինդեքսը



Աղբյուրը՝ Միացյալ ազգերի պարենի և գյուղատնտեսության կազմակերպություն (FAO)

Աղյուսակ 3.Ա.1. Պարենի և հումքի համաշխարհային գների կանխատեսումներ

Աղբյուր/թեմա	**Նավթ** (Brent, դոլար/բարել)			**Պղինձ** (դոլար/տոննա)			**ՀԲ պարենի համ. գների կանխատեսում** (տարեկան աճ)		
Ամսաթիվ	ԷՏԳ Օգոստ-24	ՀԲ Ապր-24	Կոնսենսուս Սեպտ-24	ՀԲ Ապր-24	ՌԷԵ Հունվ-24	Կոնսենսուս Սեպտ-24	Նավթ և սնունդ Ապր-24	Հացահատիկ Ապր-24	Այլ պարեն Ապր-24
2024	83	84	83	8900	9510	9420	-7.3	-11.3	2.1
2025	80	79	80	8800	9860	9952	-4.9	-3.8	-2.8

Աղբյուրը՝ ԷՏԳ, ՀԲ, Բլումբերգ, ՌԷԵ, ԱՄՀ

Աղյուսակ 3.Ա.2. Գործընկեր երկրներում տնտեսական աճի և գնաճի կանխատեսումներ

Աղբյուր	**ԱՄՆ**					**ԵՄ**						**ՌԴ**				
Ամսաթիվ	ԱՄՀ Հուլ-24	ՀԲ Հունվ-24	ՏՀԶԿ Մյս-24	ԴՊՀ Հունվ-24	Կոնսենսուս Սեպտ-24	ԱՄՀ Հուլ-24	ՀԲ Հունվ-24	ՏՀԶԿ Մյս-24	ԵՀ Մյս-24	ԵԿԲ Հունվ-24	Կոնսենսուս Սեպտ-24	ԱՄՀ Հուլ-24	ՀԲ Հունվ-24	ՏՀԶԿ Մյս-24	ՌԿԲ Հուլ-24	Կոնսենսուս Սեպտ-24
Տնտեսական աճ (տարեկան, %)																
2023 (Փ*)	2.5					0.5						3.6				
2024	2.6	2.5	2.6	2.1	2.5	0.9	0.7	0.7	0.8	0.9	0.7	3.2	2.9	2.6	3.8	3.3
2025	1.9	1.8	1.8	2.0	1.7	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3	1.5	1.4	1.0	1.0	1.6
2026	2.0	1.8	-	2.0	2.0	1.4	1.3	-	-	1.6	1.4	1.2	1.1	-	1.5	1.3
Գնաճ (տարեկան, %)																
2023 (Փ*)	3.4					2.9						7.4				
2024	2.9	-	2.6	2.6	2.9	2.4	-	2.6	2.5	2.5	2.4	6.9	-	7.2	6.8	7.5
2025	2.0	-	2.1	2.3	2.3	2.1	-	2.1	2.1	2.2	2.1	4.5	-	5.3	4.3	5.2
2026	2.1	-	-	2.0	2.3	1.9	-	-	-	1.9	2.0	4.0	-	-	4.0	4.2

* Փաստացի

Աղբյուրը՝ Արժույթի միջազգային հիմնադրամ (ԱՄՀ), Համաշխարհային բանկ (ՀԲ), ՏՀԶԿ, ԱՄՆ ԴՊՀ, ԵՄ ԿԲ, Բլումբերգ

Բ. Ներքին պահանջարկի միջավայր

Համախառն առաջարկ և պահանջարկ

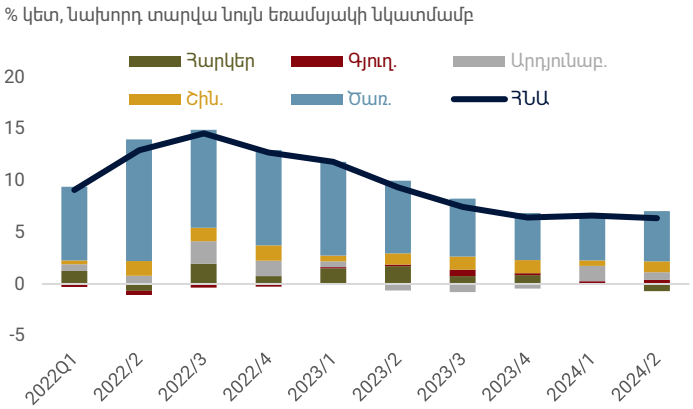
2024 թ. 2-րդ եռամսյակում տնտեսական աճը կազմել է տ/տ 6.4%, ինչը շարունակել է կենտրոնացված լինել հիմնականում առևտրի (տ/տ 19.0%), ֆինանսական (տ/տ 17.0%) և շինարարություն ճյուղերում (տ/տ 17.9%): Նախորդ եռամսյակների տնտեսական աճը էականորեն վերանայվել է աճի դանդաղման ուղղությամբ՝ հիմնականում պայմանավորված մշակող արդյունաբերության ճյուղում ավելացված արժեքի վերագնահատմամբ: Գյուղատնտեսության ճյուղում աճի վերականգնման տեմպերը պահպանվել են (տ/տ 5.2%), իսկ մշակող արդյունաբերության ճյուղը, չնայած ներքևի ուղղությամբ վերանայումներին, առաջին կիսամյակում գտնվում է դրական տիրույթում՝ նախորդ եռամսյակների բացասական աճից հետո: Տնտեսական աճի պահպանումը երկարաժամկետ կայուն աճից բարձր մակարդակում և վերջինիս ոչ ներառական բնույթը անորոշություններ և ռիսկեր է ստեղծում համախառն առաջարկի և պահանջարկի հարաբերական դիրքերի գնահատման առումով: Տեղեկատվության և կապի ճյուղը, նախորդ տարիների բարձր աճերից հետո, 2024 թ. առաջին կիսամյակում որոշակիորեն նվազել է: Ճյուղի ներսում նկատվում է նաև բարձր արտադրողական օտարերկրյա աշխատուժի որոշակի արտահոսք: Հաշվի առնելով SS ոլորտի կարևորությունը ՀՆԱ ներուժի և արտահանման կարողությունների ձևավորման գործընթացում՝ վերջինիս նվազման ուղղությամբ ճշգրտումը ռիսկեր է պարունակում միջնաժամկետ տնտեսական աճի հեռանկարների տեսանկյունից: Այնուամենայնիվ, համատարած անկման հստակ նախանշանները դեռևս բացակայում են, քանի որ վերջինիս դանդաղման հիմքում ընկած են նաև արհեստական բանականության և համաշխարհային զարգացման միտումները: Ուստի, ճյուղում կառուցվածքային տեղաշարժերը անխուսափելի են: Ծառայությունների ճյուղում հիմնական շարժիչ ուժը առևտրի ճյուղն է, ինչը կարող է մեկնաբանվել և՛ առաջարկի համեմատությամբ պահանջարկի առաջանցիկ աճով, և՛ վերաարտահանման գործընթացով:

Միջազգային այցելուների մասով 2022 թ-ից դիտարկվող բարձր արտաքին պահանջարկը 2024 թ-ին աստիճանաբար թուլացել է, ինչի մասին են վկայում մեկ զբոսաշրջիկի հաշվով իրական ծախսերի նվազումը և զբոսաշրջիկների ներհոսքի կայունացումը (գծապատկեր 3.Բ.2): Հաշվի առնելով, որ ՀՀ ժամանող զբոսաշրջիկները հիմնականում տարածաշրջանի երկրներից են՝ միջնաժամկետ հատվածում ՌԴ տնտեսության հեռանկարների հետ կապված անորոշությունը և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումները կարող են զբոսաշրջության դանդաղման ռիսկեր պարունակել՝ արտահայտվելով տնտեսական ակտիվության և արտահանման աճի հետագա դանդաղմամբ:

Նման զարգացումների արդյունքում 2024 թ. 2-րդ եռամսյակում ՀՆԱ ճեղքվածքը գնահատվում է չեզոք (գծապատկեր 3.Բ.2), թեև անորոշություններն այդ գնահատականների շուրջ պահպանվում են: Մի կողմից՝ երկարաժամկետ ներուժային աճից բարձր մակարդակում պահպանվող տնտեսական աճը, մասնավոր ծախսումների ավելացումը և վարկավորման բարձր աճը կարող են որոշակի ազդակներ պարունակել ավելցուկային պահանջարկի միջավայրի վերաբերյալ: Մյուս կողմից՝ տնտեսական աճի՝ որոշ ճյուղերում կենտրոնացված լինելու հանգամանքը, աշխատուժի շուկայի պայմանների թուլացումը, ինչպես նաև թույլ գնաճային միջավայրը կարող են վկայել նաև թույլ պահանջարկի միջավայրի մասին և արտահայտել տնտեսությունում նույնիսկ բացասական ՀՆԱ ճեղքվածքի առկայությունը: Հատկանշական է նաև, որ պարբերաշրջանային արժևորված իրական արդյունավետ փոխարժեքը (գծապատկեր 3.Դ.7) նույնպես ազդեցություն է ունեցել արտաքին ավելցուկային պահանջարկի զսպման ուղղությամբ:

Աճը շարունակում է կենտրոնացված մնալ որոշ ճյուղերում՝ անորոշություններ առաջացնելով ներքին պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ:

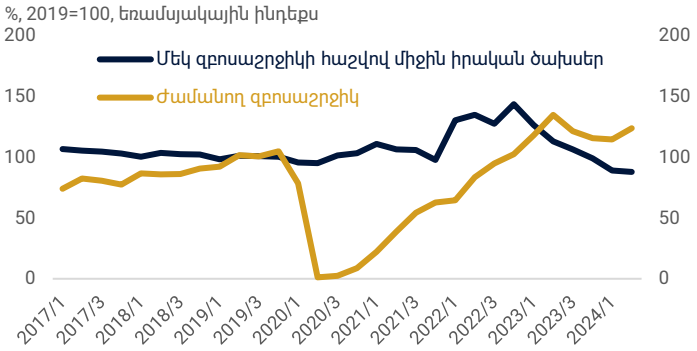
Գծապատկեր 3.Բ.1. Արտադրական եղանակով ՀՆԱ իրական աճի նպաստումներն ըստ հիմնական բաղադրիչների



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Ժամանող զբոսաշրջիկների թիվը կայունացել է, իսկ միջին ծախսերը՝ նվազել:

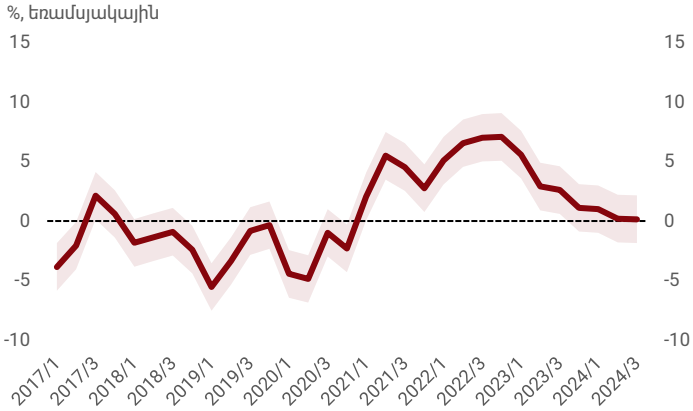
Գծապատկեր 3.Բ.2. Մեկ զբոսաշրջիկի հաշվով իրական ծախսեր և ժամանող զբոսաշրջիկների թվաքանակ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Համախառն պահանջարկի և առաջարկի միջև անհաշվեկշռվածությունը նվազել է:

Գծապատկեր 3.Բ.3. ՀՆԱ ճեղքվածքը



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Սպառում և ներդրումներ

2024 թ. 2-րդ եռամսյակում համախառն սպառման աճը պայմանավորված է եղել մասնավոր սպառման աճով՝ պետական սպառման նվազման պայմաններում (գծապատկեր 3.Բ.4): Մասնավոր սպառումը, նախորդ տարիների տնտեսական աճի համեմատությամբ համեմատաբար զսպված լինելուց հետո, առաջին կիսամյակում արագացել է՝ գրանցելով տ/տ 7.5% աճ: Համախառն ներդրումների աճը, որը տարեսկզբից, ինչպես նաև նախորդող ժամանակահատվածում էապես պայմանավորված էր պետական ներդրումների աճով, երկրորդ եռամսյակում աճել է ավելի բարձր տեմպերով՝ շնորհիվ թե՛ պետական և թե՛ մասնավոր ներդրումների աճի: Մասնավոր ներդրումները շարունակում են կենտրոնացված լինել անշարժ գույքի ոլորտում, թեև երկրորդ եռամսյակում ընդհանուր ներդրումային ակտիվությունը որոշակիորեն ավելացել է, ինչի մասին վկայում է նաև բիզնես վարկավորման ծավալների աճը: Այս համատեքստում տրամադրվող շինարարական թույլտվությունների բարձր մակարդակը դեռևս վկայում է մասնավոր ներդրումների և անշարժ գույքի շինարարության հետագա բարձր աճի պահպանման մասին (գծապատկեր 3.Բ.6): Մյուս կողմից՝ 2-րդ եռամսյակում ներդրումային ապրանքների ներմուծման որոշակի դանդաղումը վկայում է ներդրումների հնարավոր հետաձգման մասին՝ պայմանավորված տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական անորոշությունների պահպանմամբ:

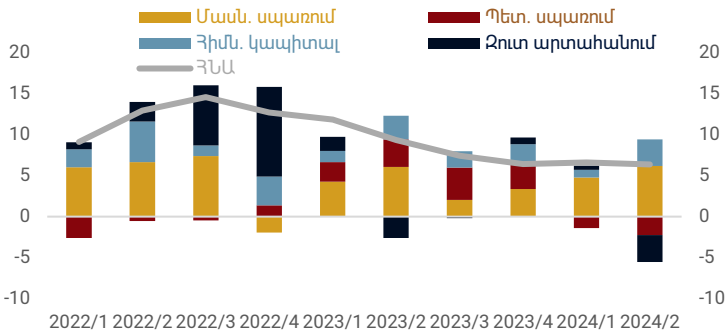
Առաջիկայում անորոշությունները վերաբերում են ներքին պահանջարկի հեռանկարներին: Մի կողմից՝ ներքին պահանջարկի հետագա աճը կարող է պայմանավորված լինել մասնավոր հատվածում նախկինում կուտակված խնայողությունների ծախսմամբ, պարտքի բեռի կրճատմամբ և վարկավորման հետագա ներուժի աճով: Նման սցենարի պարագայում նշված գործոնները կարող են ավելացնել պահանջարկի ճնշումները տնտեսությունում (հատկապես եթե տնտեսությունը գտնվում է մոտ կամ որոշակի բարձր ՀՆԱ ներուժից)՝ ավելացնելով գնաճային ճնշումները: Մյուս կողմից՝ տնտեսական աճի կենտրոնացվածությունը, գործազրկության որոշակի աճը և մասնավոր աշխատավարձերի աճի դանդաղումը թույլ պահանջարկի ձևավորման ռիսկեր են առաջացնում՝ արտահայտվելով թույլ գնաճային միջավայրի պահպանմամբ: Ավելին, աշխարհաքաղաքական և տարածաշրջանային գործոնների անորոշության մեծացումը կարող է զսպել մասնավոր ծախսումների աճը թե՛ սպառման և թե՛ ներդրումների համատեքստում: Այսպիսի սցենարի պարագայում այս գործոնները կարող են թուլացնել պահանջարկի հարաբերական դիրքը երկարաժամկետ տնտեսական աճի համեմատությամբ: Մեկ այլ կարևոր նկատառում կապված է Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության ներհոսքի հետ: Նրանց ինտեգրումը խթանելու սոցիալ-տնտեսական աջակցության ծրագրերը կարճաժամկետում որոշակի դրական ազդեցություն կարող են ունենալ պահանջարկի վրա, իսկ ինտեգրումը ՀՀ աշխատաշուկային կարևոր է ՀՆԱ ներուժի ավելացման և պահանջարկի ու առաջարկի հավասարակշռման գործընթացում:

Ֆիզիկական անձանց դրամական փոխանցումների նվազումը շարունակվել է (գծապատկեր 3.Բ.5)՝ պայմանավորված հիմնական գործընկեր երկրներում տնտեսական ակտիվության զարգացումներով: Միևնույն ժամանակ, ՀՀ և ՌԴ շինարարության ոլորտների միջև աշխատավարձերի տարբերության կրճատումը (գծապատկեր 3.Գ.3), ինչպես նաև սեզոնային աշխատանքային միգրանտների եկամուտների հնարավոր հարկումը կարող են ստեղծել սեզոնային միգրացիայի և դրամական փոխանցումների նվազման լրացուցիչ ռիսկեր: Միաժամանակ, սեզոնային աշխատանքային միգրանտների՝ ՀՀ աշխատաշուկային ինտեգրմամբ պայմանավորված՝ հնարավոր են աշխատուժի առաջարկի և ՀՆԱ ներուժի ավելացման հետ կապված որոշակի գնանկումային ռիսկեր:

Մասնավոր ծախսումների աճի արագացումը պահանջարկի ընդլայնման ռիսկեր է պարունակում:

Գծապատկեր 3.Բ.4: ՀՆԱ իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների նպաստումների

% կետ, նախորդ տարվա նույն եռամսյակի նկատմամբ

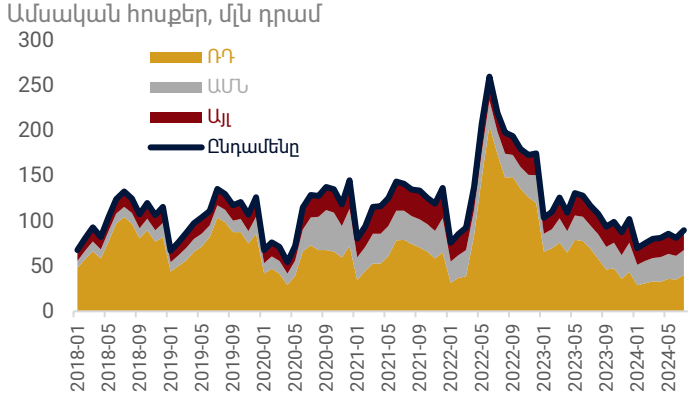


Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Ոչ առևտրային փոխանցումներն էականորեն նվազել են 2022 թ. բարձր մակարդակից:

Գծապատկեր 3.Բ.5. Ոչ առևտրային դրամական փոխանցումների ներհոսքն ըստ երկրների

Ամսական հոսքեր, մլն դրամ

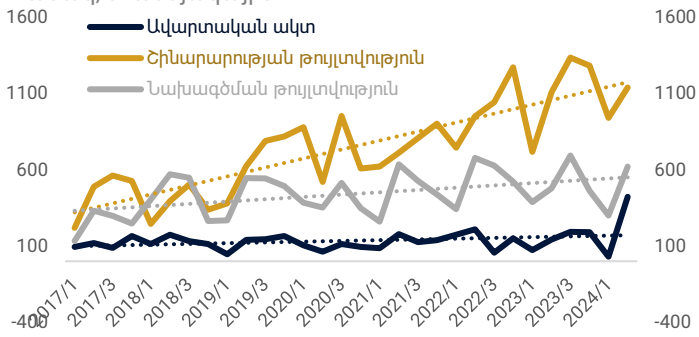


Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Շինթույլտվությունների մակարդակը շարունակում է մնալ բարձր, ինչը նպաստում է շինարարության ոլորտի ներդրումային ակտիվության պահպանմանը:

Գծապատկեր 3.Բ.6. Նախագծման և շինարարության թույլտվությունների և ավարտական ակտերի քանակը Երևանում

Քանակ, եռամսյակային



Աղբյուրը՝ Երևանի քաղաքապետարան

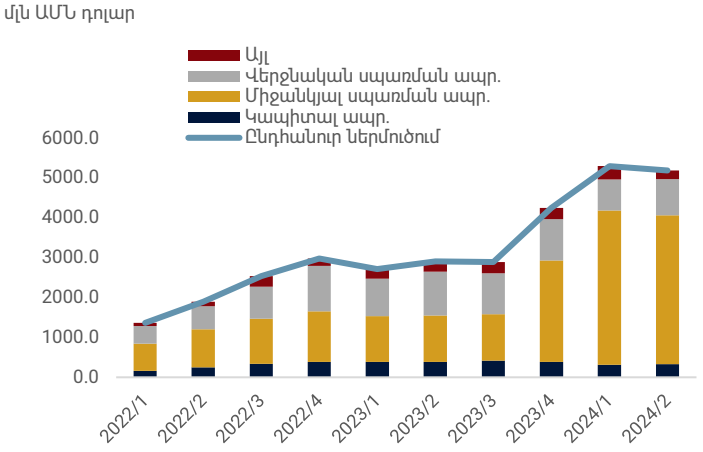
Արտաքին առևտուր և արտաքին պահանջարկ

2024 թ. 2-րդ եռամսյակում արտահանման և ներմուծման բարձր աճը պահպանվել է, ինչը մեծապես պայմանավորված է որոշ ոլորտներում առևտրային գործունեության աճով: Միևնույն ժամանակ, ներքին արտադրության ապրանքների նկատմամբ արտաքին բարձր պահանջարկը պահպանվում է, չնայած մի շարք ապրանքախմբերի մասով որոշակի ճշգրտումներ են տեղի ունենում: Ներմուծվող ապրանքների նկատմամբ պահանջարկը, չնայած վերջին տարիներին կուտակված խնայողությունների բարձր մակարդակին և ընթացիկ բարձր տնտեսական աճին, որոշակի թուլացել է, ինչն արտահայտվել է վերջնական սպառման և կապիտալ ապրանքների ներմուծման թույլ պահանջարկով (թեև դա համատարած բնույթ չի կրում և, օրինակ, ավտոմեքենաների մասով առավելապես բնութագրում է շուկայի հագեցվածությունը): Դա կարող է արտացոլել ընդհանուր առմամբ թույլ պահանջարկի պայմանները ոչ ներառական տնտեսական աճի և եկամուտների ոչ հավասարաչափ բաշխման պայմաններում: Միևնույն ժամանակ, բարձր եկամուտների ձևավորման պայմաններում տեղի են ունենում սպառողների նախընտրության փոփոխություններ՝ ապրանքների սպառումից դեպի ծառայությունների սպառում: Ներդրումային ապրանքների նկատմամբ զսպված պահանջարկի հնարավոր պատճառներն են տարածաշրջանային հետագա զարգացման հեռանկարի անորոշությունները, ինչպես նաև որոշ ներդրումային ծրագրերի ավարտը: Այս պայմաններում ներքին պահանջարկի հետագա գնահատման անորոշությունները որոշակի բարդանում են:

Իրական արդյունավետ փոխարժեքը 2024 թ. 3-րդ եռամսյակում որոշակիորեն արժեզրկվել է՝ պայմանավորված ՀՀ գործընկեր երկրների արժույթների (հատկապես ռուսական ռուբլու)՝ ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ զամբյուղի արժևորմամբ: Այստեղ հիմնական անորոշությունները վերաբերում են արտաքին անհաշվեկշռվածությունների կայունացման և ավելցուկային պահանջարկի կլանման գործընթացում պարբերաշրջանային արժևորված փոխարժեքի դերին: Եվրասիական տարածաշրջանում աշխարհաքաղաքական զարգացումների ֆոնին 2022 թվականից ի վեր արտաքին պահանջարկի ավելացումը, կապիտալի և աշխատուժի ներհոսքը, զբոսաշրջության մեծ ներհոսքը և ՏՏ ծառայությունների արտահանումը նպաստել են իրական արդյունավետ փոխարժեքի զգալի արժևորմանը (գծապատկեր 3.Բ.8), մինչդեռ 2023 թվականից գործընկեր երկրների գնաճի համեմատությամբ ՀՀ տնտեսության ցածր գնաճը նպաստել է արժևորման տեմպերի դանդաղմանը: Եվ եթե իրական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորումը մեծ մասամբ պարբերաշրջանային բնույթ է կրում, ապա դրա ճշգրտումն անխուսափելիորեն կարտացոլի ընթացիկ հաշվի ճշգրտումը՝ հետևելով համախառն պահանջարկի ճշգրտման գործընթացին: Մյուս կողմից՝ հնարավոր է, որ արտահանման ներկայիս մակարդակն արտացոլում է նոր հնարավորությունները, որոնք նպաստում են արտահանման երկարաժամկետ ներուժի ու կարողությունների ավելացմանը (հատկապես ծառայությունների մասով)՝ հանգեցնելով իրական արդյունավետ փոխարժեքի հիմնարար, այլ ոչ թե պարբերաշրջանային արժևորմանը: Այս հնարավոր զարգացումներն արտացոլում են նաև ընդհանուր տնտեսական հեռանկարների հետ կապված անորոշությունները և դրանցից ածանցվող քաղաքականության հնարավոր արձագանքները, որոնք մանրամասն ներկայացված են ներգիր 2-ում:

Սպառողական և ներդրումային ապրանքների նկատմամբ պահանջարկը որոշակի թույլ է մնում:

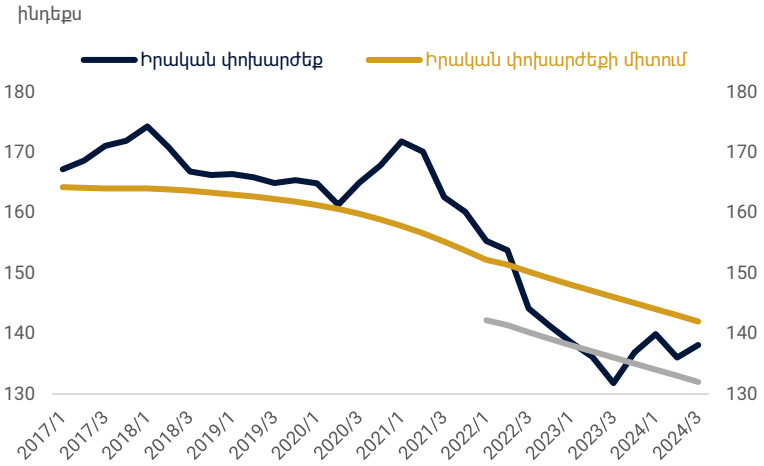
Գծապատկեր 3.Բ.7. Ներմուծման ծավալներն ըստ տնտեսական գործունեության տեսակի



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Իրական փոխարժեքի որոշակի արժեզրկումը վկայում է արտաքին անհաշվեկշռվածությունների նվազման մասին, այնուհանդերձ, արժևորման միտման վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է:

Գծապատկեր 3.Բ.8. Իրական արդյունավետ փոխարժեքը դոլարի, եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ (ցուցանիշի նվազումը նշանակում է դրամի արժևորում)



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

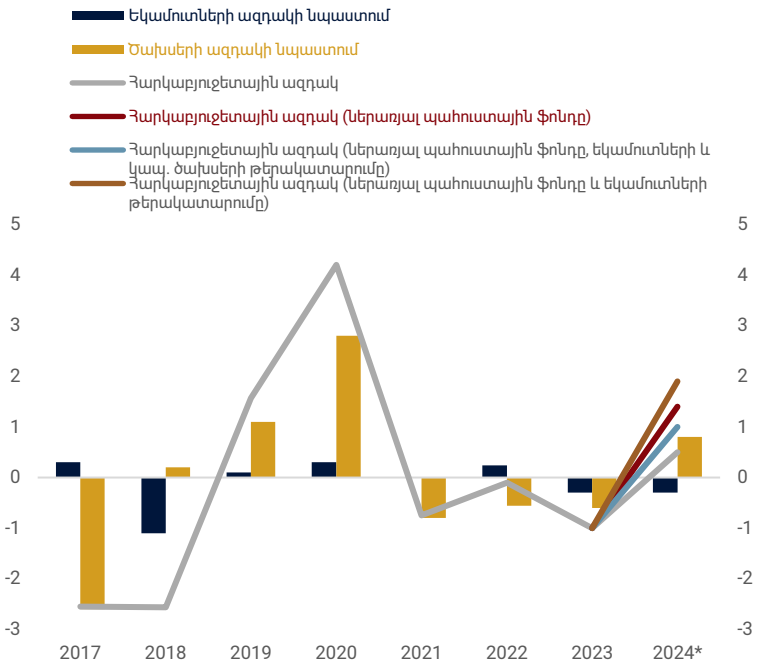
Հարկաբյուջետային քաղաքականություն

Չնայած բարձր տնտեսական ակտիվության ցուցանիշներին՝ հարկային եկամուտները 2024 թ. 1-ին կիսամյակում պլանավորվածի համեմատությամբ էականորեն թերակատարվել են՝ հիմնականում պայմանավորված տնտեսական աճի կառուցվածքի առանձնահատկություններով: Թեև նախորդ տարվա համեմատությամբ հարկային եկամուտների աճը բավականին բարձր է՝ կիսամյակի կտրվածքով կազմել է 7.6%, այնուհանդերձ, աճի մի մասը պայմանավորված է մեթոդական փոփոխություններով, քանի որ այս տարվանից բյուջեի և՛ եկամուտների, և՛ ծախսերի հոդվածներում ներառված են հիպոտեկային վարկերի տոկոսների դիմաց եկամտային հարկի հետվերադարձի գումարները: Հաշվի առնելով մեթոդական փոփոխությունները՝ հարկային եկամուտների աճը 1-ին կիսամյակի ընթացքում կազմել է 4.3%, ինչը որոշակիորեն ցածր է նույն ժամանակահատվածում տնտեսական աճից: Վերջինս որոշակի ռիսկեր է առաջացնում տարվա ընթացքում պակասուրդի և պետական պարտքի ավելացման և հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից պահանջարկի վրա ավելի խթանող ազդեցության տեսանկյունից: Մյուս կողմից՝ նման իրավիճակում բյուջեն հավասարակշռելու համար հարկաբյուջետային մարմիններից կպահանջվի կրճատել ծախսերը, սակայն ընթացիկ ծախսերի մեծ մասը տնտեսման ենթակա չէ, իսկ կապիտալ ծախսերի կրճատումները որոշակի ռիսկեր են պարունակում միջնաժամկետ ներուժային աճի դանդաղման տեսանկյունից: Միջնաժամկետ հատվածում պարտքի կայունացման և պետական պակասուրդի ֆինանսավորման համար որոշակի ռիսկեր կան նաև հարկային վարչարարության և օրենսդրական փոփոխությունների խստացման տեսանկյունից, ինչը պահանջարկի վրա լրացուցիչ զսպող ազդեցություն կարող է ունենալ:

Հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցությունը գնաճային միջավայրի վրա համեմատաբար սահմանափակ է, սակայն եկամուտների թերակատարման, պահուստային ֆոնդի միջոցների հետագա օգտագործման և կապիտալ ծախսերի թերակատարման, ինչպես նաև պետական պարտքի ավելացման հետ կապված հնարավոր երևույթները կարող են որոշակի գնաճային ռիսկեր պարունակել:

Գծապատկեր 3.Բ.9. Հարկաբյուջետային ազդակ և 2024 թ. սցենարներ

տոկոսային կետ, նպաստումը տնտեսական աճին



Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Ներգիր 1. ՀՀ տնտեսության զարգացման հեռանկարները

2022 թ. ռուս-ուկրաինական հակամարտության մեկնարկից ի վեր կապիտալի, աշխատուժի, ֆինանսական մեծ ներհոսքի, ինչպես նաև հայկական արտադրության ապրանքների ու ծառայությունների նկատմամբ մեծ պահանջարկի ձևավորման արդյունքում ՀՀ տնտեսությունում ստեղծվել են բարձր տնտեսական աճի ու բարձր եկամուտների ձևավորման էական նախադրյալներ: Այսպես՝ 2022-2024 թթ. տնտեսությունում իրական եկամուտներն ավելացել են շուրջ 30%-ով, իսկ միջին տնտեսական աճը տատանվում է 10%-ի շուրջ: Նման իրավիճակում հիմնական անորոշությունը վերաբերում է ստեղծված դրական տնտեսական զարգացումների հնարավոր տնտեսագիտական մեկնաբանություններին, դրանից կախված տնտեսական աճի ապագա հեռանկարին և, այդ համատեքստում, տնտեսական քաղաքականության անհրաժեշտ ճշգրտումներին: Կախված ներկա իրավիճակի հիմնարար մեկնաբանություններից՝ ՀՀ տնտեսական զարգացման հեռանկարի իմաստով առկա են մի շարք սցենարներ: Մասնավորապես՝ տվյալ ներգիրում ներկայացված են տնտեսական զարգացումների 3 պատկերավոր սցենարներ (պահանջարկով պայմանավորված տնտեսական աճ, ցածրարժեք արտադրողականության աճ և բարձր արտադրողականության աճ), որոնք տնտեսական աճի հետագա ընթացքի և տնտեսական քաղաքականության արձագանքի տեսանկյունից էականորեն տարբեր վարքագծեր են ենթադրում: Ներկայացված սցենարները չեն ենթադրում տնտեսության զարգացման ամենահավանական 3 ուղիները, սակայն հնարավորություն են տալիս քննադատորեն դիտարկելու տնտեսությունում տեղի ունեցող գործընթացները և ռիսկերի խելամիտ կառավարման մոտեցման ներքո իրականացնելու հասարակության տեսանկյունից նվազագույն ծախսերով քաղաքականություն:

Շարունակությունը հաջորդ էջում

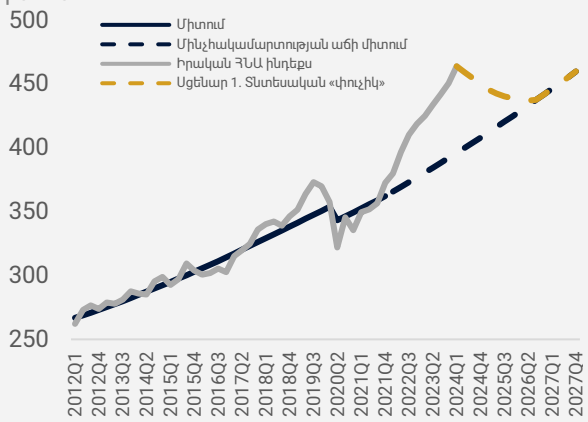
Սցենար 1. Պահանջարկի վրա հիմնված աճ:

2022 թ-ից ի վեր ՀՀ տնտեսական աճի հիմնական աղբյուրը ՀՀ ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ արտաքին բարձր պահանջարկի ձևավորումն է (բաժին 3.Բ), ինչը նպաստում է համապատասխան ոլորտներում (զբոսաշրջություն, ֆինանսներ, անշարժ գույք) բարձր եկամուտների ձևավորմանը և, միաժամանակ, ներքին գնաճային միջավայրի (ծառայություններ, անշարժ գույքի գնաճ (գծապատկեր Ն.1.2) և այլն) ընդլայնմանը: Նման սցենարի դեպքում խիստ կարևոր է տնտեսության հնարավորինս շուտ, արագ ու կառավարելի ճշգրտումը դեպի երկարաժամկետ կայուն աճի ուղի: Այսպիսի իրավիճակում փոխարժեքի արժևորումը հանդիսանում է ավտոմատ կայունարար արտաքին բարձր պահանջարկի կարգավորման տեսանկյունից և ապահովում է տնտեսության վերադարձը դեպի կայուն աճի ուղի: Հատկանշական է, որ նման ճշգրտման փուլում առաջիկա կարճաժամկետ հատվածում պետք է ենթադրել տնտեսական աճի կտրուկ ու էական դանդաղում և նույնիսկ գնահատվող միջնաժամկետ ներուժային աճից (4.5-5.0%) ավելի ցածր մակարդակներում ձևավորում: Պետք է շեշտադրել, որ նման սցենարում առաջիկայում հնարավոր ցածր աճը տնտեսության բնականոն անհրաժեշտ ճշգրտման հետևանք է, և տնտեսական քաղաքականությունների, այդ թվում՝ ցածր տոկոսադրույքների, տարբեր ճյուղերի սուբսիդավորմամբ, պետական ծախսերի ավելացմամբ և պահանջարկը խթանող այլ միջոցառումների ճանապարհով աճի խթանումը ավելի կմեծացնի տնտեսական «փուչիկը»՝ հետագայում ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի առաջացման էական վտանգներով:

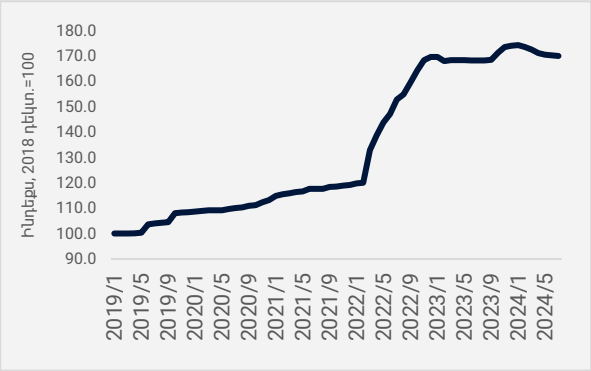
Հատկանշական է նաև, որ արտաքին պահանջարկի շոկի պայմաններում դրամավարկային մարմինների կողմից փոխարժեքի ամրագրման քաղաքականության դեպքում արտաքին պահանջարկի շոկը ամբողջությամբ փոխանցվում է ներքին տնտեսության գնաճային միջավայր, ինչը կարգավորելու համար ներքին տնտեսությունում աճում են տոկոսադրույքները՝ ավելացնելով ամբողջ հասարակության ծախսերը՝ գների կայունության նպատակի իրագործման համար (գծապատկեր Ն.1.3), իսկ գնաճի նպատակադրման ռազմավարության պարագայում լողացող փոխարժեքը գրեթե ամբողջությամբ կլանում է արտաքին պահանջարկի շոկը:

Սցենար 1. Պահանջարկի վրա հիմնված աճ

Գծապատկեր Ն.1.1. ՀՆԱ իրական ինդեքս և ՀՆԱ միտում



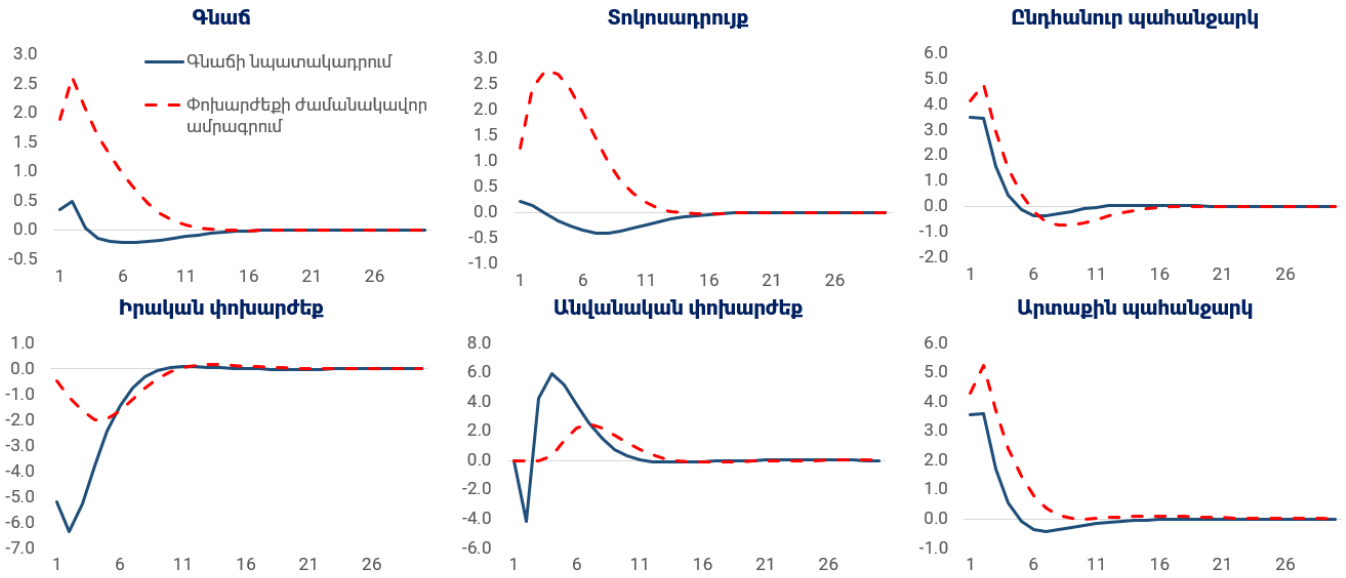
Գծապատկեր Ն.1.2. Բնակարանների վարձակալության գների ինդեքս



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Տնտեսական փոփոխականների արձագանքը արտաքին պահանջարկի շոկին գնաճի նպատակադրման ռազմավարության և փոխարժեքի ժամանակավոր ամրագրման քաղաքականությունների պարագայում

Գծապատկեր Ն.1.3. Տնտեսական փոփոխականների շեղումը հավասարակշիռ մակարդակից
ձախ առանցք՝ տոկոսային կետ, %, ներքևի առանցք՝ եռամսյակներ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ գնահատականներ

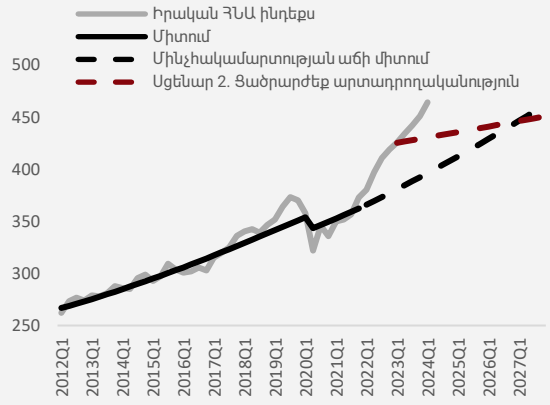
Սցենար 2. «Ցածրարժեք» արտադրողականության աճ:

2022 թ-ից սկսած՝ կապիտալի, աշխատուժի ու ֆինանսական ներհոսքի բարելավված միջավայրում ՀՀ-ում ստեղծվել են բարենպաստ հնարավորություններ տնտեսական գործունեության տարբեր ոլորտներում: Սա պահանջարկի և գնաճային միջավայրի տեսանկյունից չեզոք սցենար է և չի ենթադրում տնտեսության արագ ճշգրտում: Սակայն, այս սցենարում, տնտեսության տարբեր արտահանելի ճյուղերում ստեղծված կարճաժամկետ օպորտունիստիկ/հեշտ եկամուտների ստացման հնարավորությունները տնտեսության մյուս արտադրողական ոլորտներից գրավում են տնտեսական ռեսուրսները (աշխատուժ, կապիտալ) և փոփոխում տնտեսության կառուցվածքը: Նման սցենարում տնտեսությունում տեղի են ունենում կառուցվածքային տեղաշարժեր դեպի «ցածր արտադրողական» ոլորտներ (գծապատկեր Ն.1.4.), օրինակ՝ ֆինանսական ոլորտ (Կիպրոս), զբոսաշրջության ճյուղ (Հունաստան, Վրաստան ևն), տարանցիկ ճանապարհային ծառայություններ (Պանամա, Ջիբրալթար ևն), ինչը թեև կարճաժամկետ-միջնաժամկետ հեռանկարում ապահովում է եկամուտների էական ավելացում ու բարձր տնտեսական աճ, սակայն առավել երկարաժամկետ իմաստով սահմանափակում է բարձր արտադրողական և բարձր աճ ապահովող ճյուղերի հնարավորությունները՝ ռեսուրսների ներգրավման համար «մրցելու» նման ոլորտների հետ: Այս համատեքստում առանցքային է տնտեսական ճյուղային քաղաքականությունների դերակատարությունը, որտեղ հիմնական քաղաքական երկընտրանքը մի կողմից՝ տնտեսության երկարաժամկետ «ցանկալի» կառուցվածքի ձևավորման, մյուս կողմից՝ կարճաժամկետում բարձր աճի հնարավորություններից «հրաժարվելու» մեջ է:

Այս սցենարի դեպքում (գծապատկեր Ն.1.5) ԴՎՔ ազդեցությունը տնտեսության կառուցվածքային փոփոխությունների համատեքստում չեզոք է, իսկ հարկաբյուջետային մարմինները տնտեսության հատվածային քաղաքականություն իրականացնելու պարագայում կարող են ուղղորդել ռեսուրսները դեպի ավելի արտադրողական արտահանելի հատված՝ երկարաժամկետում նպաստելով տնտեսական հնարավորությունների ավելացմանը: Այս սցենարում փոխարժեքի արժևորումը զուգահեռվում է տնտեսությունում ոչ համատարած և հատվածային արտադրողականության աճի հետ, ինչը մակրո տեսանկյունից խնդրահարույց չէ, բայց տնտեսության քննարկված կառուցվածքային առանձնահատկությունների ֆոնին առանձին ոլորտների համար կարող է անբարենպաստ լինել՝ որպես վերը քննարկված ռեսուրսների համար «պայքարի» պարզ ցուցիչ:

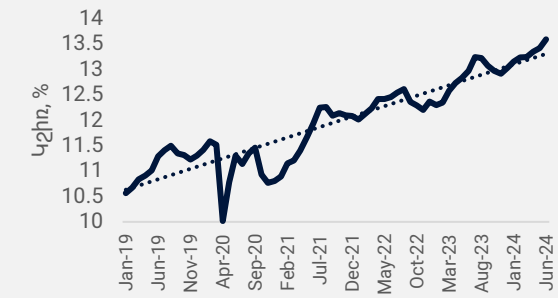
Սցենար 2. Ցածրարժեք արտադրողականության աճ

Գծապատկեր Ն.1.4. ՀՆԱ իրական ինդեքս և ՀՆԱ միտում



Գծապատկեր Ն.1.5. Ցածր արտադրողական զբաղվածության կշիռը ընդհանուրի մեջ

կշիռ, %

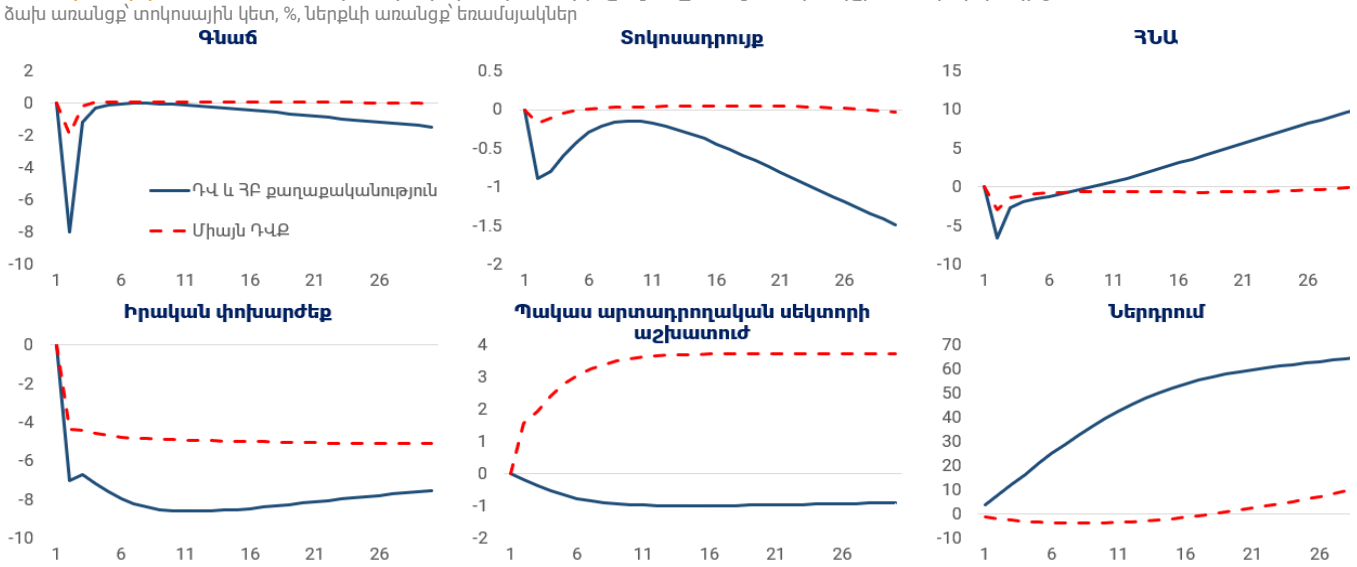


Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Տնտեսական փոփոխականների վարքագիծը արտաքին պահանջարկի շոկի և դեպի ավելի քիչ արտադրողական արտահանելի հատված տնտեսության վերակառուցման պարագայում: Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը ենթադրում է ռեսուրսների օպտիմալ բաշխում դեպի տնտեսության առավել արտադրողական հատված

Գծապատկեր Ն.1.6. Տնտեսական փոփոխականների շեղումը հավասարակշիռ մակարդակից

ձախ առանցք՝ տոկոսային կետ, %, ներքևի առանցք՝ եռամսյակներ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ գնահատականներ

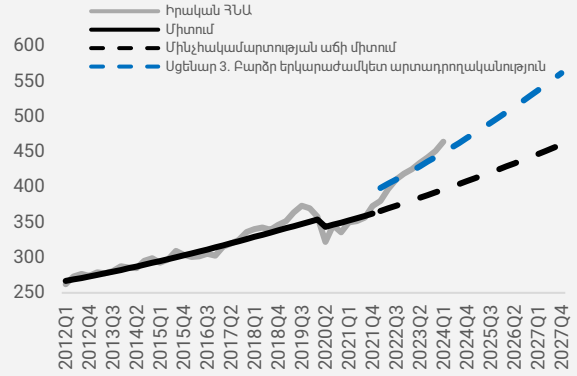
Սցենար 3. Բարձր արտադրողական երկարաժամկետ աճ:

Ռուս-ուկրաինական հակամարտության և նոր աշխարհատնտեսական իրողությունների ձևավորման շրջանակներում ՀՀ-ի համար առկա են էական հնարավորություններ՝ կապիտալի, աշխատուժի, ֆինանսական ներհոսքի ու հայկական ապրանք-ծառայությունների արտահանման պահանջարկի պայմաններում ապահովելու տնտեսական ներուժի էական ավելացում՝ նպաստելով երկարաժամկետ կայուն բարձր աճի ձևավորմանը: Մասնավորապես՝ 2022-2024 թթ. ընթացքում դեպի ՀՀ տնտեսություն են տեղափոխվել շուրջ 13000 ընկերություններ և անհատ ձեռնարկատերեր (կապիտալ), որոնց մեծ մասը՝ 55%-ը, SS ոլորտից է: Այս ընթացքում ՀՀ-ում պաշտոնապես գրանցված ոչ ռեզիդենտ աշխատողների թիվն ավելացել է շուրջ 15000 մարդով (գծապատկեր Ն.1.8), որոնց մեծ մասը գրանցվել է 2022 թ. ընթացքում: Միաժամանակ, ՌԴ տնտեսությունում ձևավորված հարաբերական բարենպաստ մրցակցային միջավայրը որոշակիորեն կարող է նպաստել ՀՀ «ավանդական» արտահանելի արդյունաբերական ճյուղերում (խմիչքներ, սննդի արդյունաբերություն ևն) արտադրության ընդլայնմանը: Այս ամենը էական **հնարավորություններ կարող է ստեղծել ՀՀ-ում բարձրարժեք արտադրության ոլորտներում երկարաժամկետ ներդրումների իրականացման և, վերջնական իմաստով, ՀՀ երկարաժամկետ տնտեսական ներուժի ու աճի հնարավորությունների ընդլայնման համար:** Այս համատեքստում տնտեսական քաղաքականությունների հիմնական մարտահրավերը կառուցվածքային ու ինստիտուցիոնալ միջավայրի բարելավմանն ուղղված հստակ ու հետևողական ծրագրերի միջոցով առկա «հեշտ» ռեսուրսների ուղղորդմանը նպաստելն է դեպի բարձր արտադրողական ու հեռանկարային ոլորտներ և ստեղծված հնարավորությունները «կապիտալացնելը» երկարաժամկետ կայուն աճի նպատակով (Իռլանդիա):

Բարձր արտադրողական աճի սցենարում, տնտեսության արտահանման կարողությունների ավեցմանը զուգահեռ, արժևորվելու է իրական հավասարակշիռ փոխարժեքը՝ նպաստելով տնտեսությունում չեզոք տոկոսադրույքի նվազմանը: Ի տարբերություն նախորդ սցենարի՝ այս դեպքում արժևորումը համատարած բարձր արտադրողականության ու բարձր եկամուտների ստեղծման բնականոն գործընթացի մաս է և թե՛ մակրոկայունության, թե՛ երկարաժամկետ կառուցվածքային տեսանկյունից որևէ ճնշում չի պարունակում:

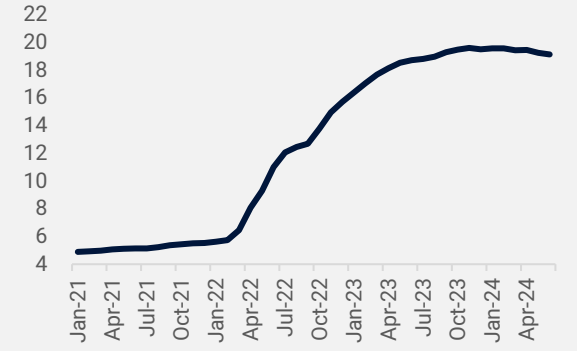
Սցենար 3. Բարձր արտադրողական երկարաժամկետ աճ

Գծապատկեր Ն.1.7. ՀՆԱ իրական ինդեքս և ՀՆԱ միտում



Գծապատկեր Ն.1.8. Ոչ ռեզիդենտ գրանցված աշխատողների թիվը ՀՀ-ում

հազար մարդ

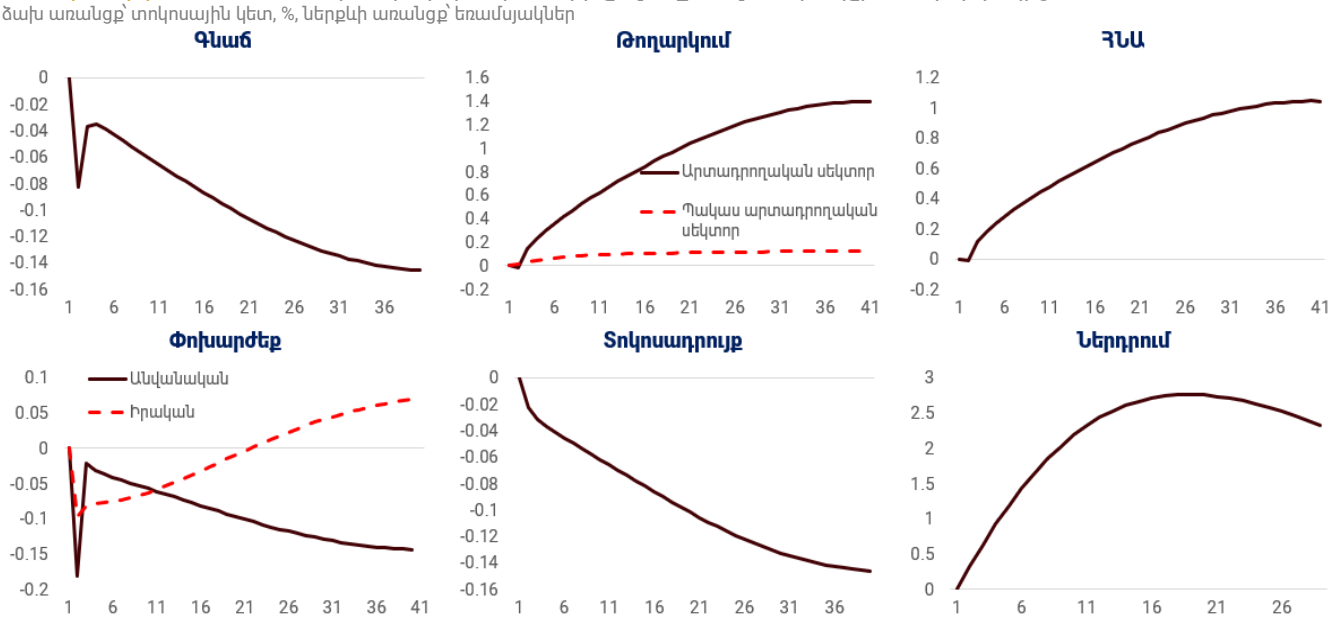


Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Տնտեսական փոփոխականների վարքագիծը բարձր արտադրողական տնտեսական աճի սցենարի պարագայում

Գծապատկեր Ն.1.9. Տնտեսական փոփոխականների շեղումը հավասարակշիռ մակարդակից

ձախ առանցք՝ տոկոսային կետ, %, ներքևի առանցք՝ եռամսյակներ



Գ. Աշխատանքի շուկայի և գնաճի զարգացումներ

Աշխատուժի առաջարկ և պահանջարկ

2024 թ. 1-ին եռամսյակում գործազրկության մակարդակը (ՀՀ ՎԿ աշխատուժի հետազոտություն) նախորդ եռամսյակների պատմականորեն ցածր մակարդակների համեմատությամբ որոշակիորեն ավելացել է՝ կազմելով 15.5% (գծապատկեր 3.Գ.1), արտացոլելով աշխատաշուկայի պայմանների աստիճանական թուլացումը: Հարկ է նշել, որ 2024 թ. 1-ին եռամսյակում ՀՀ-ում դիտվել է նաև աշխատանքային ռեսուրսների ավելացում, որոնք, սակայն, հիմնականում հաշվառվել են տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության կազմում: Այսպիսով՝ գործազրկության մակարդակի բարձրացումը տեղի չի ունեցել աշխատուժի առաջարկի էական ավելացման հաշվին, դա տեղի է ունեցել զբաղվածների նվազման հաշվին: Մյուս կողմից՝ 2024 թ. առաջին կիսամյակում գրանցված աշխատողների թվաքանակը (ՊԵԿ տվյալներ) շարունակել է կայուն տեմպերով աճել՝ արտացոլելով աշխատուժի նկատմամբ մեծ պահանջարկը և արտահայտում է անորոշությունը աշխատուժի շուկայի իրական պայմանների հետ կապված, քանզի հարցումները և ձեռնարկություններից ստացվող տվյալները տարբեր ազդակներ են տալիս աշխատուժի շուկայի զարգացումների վերաբերյալ: Գրանցված աշխատողների թվաքանակի ավելացումը կարող է վկայել նաև տնտեսությունում կառուցվածքային փոփոխությունների մասին՝ արտահայտելով ոչ ֆորմալ զբաղվածությունից աշխատուժի տեղաշարժը դեպի ֆորմալ զբաղվածություն:

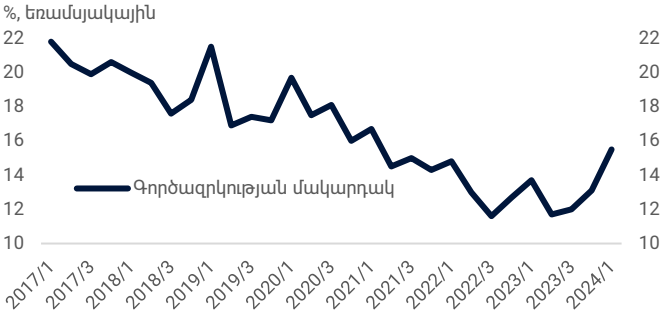
Աշխատուժի շուկայի հեռանկարների մասով հիմնական անորոշությունը կապված է ՀՀ-ում օտարերկրյա աշխատուժի հնարավոր արտահոսքի, ՀՀ աշխատանքի շուկային Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության ինտեգրման չափի և արագության, դեպի ՌԴ ՀՀ աշխատանքային միգրանտների հոսքի նվազման և ներքին տնտեսությունում աշխատանքի շուկային մասնակցության ավելացման հետ: Մասնավորապես՝ օտարերկրյա աշխատուժի ներհոսքի դանդաղման և հնարավոր արտահոսքի վերաբերյալ հիմնական ռիսկերը կապված են աշխատուժի առաջարկի նվազման և երկարաժամկետում տնտեսական ներուժի աճը սահմանափակելու ազդեցության հետ: Ընդ որում, 2024 թ. 1-ին կիսամյակում արդեն իսկ նկատվում է գրանցված ոչ ռեզիդենտ աշխատողների թվաքանակի նվազում:

Հայաստանի և Ռուսաստանի միջև աշխատավարձերի տարբերության կրճատման միտումների շարունակական պահպանումը (հատկապես շինարարության ոլորտում) դանդաղեցրել է դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրանտների հոսքը՝ դրական ազդեցություն ունենալով աշխատուժի առաջարկի ընդլայնման վրա և որոշակիորեն ավելացնելով նաև ՀՆԱ ներուժը: Երկու երկրների միջև աշխատավարձերի տարբերության նվազմանը շարունակում է զգալիորեն նպաստել ՀՀ շինարարության ճյուղում բարձր ակտիվության պահպանումը, ինչպես նաև դրամի նկատմամբ ռուբլու արժեզրկումը (գծապատկեր 3.Գ.3): Այստեղ հնարավոր մեկնաբանություններից մեկն այն է, որ վերջին ամիսներին ՌԴ-ից ոչ առևտրային փոխանցումների էական նվազումն (գծապատկեր 3.Բ.5) արդեն իսկ արտացոլում է աշխատանքային միգրացիայի նվազման միտումները:

Արցախից բռնի տեղահանված անձանց ինտեգրումը տնտեսությունում նույնպես կարող է դրական ազդեցություն ունենալ աշխատաշուկայի և ՀՆԱ ներուժի վրա: Կարճաժամկետում այն կարող է հանգեցնել գործազրկության որոշակի ավելացման, իսկ միջնաժամկետում և երկարաժամկետում, աշխատուժի առաջարկի և կապիտալի կուտակման ավելացման միջոցով, կարող է դրական ազդեցություն ունենալ ՀՆԱ ներուժի աճի վրա: Նման սցենարի պայմաններում աշխատաշուկայից բխող գնաճային ճնշումների թուլացման միտումները կարող են պահպանվել: Հաշվի առնելով, որ 1-ին եռամսյակում աշխատանքային ռեսուրսների զգալի ավելացումը չի ուղեկցվել աշխատուժի առաջարկի էական մեծացմամբ, այստեղ հիմնական անորոշությունները կապված են աշխատուժից դուրս բնակչության՝ աշխատանքի շուկայում ինտեգրման արագության հետ:

Աշխատանքի շուկայի պայմանները որոշակիորեն թուլանում են՝ նպաստելով գնաճային ճնշումների թուլացմանը, սակայն դա չի ուղեկցվում աշխատուժի առաջարկի էական ավելացմամբ:

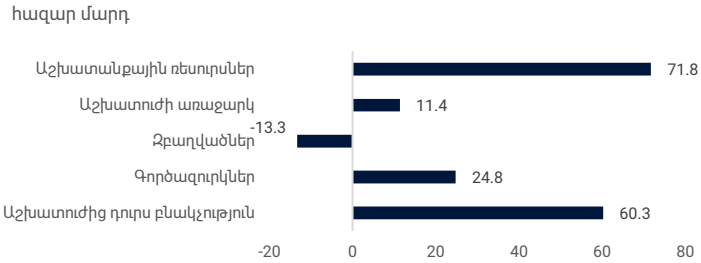
Գծապատկեր 3.Գ.1. Գործազրկության մակարդակ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

Աշխատանքային ռեսուրսների զգալի ավելացումը ստեղծում է անորոշություններ վերոնշյալ ռեսուրսների աշխատաշուկային ինտեգրման արագության վերաբերյալ:

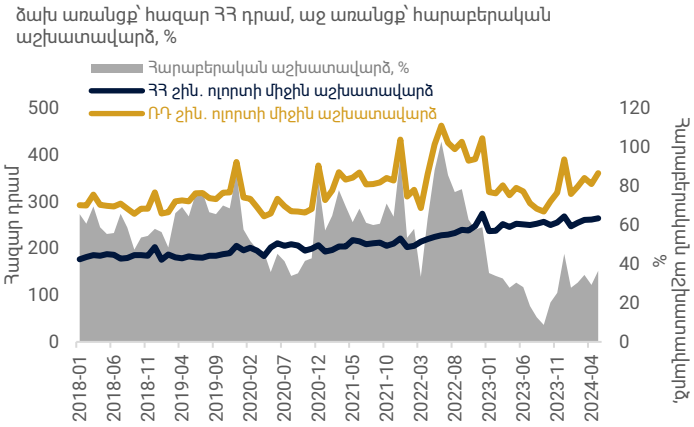
Գծապատկեր 3.Գ.2. ՀՀ աշխատանքային ռեսուրսների փոփոխությունը, 2024Q1/2023Q1



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

ՀՀ և ՌԴ շինարարության ճյուղում աշխատավարձերի տարբերության կրճատման միտումների պահպանումը կարող է ազդել ՀՀ-ից դեպի ՌԴ սեզոնային միգրանտների հոսքի վրա:

Գծապատկեր 3.Գ.3. Շինարարության ոլորտի աշխատավարձերը Ռուսաստանում և Հայաստանում



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՌԴ ՎԿ

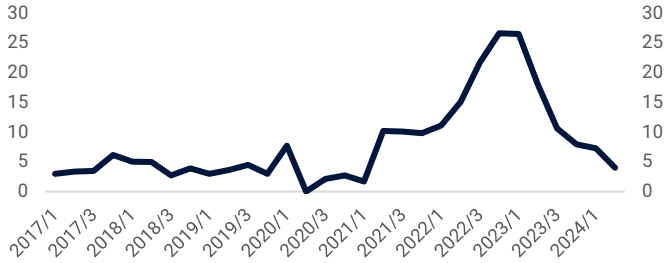
Աշխատավարձերի աճ

2024 թ. 2-րդ եռամսյակում մասնավոր անվանական աշխատավարձի աճը շարունակել է դանդաղել՝ կազմելով տ/տ 4%, իսկ 2024 թ. հուլիսին՝ 4.1% (գծապատկեր 3.Գ.4): Նախորդ եռամսյակներում արձանագրված արտադրողականության, աշխատուժի առաջարկի և զբաղվածության աճը, ինչպես նաև տարվա սկզբից դիտվող աշխատուժի նկատմամբ պահանջարկի որոշակի թուլացումը նպաստել են աշխատաշուկայից բխող գնաճային ճնշումների աստիճանական թուլացմանը: Աշխատանքի շուկայից եկող ազդակները նույնպես բավականին անհամաչափ են: Մասնավորապես՝ աշխատավարձերի աճին զգալի նպաստում է ունեցել ֆինանսական և ապահովագրական գործունեության ճյուղի թողարկման և աշխատավարձերի պատմականորեն բարձր աճը, իսկ տնտեսության մյուս ճյուղերում մասնավոր աշխատավարձերի աճը համեմատաբար ավելի ցածր մակարդակում է պահպանվում: Տնտեսությունում աշխատավարձերի աճի կենտրոնացվածությունը, որոշ ճյուղերում և տնտեսության մյուս հատվածներում աշխատավարձերի աճի շարունակական ճշգրտումները կարող են մեկնաբանվել որպես աշխատաշուկայից եկող ճնշումների էական թուլացման կամ չեզոքացման ազդակներ: Միջնաժամկետում ու երկարաժամկետում աշխատաշուկայի պայմանների և շուկայից բխող գնաճային ճնշումների հետագա թուլացման աղբյուր կարող է լինել նաև աշխատուժի առաջարկի հնարավոր լրացուցիչ ավելացումը:

Աշխատանքային ռեսուրսների ավելացման հաշվին աշխատուժի առաջարկի աճը նպաստում է գնաճային ճնշումների թուլացմանը, թեև շուկայից եկող ազդակները բավականին անհամաչափ են:

Գծապատկեր 3.Գ.4. Մասնավոր հատվածի անվանական աշխատավարձերի աճը

%, նախորդ տարվա նույն եռամսյակի նկատմամբ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

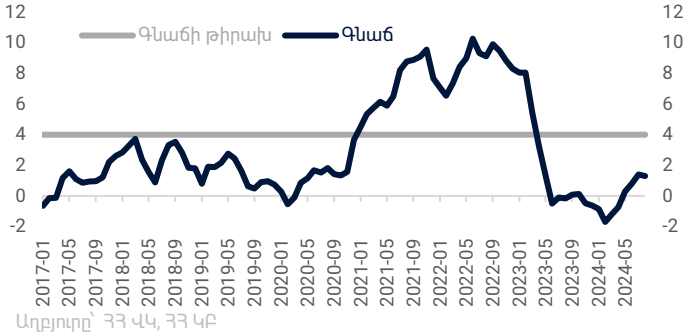
Գնաճ

2024 թ. երկրորդ եռամսյակում, վերջին ամիսների գնանկումային միտումներից հետո, 12-ամսյա գնաճը որոշակիորեն ավելացել է՝ օգոստոսին կազմելով տ/տ 1.3%: Վերջին ամիսներին գնաճի արագացմանը նպաստել է սեզոնային պարենային ապրանքների գների աճը: Այնուհանդերձ, ընդհանուր տնտեսությունում շարունակում է պահպանվել թույլ գնաճային միջավայր՝ պայմանավորված համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնանկումային ազդեցություններով, նախորդ տարիներին իրականացված դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությամբ, աշխատանքի շուկայի պայմանների որոշակի թուլացմամբ, ինչպես նաև համախառն առաջարկի և պահանջարկի անհաշվեկշռվածությունների նվազմամբ: Արտաքին և ներքին պահանջարկով պայմանավորված՝ ծառայությունների գնաճը շարունակել է թուլանալ: Միաժամանակ, ներքին պահանջարկի պահպանումը բարձր մակարդակում կարող է որոշակի գնաճային ճնշումներ առաջացնել, ինչին կնպաստեն նաև ընթացիկ տարում հարկային փոփոխությունները (այդ թվում՝ ակցիզային հարկ, տաքսի ծառայությունների հարկում և այլն) և 2025 թ. հունվարից Երևանում հանրային տրանսպորտի սակագների հնարավոր վերանայումը: Վերջինիս ընդհանուր ազդեցությունը գնաճի վրա կարող է լինել սահմանափակ, նույնիսկ թույլ՝ հաշվի առնելով Երևան քաղաքի և վերոնշյալ ծառայությունների մասնակցության չափը/տեսակարար կշիռը տնտեսությունում սպառողական գների ինդեքսի ձևավորման գործընթացում (առավելագույն հնարավոր, մեկանգամյա ազդեցությունը գնաճի վրա գնահատվում է շուրջ ~0.5 տոկոսային կետ): Նավթի համաշխարհային գների հետ կապված գնաճային ռիսկերը, ինչպես նաև վերջին ամիսներին նկատվող պարենի համաշխարհային գների ամսական որոշակի աճը (մաս 3Ա) ռիսկեր են պարունակում ներմուծվող ապրանքների գնանկումային միտումները զգալիորեն թուլացնելու կամ չեզոքացնելու տեսանկյունից:

Նկատվում է թույլ գնաճային միջավայր՝ արտահայտելով բազային էֆեկտի աստիճանական թուլացումը և արտաքին հատվածից ածանցվող դեռևս գնանկումային ազդեցությունները:

Գծապատկեր 3.Գ.5. Գնաճ

%, նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ

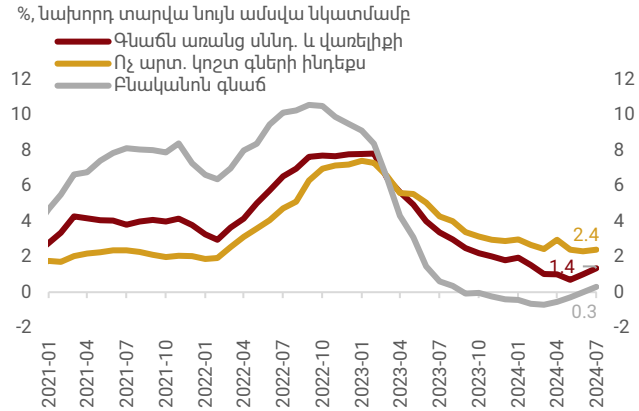


Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Ոչ արտահանելի կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքների գնաճը շարունակում է կայունանալ:

Գծապատկեր 3.Գ.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները

%, նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ



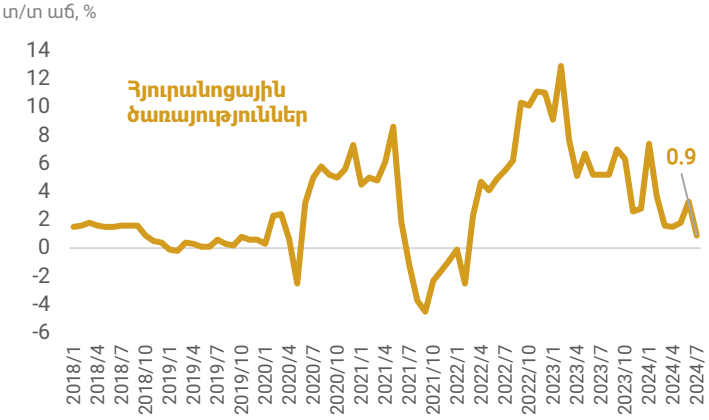
Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Գնաճ (շարունակություն)

Բնականոն գնաճը, որի կազմում չեն ներառվում սեզոնային պարենային ապրանքներն ու կարգավորվող ծառայությունները, վերջին ամիսներին ևս գտնվում է դրական տիրույթում՝ հուլիսին կազմելով տ/տ 0.3%: Այն մեծապես արտացոլում է ներմուծվող պարենային և ոչ պարենային ապրանքներից փոխանցվող դեռևս գնանկումային միտումները (օր.՝ հացամթերքի, յուղերի և ճարպերի, շաքարավազի և այլնի գները նախորդ տարվա համեմատությամբ նվազում են): Միաժամանակ, ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսը (ՈԱԿԳԻ) արձանագրել է որոշակի թուլացում՝ հուլիսին գրանցելով տ/տ 2.4% գնաճ՝ արտացոլելով համախառն պահանջարկի թուլացումն ու ճշգրտումը: 2023 թ. 4-րդ եռամսյակում բնակարանների վարձակալության և այլ ոչ արտահանելի ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկի աճով պայմանավորված գնաճային միտումները 2024 թ. 1-ին կիսամյակում աստիճանաբար թուլացել են և գրեթե ամբողջությամբ մարվել: Արտաքին պահանջարկի որոշակի դանդաղման ազդեցությամբ ծառայությունների (օր.՝ ռեստորաններ, հյուրանոցներ, մշակույթ և հանգիստ) գնաճային միտումները ևս զգալիորեն թուլացել են: Այս զարգացումների պարագայում, ըստ շուկայում առկա կանխատեսումների (այդ թվում՝ ԱՄՀ), ՀՀ-ում գնաճը մոտ ապագայում կգտնվի նպատակային ցուցանիշին մոտ կամ ցածր մակարդակում (աղյուսակ 3.Գ.1):

Արտաքին պահանջարկով պայմանավորված գնաճային ճնշումները թուլացել են:

Գծապատկեր 3.Գ.7. Գնաճը հյուրանոցային ծառայությունների ոլորտում



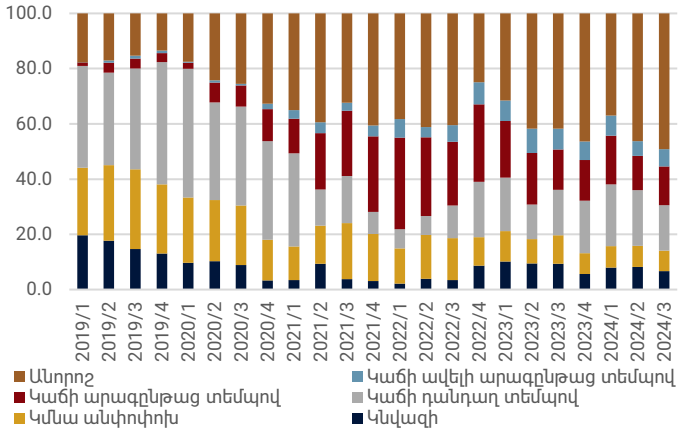
Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Գնաճային սպասումներ

Համաձայն ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացվող տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների վերաբերյալ հարցման արդյունքների՝ 2024 թ. 3-րդ եռամսյակում, նախորդ եռամսյակի համեմատությամբ, ավելի շատ տնային տնտեսություններ են ակնկալում համեմատաբար արագ տեմպերով գնաճի ավելացում: Դա որոշակիորեն համահունչ է տնտեսությունում գնաճի՝ դրական տիրույթում ձևավորման հետ, թեև դեռևս ցածր է թիրախային մակարդակից: Միևնույն ժամանակ, գնաճի վերաբերյալ անորոշությունները շարունակում են պահպանվել բարձր մակարդակում և ավելանալ, ինչը, ամենայն հավանականությամբ, արտացոլում է որոշ ապրանքների՝ բարձր գնաճի պահպանման վերաբերյալ հանրային ընկալումները: Կարևոր է նշել, որ 3-րդ եռամսյակի հետազոտության ընդհանուր միտումները, չնայած նախորդ եռամսյակի գնաճային սպասումների որոշակի նվազման, վկայում են, որ գնաճային սպասումների ճշգրտումը շատ ավելի արագ կարող է ընթանալ և ռիսկեր ստեղծել ընդհանուր գնաճի արագացման համատեքստում:

Հարցվողների ավելի մեծ մասն է հակված բարձր գնաճի, և մեծ անորոշությունը պահպանվում է:

Գծապատկեր 3.Գ.8. Գնաճային սպասումների վերաբերյալ հարցման արդյունքներ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Դ. Ֆինանսական շուկայի զարգացումներ

Ֆինանսական շուկաների սպասումները տոկոսադրույքի վերաբերյալ

Համաձայն 2024 թ-ի սեպտեմբերի 6-ին իրականացված հարցումների արդյունքների՝ շուկայի մասնակիցները (այդ թվում՝ առևտրային բանկերը, ինստիտուցիոնալ ներդրողները, ակտիվների կառավարիչները և այլ անձինք) ակնկալում են, որ տոկոսադրույքների վերաբերյալ հաջորդ ութ որոշումների ընթացքում ՀՀ ԿԲ-ն կշարունակի աստիճանաբար թուլացնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: Հարցվողների գնահատումների հիմքում առկա հիմնական ռիսկերը և խնդիրները կարևոր տեղեկատվություն են պարունակում սույն զեկույցում ներկայացվող սցենարների բազմությունը (բաժին Ե) ձևավորելու առումով:

Եկամտաբերության կորից դուրս բերված տոկոսադրույքի սպասումները, շուկայի մասնակիցների հարցման արդյունքների համեմատությամբ, մեկ տարվա հորիզոնում ցույց են տալիս տոկոսադրույքների ավելի բարձր մակարդակ, թեև նախորդ եռամսյակների համեմատությամբ երկու մեթոդներով գնահատված տոկոսադրույքի վերաբերյալ սպասումները ավելի մոտ են իրար: Ընդհանուր առմամբ, 2024 թ. հունիսի ԴՎՔ որոշումից հետո եկամտաբերության կորի երկարաժամկետ հատվածը էականորեն չի տեղաշարժվել, ինչն արտահայտում է շուկայի մասնակիցների կողմից երկարաժամկետ գնաճային սպասումների կամ մակրոտնտեսական ռիսկերի վերաբերյալ անփոփոխ պատկերացումները, ինչպես նաև երկարաժամկետ հատվածում տոկոսադրույքների ակնկալվող զուգամիտումը չեզոք մակարդակին (գծապատկեր 3.Դ.3): Վերջին ամիսների ընթացքում կորի ավելի կարճաժամկետ հատվածը ԿԲ գործողություններին համարժեք ճշգրտվել է դեպի ներքև:

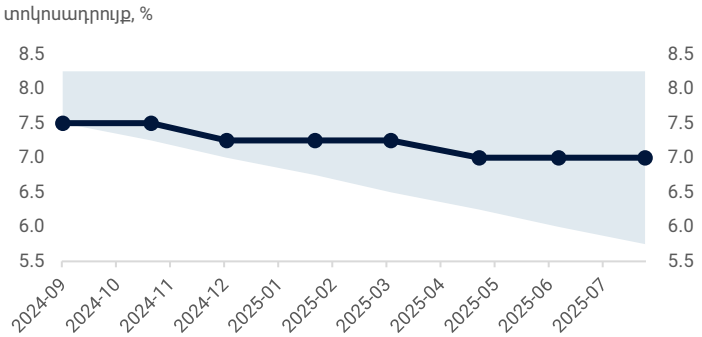
Չեզոք տոկոսադրույք

Չնայած պահպանվող անորոշություններին՝ ԿԲ վերջին որոշումները քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցման վերաբերյալ վկայում են, որ քաղաքականության զսպող դիրքում գտնվելու հավանականությունն էականորեն փոքրացել է, և դրամավարկային դիրքը մոտ է չեզոքին: Վերջերս տարածաշրջանային անորոշությունների պահպանման պայմաններում ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի փոքր-ինչ ավելացումը (գծապատկեր 3.Դ.6) կարող է վկայել ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակի մասին: Միևնույն ժամանակ, համաշխարհային տոկոսադրույքների՝ բարձր մակարդակներում պահպանումը կարող է մեկնաբանվել որպես հիմնարար հավասարակշիռ տոկոսադրույքների ավելի բարձր մակարդակ՝ առաջացնելով զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքի վերանայման անհրաժեշտություն: Մյուս կողմից՝ վերջին տարիներին ՀՀ արտահանման կարողությունների աճը և իրական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորումը մատնանշում են ներքին տնտեսությունում հիմնարար տոկոսադրույքների ավելի ցածր մակարդակը, քանի որ ներդրումային որոշումներ կայացնելիս ներդրողները նույնպես հաշվի են առնում ներքին տնտեսությունում փոխարժեքի զարգացումները:

**2024 թ. երկրորդ եռամսյակի ԴՎՔ զեկույցի ներգիր 2-ում ամփոփված է համաշխարհային և հատկապես ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքների հետ կապված տեսակետների և անորոշությունների բազմազանությունը: Տես www.cba.am*

Շուկայի մասնակիցների մեծամասնությունն առաջիկա մեկ տարվա ընթացքում ակնկալում է քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազեցում:

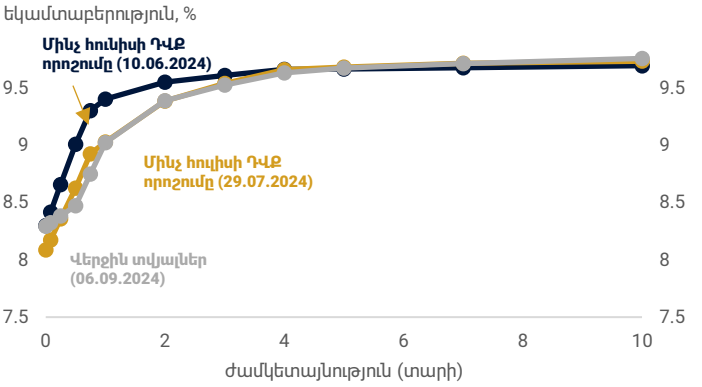
Գծապատկեր 3.Դ.1. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծն ըստ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների սպասումների (ըստ ԿԲ հարցումների, 6 սեպտեմբերի 2024 թ.)



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Եկամտաբերության կորի կարճաժամկետ հատվածը շարունակել է նվազել, իսկ երկարաժամկետ հատվածը մնացել է կայուն:

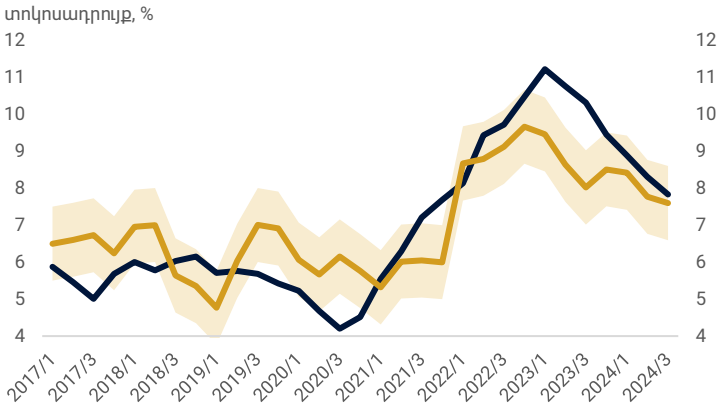
Գծապատկեր 3.Դ.2. Եկամտաբերության կոր



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Ինչքա՞ն խիստ են դրամավարկային պայմանները:

Գծապատկեր 3.Դ.3. Անվանական տոկոսադրույք և հիմնարար չեզոք տոկոսադրույք

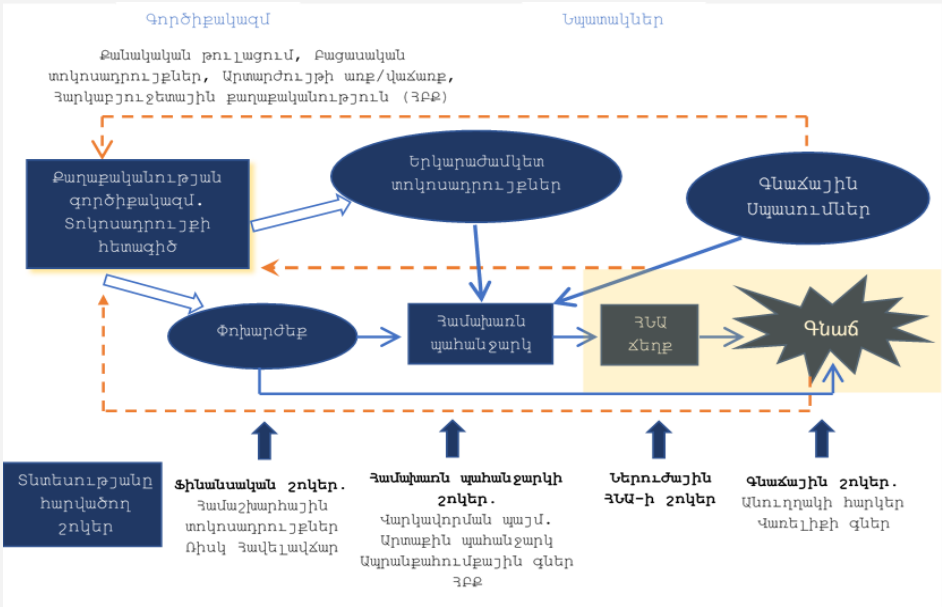


Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Ներգիր 2. Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմը

Դրամավարկային քաղաքականությունը ենթադրում է քաղաքականության գործիքակազմի վերաբերյալ որոշումների կայացում, մինչդեռ դրամավարկային փոխանցումային մեխանիզմը կենտրոնանում է այն բանի վրա, թե ինչպես են այդ գործիքներն ազդում տնտեսության վրա: Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներքո ԿԲ-ները հետևողական են՝ կարգավորելու քաղաքականության տոկոսադրույքը, որպեսզի խարսխեն գնաճը և գնաճային սպասումները: Սովորաբար, հիմնական ուղիները, որոնց միջոցով դրամավարկային քաղաքականությունը ազդում է տնտեսության վրա, տոկոսադրույքն է, փոխարժեքը և վարկային ուղին, ինչպես ցույց է տրված գծապատկեր Ն.2.1-ում:

Գծապատկեր Ն.2.1. ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմները



Աղբյուրը՝ Laxton, Galstyan and Avagyan, Book on "Prudent Risk Management Approach to Monetary Policy", Unofficial working Draft

Տոկոսադրույքի ուղին ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմի կարևոր բաղադրիչ է: Քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ սպասումներն էականորեն ազդում են երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա: Երբ ԿԲ-ն որոշում է կայացնում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ, այն ազդում է միջբանկային կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, որն իր հերթին, որպես իրացվելիության գին, կարող է փոխանցվել կարճաժամկետ ավանդների և վարկավորման տոկոսադրույքների վրա: Այս համատեքստում քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ սպասումները կենսական նշանակություն ունեն, քանի որ վերջիններս ուղղակիորեն ազդում են երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա՝ դրանով իսկ ազդելով տնային տնտեսությունների և ընկերությունների որոշումների վրա:

Փոխարժեքի ուղին հատկապես կարևոր է ՀՀ-ի նման փոքր բաց տնտեսությունների համար: Տոկոսադրույքների փոփոխություններն ազդում են ֆինանսական ակտիվների եկամտաբերության, այդ թվում՝ արժութային փոխարժեքի վրա: Քաղաքականության բարձր տոկոսադրույքը սովորաբար ավելի գրավիչ է դարձնում տեղական արժույթով պարտատոմսերը՝ հանգեցնելով ազգային արժույթի արժևորմանը: Սա իր հերթին ազդում է առևտրային հաշվեկշռի և գնաճի վրա՝ ներմուծման և արտահանման գների, ինչպես նաև արտաքին պահանջարկի փոփոխությամբ: Այս ուղին էլ ավելի կարևոր է դառնում այն տնտեսություններում, որտեղ ներքին սպառման ապրանքների զգալի մասը ներմուծվում է: Այդ դեպքում փոխարժեքի տատանումներն ուղղակիորեն ազդեցություն են ունենում գնաճի վրա, քանի որ փոխարժեքի փոփոխություններն արագորեն վերածվում են ներմուծվող ապրանքների գների փոփոխության: Սա ընդգծում է նաև արտաքին ցնցումների նկատմամբ այդ տնտեսությունների զգայունությունը:

Գնաճային սպասումները, որոնք կախված են նաև ԿԲ-ի նկատմամբ վստահությունից, փոխանցումային մեխանիզմի մեկ այլ կարևոր տարր են: Երբ գնաճային սպասումներն աճում են՝ ի պատասխան տնտեսական ցնցումների, կարող են ուղղակիորեն խթանել գնաճը, քանի որ գործարարները ճշգրտում են գները, իսկ սպառողները մեծացնում են ծախսերը՝ ապագայում ավելի բարձր գների ակնկալիքով: Հասարակության գնաճային սպասումների խարսխումը հեշտացնում է ԿԲ-ի կողմից գների կայունության նպատակի իրագործումը:

Փոխանցումային մեխանիզմի ժամանակային շեղումներ: Դրամավարկային գործիքների ազդեցությունը տնտեսության վրա կարող է տարբեր լինել: Թեև ոմանք կարծում են, թե փոխանցումային մեխանիզմը գործում է ժամանակային շեղումներով, սակայն միշտ չէ, որ դա այդպես է: Եթե ԿԲ-ն գործում է քաղաքականության լավ կայացած և թափանցիկ համակարգով, ֆինանսական շուկան կարող է համապատասխանաբար փոփոխել իր սպասումները՝ նույնիսկ նախքան ԿԲ որևէ գործողությունը: Օրինակ՝ 2022 թ-ին, երբ ԴՊՀ-ն նշեց, որ գնաճը ժամանակավոր չէ, ֆինանսական շուկաներում տոկոսադրույքները զգալիորեն բարձրացան՝ ի պատասխան այս հաղորդագրության, ինչպես ցույց է տրված գծապատկեր Ն.2.2-ում: Այս օրինակը հստակ ցույց է տալիս, թե ինչպես ԿԲ հաղորդակցումը կարող է հանգեցնել ֆինանսական շուկայի անմիջական ճշգրտման՝ նույնիսկ նախքան քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխությունը: Փոխանցման մեխանիզմի ժամանակային շեղումները սովորաբար վերաբերում են շուկայական տոկոսադրույքների փոփոխությունների և իրական տնտեսության ու գնաճի վրա դրանց ազդեցության միջև ընկած ժամանակահատվածին:

Երբ ֆինանսական շուկան քաջատեղյակ է **ԿԲ քաղաքականության համակարգին, սկզբունքներին, երկարաժամկետ նպատակներին և քաղաքականության առաջնահերթություններին**, կարող է արագորեն ճշգրտել իր սպասումները՝ ի պատասխան տնտեսական ցուցանիշների հրապարակումներին կամ նորություններին: Այս ճշգրտումը կարող է տեղի ունենալ նույնիսկ նախքան քաղաքականության որևէ պաշտոնական գործողության կամ նախատեսվող գործողության վերաբերյալ հայտարարությունը: Շուկայի նման արձագանքը ընդգծում է ԴՎՔ կայացած և թափանցիկ համակարգի ուժը, որտեղ շուկայի մասնակիցները կարող են ճշգրիտ կանխատեսել կենտրոնական բանկի գործողությունները՝ դրանով իսկ բարձրացնելով ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետությունը:

Տոկոսադրույքների ժամկետայնության կառուցվածքը և կարճաժամկետ ու երկարաժամկետ տոկոսադրույքների միջև կապը հասկանալը կենսական նշանակություն ունի ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետությունը գնահատելու համար: Տարածված սխալ պատկերացում է, որ եթե քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխությունները էապես չեն ազդում երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, ինչպիսիք են վարկերի կամ ավանդների տոկոսները, դրանով իսկ կասկածի տակ է դրվում ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետությունը:

Շարունակությունը հաջորդ էջում

Այս մեկնաբանությունը կարող է ապակողմնորոշիչ լինել հետևյալ պատճառներով: Քաղաքականության տոկոսադրույքը որոշում է կարճաժամկետ փողի գինը և, հետևաբար, ավելի անմիջականորեն է փոխկապակցված կարճաժամկետ տոկոսադրույքների հետ, ինչպիսիք են կարճաժամկետ պարտատոմսերի կամ ավանդների տոկոսները: Կարճաժամկետ իրացվելիության գինը ֆինանսական շուկայի համար սահմանափակ ազդեցություն ունի երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ձևավորման տեսանկյունից: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների առումով, ավելի կարևոր են քաղաքականության ապագա տոկոսադրույքի վերաբերյալ սպասումները, հավասարակշիռ տոկոսադրույքի մակարդակը (չեզոք տոկոսադրույք), երկարաժամկետ գնաճային սպասումները, ժամկետայնության հավելավճարները և այլ գործոններ: Պատկերացնենք՝ վստահելի ԿԲ-ն ագրեսիվ կերպով արձագանքում է տնտեսական ցնցումներին՝ իրականացնելով կարճաժամկետ ճշգրտումներ, որոնք ապահովում են երկարաժամկետ հատվածում գների կայունությունը: Լավ խարսխված գնաճային սպասումների պայմաններում կարճաժամկետ տոկոսադրույքների փոփոխությունները երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աննշան փոփոխություններ կարող են առաջացնել: Սա վկայում է ԴՎՔ արդյունավետության մասին՝ հակառակ այն կարծիքին, որ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների էական շարժի բացակայությունը թույլ փոխանցումային մեխանիզմի վերաբերյալ ազդակ է: Օրինակ՝ 1980-ականների ընթացքում ԴՊՀ-ն կտրուկ բարձրացրեց տոկոսադրույքը՝ երկնիշ գնաճի դեմ պայքարելու համար: Այն ժամանակ ԴՊՀ-ի նկատմամբ վստահության բացակայությունը և ԴՎՔ թափանցիկության ցածր մակարդակը հանգեցրին բարձր մակարդակում երկարաժամկետ տոկոսադրույքների պահպանմանը՝ պայմանավորված գնաճային սպասումների բարձր մակարդակով: Եթե շուկաները հավատային, որ ապագայում գնաճը կնվազի, երկարաժամկետ տոկոսադրույքներն ավելի ցածր կլինեին: Այս պատմական համատեքստն ընդգծում է ԿԲ դերի կարևորությունը գնաճային սպասումների կառավարման գործում՝ ապահովելու փոխանցման մեխանիզմի արդյունավետությունը:

Երկարաժամկետ տոկոսադրույքները պայմանավորող գործոնները վճռորոշ են ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետության գնահատման համար: Առևտրային բանկերի միջև մրցակցությունը, գնաճային սպասումները, ֆինանսական ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկը, հաճախորդների ռիսկայնության գնահատումը, տնտեսական հեռանկարը և երկրի ռիսկի հավելավճարը առանցքային դեր են խաղում ֆինանսական ծառայությունների գնագոյացման գործընթացում: Ուստի, միայն ԿԲ գործողությունները կամ ապագա գործողությունների վերաբերյալ սպասումները սահմանափակ ազդեցություն ունեն երկարաժամկետ վարկերի կամ ավանդների տոկոսադրույքների վրա: Հայաստանում, դրամավարկային զսպման կամ խթանման պարբերաշրջանների ընթացքում, երկարաժամկետ տոկոսադրույքները, ինչպիսիք են ավանդների և վարկերի տոկոսները, ընդհանուր առմամբ, շարժվում են քաղաքականության տոկոսադրույքներին համընթաց, ինչպես ցույց է տրված գծապատկեր Ն.2.4.-ում: Մինչդեռ, օրինակ՝ հետքովիդյան ժամանակաշրջանում, առաջին հայացքից կարող ենք եզրակացնել, որ այս կապը որոշակիորեն շեղվել է կամ թուլացել. ԿԲ-ն 2020 թվականի սկզբին սկսեց իջեցնել տոկոսադրույքները, իսկ երկարաժամկետ տոկոսադրույքները միայն աննշան նվազեցին: Սա վկայում է ոչ թե փոխանցումային մեխանիզմի թուլացման, այլ անորոշության կտրուկ աճի և այդ պայմաններում՝ մասնավոր հատվածի վարկունակության վերաբերյալ սպասումների վերագնահատման (վարկային ռիսկի աճ) մասին: Արդյունքում՝ նկատվել է ավանդների տոկոսադրույքների որոշակի նվազում, իսկ վարկավորման տոկոսադրույքների դեպքում՝ ոչ:

Մեկ այլ գործոն, որը որոշակիորեն խաթարում է քաղաքականության տոկոսադրույքների և երկարաժամկետ տոկոսադրույքների միջև կապը, հատկապես դրամավարկային ընթացիկ խթանող պարբերաշրջանի ընթացքում, Կառավարության կողմից հիպոտեկային վարկերի տոկոսադրույքների սուբսիդավորման ծրագիրն է: Այս քաղաքականությունը փոխհատուցում է հիպոտեկային տոկոսավճարների ամբողջ գումարը եկամտահարկից (իհարկե, որոշակի սահմանափակումներով), եթե այդ վարկն օգտագործվում է նորակառույց տուն ձեռք բերելու համար: Ըստ էության, Կառավարությունը վերադարձնում է վարկառուի եկամտահարկը հիպոտեկային վարկի տոկոսավճարներին համարժեք չափով, ինչը վարկառուներին դարձնում է գրեթե անտարբեր այդ վարկատեսակի տոկոսադրույքների նկատմամբ: Ծրագրի ներդրումից ի վեր հիպոտեկային վարկավորման ծավալը էականորեն աճել է, հատկապես հիմա՝ պայմանավորված ծրագրի հնարավոր ավարտի վերաբերյալ սպասումներով: Երկարաժամկետ միջոցների նկատմամբ այս բարձր պահանջարկը նպաստում է կարճաժամկետ և երկարաժամկետ տոկոսադրույքների միջև կապի «ժամանակավոր խաթարմանը»՝ բարդության լրացուցիչ շերտ ավելացնելով ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմի գործունեությանը Հայաստանում:

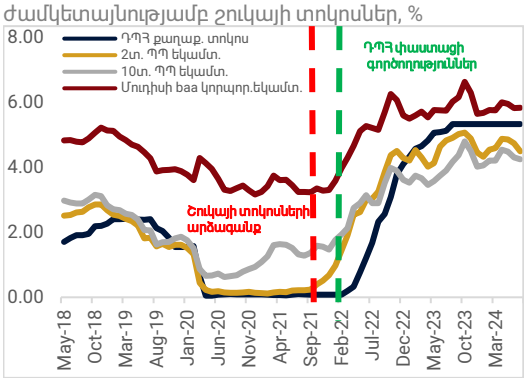
Փոխանցումային մեխանիզմ զարգացող շուկայական տնտեսություններում: Զարգացող տնտեսությունները հաճախ բախվում են յուրահատուկ մարտահրավերների՝ ԴՎՔ արդյունավետ իրականացման գործընթացում: Ֆինանսական շուկաների բարձր տատանողականությունը, օտարերկրյա կապիտալից կախվածությունը և թերզարգացած ֆինանսական համակարգերը կարող են խաթարել ԴՎՔ գործողությունների արդյունավետությունն ու ազդեցությունը: Կառուցվածքային խնդիրները, ինչպիսիք են ավելի թույլ ենթակառուցվածքները և ավելի քիչ վստահելիությունը քաղաքականության նկատմամբ, բարդացնում են փոխանցումային մեխանիզմի աշխատանքը: ՀՀ-ում, չնայած իր դրամավարկային քաղաքականության շրջանակի կատարելագործման հարցում ԿԲ զգալի առաջընթացին, մարտահրավերները պահպանվում են՝ կապված անկայուն տարածաշրջանային դիրքի հետ:

Դոլարայնացման կայուն նվազումը վերջին տարիների ընթացքում՝ մոտ 60 տոկոսից մինչև 30-40 տոկոս՝ ի հակադրություն նշանակալի մարտահրավերների, մեծ մասամբ արտացոլում է ազգային արժույթի և ԿԲ-ի նկատմամբ վստահության աճը: Այս նվազումը դրականորեն է ազդել ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետության վրա, հատկապես՝ փոխարժեքի ուղու միջոցով նպաստելով տնտեսական կայունության պահպանմանը: Այնուամենայնիվ, դոլարայնացումը մնում է մարտահրավեր՝ բարդացնելով ԴՎՔ գործողությունների և ավելի լայն տնտեսական արդյունքների միջև կապը:

Արդյունքում՝ չնայած բազմաթիվ մարտահրավերներին և անորոշություններին, ԿԲ-ն հաջողությամբ իրականացրել է գների կայունության նպատակի իրագործումը: 2006 թ-ին գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունումից ի վեր, միջին գնաճը ՀՀ-ում մոտ է եղել 4.0%-ին, որը համապատասխանում է սահմանված թիրախային ցուցանիշին: ԿԲ ճկուն մոտեցումը վճռորոշ է եղել գնաճի կառավարման և գնաճային սպասումների խարսխման գործում: Բացի այդ, ֆինանսական համակարգի նկատմամբ վստահության ամրապնդումը էական նշանակություն է ունեցել ԴՎՔ ընդհանուր արդյունավետության բարձրացման համար:

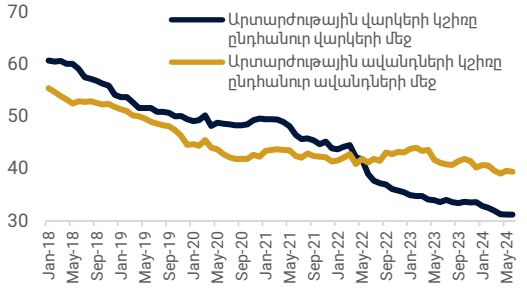
ԴՊՀ հաղորդակցման և տնտեսական նորություններին արձագանքելով՝ ֆինանսական շուկայում տոկոսադրույքները սկսել են բարձրանալ մինչ ԴՊՀ պաշտոնական գործողությունները

Գծապատկեր Ն.2.2. ԴՊՀ և տարբեր ժամկետայնությամբ շուկայի տոկոսներ, %



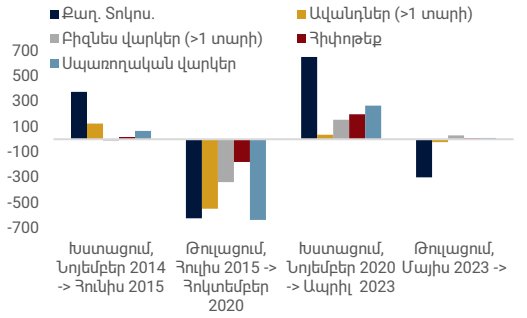
Դոլարայնացման բարձր մակարդակը զարգացող երկրներում կարող է խաթարել փոխարժեքի ուղու արդյունավետությունը

Գծապատկեր Ն.2.3. Վարկերի և ավանդների դոլարայնացումը ՀՀ-ում, %

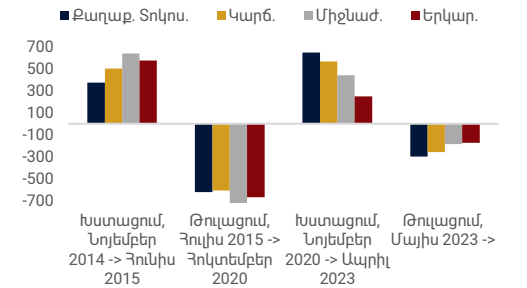


Երկարաժամկետ տոկոսադրույքները, ինչպիսիք են վարկերի կամ ավանդների տոկոսները, ավելի բարդ կառուցվածք ունեն և կախված չեն միայն կարճաժամկետ տոկոսադրույքներից

Գծապատկեր Ն.2.4. Քաղաքականության և բանկային տոկոսադրույքները ՀՀ-ում, բազիս. կետ



Գծապատկեր Ն.2.5. Քաղաքականության և պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքները ՀՀ-ում, բազիսային կետ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Վարկավորման պայմաններ

ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացված հարցումները ցույց են տալիս, որ առևտրային բանկերի կողմից վարկավորման պայմանների ինդեքսը գտնվել է զուտ դյուրացման տիրույթում բոլոր վարկատեսակների գծով, իսկ տոկոսադրույքները շարունակում են պահպանվել կայուն մակարդակներում՝ չդրսևորելով նվազման միտում՝ պայմանավորված նաև վարկերի նկատմամբ բարձր պահանջարկի պահպանմամբ:

Առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված և տրամադրած միջոցները շարունակել են աճել 2024 թ. 2-րդ եռամսյակում՝ արտահայտելով դեռևս բարձր տնտեսական ակտիվությունը տնտեսության իրական հատվածում: Տնային տնտեսություններին տրամադրված վարկերը շարունակել են ավելանալ կայուն տեմպերով՝ արտահայտելով անշարժ գույքի նկատմամբ բարձր, բայց արդեն թուլացող պահանջարկը: Չնայած պահպանվող անորոշություններին՝ բիզնես վարկավորումը որոշակիորեն վերականգնվել է երկրորդ եռամսյակում: Դեռևս պահպանվող բարձր տնտեսական ակտիվությունը, մասնավոր հատվածում կուտակված խնայողությունները, ինչպես նաև պարտքի սպասարկման բեռի նվազումը եկամուտների համեմատությամբ, մասնավոր հատվածում կարող են լրացուցիչ ավելացնել վստահությունը՝ նպաստելով տնտեսությունում վարկավորման հետագա արագացմանը և գնաճային ճնշումների ավելացմանը: Մյուս կողմից՝ տարածաշրջանում աշխարհաքաղաքական անորոշությունների պահպանումը կարող է նվազեցնել տնային տնտեսությունների և գործարարների վստահությունը՝ զսպելով տնտեսական ակտիվությունը:

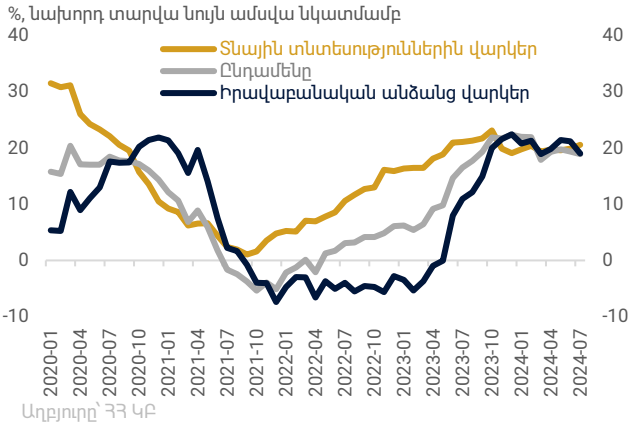
Անվանական փոխարժեք

2024 թվականի սկզբից դրամը ԱՄՆ դոլարի, եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ պահպանվել է հարաբերականորեն կայուն մակարդակում (գծապատկեր 3.Դ.5): Այնուամենայնիվ, վերջին շաբաթների ընթացքում ռուբլու նկատմամբ դիտվել է դրամի որոշակի արժևորում՝ հիմնականում պայմանավորված ՌԴ-ում ներքին մեծ պահանջարկի և բարձր գնաճային սպասումների միջավայրում ռուբլու որոշակի թուլացմամբ: Դրամի համեմատաբար կայուն մակարդակը արտացոլում է ներքին տնտեսությունում և արտաքին աշխարհում տեղի ունեցող գործընթացները, ինչից ածանցվող և՛ արժևորման, և՛ արժեզրկման ազդեցությունները հիմնականում հավասարակշռված են: Այս համատեքստում հիմնական ռիսկերն ու անորոշությունները կապված են արտահանման և առևտրի աճի կայունության, սպառման ապրանքների ներմուծման ավելի փոքր ծավալների, ինչպես նաև ներքին ծառայությունների նկատմամբ ավելի ընդգծված արտաքին պահանջարկի հետ (որը, չնայած վերջին ամիսների որոշակի թուլացմանը, շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում)՝ տնտեսությունում առաջացնելով արժևորման ճնշումներ: Այդ ճնշումները կարող են չեզոքացվել տարածաշրջանում անորոշությունների ավելացման հետևանքով երկրի ռիսկի հավելավճարի հետագա աճով, ինչպես նաև հնարավոր ավելի մեծ ներքին պահանջարկի գործոններով (կապված նախկինում կուտակված խնայողությունների օգտագործման, սպառողական վարկերի հնարավոր աճի հետ)՝ նպաստելով ներմուծման ծավալների աճին:

ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը (գնահատվում է որպես 2029 թվականին մարվող հայկական եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերության և նույն մարման ժամկետով հենանիշային ռիսկից զերծ տոկոսադրույքի տարբերություն) նախորդ եռամսյակների ընթացքում շարունակական նվազումներից հետո որոշակիորեն ավելացել է երրորդ եռամսյակում (գծապատկեր 3.Դ.8): Վերջինս հիմնականում արտացոլում է տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական անորոշությունները և կապված չէ միայն ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների հետ: Միևնույն ժամանակ, զարգացող երկրների ռիսկայնությունը, ընդհանուր առմամբ, շարունակում է նվազել՝ պայմանավորված զարգացող և զարգացած երկրների միջև հնարավոր ֆինանսական հոսքերի հետ կապված ավելի քիչ մտահոգություններով, քանի որ վերջին տվյալները ԱՄՆ-ի տնտեսության վերաբերյալ վկայում են աշխատանքի շուկայի որոշակի թուլացման մասին և էականորեն նվազեցրել են ԱՄՆ-ում տոկոսադրույքների՝ բարձր մակարդակում ավելի երկար պահպանման հավանականությունը:

Սպառողական վարկերի պահանջարկը շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում:

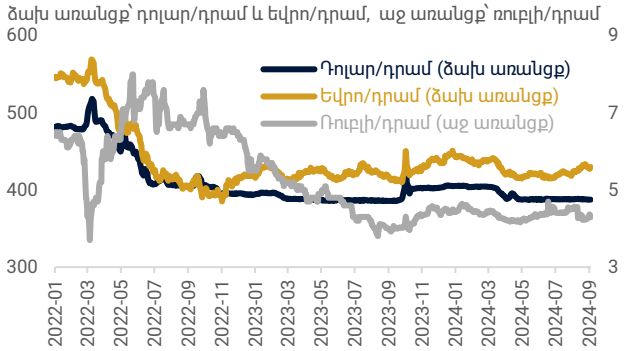
Գծապատկեր 3.Դ.4. Առևտրային բանկերի կողմից տնային տնտեսություններին և իրավաբանական անձանց տրամադրված վարկերի փոփոխությունը



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

2022 թվականի կեսերից դրամի զգալի արժևորում:

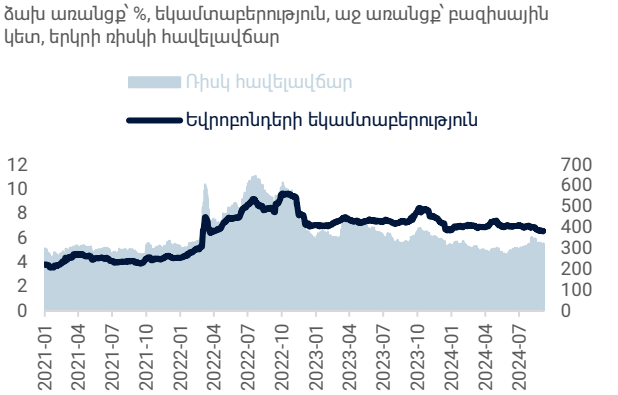
Գծապատկեր 3.Դ.5. Անվանական փոխարժեքը դոլարի, եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ



. Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության հեռանկարի հետ կապված անորոշությունը որոշակի ռիսկեր է պարունակում ֆինանսական շուկայի տատանողականության տեսանկյունից, այդ թվում՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի վերագնահատման միջոցով:

Գծապատկեր 3.Դ.6. 2029 թվականին մարվող հայկական եվրոբոնդերի եկամտաբերությունը և երկրի ռիսկի հավելավճարի գնահատականը



Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ

Երգիր 3. Սցենարների վրա հիմնված՝ ապագային միտված ուղղորդում. շուկայի սպասումների դերը

ԿՔՎՀ-2-ի ներքո ռիսկերի խելամիտ կառավարման վրա հիմնված դրամավարկային քաղաքականությունը ենթադրում է սցենարների կառուցման այլ մոտեցում: Հիմնական կամ բազային կանխատեսումները որպես կենտրոնական կամ լավագույն տեղեկատվություն դիտարկելու և շուկայի մասնակիցներին տնտեսական պայմանների զարգացման եզակի տեսակետի շուրջ համախմբելու փոխարեն ՀՀ ԿԲ-ն քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի սպասումները դիտարկում է որպես քաղաքականությանը վերաբերող քննարկումների մեկնարկային կետ: Շուկայի սպասումները, ըստ երևույթին, պարունակում են ընթացիկ տնտեսական զարգացումների, ինչպես նաև ապագա տնտեսական զարգացումների համատեքստում դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքի մասին կարևոր տեղեկատվություն:

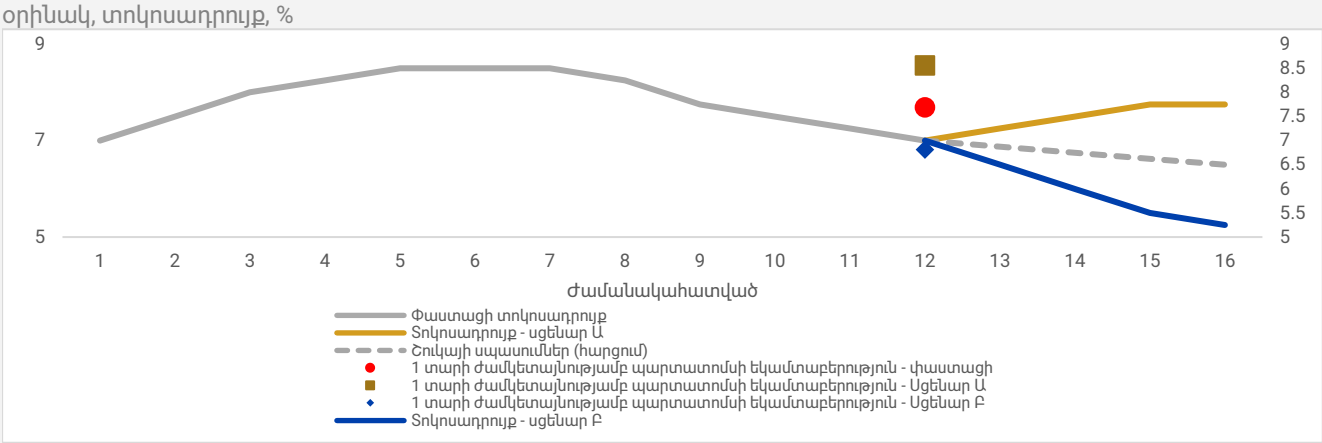
Մինչ ճկուն գնաճի նպատակադրման հայեցակարգային մոտեցումների զարգացումը, դրամավարկային քաղաքականության հաղորդակցումը հիմնականում կենտրոնացված էր ուղղակի գործողությունների, օրինակ՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների սահմանման վրա: Հասարակության մեծամասնության շրջանակներում, սակայն, կարճաժամկետ տոկոսադրույքները երկարաժամկետ տոկոսադրույքների համեմատությամբ այդքան էլ մեծ շեշտադրում չունեն: Երկարաժամետ տոկոսադրույքների վրա համեմատաբար ավելի մեծ շեշտադրումը բացատրվում է այն հանգամանքով, որ դա այն ժամկետայնությունն է, որով տնային տնտեսություններն ու ձեռնարկությունները սովարաբար վարկեր և փոխառություններ են վերցնում կամ տրամադրում: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների երկու հիմնական բաղադրիչներն են ժամկետայնության ու ռիսկի հավելավճարը և քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծը: Այս բաղադրիչներից քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծը համեմատաբար ավելի կարևոր նշանություն ունի: Գնաճի նպատակադրման ռեժիմի որդեգրումից հետո ԿԲ տեսակետի և դրա հիմնավորման հաղորդակցման թափանցիկությունը դարձավ վերջինիս արդյունավետության անհրաժեշտ պայմանը: Առավել հստակ հաղորդակցման շնորհիվ ֆինանսական շուկաները քաղաքականության որոշումների միջև ընկած ժամանակահատվածում կարողացան ճեռք բերել վերագնահատումներ կատարելու ճկունություն: Ավելին, որոշումների կայացման օրերին քաղաքականություն մշակող մարմինները ոչ միայն սահմանում էին քաղաքականության տոկոսադրույքի ներկայիս մակարդակը, այլ նաև հաղորդակցում էին կարևոր մանրամասներ քաղաքականության որոշումներին առնչվող հարցերի վերաբերյալ, այդ թվում՝ ինչպես կարող է փոփոխվել քաղաքականության տոկոսադրույքը տարբեր զարգացումների, սցենարների և ենթադրությունների պարագայում:

Զարգացած ֆինանսական շուկաներ (այդ թվում՝ պարտատոմսերի երկրորդային շուկաներ) ունեցող առաջատար տնտեսություններում քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայական սպասումների կառուցումը բավականին պարզ գործընթաց է: Առավել քիչ զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում (ինչպիսին ՀՀ-ն է), որտեղ բացակայում են նաև օպցիոնների շուկաները (options markets), քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայական սպասումների կառուցումը այդքան էլ պարզ գործընթաց չէ: Վերջինս պահանջում է տարբեր մոտեցումների համադրում և առկա ոչ լիարժեք տեղեկատվության հիման վրա որոշակի գնահատումների իրականացում:

Քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի սպասումների գնահատման նպատակով օգտագործվել է երկու մոտեցում: Առաջին՝ եկամտաբերության կորի ժամանակային կառուցվածքի վերաբերյալ որոշակի պատկերացում կազմելու նպատակով որպես մեկնարկային կետ դիտարկվել են սփոթ շուկաներում կարճաժամկետ պարտատոմսերի (մինչև մեկ տարի) վերաբերյալ տեղեկատվությունը և ապագայի վերաբերյալ լիարժեք ու ստույգ կանխատեսումներ անելու ենթադրությունը (perfect foresigt): Գիտակցում ենք, որ սփոթ շուկայից ստացվող տեղեկատվությանը բնորոշ են որոշակի անկատարություններ, ինչպես նաև քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումների ոչ ամբողջական (կամ ճշգրիտ) պատկեր ներկայացնելու հավանականություն: Օրինակ՝ պարտատոմսերի շուկայում նկատվում է ժամանակային հավելավճարի բարձր տատանողականություն, պարտատոմսերի շուկան բախվում է իրացվելիության և բազմաթիվ այլ ցնցումների, ինչը դժվարացնում է գնային փոփոխությունների բնույթի (ո՞ր մասն է պայմանավորված շուկայի սպասումների փոփոխությամբ, որը՝ այլ գործոններով) վերաբերյալ ամբողջական ենթադրություններ անելու գործընթացը: Հաշվի առնելով վերոնշյալը՝ առաջին մոտեցմանը զուգահեռ, ԿԲ-ի կողմից, համեմատաբար բարձր հաճախականությամբ, իրականացվում է նաև քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (առևտրային բանկեր, ինստիտուցիոնալ ներդրողներ, հիմնադրամների կառավարիչներ և այլն) հարցում: Ֆինանսական շուկաների հարցումները նույնպես զուրկ չեն սահմանափակումներից և ոչ միշտ են համընկնում շուկայի փաստացի գնանշումների հետ: Այս համատեքստում, քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումների ամբողջական և խելամիտ պատկերի կառուցման նպատակով, օգտագործվում են և՛ շուկայից ստացվող փաստացի տեղեկատվությունը, և՛ հարցումների արդյունքները՝ հստակ գիտակցելով բոլոր հիմնարար անորոշություններն ու մի քանի ուղղություններով մեկնաբանման հավանականությունը:

Սցենարների վրա հիմնված՝ ապագային միտված ուղղորդում: Շուկայի ուղղորդիչի նկատմամբ տիպային սցենարների պատկերավոր ներկայացման նպատակով դիտարկվել է պարզեցված մոտեցումը՝ օգտագործելով մեկ տարի ժամկետայնություն ունեցող պարտատոմսերի եկամտաբերությունը (գծապատկեր Ն.4.1): Մոխրագույնով նշված գիծը ներկայացնում է ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի պատմական զարգացումները: ԴՎՔ որոշման օրվա դրությամբ մեկ տարի ժամկետայնություն ունեցող պարտատոմսի եկամտաբերությունը նշված է կարմիր կետով: Այն ներառում է առաջիկա 12 ամիսների ընթացքում քաղաքականության տոկոսադրույքի միջին մակարդակի վերաբերյալ շուկայի մասնակիցների ամենահավանական գնահատականը, ինչպես նաև վերոնշյալ ժամանակային հորիզոնում գնաճի և քաղաքականության տոկոսադրույքի անորոշության հետ կապված որոշակի հավելավճար (term premium): Քաղաքականության տոկոսադրույքի տիպային Ա և Բ տիպի սցենարները ներկայացված են, համապատասխանաբար՝ ոսկեգույն և կապույտ գույներով: Գծապատկերում ներկայացված է նաև տիպային Ա և Բ տիպի սցենարների նյութականացման պարագայում մեկ տարվա ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի եկամտաբերությունը, համապատասխանաբար՝ ոսկեգույն և կապույտ կետերով: Ֆինանսական շուկայի մասնակիցների հարցման պատասխանների միջինացված մեծությունը ցուցադրված է մոխրագույն կետագծերով:

Գծապատկեր Ն.3.1: ԿՔՎՀ-2-ի շրջանակներում տիպային սցենարների և շուկայի ուղղորդիչ սցենարի պայմանական օրինակ, տոկոսադրույք, %



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Ե. Սցենարների բազմություն

Սցենարների բազմության նպատակը և կառուցվածքը

Սցենարների բազմությունն ամփոփող աղյուսակի հիմնական նպատակն է համակարգված եղանակով տրամադրել ՀՀ տնտեսության համար կարևոր տարաբնույթ հավանական ռիսկերի և ցնցումների (շոկերի) վերաբերյալ գնահատական, նկարագրել վերոնշյալ ռիսկերի և ցնցումների հնարավոր ու հավանական ազդեցությունը գնաճի ու տնտեսական միջավայրի վրա: Այն կարող է ընդգրկել նաև տարբեր ռիսկերի և ցնցումների պարագայում ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքի վերաբերյալ որոշակի նկարագիր: ՀՀ տնտեսության, ինչպես նաև դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից կարևոր ռիսկերի այսպիսի համակարգված դասակարգումը օգտագործողին հնարավորություն է տալիս առավել արդյունավետ եղանակով ծանոթանալու տեղեկատվության բավականին լայն շրջանակին: Սցենարների բազմությունն ընդգրկող աղյուսակը կազմվում է ԿԲ խորհրդի, դրամավարկային քաղաքականության թիմի, ինչպես նաև ֆինանսական շուկաների և հասարակության կարծիքների, գաղափարների, մտավախությունների հիման վրա: Վերոնշյալ մասնակիցների շրջանակներում տարբեր տեսակետների ձևավորումը խրախուսելու, ինչպես նաև դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման և հաղորդակցման գործընթացներին նպաստելու տեսանկյունից կարևոր է սույն տեղեկատվության բազմությունը ներկայացնել համակարգված կառուցվածքի ներքո: Սցենարների բազմությունը դրամավարկային քաղաքականության թիմի կողմից տարբեր շահագրգիռ կողմերի՝ ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության համար կարևոր ռիսկերի վերաբերյալ տեսակետների համառոտ ամփոփումն է:

Աղյուսակ Ե.1. Սցենարների բազմության կառուցվածքը

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Պահանջարկի ընդլայնում Այնպիսի ցնցումներ (շոկեր), որոնք կարող են հանգեցնել համախառն առաջարկի համեմատությամբ համախառն պահանջարկի առաջանցիկ աճի, որն իր հերթին կարող է հանգեցնել ներծին գնաճի աճի: Վերոնշյալ իրավիճակի պայմաններում տնտեսությունում գների կայունության ապահովման և գնաճային սպասումների խարսխման նպատակով դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից կարող է պահանջվել տոկոսադրույքների բարձրացման համեմատաբար խիստ արձագանք: Բարդություններ՝ Կենտրոնական բանկի նկատմամբ վստահելիությունը կարող է թույլ լինել: Թողարկում + | Գնաճ +	**Պահանջարկի զսպում** Այնպիսի ցնցումներ (շոկեր), որոնք կարող են հանգեցնել համախառն առաջարկի համեմատությամբ առավել թույլ համախառն պահանջարկի, որն իր հերթին կարող է հանգեցնել ներծին գնաճի նվազման: Վերոնշյալ իրավիճակի պայմաններում տնտեսությունում գների կայունության ապահովման և գնաճային սպասումների խարսխման նպատակով դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից կարող է պահանջվել տոկոսադրույքների նվազեցման համեմատաբար խիստ արձագանք: Բարդություններ՝ տոկոսադրույքի արդյունավետ ներքևի սահման, ցածր գնաճային կամ գնանկումային միջավայր: Թողարկում - | Գնաճ –
Առաջարկի զսպում Ստագֆլյացիոն ցնցումներ (շոկեր), որոնք կարող են պահանջել քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի բարձրացման ուղղությամբ կոշտ և ագրեսիվ արձագանք՝ առաջացնելով գնաճի, տնտեսական աճի կամ այլ նպատակների (օրինակ՝ գործազրկություն) միջև զգալի կարճաժամկետ երկընտրանք: Բարդություններ՝ թույլ տնտեսությունը լրացուցիչ զսպելու հետ կապված խնդիրներ: Թողարկում - | Գնաճ +	**Առաջարկի ընդլայնում** Առաջարկի բարենպաստ ցնցումներ (շոկեր), որոնք կարող են գնաճը հետ բերել իր թիրախային մակարդակին, հանգեցնել առավել բարձր տնտեսական աճի և ցածր տոկոսադրույքների: Բարդություններ՝ տնտեսության ընթացիկ միտումներն ապագայի վրա տարածելը կարող է ռիսկային լինել: Թողարկում + | Գնաճ -

Սցենարների բազմությունը ներառում է Ա (պահանջարկի ընդլայնում կամ առաջարկի զսպում) և Բ (պահանջարկի զսպում կամ առաջարկի ընդլայնում) տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ: Տարաբնույթ ցնցումների դասակարգումը կարող է իրականացվել՝ ելնելով տարբեր հատկանիշներից և ձևերից: Ցնցումների վերոնշյալ դասակարգման հիմքում առաջարկի և պահանջարկի շարժիչ ուժերի միջև եղած տարբերությունն է: Սա հատկապես կարևոր է քաղաքականության իրականացման տեսանկյունից, քանի որ վերջինս հնարավորություն է տալիս վերլուծելու գնաճային ճնշումների աղբյուրների, ինչպես նաև տնտեսության համար կարևոր, հնարավոր ռիսկերի վերաբերյալ տեղեկատվությունը: Տարաբնույթ ցնցումների բնույթն ու մեծությունը վերլուծելուց և հասկանալուց հետո քաղաքականություն մշակող մարմինները ձևավորում են դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքը՝ անբարենպաստ ցնցումների բացասական ազդեցության հետևանքները մեղմելու և դրական ցնցումներից եկող օգուտներն օգտագործելու ուղղությամբ:

Սցենարների բազմություն. 2024 թվականի երրորդ եռամսյակ

Աղյուսակ Ե.2. Սցենարների բազմություն. 2024 թվականի երրորդ եռամսյակ

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ

Պահանջարկի ընդլայնում
– ԱՄՆ-ի վերջին շրջանի զարգացումները էականորեն մեծացրել են ԴՊՀ-ի կողմից տոկոսադրույքների աստիճանական թուլացման հավանականությունը, սակայն դեռևս առկա է երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի և գնաճը թիրախային մակարդակին վերջնականապես վերադարձնելու շուրջ անորոշություն: Ռիսկերը, որ ԱՄՆ-ի երկարաժամկետ տոկոսադրույքները դրամավարկային պայմանների նորմալացումից հետո կվերադառնան նախաքովիդյան մակարդակներին, բավականին ցածր են, ինչը ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի առումով պարունակում է առավելապես բարձր մակարդակում պահպանման ռիսկեր:
– ԱՄՆ-ի հետընտրական շրջանում առկա են անորոշություններ՝ պայմանավորված հարկաբյուջետային խթանների հավանական ավելացման, ինչպես նաև ԱՄՆ-ի և հիմնական առևտրային գործընկերների միջև մաքսատուրքերի հնարավոր աճերով, որոնք միջազգային ապրանքային շուկաներում կստեղծեն լրացուցիչ գնաճային ճնշումներ:
– Ռուս-ուկրաինական հակամարտության վերջին սրացումների և ՌԴ-ի նկատմամբ երրորդ երկրների կողմից կիրառված սահմանափակումների շարունակական խստացման պայմաններում ՌԴ-ից դեպի ՀՀ միջազգային այցելուների նոր հոսքի, ինչպես նաև ՀՀ ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի նոր հնարավոր ալիքի ներքո ՀՀ տնտեսությունում կձևավորվեն լրացուցիչ պահանջարկ և գնաճային ճնշումներ, թեև ավելի թույլ, քան նախորդ պարբերաշրջանում:
– Ներքին տնտեսությունում արձանագրվող բարձր տնտեսական աճը, հնարավոր է, արտացոլում է արտադրողականության, կապիտալի սահմանային հատույցի և չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակը, ինչի պարագայում ռիսկեր կան պահանջարկի շարունակական արագացման և գնաճային ճնշումների ավելացման տեսանկյունից:
– Ի տարբերություն այլ զարգացող երկրներում արձանագրվող երկրի ռիսկի հավելավճարի էական նվազումների՝ Հայաստանում երկրի ռիսկի հավելավճարը տարվա սկզբից պահպանվում է համեմատաբար կայուն ցածր մակարդակում՝ վերջին շաբաթների ընթացքում դրսևորելով աճի միտումներ: Վերջինս արտացոլում է ՀՀ-ին և տարածաշրջանին բնորոշ առանձնահատկությունները, այդ թվում՝ սահմանային լարվածության, տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների և այլ գործոնների վերաբերյալ անորոշությունները: Այս համատեքստում, երկրի ռիսկի հավելավճարի՝ վերևի ուղղությամբ հնարավոր վերագնահատումը ռիսկեր է պարունակում չեզոք տոկոսադրույքի դեպի վերև վերանայման տեսանկյունից, ինչը, այլ հավասար պայմաններում, առավել խթանող ԴՎՔ դիրքի հետ կապված, պարունակում է առավելապես գնաճային ռիսկեր:
– Հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից առկա անորոշությունները պայմանավորված են ծրագրվածի համեմատությամբ հարկային եկամուտների թերակատարման ռիսկերով և սոցիալական աջակցության ծրագրերի իրականացման նպատակով ընթացիկ ծախսերի ավելացման անհրաժեշտությամբ: Սա մի կողմից՝ կնպաստի հարկաբյուջետային ավելի խթանող դիրքի ձևավորմանը, մյուս կողմից՝ ռիսկեր կպարունակի պետական պարտքի հնարավոր ավելացման տեսանկյունից:
 	
Շարունակությունը հաջորդ էջում
	Պահանջարկի զսպում
	– Համաշխարհային տնտեսությունում, հատկապես ԵՄ-ում և Չինաստանում, պահպանվում են թույլ տնտեսական աճի հեռանկարի հետ կապված մտահոգությունները, որոնք կարող են նախադրյալներ ստեղծել ավելի խոր տնտեսական անկման սցենարների համար:
	– Չնայած ՌԴ տնտեսական աճը պահպանվում է բարձր մակարդակում, այնուհանդերձ, Արևմուտքի նոր պատժամիջոցները՝ տնտեսական աճի կայունության մասով, որոշակի մտահոգություններ են առաջացնում: Այս իրավիճակում, տնտեսական ակտիվության հնարավոր կտրուկ դանդաղման և դրանից ածանցվող բացասական ազդեցությունների ֆոնին, կստեղծվեն ՀՀ դրամական փոխանցումների և ՀՀ ապրանքների ու ծառայությունների նկատմամբ ՌԴ պահանջարկի հետագա նվազման ուղղությամբ խնդիրներ:
	– Անշարժ գույքի շուկայում գերտաքացած վիճակի պահպանումը ռիսկեր է պարունակում շինարարության ոլորտի հետագա դանդաղման և անշարժ գույքի գների նվազման տեսանկյունից, ինչը լրացուցիչ զսպող ազդեցություն կփոխանցի տնտեսության հարակից ոլորտներին՝ ձևավորելով տնտեսությունում համախառն պահանջարկի նվազման ու գնանկումային ազդեցությունների ռիսկեր:
	– Գործազրկության մակարդակի որոշակի աճը, մասնավոր աշխատավարձերի աճի դանդաղումը, ինչպես նաև ոչ ներառական տնտեսական աճը, որն արտահայտվում է տնտեսության որոշ ոլորտներում եկամուտների կենտրոնացվածության բարձր աստիճանով, ցածր գնաճային միջավայրի պայմաններում անորոշություններ է պարունակում ներքին պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ և ձևավորում է բացասական պահանջարկի միջավայրի առաջացման ռիսկեր՝ միջնաժամկետ հեռանկարում ունենալով շարունակական գնանկումային ազդեցություններ:
	– Առավել երկար ժամանակահատվածում գնաճի՝ թիրախային մակարդակից ցածր պահպանումը, հնարավոր է, հանգեցնի նվազման ուղղությամբ գնաճային սպասումների ճշգրտմանը, երկար պահպանմանը և զսպված սպառողական վարքագծի առաջացմանը:
	– Հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից պահանջարկի լրացուցիչ զսպման ռիսկեր.
	  – Առաջիկայում հարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցության բարելավման և բյուջեի պակասուրդը ֆինանսավորելու տեսանկյունից հնարավոր հարկային վարչարարության խստացման, օրենսդրական փոփոխությունների և այլ միջոցառումների արդյունքում պահանջարկի լրացուցիչ զսպում:
	  – Պետական ծախսերի կառուցվածքում կապիտալ ծախսերի մասնաբաժնի հարաբերական աճը կարող է հանգեցնել հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ համախառն պահանջարկի վրա ավելի զսպող ազդեցությանը:
	
	Շարունակությունը հաջորդ էջում

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ (շարունակություն)	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ (շարունակություն)

Պահանջարկի ընդլայնում (շարունակություն)
– Ներքին տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի ձևավորման և երկարատև պահպանման սցենարներ.
  – Ներուժային մակարդակից բարձր տնտեսական աճի պահպանումը ենթադրում է, որ ավելցուկային պահանջարկի պայմանները ՀՀ-ում դեռևս պահպանվում են:
  – Մասնավոր հատվածում կուտակված խնայողությունները, սպառողական վարկերի շարունակական բարձր աճը, ինչպես նաև արտահանման դրական զարգացումներից ածանցվող եկամուտների աճը կնպաստեն մասնավոր սպառման աճի արագացմանը և դրանից ածանցվող գնաճային ճնշումների ավելացմանը:
– Բարձր գնաճային սպասումները պահպանվում են:
	Պահանջարկի զսպում (շարունակություն)
	– Ներքին տնտեսությունում չեզոք տոկոսադրույքի ավելի ցածր լինելու վերաբերյալ անորոշությունները և համեմատաբար խիստ դրամավարկային ու ֆինանսական պայմանները, այդ թվում՝ իրական փոխարժեքի արժևորումը հնարավոր է որոշակի զսպող ազդեցություն ունենան ՀՀ-ում ներդրումների, աշխատուժի ներհոսքի, ապրանքների ու ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի, ինչպես նաև տնտեսության արտահանելի հատվածի միջնաժամկետ հեռանկարի վրա՝ հանգեցնելով զսպված պահանջարկի ու ցածր գնաճային միջավայրի առավել երկար պահպանմանը:

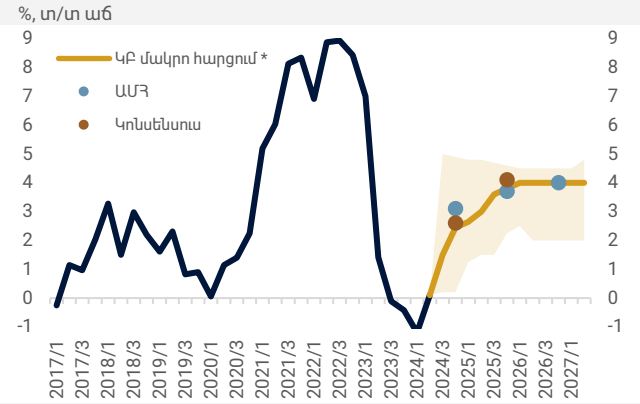
Առաջարկի զսպում
– Մերձավոր Արևելքում և Կարմիր ծովում ճգնաժամի հետագա սրացումը կխորացնի համաշխարհային արժեշղթաների խաթարումները, այդ թվում՝ նավթի արդյունահանման և տեղափոխման տեսանկյունից, և ճնշումներ կգործադրի համաշխարհային գնաճի ավելացման ուղղությամբ, արդյունքում, մի կողմից՝ սահմանափակելով առաջատար երկրների ԿԲ-ներին՝ առաջիկայում թուլացնելու դրամավարկային քաղաքականությունը, մյուս կողմից՝ լրացուցիչ գնաճային միջավայր ստեղծելով ներմուծվող ապրանքների տեսանկյունից:
– Արտաքին առևտրի բավականին մեծ ծավալներով, ինչպես նաև կապիտալի հոսքերով պայմանավորված ՀՀ տնտեսական աճը նպաստում է դրամի հարաբերական կայունության պահպանմանը: ՌԴ-ի և երրորդ երկրների նկատմամբ շարունակվող ու առավել թիրախային պատժամիջոցների հետևանքով և աճի կտրուկ դանդաղման դեպքում հնարավոր են ֆինանսական հոսքերի էական նվազման ու ֆինանսական շուկաներում տատանողականության ավելացման հետ կապված գնաճային ռիսկեր:
– ՀՀ աշխատանքի շուկայում ինտեգրված օտարերկրյա աշխատուժի հնարավոր արտահոսքի ռիսկերը տնտեսության որոշ ճյուղերում կարող են առաջացնել աշխատաշուկայի պայմանների խստացում, ինչը տնտեսության համար աշխատաշուկայից ածանցվող նոր գնաճային ալիքի աղբյուր է:
	Առաջարկի ընդլայնում
	– Աշխատուժի առաջարկի ավելացումը ՀՀ-ում կնպաստի աշխատուժի շուկայի հավասարակշռության վերականգնմանը, ավելցուկային առաջարկի ձևավորմանը, ինչպես նաև աշխատավարձերի նվազմանը՝ էականորեն թուլացնելով գնաճային ճնշումները, որին կնպաստեն.
	  – ՀՀ սեզոնային միգրացիայի կտրուկ նվազումը դեպի ՌԴ՝ պայմանավորված ՀՀ-ում և ՌԴ-ում աշխատավարձերի ճեղքվածքի փոքրացմամբ, ինչպես նաև որոշակի հարկման գործիքների ներդրմամբ, ինչը կարող է ստիպել սեզոնային աշխատողներին ինտեգրվել ՀՀ աշխատանքային շուկային:
	  – ՀՀ-ում նախորդ տարիներին միջին աշխատավարձերի աճի կտրուկ արագացումը, դրամական փոխանցումների դերի նվազումը, ինչպես նաև բոլոր տիպի որակավորում ունեցող աշխատուժի ներգրավման տեսանկյունից բարենպաստ տնտեսական աճի կառուցվածքը կարող են նույնպես օժանդակել ՀՀ-ում տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության՝ արագ տեմպերով ՀՀ աշխատանքի շուկային ինտեգրմանը՝ թուլացնելով գնաճային ճնշումները:
	– Սեզոնային պարենային ապրանքների մասով գնանկումային ազդեցությունները կպահպանվեն՝ պայմանավորված ջերմոցային տնտեսությունների ավելացման արդյունքում համախառն թողարկման աճով, որը կարող է զուգակցվել գյուղատնտեսական ապրանքների արտահանման հնարավոր դժվարություններով: Այս սցենարը կարող է առավել գնանկումային ազդեցություններ ունենալ տնտեսությունում և բարդացնել գնաճի ու գնաճային սպասումների կառավարման խնդիրը:

Ներգիր 4. Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

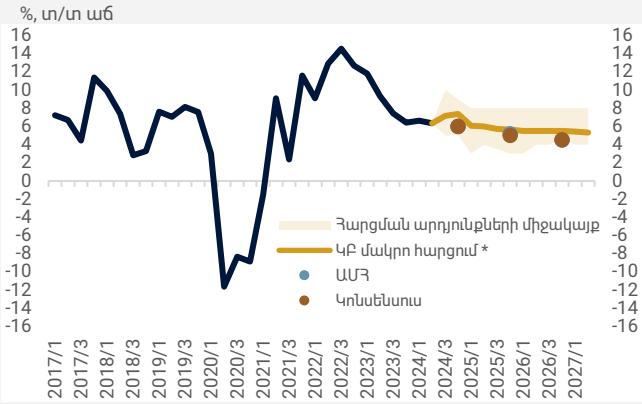
ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության համակարգի ներքո (ԿՔՎՀ-2) Կենտրոնական բանկն իր մակրոտնտեսական կանխատեսումները չի ներկայացնում մեկ հիմնական կամ բազային սցենարի տեսքով: Փոխարենը, հիմք ընդունելով ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչներ, ինստիտուցիոնալ ներդրողներ և այլն) եռամսյակային հարցումներից ստացվող տեղեկատվությունը, ԿԲ-ն կառուցում է մակրոտնտեսական հիմքերով (macro consistent) շուկայի ուղղորդիչ սցենար: Այդ առումով, շուկայի ուղղորդիչ սցենարը կարող է ծառայել նույն նպատակին, ինչին հիմնական կամ բազային սցենարը, քանի որ վերջինս ներկայացնում է շուկայի՝ «ապագայի վերաբերյալ ամենահավանական» գնահատականը՝ հիմնված տվյալ պահի դրությամբ շուկայի մասնակիցներին հասանելի տեղեկատվության վրա: Շուկայի ուղղորդիչ սցենարի կիրառությունը ԿԲ-ին թույլ է տալիս շուկայական «ամենահավանական» սպասումներին զուգահեռ, ուշադրությունը կենտրոնացնել այն անորոշությունների, ռիսկերի ու սցենարների վրա, որոնք կարող են պարունակել ռիսկեր դրամավարկային քաղաքականության ու գների կայունության տեսանկյունից՝ միաժամանակ հնարավորություն տալով արդյունավետորեն հաղորդակցելու փաստացի ԴՎՔ որոշումների կայացման տրամաբանությունը ռիսկերի կառավարման մոտեցման ներքո: ԿԲ-ի կողմից շուկայի ուղղորդիչ սցենարը ներկայացվում է զարգացման մի քանի տիպային սցենարների հետ միասին:

Ծանոթագրություն: ՀՀ ԿԲ մակրոտնտեսական հարցումներն իրականացվում են ՀՀ ԿԲ-ի կողմից՝ եռամսյակային պարբերականությամբ: Շուկայի ուղղորդիչ սցենարի կառուցման նպատակով յուրաքանչյուր մասնակցի հարցման արդյունքի հիման վրա պետք է ներկայացվի մակրոհետևողական սցենար, որն ընդգրկի սցենարի հիմքում առկա որակական գործոնների և համապատասխան Ա և Բ տիպի ռիսկերի նկարագրությունը, ինչպես նաև առաջիկա 12 եռամսյակների կտրվածքով գնաճի, տնտեսական աճի, ՀՀ ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքի և դրամ/դոլար անվանական փոխարժեքի քանակական կանխատեսումները: 2024 թվականի 3-րդ եռամսյակի հարցումները իրականացվել են հուլիս-օգոստոս ամիսներին: Հարցմանը մասնակցել են 18 առևտրային բանկ, 35 վարկային կազմակերպություն, 19 ներդրումային ընկերություն և 1 ֆոնդի կառավարիչ:

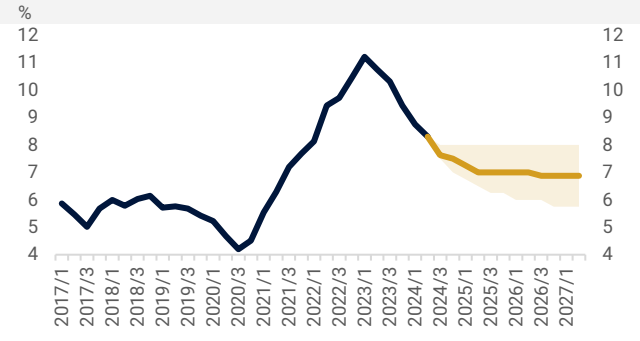
Գծապատկեր Ն.4.1. Գնաճ



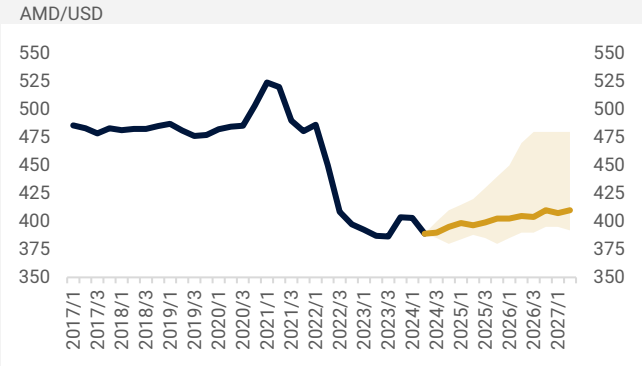
Գծապատկեր Ն.4.3. Իրական ՀՆԱ աճ



Գծապատկեր Ն.4.2. ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք



Գծապատկեր Ն.4.4. Անվանական փոխարժեք



* ՀՀ ԿԲ մակրոհարցման արդյունքները ներկայացվում են որպես հարցման պատասխանների միջին (գիծ), և նվազագույն և առավելագույն պատասխանների միջև ընկած միջակայք (ստվերագծված պատկեր):

Աղյուսակ 3.Գ.1. Հայաստանի տնտեսական աճի և գնաճի կանխատեսումներ

Աղբյուր Ամսաթիվ	ԱՄՀ Ապր-24	ԿԲ մակրո հարցում 2024 թ. 3-րդ եռ.	Կոնսենսուս Սեպտ-24
ՀՆԱ աճ (տարեկան, %)			
2023 (փաստացի)		8.3	
2024	6.0	6.6	6.0
2025	5.2	5.9	5.0
2026	4.5	5.5	4.5
Գնաճ (տարեկան, %)			
2023 (փաստացի)		-0.6	
2024	3.1	2.5	0.3
2025	3.7	3.8	3.8
2026	4.0	4.0	4.1

Աղբյուրը՝ ԱՄՀ, ՀԲ, ԱԶԲ, ԿԲ մակրոտնտեսական հարցում

Զ. Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար

Սցենար Ա. Ծուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակ

ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի վերաբերյալ անորոշությունների պահպանումը և ավելացման ուղղությամբ հնարավոր վերագնահատումը

ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը ներկայումս գտնվում է պատմականորեն ցածր մակարդակում՝ հիմնականում հետևելով զարգացող երկրների միտումներին: Այնուհանդերձ, ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի շուրջ կան էական անորոշություններ, ինչն էլ հանդիսացել է տիպային Ա սցենարի քննարկման հիմնական շարժառիթը: Մասնավորապես՝ տարածաշրջանային լարվածության պահպանումը, աշխարհաքաղաքական զարգացումների հետ կապված անորոշությունները, ինչպես նաև ՀՀ տնտեսության հիմնարարների հնարավոր թուլացումը որոշակիորեն առանձնացրել են ՀՀ-ն զարգացող երկրների ընդհանուր միտումներից: Այս համատեքստում հնարավոր է, որ ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը արագորեն ճշգրտվի դեպի երկարաժամկետ կայուն մակարդակ՝ նախանշելով չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակը: Այս սցենարում ԿԲ-ն պետք է հաշվի առնի տնտեսությունում ռիսկի գործոնների ու չեզոք տոկոսադրույքի հնարավոր ավելացումը և ԴՎՔ դիրքը համապատասխանորեն ճշգրտի: Արդյունքում՝ ԿԲ-ի կողմից շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի խիստ դրամավարկային քաղաքականությունն անհրաժեշտ է ֆինանսական շուկաներում հնարավոր տատանողականության ավելացումից և դրամավարկային քաղաքականության ուղղության հնարավոր շրջապտույտից խուսափելու համար:

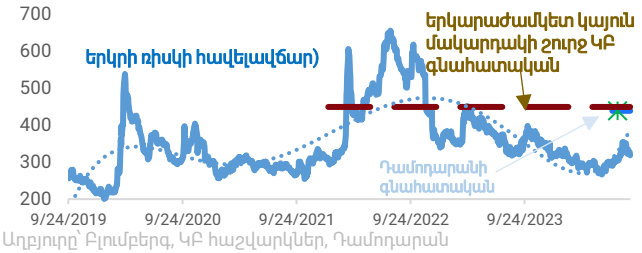
Զարգացած երկրներում դրամավարկային քաղաքականության պարբերաշրջանները և երկարաժամկետ տոկոսադրույքները, սովորաբար, ազդում են զարգացող երկրների պարտատոմսերի եկամտաբերությունների և ռիսկի հավելավճարների վրա: Օրինակ՝ երբ շուկաները սպասում են ԱՄՆ-ում ապագա դրամավարկային պայմանների խստացմանը, և երկարաժամկետ տոկոսադրույքներն աճում են, այդ ժամանակահատվածում զարգացող երկրների ռիսկայնությունը սովորաբար ավելանում է, քանի որ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աճը հիմնականում ուղեկցվում է այլ արժույթների նկատմամբ դոլարի ամրապնդմամբ, ինչն էլ խնդիրներ է ստեղծում զարգացող երկրների արտաքին պարտքի սպասարկման տեսանկյունից: Վերջերս, ԱՄՆ-ում ընդհանուր գնաճային միջավայրի թուլացման և լրիվ զբաղվածության մանդատի հետ կապված մտահոգությունների ավելացման ֆոնին, ԴՊՀ-ի կողմից տոկոսադրույքների բարձր մակարդակում ավելի երկար պահպանման ռիսկերը էականորեն նվազել են: Արդյունքում՝ ապագա տոկոսադրույքների վերաբերյալ սպասումները և երկարաժամկետ տոկոսադրույքները ԱՄՆ-ում բավականին նվազել են: Այս զարգացումների համատեքստում զարգացող երկրները դարձել են ավելի գրավիչ ֆինանսական հոսքերի տեսանկյունից: Մյուս կողմից՝ ԱՄՆ-ի Կոնգրեսի կողմից պետական պարտքի նոր կանխատեսումները որոշակի մտահոգություններ են ստեղծում հարկաբյուջետային քաղաքականության և պետական պարտքի կայունության տեսանկյունից, ինչը ևս լրացուցիչ խթան է հանդիսացել զարգացող երկրների հարաբերական ներդրումային գրավչության առումով՝ նպաստելով տվյալ երկրներում ռիսկի հավելավճարների նվազմանը և երկարաժամկետ կայուն մակարդակներից ցածր մակարդակներում պահպանմանը:

ՀՀ ռիսկի հավելավճարի զարգացումները, ընդհանուր առմամբ, բավականին մոտ են եղել զարգացող երկրների միտումներին և ներկայումս պահպանվում են պատմականորեն ցածր մակարդակում: Այնուհանդերձ, մի շարք արտաքին (տարածաշրջանային լարվածության և աշխարհաքաղաքական զարգացումների հետ կապված անորոշությունների պահպանումը և ՀՀ մեծ խոցելիությունը նմանատիպ փոփոխությունների հանդեպ, ՌԴ տնտեսական հեռանկարների վերաբերյալ անորոշությունը և ՀՀ ու ՌԴ տնտեսությունների բազմաշերտ տնտեսական կապերը) և ՀՀ ներքին տնտեսությանը ներհատուկ գործոնների (տնտեսական աճի կառուցվածքը և աճի հեռանկարների հետ կապված անորոշությունը (ներգիր 2), ինչպես նաև բյուջեի պակասուրդի հնարավոր ավելացման ռիսկերը (բաժին 3.Բ)) արդյունքում ՀՀ-ն վերջերս որոշակիորեն շեղվել է զարգացող երկրների ընդհանուր միտումներից, և վերջին շաբաթների ընթացքում նկատվել է նաև ՀՀ ռիսկի հավելավճարի փոքր-ինչ ավելացում:

Վերոնշյալ տարածաշրջանային և ՀՀ-ին հատուկ գործոնների պահպանման արդյունքում հնարավոր է, որ արտաքին աշխարհից ածանցվող դրական ազդեցությունները, որոնք տեղի են ունենում ԱՄՆ-ում ապագա տոկոսադրույքների վերաբերյալ սպասումների նվազման ֆոնին, այլևս ՀՀ-ի վրա չանդրադառնան և ՀՀ-ն շարունակի առանձնանալ ընդհանուր զարգացող երկրների դրական միտումներից: Այս սցենարը ենթադրում է ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի ճշգրտում ընթացիկ ցածր մակարդակից դեպի երկարաժամկետ կայուն մակարդակ (օրինակ՝ ըստ Դամոդարանի հաշվարկների՝ ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը գնահատվում է շուրջ 440 բազիսային կետ, իսկ ԿԲ-ի կողմից տնտեսության հիմնարարներից ածանցվող ՀՀ ռիսկի հավելավճարի գնահատականը 450 բազիսային կետի շուրջ է): Եթե ներքին տնտեսությունում տոկոսադրույքները չհետևեն շուկաների կողմից ՀՀ ընդհանուր ռիսկի գործոնների վերագնահատմանը, ՀՀ-ում ռիսկով կշռված տոկոսադրույքները, հավանաբար, կնվազեն (այլ հավասար պայմաններում) արտաքին տոկոսադրույքների համեմատությամբ, ինչն էլ կարող է նպաստել ՀՀ-ի և այլ երկրների միջև արբիտրաժի հնարավորությունների ձևավորմանն ու ֆինանսական արտահոսքի խորացմանը: Նման սցենարը ենթադրում է ԿԲ-ի կողմից շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի խիստ ուղի՝ ՀՀ ռիսկի հավելավճարի հնարավոր ավելացումը հաշվի առնելու և դեռևս խոցելի մակրոտնտեսական միջավայրում ֆինանսական շուկաներում հնարավոր տատանողականության ավելացումից խուսափելու համար: Կախված այն հանգամանքից, թե ՀՀ ռիսկի հավելավճարը ինչ արագությամբ կճշգրտվի, և ինչքանով են տնտեսությունում գնաճային սպասումները խարսխված, սցենարում հնարավոր են նաև ֆինանսական շուկաներում տատանողականության ավելացման և գնաճային սպասումների ապախարսխման դրսևորումներ: Թեև սա սցենարի հիմնական բաղադրիչ չէ, այնուհանդերձ, նման երևույթների տեղի ունենալու դեպքում ԿԲ-ն համապատասխանորեն լրացուցիչ կճշգրտի քաղաքականության ընթացքը գների կայունության նպատակի իրագործման համար:

Գծապատկեր 3.Զ.1. ՀՀ ռիսկի հավելավճարի և երկարաժամկետ կայուն մակարդակի վերաբերյալ գնահատականներ

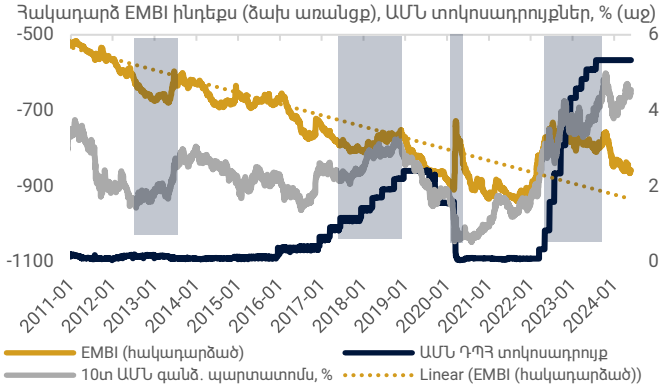
ՀՀ ռիսկի հավելավճար, բազիսային կետ



Աղբյուրը՝ Բլումբերգ, ԿԲ հաշվարկներ, Դամոդարան

Գծապատկեր 3.Զ.2. 10 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ-ի գանձ. պարտատոմսի և EMBI-ի եկամտաբերություն

Հակադարձ EMBI ինդեքս (ձախ առանցք), ԱՄՆ տոկոսադրույքներ, % (աջ)



Աղբյուրը՝ FRED, Բլումբերգ

Սցենար Բ. Ծուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի ցածր մակարդակ

Աշխատանքային շուկայի պայմանների թուլացում և բացասական պահանջարկի միջավայրի զարգացում ներքին տնտեսությունում

2024 թ. ընթացքում տնային տնտեսություններից ստացվող հարցումների արդյունքները և աշխատավարձերի աճի թուլացումը մատնանշում են ՀՀ աշխատաշուկայի պայմանների որոշակի թուլացում: Առաջին եռամսյակում գործազրկության մակարդակի աճը (գծապատկեր 3.Գ.1) տեղի է ունեցել ոչ թե աշխատուժի առաջարկի էական ավելացման, այլ զբաղվածների նվազման հաշվին (գծապատկեր 3.Գ.2), որը կարող է նախանշել թույլ ներքին պահանջարկի միջավայրի ձևավորման մասին: Միևնույն ժամանակ, վերջին ամիսներին տնտեսության մասնավոր հատվածում նկատվում է աշխատավարձերի աճի տեմպերի զգալի թուլացում, իսկ առանց ֆինանսական և անշարժ գույքի ճյուղերի, աշխատավարձերի աճը աննշան է (գծապատկեր 3.Զ.1):

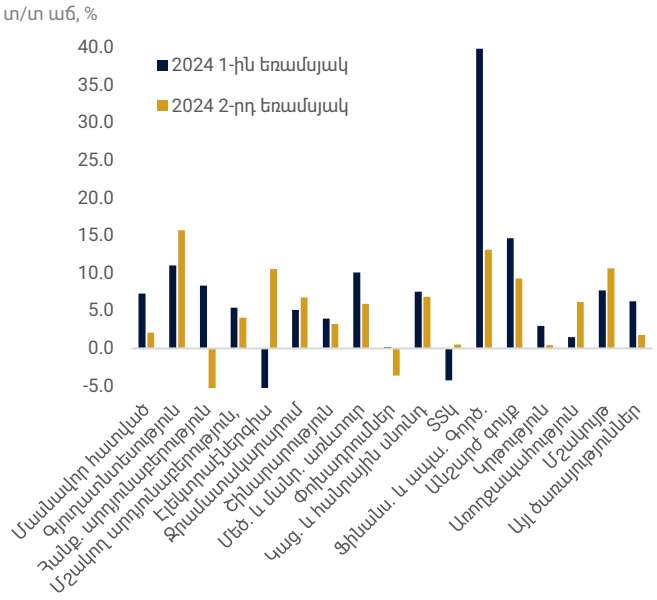
Սովորաբար, աշխատանքի շուկան որոշակի ժամանակային շեղումով է արձագանքում տնտեսությունում տեղի ունեցող գործընթացներին (հատկապես եթե խոսքը պահանջարկի միջավայրի թուլացման մասին է), քանի որ առկա են անվանական և իրական կոշտություններ: Աշխատանքի շուկան նկարագրող ամփոփ տվյալները, որոնք ստացվում են տնային տնտեսությունների հարցման արդյունքում, հրապարակվում են բավականին ուշ՝ ավելի բարդացնելով աշխատանքի շուկայի վերաբերյալ օպերատիվ գնահատականների ստացումը: Ուստի իրական ժամանակահատվածում աշխատանքի շուկայի պայմանների վերաբերյալ կա մեծ անորոշություն: Մյուս կողմից՝ ՊԵԿ-ի տեղեկատվական բազաների հիման վրա գնահատվող զբաղվածության ցուցանիշը, որը բավականին բարձր տեմպերով աճում է, վերաբերում է միայն ֆորմալ զբաղվածությանը և չի արտացոլում ամբողջ տնտեսության դինամիկան: Ավելին, վերջինս կարող է արտացոլել տնտեսությունում աշխատուժի կառուցվածքային շարժերը ոչ ֆորմալ զբաղվածությունից (օր.՝ գյուղատնտեսություն) դեպի ֆորմալ զբաղվածություն: Ֆորմալ զբաղվածությունը կարող է անդրադառնալ նաև միջին աշխատավարձի ցուցանիշի վրա՝ բարդացնելով մասնավոր աշխատավարձերի վրա կառուցվածքային փոփոխությունների ազդեցության տարանջատումը տնտեսությունում պահանջարկի, արտադրողականության, գնաճի և գնաճային սպասումներից ածանցվող ազդեցություններից:

Չբացառելով աշխատանքի շուկայի այլընտրանքային մեկնաբանությունները և հաշվի առնելով տնտեսության մյուս հատվածներում առկա մեծ անորոշություններն ու համախառն պահանջարկի միջավայրի գնահատման հետ կապված դժվարությունները (որոշ ճյուղերում կենտրոնացված տնտեսական աճ, տնտեսական աճի էական վերանայումներ և այլն), ինչպես նաև խթանելով սցենարային քննարկումները՝ տիպային Բ սցենարը հիմնված է այն ենթադրության վրա, որ աշխատանքի շուկան արդեն իսկ արտացոլում է տնտեսությունում ընդհանուր պահանջարկի միջավայրի աստիճանական թուլացումը, որը թաքնված է բարձր, բայց ոչ ներառական տնտեսական աճի ցուցանիշների ներքո: Այս պարագայում գործազրկության հետագա աճը և աշխատավարձերի՝ ցածր մակարդակում պահպանումը ցածր գնաճային միջավայրի պայմաններում էական անորոշություններ է պարունակում ներքին պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ և առաջացնում բացասական պահանջարկի միջավայրի հետ կապված ռիսկեր՝ միջնաժամկետ հեռանկարում ունենալով շարունակական գնանկումային ազդեցություններ:

Արդյունքում՝ տիպային Բ սցենարը հիմնված է այն ենթադրության վրա, որ ներքին տնտեսությունում պահպանվող թույլ գնաճային միջավայրը (գծապատկեր 3.Գ.5) իրականում արտահայտում է պահանջարկի զսպված պայմանները, և աշխատանքի շուկայի հետագա թուլացումը կարող է ավելի խորացնել տնտեսությունում գնանկումային ճնշումները: Այս սցենարի պարագայում տնտեսության նախնական պայմանները վկայում են բացասական ՀՆԱ ճեղքվածքի առկայության մասին: Կանխատեսված հորիզոնում զսպված պահանջարկի պահպանումը սահմանափակ ազդեցություն կունենա գների՝ դեպի ներքև շարունակական ճշգրտման տեսանկյունից, քանի որ առկա են աշխատավարձերի և գների՝ ներքևի ուղղությամբ կոշտություններ: Այնուհանդերձ, հաշվի առնելով առավել երկար ժամանակահատվածում գնաճի՝ թիրախային մակարդակից ցածր պահպանումը, վերջինս կարող է հանգեցնել գնաճային սպասումների՝ ներքևի ուղղությամբ ճշգրտմանը, երկար պահպանմանը և միջնաժամկետ հորիզոնում զսպված սպառողական վարքագծի հետագա խորացմանը: Գնաճային սպասումների նվազումը, այլ հավասար պայմաններում, կհանգեցնի նաև տնտեսությունում իրական տոկոսադրույքների ավելացման, ինչը լրացուցիչ խթան կհանդիսանա խնայողական վարքագծի ձևավորման համար:

Նման իրավիճակում, առաջնորդվելով հասարակության համար նվազագույն ծախսերով գների կայունության նպատակի իրագործման հանձնառությամբ, ԿԲ-ն պետք է որդեգրի շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի առավել կտրուկ և արագ նվազման ուղի՝ միջնաժամկետում պահանջարկը խթանելու և գնաճը թիրախին մոտեցնելու նպատակով:

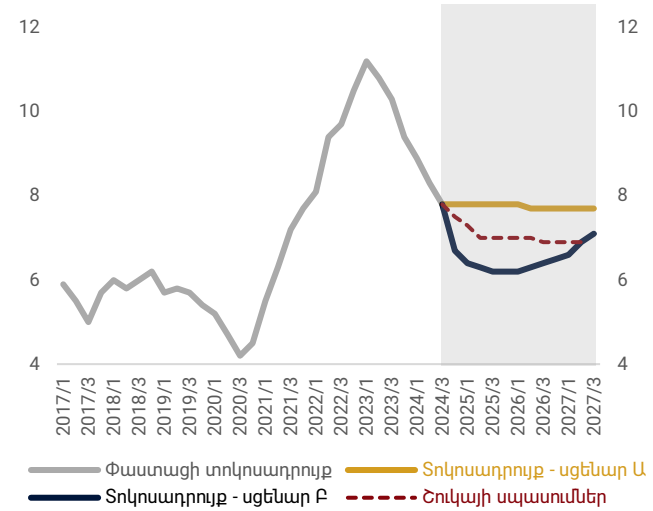
Գծապատկեր 3.Զ.3. Մասնավոր հատվածում աշխատավարձերի աճի տեմպը



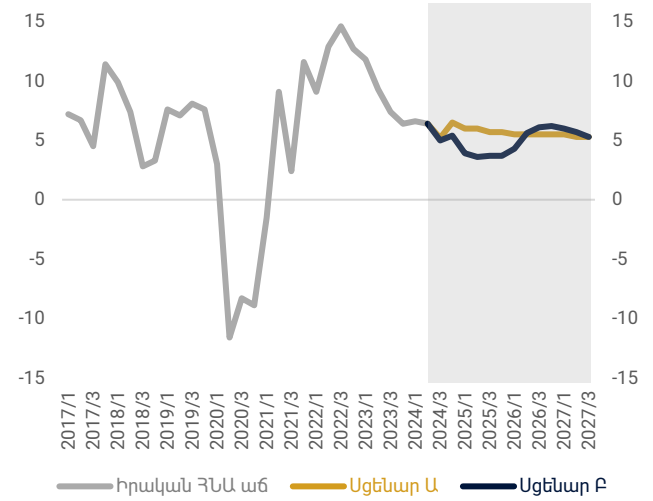
Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Տիպային Ա և Բ սցենարների մակրոտնտեսական/ կանխատեսումների ամփոփում

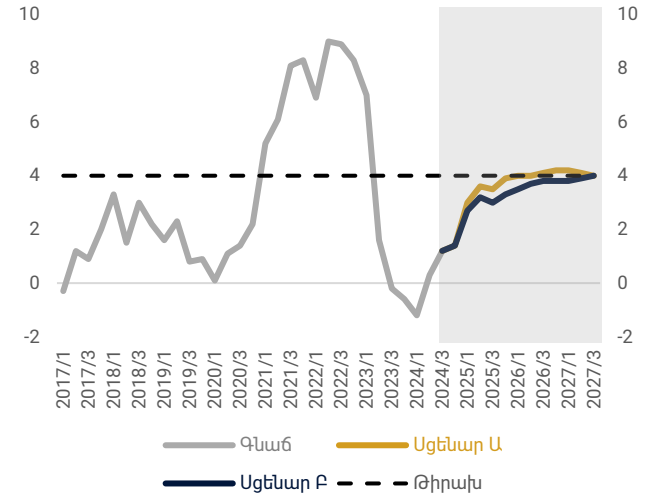
Գծապատկեր 3.Զ.4. Ներծին քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծ, %



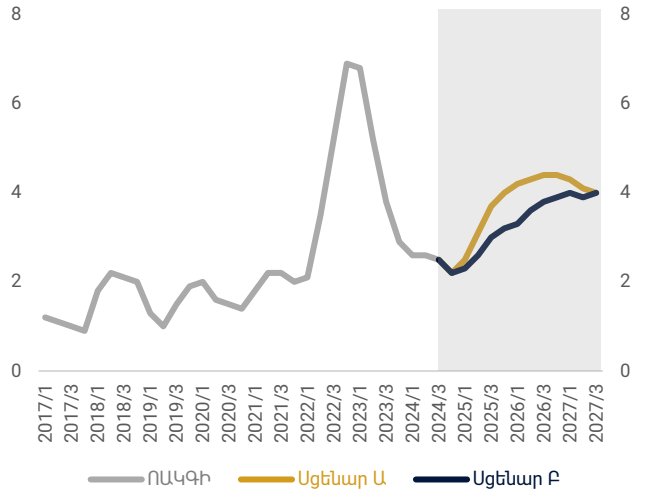
Գծապատկեր 3.Զ.5. Իրական ՀՆԱ աճ, տ/տ, %



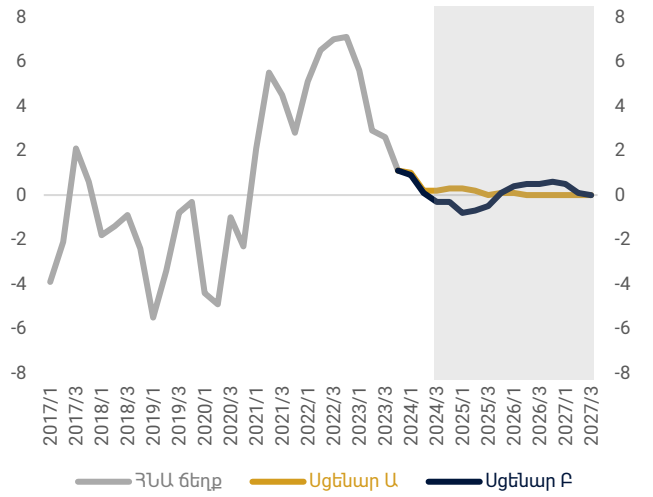
Գծապատկեր 3.Զ.6. Գնաճ, տ/տ, %



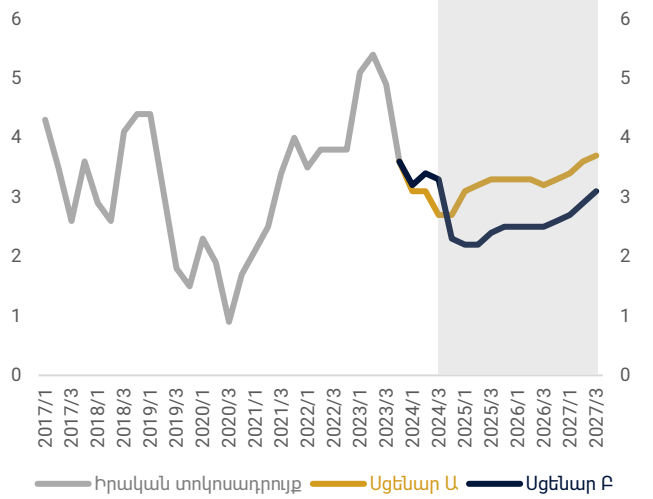
Գծապատկեր 3.Զ.7. Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս, տ/տ, %



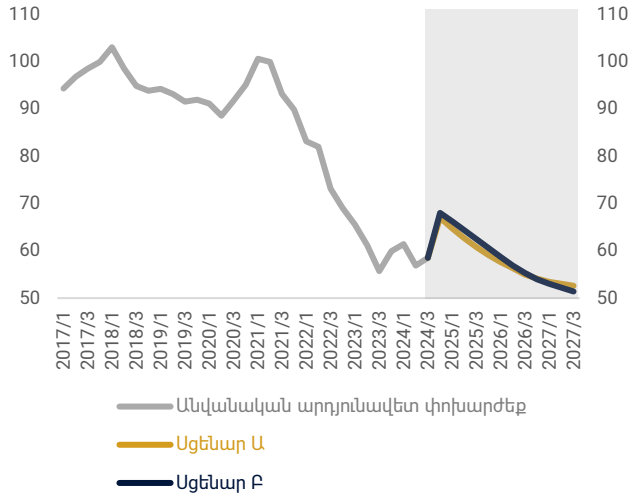
Գծապատկեր 3.Զ.8. ՀՆԱ ճեղք, %



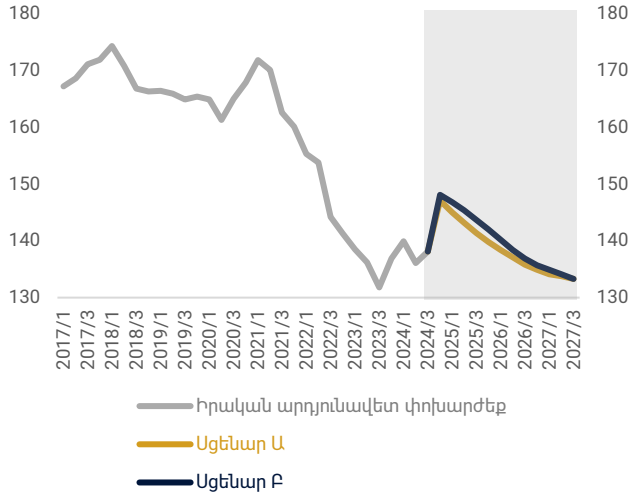
Գծապատկեր 3.Զ.9. Իրական տոկոսադրույք, %



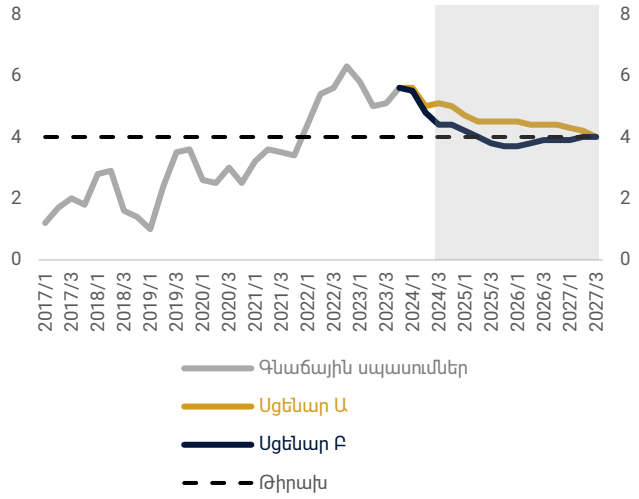
Գծապատկեր 3.Զ.10. Անվանական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



Գծապատկեր 3.Զ.11. Իրական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



Գծապատկեր 3.Զ.12. Մոդելի վրա հիմնված գնաճային սպասումների գնահատական (12 ամիս հետո), տ/տ, %



Աղյուսակ 3.Զ.1. Տիպային Ա և Բ սցենարների մակրոտնտեսական կանխատեսումների ամփոփում
Փաստացի տվյալներ և տիպային Ա և Բ սցենարների կանխատեսումներ

		2022	2023	2024		2025		2026		2027	
		Փաստ	Փաստ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ
Արտաքին հատված											
ԱՄՆ-ի տնտեսական աճ	%, իր. աճ	2	2.6	2.8	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5	2.7	2.7
Եվրոգոտու տնտեսական աճ	%, իր. աճ	3.2	0.4	0.7	0.7	0.4	0.4	1.2	1.2	1.3	1.3
Ռուսաստանի տնտեսական աճ	%, իր. աճ	-2	3	4.1	4.1	1.7	1.7	1.4	1.4	0.9	0.9
ԱՄՆ-ի գնաճ	միջին, %	7.7	4	3.0	3.0	2.7	2.7	2.3	2.3	2.0	2.0
Եվրոգոտու գնաճ	միջին, %	8	5.4	2.6	2.6	2.4	2.4	2.1	2.1	1.9	1.9
Ռուսաստանի գնաճ	միջին, %	12.9	5.5	7.9	7.9	7.3	7.3	4.5	4.5	3.9	3.9
Նավթի գին	դոլար/բարել	99.5	82.6	84.6	84.6	85.6	85.6	86.5	86.5	87.8	87.8
Պղնձի գին	դոլար/տոննա	8956	8472.1	9396.7	9396.7	10115.1	10115.1	10345.5	10345.5	10546.3	10546.3
ՖԱՕ ինդեքս	ինդեքս	143.5	124.1	120.5	120.5	127.0	127.0	130.1	130.1	132.5	132.5
Ներքին տնտեսություն											
Գներ											
Գնաճ	տ/տ, ժամ. վերջ, %	8.3	-0.6	2.1	2.0	4.0	3.2	4.2	3.8	4.0	4.0
Սպառողական գների ինդեքս	տ/տ, միջին, %	8.3	2	0.3	0.4	3.0	3.3	3.7	3.8	4.0	4.0
Ոչ արտահանելի կոշտ գներ	տ/տ, միջին, %	4.5	4.8	2.5	2.5	3.3	2.8	4.3	3.7	4.0	4.0
Համախառն եկամուտ											
ՀՆԱ	մլրդ դրամ	8496.8	9502.8	10182.2	10120.5	11193.1	10874.9	12269.4	11932.0	13373.7	13125.2
ՀՆԱ	%, իր. աճ	12.6	8.7	6.5	5.8	5.9	3.7	5.5	5.5	5.4	5.5
Առաջարկ											
Արդյունաբերություն	%, իր. աճ	6.3	1.7	4.7	4.5	5.6	3.5	4.9	5.1	4.9	4.9
Գյուղատնտեսություն	%, իր. աճ	-0.7	0.2	3.7	3.7	3.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Շինարարություն	%, իր. աճ	19.1	15.7	14.5	13.7	9.0	7.7	8.0	8.0	8.0	8.0
Ծառայություններ	%, իր. աճ	18.1	11.4	6.7	6.5	6.2	3.5	5.5	5.0	5.5	5.5
Զուտ հարկեր	%, իր. աճ	8.2	11	1.1	0.6	6.3	3.5	5.5	5.5	5.2	5.2

Շարունակությունը հաջորդ էջում

Փաստացի տվյալներ և տիպային Ա և Բ սցենարների կանխատեսումներ (շարունակություն)

		2022	2023	2024		2025		2026		2027	
		Փաստ	Փաստ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ
Պահանջարկ											
Սպառում	%, իրական աճ	7.7	8.3	5.7	5.6	6.1	2.4	5.3	5.3	5.2	5.2
Պետական սպառում	%, իրական աճ	6.5	17.9	-5.7	-5.7	8.6	5.6	5.0	5.0	5.0	5.0
Մասնավոր սպառում	%, իրական աճ	8	6.4	7.9	7.2	5.8	2.0	5.3	4.8	5.3	5.3
Հիմն. միջոցների հմխռն կուտ.*	%, իրական աճ	9.5	14	9.1	9.1	1.6	-1.2	5.0	5.0	5.1	5.1
Պետական ներդրումներ**	%, իրական աճ	41.1	28.9	27.8	27.8	-8.7	-8.7	3.5	3.5	3.5	3.5
Մասն. հիմն. միջ. հմխռն կուտ.	%, իրական աճ	1.9	10.1	5.9	5.9	6.1	2.1	5.8	5.0	5.8	5.8
Ապր. և ծառ. արտահանում	%, իրական աճ	54.4	28.7	24.2	26.2	-31.5	-29.5	3.2	4.0	3.5	3.5
Ապր. և ծառ. ներմուծում	%, իրական աճ	33.8	28.3	24.0	23.0	-28.4	-30.4	3.7	3.0	5.7	5.7
Ընթացիկ հաշիվ											
Առևտրային հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	-1859.2	-2340.6	-2393.4	-2263.4	-2776.0	-2336.0	-2873.5	-2405.9	-2972.1	-2475.1
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	1711	2167.9	1695.5	1695.5	1726.4	1886.4	1708.4	1704.3	1686.4	1492.8
Դրամական փոխանցումներ	մլն ԱՄՆ դոլար	1538.3	988.5	681.4	681.4	715.5	715.5	733.9	733.9	753.3	753.3
Ընթացիկ հաշիվ	մլն ԱՄՆ դոլար	151	-476.7	-1026.3	-896.3	-1100.0	-500.0	-1197.2	-733.7	-1298.4	-995.1
Առևտրային հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-0.8	-0.7	-2.7	-2.2	-3.8	-2.0	-3.9	-2.9	-4.0	-3.8
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	8.7	8.8	6.5	6.7	6.3	8.4	5.8	7.2	5.3	5.8
Դրամական փոխանցումներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	7.9	4	2.6	2.7	2.6	3.2	2.5	3.1	2.4	2.9
Ընթացիկ հաշիվ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	0.8	-1.9	-3.9	-3.5	-4.0	-2.2	-4.1	-3.1	-4.1	-3.9
Պետական հատված***											
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	մլրդ դրամ	2046	2358.6	2634.7	2634.7	2897.6	2897.6	3258.2	3258.2	3614.1	3614.1
Հարկային եկամուտներ	մլրդ դրամ	1926	2221.9	2496.9	2496.9	2812.3	2812.3	3182.0	3182.0	3541.2	3541.2
Ծախսեր	մլրդ դրամ	2243.5	2550.2	3117.6	3117.6	3513.4	3513.4	3812.1	3812.1	4086.8	4086.8
Պակասուրդ	մլրդ դրամ	-197.5	-191.6	-482.9	-482.9	-615.8	-615.8	-553.9	-553.9	-472.7	-472.7
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	24.1	24.8	25.9	25.7	25.9	26.6	26.6	27.3	27.0	27.5
Հարկային եկամուտներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	22.7	23.4	24.5	24.3	25.1	25.9	25.9	26.7	26.5	27.0
Ծախսեր	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	26.4	26.8	30.6	30.4	31.4	32.3	31.1	31.9	30.6	31.1
Պակասուրդ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-2.3	-2	-4.7	-4.7	-5.5	-5.7	-4.5	-4.6	-3.5	-3.6

* Այսուհետ համախառն կուտակման փոխարեն ԿԲ-ի կողմից ներկայացվելու է միայն հիմնական միջոցների համախառն կուտակման ցուցանիշը, քանի որ ՎԿ-ի կողմից հաշվարկվող նյութական շրջանառու միջոցների պաշարների փոփոխության ցուցանիշը հաշվարկվում է որպես հաշվեկշռող հոդված և չի արտահայտում համախառն կուտակման իրական ծավալները: Տե՛ս https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf
** Պետական ներդրումների փաստացի ցուցանիշները համախմբված բյուջեի կապիտալ ծախսերն են, իսկ կանխատեսումները հիմնված են տվյալ պահին առկա 2024-2026 թթ. վերանայված մակրոշրջանակի վրա:
*** 2023 թվականի բյուջեի ցուցանիշները ԿԲ գնահատումներն են: 2024-2026 թթ. ցուցանիշները ներկայացված են պետական ՄԺԾԾ -ից:

Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց | **2024 թ. 3-րդ եռամսյակ**

Հայաստանի
Հանրապետության
կենտրոնական բանկ