



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2025 թ. 3-րդ եռամսյակ

Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց

Դրամավարկային
քաղաքականության ծրագիր

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 16 սեպտեմբերի 2025 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 խեղամիտ 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):

ԾԱՆՈԹՈՒՄ: Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է մինչև 2025 թվականի սեպտեմբերի 12-ը հասանելի փաստացի տեղեկատվության վրա:



01 |

Գլխավոր
ամփոփագիր

Ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն

ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ 6.75%:

2025 թվականի սեպտեմբերի 16-ի նիստում ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 6.75%:

2025 թվականի երրորդ եռամսյակում 12-ամսյա գնաճը փոքր-ինչ արագացել է՝ օգոստոսին կազմելով 3.6%: Այդ ընթացքում 12-ամսյա բնականոն գնաճը ևս ավելացել է՝ կազմելով 3.7%:

2025 թվականի երրորդ եռամսյակում համաշխարհային տնտեսությունում և Հայաստանի հիմնական գործընկեր երկրներում պահանջարկի աճի հետագա դանդաղման, իսկ ԱՄՆ-ում զուգահեռաբար նաև գնաճի արագացման ռիսկերն ավելացել են: ԱՄՆ-ի առևտրային քաղաքականության և դրա մակրոտնտեսական ազդեցությունների շուրջ մեծ անորոշությունը պահպանվում է: Բարձր են մնում միջնաժամկետում ԱՄՆ-ի հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից ամբողջական պահանջարկի խթանման չափի, դրանից ածանցվող պարտքի մեծացման և երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աճի շուրջ անորոշությունները: Միևնույն ժամանակ, աշխարհաքաղաքական և միջազգային առևտրային հարաբերություններում լարվածության հնարավոր աճը շարունակում է մատակարարման շղթաների խաթարման և համաշխարհային տնտեսությունում գնաճային ճնշումների ձևավորման ռիսկերի աղբյուր հանդիսանալ: Ավելին՝ տարեսկզբից, հիմնականում առաջարկի գործոններով պայմանավորված, պարենի միջազգային գների աճը և նման միտումների պահպանումը կարող են համաշխարհային գնաճի արագացման ռիսկերի հիմնական աղբյուրը լինել: Այս համատեքստում, հաշվի առնելով մի կողմից՝ թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման և մյուս կողմից՝ բարձր գնաճային միջավայրի պահպանման ռիսկերը, հավանական է, որ առաջատար երկրների կենտրոնական բանկերն առաջիկայում հիմնականում կպահպանեն կամ աստիճանաբար կթուլացնեն դրամավարկային խիստ պայմանները:

2025 թվականի երրորդ եռամսյակում Հայաստանում տնտեսական ակտիվությունն ավելացել է, ընդ որում՝ պահանջարկի ընդլայնմամբ պայմանավորված ճյուղերի աճը գերազանցել է որոշ կարճաժամկետ, ոչ կառուցվածքային աճի գործոնների աստիճանական չեզոքացման ազդեցությունը: Բարձր տնտեսական ակտիվությանը շարունակել է զգալիորեն նպաստել շինարարության և ծառայությունների ճյուղերի բարձր աճը: 2024 թվականին և 2025 թվականի առաջին եռամսյակում արձանագրված դանդաղումից հետո 2025 թվականի երկրորդ և երրորդ եռամսյակներում արձանագրվել է ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի աճ: Միևնույն ժամանակ, աճի կայունության, երկարաժամկետ հեռանկարի, ինչպես նաև ներքին պահանջարկի հետագա միտումների վերաբերյալ մեծ անորոշությունները պահպանվում են: Նման իրավիճակում պահանջարկի ազդեցությունը գնաճի վրա դեռևս գնահատվում է չեզոք, իսկ գնաճի ընթացիկ միտումներն առավելապես պայմանավորված են առաջարկի որոշ գործոններով: Զուգահեռաբար՝ աշխատավարձերը, կոշտ գներով բնութագրվող ծառայությունների գնաճը և գնաճային սպասումներն աստիճանաբար կայունանում են: Միաժամանակ, միջնաժամկետ հորիզոնում առկա են հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից ներքին պահանջարկի վրա ընդլայնման ուղղությամբ ազդեցության ռիսկեր:

Մակրոտնտեսական ընթացիկ զարգացումների պայմաններում ՀՀ ֆինանսական շուկայի մասնակիցները, ընդհանուր առմամբ, ակնկալում են, որ ՀՀ կենտրոնական բանկը միջնաժամկետ հորիզոնում աստիճանաբար կնվազեցնի քաղաքականության տոկոսադրույքը մինչև 6.25%:

Քննարկված ռիսկերի և առկա մեծ անորոշության պայմաններում, հաշվի առնելով գների կայունության նպատակի ապահովման իր հանձնառությունը, խորհուրդը դիտարկել է քաղաքականության մի շարք սցենարներ: Մի կողմից՝ խորհուրդը դիտարկել է Ա տիպի սցենարներ՝ կապված հարկաբյուջետային քաղաքականությունների ազդեցությամբ համաշխարհային և ներքին չեզոք տոկոսադրույքների հնարավոր աճի, ինչպես նաև ներքին տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորման հետ, որոնք պահանջում են շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի բարձր տոկոսադրույքների ուղի: Մյուս կողմից՝ խորհուրդը քննարկել է Բ տիպի սցենարներ՝ ներառյալ անշարժ գույքի գների հնարավոր, աստիճանական ճգնաժամային պայմաններում տնտեսությունում թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման ու խորացման և համաշխարհային տնտեսության աճի դանդաղման հեռանկարի վերաբերյալ, որոնք ենթադրում են շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքների ավելի ցածր ուղի:

Արդյունքում՝ կարևորելով Ա տիպի սցենարներից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը՝ ՀՀ ԿԲ խորհուրդը ներկա շրջափուլում որոշեց անփոփոխ թողնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը: Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և պատրաստ է ձեռնարկելու համարժեք գործողություններ՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 3% նպատակի և գների կայունության ապահովման համար:

Հաստատված է Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից:
16 սեպտեմբերի, 2025 թ.

Նախագահ
Մարտին Գալստյան

Նախագահի տեղակալներ
Արմեն Նուբեկյան
Հովհաննես Խաչատրյան

Խորհրդի անդամներ
Դավիթ Նահապետյան
Արտակ Մանուկյան
Լևոն Սահակյան
Նարեկ Ղազարյան

Բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր

Համաշխարհային տնտեսություն

2025 թ. 3-րդ եռամսյակում համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարը շարունակել է վատթարանալ: Վերջին շրջանում ԱՄՆ-ում ՀՆԱ աճի տատանողականությունը, պայմանավորված ներմուծման և պաշարների էական փոփոխություններով, տնտեսության հիմնարար պայմանների վերաբերյալ անորոշության աղբյուր է: Սպառումը դանդաղել է՝ պահպանվելով համեմատաբար բարձր մակարդակում: 2-րդ եռամսյակում աշխատաշուկայի ցուցանիշների դեպի ներքև էական վերանայումները վկայում են աշխատաշուկայի պայմանների զգալի թուլացման մասին: Միաժամանակ, միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող է նպաստել աշխատաշուկայի պայմանների խստացմանը և գնաճային ռիսկերի ձևավորմանը:

ԱՄՆ-ի առևտրային և հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի շուրջ բարձր անորոշությունը պահպանվում է: Հաշվի առնելով բյուջեի պակասուրդի և պետական պարտքի ակնկալվող էական աճը՝ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների հնարավոր աճի ռիսկերն ավելացել են: Վերոնշյալ զարգացումները կարող են ազդել ինչպես ԱՄՆ ԴԴՀ-ի դրամավարկային քաղաքականության հեռանկարի, այնպես էլ զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքի և կապիտալի հոսքերի վրա:

Թեև ԱՄՆ-ում վերջին եռամսյակներում գնաճն աստիճանաբար մոտեցել է նպատակային մակարդակին, արտաքին առևտրի աճը շարունակում է վերևի ուղղությամբ էական ռիսկեր պարունակել: 2025 թ. 1-ին եռամսյակում ներմուծման և պաշարների կտրուկ ավելացումը որոշակիորեն կանխել է մաքսատուրքերի ազդեցության արտացոլումը գնաճի վրա: Այդուհանդերձ, հունիս-օգոստոս ամիսներին մաքսատուրքերի նկատմամբ առավել զգալուն որոշ սպառողական ապրանքների գները ցուցաբերել են արագացման միտում: Դա կարող է գնաճի էական արագացման ռիսկեր պարունակել, սակայն վերջինիս չափն ու բնույթը մեծապես կախված կլինի ներքին պահանջարկի պայմանների հեռանկարից: Այս իրավիճակը զգալիորեն դժվարացնում է ԱՄՆ ԴԴՀ-ի կողմից գների կայունության և լրիվ զբաղվածության ապահովման խնդրի լուծումը, որն էականորեն բարդանում է ԱՄՆ ԴԴՀ-ի անկախության հետ կապված հարցերի համատեքստում:

2025 թ. 1-ին եռամսյակում Եվրոգոտում կարճաժամկետ գործունեության ազդեցությամբ արձանագրված տնտեսական աճի կտրուկ արագացումից հետո 2-րդ եռամսյակում աճը զգալիորեն դանդաղել է՝ կազմելով 0.1%: Դա արտացոլում է տնտեսության կառուցվածքային մարտահրավերներն ու համաշխարհային առևտրային քաղաքականությունից բխող անորոշությունները: Վերջին ամիսներին գնաճային միջավայրը շարունակել է կայունանալ՝ մոտենալով նպատակային մակարդակին: Չնայած հիմնարար գնաճի ցուցանիշները որոշակիորեն նվազել են, դրանք պահպանվում են նպատակայինից բարձր մակարդակներում: Աշխատաշուկայի խիստ պայմանները ցույց են տալիս թուլացման ոչ միանշանակ ազդակներ: Այնուամենայնիվ, միջնաժամկետ և երկարաժամկետ աճի հեռանկարները մնում են անորոշ և խնդրահարույց: Մի կողմից՝ կառուցվածքային մարտահրավերները և ԱՄՆ-ի հետ առևտրային համաձայնագիրը շարունակում են բացասաբար ազդել գործարար տրամադրվածության և աճի ներուժի վրա, մյուս կողմից՝ կառուցվածքային խնդիրներին հակազդելու նպատակով իրականացվող հարկաբյուջետային խթանման միջոցառումները կարող են դրական ազդեցություն ունենալ որոշ արտադրողական ոլորտների վրա: Այնուամենայնիվ, ռազմարդյունաբերության շեշտադրումը կարող է հանգեցնել տնտեսության անհամաչափ զարգացմանը, ինչպես նաև գնաճային հետևանքների:

Նավթի համաշխարհային գները և գնաճային սպասումները շարունակել են նվազել, թեև նավթի գների հեռանկարի շուրջ

զգալի անորոշությունները պահպանվում են: Մի կողմից՝ համաշխարհային պահանջարկի թուլացումը և OPEC+ երկրների կողմից առաջարկի փաստացի ու սպասվող ընդլայնումը կարող են հանգեցնել նավթի գների հետագա նվազմանը, մյուս կողմից՝ աշխարհաքաղաքական լարվածության սրացումը, ինչպես նաև ՌԴ նկատմամբ երկրորդային պատժամիջոցների սահմանումը կարող են հանգեցնել մատակարարման շղթաների հնարավոր խթանումների և ձևավորել գնաճային ճնշումներ:

2025 թ. 2-րդ եռամսյակում ՌԴ տնտեսական աճը զգալիորեն դանդաղել է՝ կազմելով 1.1%: Գնաճը և հիմնարար գնաճի ցուցանիշները, չնայած վերջին ամիսներին դիտված որոշակի դանդաղմանը, պահպանվել են թիրախից զգալիորեն բարձր մակարդակում: Վարկավորման աճի տեմպերի դանդաղումը և առևտրի ու ծառայությունների աճի շարունակական թուլացումը պահանջարկի հետագա դանդաղման ռիսկեր են պարունակում: Միաժամանակ, աշխատաշուկայի խիստ պայմանների պահպանումը մնում է գնաճային լուացուցիչ ճնշումների աղբյուր: Նավթի գների շուրջ անորոշությունները ռիսկեր են պարունակում հարկաբյուջետային քաղաքականության տեսանկյունից, իսկ աճի հեռանկարի վատթարացումը կարող է բացասական ազդեցություն ունենալ ոչ նավթագազային եկամուտների վրա: Մի կողմից՝ պահանջարկի աճի զգալի դանդաղումը, իսկ մյուս կողմից՝ աշխատաշուկայի խիստ պայմանների պահպանումը և բարձր գնաճային սպասումները ՌԴ ԿԲ-ի համար լուրջ խնդիրներ են առաջադրում կարճաժամկետում գնաճ-տնտեսական աճ երկընտրանքի արդյունավետ կառավարման տեսանկյունից, այն պարագայում, երբ ՌԴ ԿԲ-ն շարունակում է նվազեցնել տոկոսադրույքները:

Ներքին պահանջարկի պայմաններ

2025 թ. 2-րդ եռամսյակում Հայաստանի տնտեսական աճը որոշակիորեն արագացել է՝ կազմելով տ/տ 5.9%, ինչը մոտ է աճի երկարաժամկետ կայուն մակարդակի վերաբերյալ գնահատականների մեծ մասի վերին սահմանին: 2-րդ եռամսյակում աճը շարունակել է կենտրոնացված լինել հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերում (այդ թվում՝ շինարարություն և ծառայություններ), ինչը աճի երկարաժամկետ հեռանկարի և կայունության վերաբերյալ ռիսկեր է պարունակում: Շինարարության ճյուղը շարունակում է արագ տեմպերով աճել, սակայն անշարժ գույքի գների ճգնաժամն պայմաններում շինարարության ու հարակից ոլորտներում աճի, ամբողջական պահանջարկի թուլացման և, հետևաբար, գնանկումային ռիսկերը պահպանվում են: Թեև ծառայությունների ճյուղում աճը դեռևս կենտրոնացված է ՏՏ և ֆինանսական ծառայությունների ոլորտում (համատեղ նպաստումը աճին՝ 2.0 տ.կ.), այնուամենայնիվ, հատկապես վերջին ամիսներին ոլորտի այլ ելթաճյուղերում աճի արագացումը վկայում է պահանջարկի պայմանների հնարավոր ընդլայնման մասին: Որոշ կարճաժամկետ, ոչ կառուցվածքային գործոնների աստիճանական չեզոքացմանը զուգահեռ նկատվում է առևտրի և արդյունաբերության ճյուղերի աճի դանդաղում: Այնուամենայնիվ, արդյունաբերության ոլորտի որոշ ենթաճյուղեր շարունակում են ցուցաբերել դրական միտումներ՝ արտահայտվելով թողարկման, արտահանման, վարկավորման պահանջարկի և արտադրական կարողությունների աճով: Վերոնշյալ զարգացումների համատեքստում տարբեր ազդակներ կարող են վկայել 2-րդ եռամսյակում դրական ՀՆԱ ճեղքվածքի ձևավորման մասին:

2023 թ. ռեկորդային արագացումից հետո 2024 թ-ին և 2025 թ-ի 1-ին եռամսյակում դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերը զգալիորեն դանդաղել էին: Այդուհանդերձ, 2025 թ. մայիսից զբոսաշրջիկների հոսքն էապես արագացել է՝ հասնելով պատմականորեն բարձր մակարդակի, ինչը պայմանավորվել է ինչպես ՌԴ-ից հոսքերի

վերականգնմամբ, այնպես էլ այլ, զբոսաշրջության առումով ոչ ավանդական երկրներից հոսքերի աճով: Առաջիկայում նմանատիպ միտումների պահպանումը կարող է արտաքին պահանջարկի հետագա ընդլայնման և դրա նկատմամբ մեծ զգայունություն ունեցող ծառայությունների գնաճի արագացման ռիսկեր պարունակել: Այդուհանդերձ, արտաքին պահանջարկի հեռանկարի շուրջ զգալի անորոշությունը պահպանվում է՝ պայմանավորված համաշխարհային տնտեսությունում աճի հեռանկարի վատթարացման ռիսկերով և, մյուս կողմից, դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերի ու դրամական փոխանցումների ընթացիկ միտումների տևական պահպանմամբ:

Դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի միտումների և գումարի փոխանցման եղանակների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ ընթացիկ մակարդակում ռուբլու փոխարժեքի երկար պահպանումը կարող է ավելացնել ՀՀ-ից դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրացիայի շարժառիթները, մյուս կողմից՝ ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ հեռանկարի վերաբերյալ բարձր անորոշությունն ու միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող են որոշակիորեն զսպել դեպի ՌԴ միգրացիոն հոսքերը՝ նպաստելով ՀՀ-ում աշխատուժի առաջարկի աճին և գնաճային միջավայրի թուլացմանը:

Ներքին պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է: Վարկավորման, ներքին զբոսաշրջության աճը և կուտակված խնայողությունների բարձր մակարդակը, որը կարող է ուղղվել սպառմանը, վկայում են բարձր ներքին պահանջարկի պայմանների մասին: Այդուհանդերձ, տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները կարող են համեմատաբար թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման ռիսկեր պարունակել:

Պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցության վերաբերյալ մեծ անորոշությունը պահպանվում է: Չնայած հարկային եկամուտների ընթացիկ բարձր կատարողականին, ապագայում հարկային եկամուտների ծրագրի հնարավոր թերակատարման ռիսկերը պահպանվում են: Սոցիալական աջակցության ծրագրերի անհրաժեշտությամբ պայմանավորված ընթացիկ ծախսերի հնարավոր աճը կարող է բացասաբար ազդել բյուջեի պակասուրդի և պետական պարտքի վրա: Որոշ կապիտալ ծախսերի (հատկապես՝ ճանապարհաշինական ծրագրեր) հնարավոր ավելացումը կարող է պահանջարկի հավելյալ աճի ռիսկեր պարունակել: Միաժամանակ, կապիտալ ծախսերի թերակատարման, ինչպես նաև դրանց կառուցվածքային յուրահատկություններով պայմանավորված պահանջարկի վրա ավելի թույլ ազդեցություն ունենալու ռիսկերը մնում են առարկայական:

Աշխատանքի շուկա և գնաճ

Աշխատաշուկայի պայմանների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Չնայած 2025 թ. 1-ին եռամսյակում գործազրկության մակարդակի, սեզոնային միտումներին համահունչ, որոշակի աճին (13.9%)՝ վերջինս պահպանվում է երկարաժամկետ հավասարակշռ մակարդակի շուրջ: Ըստ աշխատուժի հետազոտության արդյունքների՝ Նախորդ տարվա նույն ամսվա համեմատությամբ գործազուրկների թիվը նվազել է, իսկ զբաղվածներինը՝ աճել, ինչը համահունչ է ՊԵԿ տվյալներով պաշտոնապես գրանցված աշխատողների թվի աճին: Թեև վերոնշյալ զարգացումները կարող են մեկնաբանվել որպես աշխատանքի շուկայի սովորական հատվածի շարունակական նվազում, աշխատաշուկայից եկող ազդակները վկայում են նաև տնտեսությունում դեռևս բարձր պահանջարկի պայմանների մասին: Մյուս կողմից՝ աշխատավարձերի աճը շարունակում է կայունանալ տ/տ 5-6%-ի շուրջ, իսկ աճի կենտրոնացվածությունը՝ էականորեն նվազել: Սա վկայում է աշխատաշուկայի ավելի հավասարակշռված պայմանների և տնտեսությունում կառուցվածքային անհավասարակշռության նվազման մասին: Միջնաժամկետում աշխատուժի առաջարկի հնարավոր աճը կարող է լրացուցիչ մեղմել աշխատաշուկայի պայմանները և

նվազեցնել դրանից եկող ճնշումները: Հիմնական անորոշությունները կապված են ՌԴ տնտեսության հեռանկարի, դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի միտումների, ՀՀ աշխատաշուկայի մասնակցության մակարդակի, ինչպես նաև աշխատուժի կազմում տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության ինտեգրման արագության հետ:

2025 թվականի սկզբից գնաճը ցուցաբերել է որոշակի արագացման միտում՝ օգոստոսին կազմելով տ/տ 3.6%: Տարեսկզբից 12-ամսյա գնաճի արագացումը մեծապես պայմանավորվել է սեզոնային առաջարկի գործոններով, որոնց ազդեցությունն արդեն հունիս-օգոստոս ամիսներին չեզոքացել է: Համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումները վերջին ամիսներին արագացել են (հատկապես՝ ներմուծվող պարենային ապրանքների մասով), ինչն արտահայտել է նաև պարենի համաշխարհային գների (FAO) զարգացումները: Միևնույն ժամանակ, տարեսկզբից ոչ պարենային ապրանքներից եկող գնանկումային ճնշումները աստիճանաբար չեզոքացել են, իսկ օգոստոսին արձանագրվել է գնաճ (տ/տ 1.1%): Առաջիկայում, հիմնականում առաջարկի գործոններով պայմանավորված, համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային միտումների պահպանումը կարող է ներմուծվող ապրանքների գնաճի արագացման և գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկեր պարունակել: Տարեսկզբից նկատվել է ծառայությունների գնաճի որոշակի արագացում, ինչը մեծապես պայմանավորվել է օդային տրանսպորտի բարձր գնաճային ազդեցությամբ (ծառայությունների գնաճը, առանց օդային տրանսպորտի ցուցանիշի ներառման, պահպանվել է թիրախից ցածր՝ 2.0-2.5% միջակայքում): Միաժամանակ, 2025 թ. մայիսից նկատվել է հիմնականում արտաքին պահանջարկի նկատմամբ զգայուն որոշ ծառայությունների գնաճի արագացում (հյուրանոցներ, ռեստորաններ և այլն), ինչը հիմնականում համադրելի է վերջին ամիսներին զբոսաշրջային հոսքերի արագացման միտումների հետ: Արտաքին պահանջարկի աճի արագացման միտումների հետագա պահպանումը կարող է գնաճի արագացման ուղղությամբ ճնշումների աղբյուր դառնալ: Կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը, որը հիմնականում նկարագրում է պահանջարկի միջավայրով պայմանավորված գների վարքագիծը, շարունակել է կայունանալ 2.0-2.5%-ի միջակայքում: Միաժամանակ, տարեսկզբից բնականոն գնաճն արագացել է՝ օգոստոսին կազմելով տ/տ 3.7%՝ հիմնականում պայմանավորված ներմուծված ոչ սեզոնային պարենային ապրանքների և որոշ արտահանելի ծառայությունների գների աճի արագացմամբ: Այս համատեքստում գնաճային սպասումները շարունակել են կայուն նվազել և ձևավորվել թիրախային մակարդակի շուրջ, որին էականորեն նպաստել է տնտեսությունում երկարատև ցածր գնաճային միջավայրի պահպանումը:

Ֆինանսական շուկա և դրամավարկային քաղաքականություն

ՀՀ ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ ֆինանսական շուկայի սպասումները (ըստ ԿԲ հարցումների) քաղաքականության Նախորդ որոշումից հետո գրեթե չեն փոփոխվել՝ արտահայտելով առաջիկա 8 որոշումների ընթացքում տոկոսադրույքի աստիճանական նվազման ուղեգիծը դեպի 6.25%: Եկամտաբերության կորը, ընդհանուր առմամբ, պահպանվել է կայուն: Կորի երկարաժամկետ հատվածում նկատվել են փոքր բարձրացման տեղաշարժեր, ինչը վկայում է չեզոք տոկոսադրույքի և երկրի ռիսկի հավելավճարի շուրջ առկա անորոշությունների ֆոնին երկարաժամկետ տոկոսադրույքների որոշակի աճի սպասումների մասին:

ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը վերջին ամիսների ընթացքում շարունակել է ձևավորվել հիմնարարներով պայմանավորված երկարաժամկետ կայուն մակարդակից ցածր: Մասնավորապես, վերջին նվազումներն արտացոլում են ռիսկերի բարենպաստ

վերագնահատումը՝ պայմանավորված ոչ միայն զարգացող երկրների նկատմամբ ընդհանուր տրամադրվածության բարելավմամբ, այլ նաև Հարավային Կովկասում աշխարհաքաղաքական ռիսկերի նվազման սպասումներով: ՀՀ մակրոտնտեսական կայունության և արտադրական կարողությունների աճի հետ մեկտեղ, այս գործոնները որոշակի դրական նախադրյալներ են ստեղծում երկրի ռիսկայնության հնարավոր վերագնահատման և չեզոք տոկոսադրույքի նվազման տեսանկյունից, ինչը, այլ հավասար պայմաններում, հավանական գնանկումային ճնշումներ կարող է առաջացնել՝ պայմանավորված դրամավարկային քաղաքականության հարաբերականորեն ավելի խիստ դիրքով: Այս համատեքստում, մի շարք վարկանիշային ընկերություններ գնահատում են, որ վերոնշյալ զարգացումներին ի պատասխան՝ երկրի ռիսկայնության վերջնական, հիմնարար ճշգրտումները կկատարվեն միայն սպասվող տնտեսական հետևանքների նյութականացումից հետո: Այդուհանդերձ, երկրի ռիսկի հավելավճարի՝ վերևի ուղղությամբ որևէ հնարավոր ճշգրտում ռիսկեր է պարունակում չեզոք տոկոսադրույքի դեպի վերև վերանայման տեսանկյունից: Դա, այլ հավասար պայմաններում, պարունակում է առավելապես գնաճային ռիսկեր՝ կապված առավել խթանող ԴՎՔ դիրքի հնարավոր ձևավորման հետ:

ՀՀ ԿԲ-ն, առկա անորոշություններից բխող հնարավոր ռիսկերը խելամիտ կառավարելու նպատակով, կառուցում և դիտարկում է տնտեսական իրավիճակի զարգացման տարբեր սցենարներ: ԴՎՔ զեկույցում ներկայացված տիպային Ա սցենարը, որը պահանջում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր տոկոսադրույքների ուղեգիծ, բխում է արտաքին պահանջարկի հետագա ընդլայնման ռիսկերից, որը պայմանավորված է զբոսաշրջության բարձր աճով, հայկական ապրանքների և հատկապես ծառայությունների նկատմամբ կայուն և աճող պահանջարկով, ինչպես նաև դրամական փոխանցումների ավելացմամբ: Այս սցենարի դեպքում թեև ակնկալվում է, որ փոխարժեքը կծառայի որպես «շոկի կլանիչ» հիմնական գործիք, այնուամենայնիվ, անհրաժեշտ կլինի ապահովել քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղի, որպեսզի արտաքին պահանջարկի նկատմամբ առավել զգայուն ծառայություններից եկող գնաճային ճնշումները

չհանգեցնեն տնտեսությունում գնաճային սպասումների ապակայունացմանը:

ԴՎՔ զեկույցում առկա տիպային Բ սցենարը, որը ենթադրում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ տոկոսադրույքի ավելի ցածր ուղի, հիմնված է այն ենթադրության վրա, որ վերջին տարիներին Հայաստանի արտադրական կարողությունները զգալիորեն ավելացել են հատկապես բարձր ավելացված արժեք ունեցող արտահանելի, ներառյալ SS, ֆինանսական ծառայությունների և մշակող արդյունաբերության ոլորտներում: Արտադրողականության նման աճը կարող է դրական ազդեցություն թողնել տնտեսության արտադրական ներուժի վրա, ինչը, ներդրումային միջավայրի բարելավման և կայուն կապիտալ հոսքերի հետ մեկտեղ, կարող է հանգեցնել իրական փոխարժեքի հիմնարար, այլ ոչ թե պարբերաշրջանային արժևորմանը: Սա իր հերթին ենթադրում է իրական և անվանական չեզոք տոկոսադրույքների ավելի ցածր մակարդակ, ինչը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծի համապատասխան ճշգրտում՝ շուկայի ներկայիս սպասումներից ավելի ցածր մակարդակում, շարունակական գնանկումային ճնշումների ձևավորումը կանխելու համար:

Դրամավարկային քաղաքականության խելամիտ ռիսկերի կառավարման համակարգի շրջանակներում ՀՀ ԿԲ-ն մշակում և քննարկում է տարբեր սցենարներ, որոնք ամփոփված են սցենարների բազմության մեջ: Այս սցենարները արտացոլում են ռիսկերի և անորոշությունների հիմնական աղբյուրները, որոնք կարող են հանգեցնել քաղաքականության սխալների (տնտեսությունը «մուխ անկյուններ» մղող), ուստի խորհրդի անդամները նպատակ ունեն դրանք նվազագույնի հասցնել «նվազագույն ափսոսանքի» սկզբունքի հիման վրա որոշումների կայացման մոդելի միջոցով: Հաղորդակցման նպատակներով ԴՎՔ զեկույցը ներառում է սցենարների բազմությունից գրեթե պատահականորեն ընտրված երկու տիպային սցենարների առավել խոր վերլուծություն: Այս սցենարները արտացոլում են տնտեսության հնարավոր ապագա զարգացումների տիպային ուղիներ, որոնք կպահանջեն շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր (և տիպի սցենար) կամ ավելի ցածր (Բ տիպի սցենար) ուղի:



02 |

Դրամավարկային
քաղաքականության
նպատակներ և
համակարգ

Դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ

Ընդունման ամսաթիվ՝ 18 մարտի 2025 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 խարսխ 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 3% ցուցանիշը համարյալի է երկրում գների կայունության ապահովման նպատակի հետ: Գնաճի նպատակային ցուցանիշն արտահայտվում է սպառողական գների ինդեքսի (ՍԳԻ) միջոցով, քանի որ այն 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 արտաձին 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 է 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 ծախսերով 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 3% նպատակային ցուցանիշի և գների ու ֆինանսական կայունության հիմնական նպատակների ապահովմանը:

Խորհուրդը մեծապես կարևորում է իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության և համապատասխան որոշումների կայացման հիմնարար գիտակցումը 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

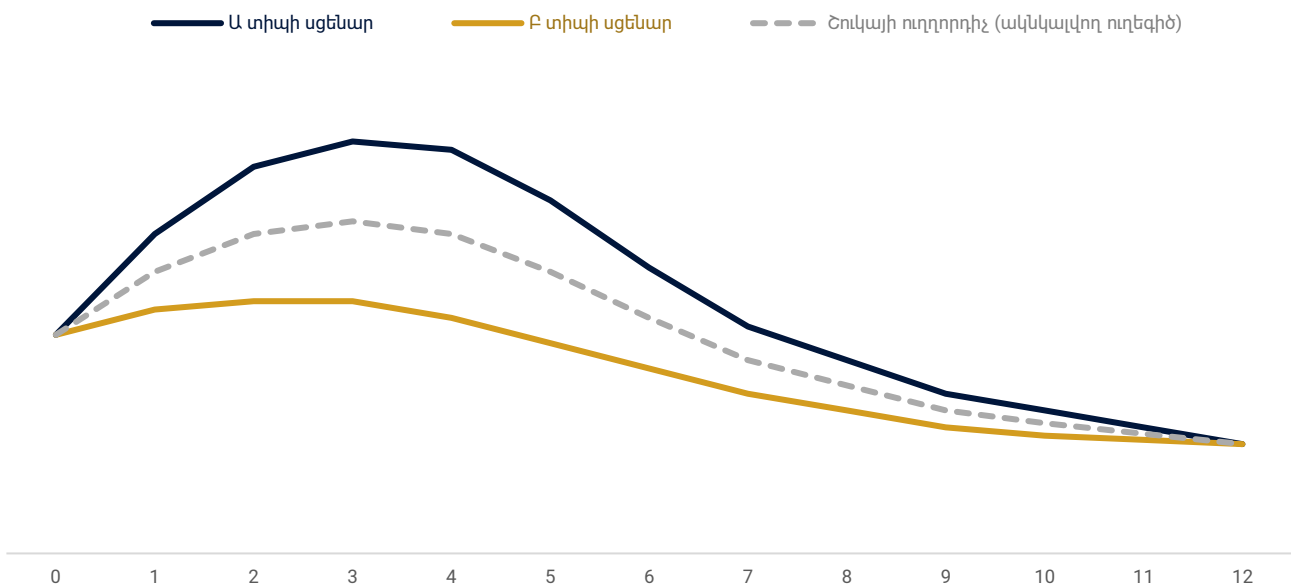
քաղաքականության հստակ ուղղություններ և ոչ թե վերացական կամ անիրատեսական ռիսկերը նկարագրող սցենարներ: Վերոնշյալ սցենարները մշակվում են հետևյալ տրամաբանությամբ.

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 ելնելով, 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 դիտարկումների 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 ներառում է նաև Խորհրդի յուրաքանչյուր անդամի՝ դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ քվեարկության հիմնավորումը:

Ծանուցում

Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է մինչև 2025 թվականի սեպտեմբերի 12-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:



03 |

Դրամավարկային
քաղաքականության
հեռանկար

Ա. Համաշխարհային տնտեսության զարգացումներ

ԱՄՆ-ի տնտեսության զարգացումներ

2025 թվականի 1-ին եռամսյակում ԱՄՆ-ում արձանագրված թույլ տնտեսական աճից հետո, որը պայմանավորված էր առևտրային քաղաքականության խստացման սպասումների հետևանքով ներմուծման կտրուկ աճով, 2-րդ եռամսյակում տնտեսական աճը վերականգնվել է և կազմել տ/տ 3.3%՝ ներմուծման շրջադարձի և պաշարների աստիճանական սպառման պայմաններում: Այնուամենայնիվ, տնտեսության հիմնարար պայմանների վերաբերյալ անորոշությունները պահպանվում են: Սպառումը որոշակիորեն դանդաղել է՝ դեռևս պահպանվելով համեմատաբար բարձր մակարդակում: 2-րդ եռամսյակում աշխատաշուկայի պայմաններն էապես թուլացել են, ինչը ևս վկայում է թույլ պահանջարկի ձևավորման մասին: Միաժամանակ, միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող է նպաստել աշխատաշուկայի պայմանների խստացմանը և գնաճային ռիսկերի ձևավորմանը, սակայն այս ռիսկի նյութականացման հստակ ազդանշանները դեռևս բացակայում են: Այս ամենին զուգահեռ, բարձր է նաև առևտրային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների շուրջ անորոշությունը: Չնայած ներկայիս առևտրային քաղաքականության պայմաններում մաքսատուրքերի հաշվին բյուջեի եկամուտները կարող են զգալիորեն ավելանալ, սակայն ըստ գնահատականների այն հավանաբար ամբողջությամբ չի ծածկի նոր հարկաբյուջետային քաղաքականության իրականացման հետևանքով առաջացած բյուջեի զգալի պակասուրդը: Հաշվի առնելով բյուջեի պակասուրդի զգալի աճը և պետական պարտքի էական ընդլայնումը՝ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների հնարավոր աճի ռիսկերը խորացել են: Վերոնշյալ զարգացումները կարող են ազդել ԱՄՆ-ի պարտքի կայունության հեռանկարի վրա՝ բարձրացնելով երկրի ռիսկայնության մակարդակը, ինչն իր հերթին կարող է ենթադրել տոկոսադրույքների ավելի բարձր ուղի:

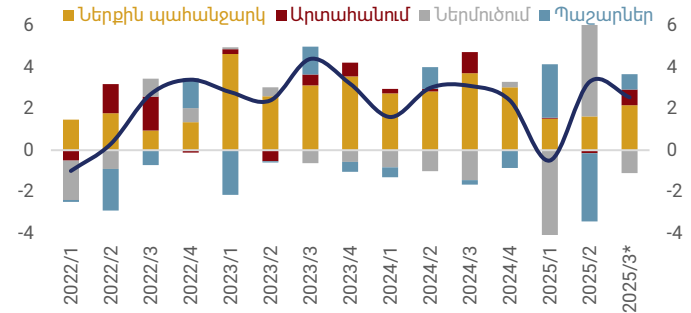
Վերջին ամիսներին գնաճը որոշակիորեն արագացել է՝ օգոստոսին կազմելով 2.9%: Թեև 2025 թ. 1-ին եռամսյակում ներմուծման և պաշարների կտրուկ ավելացումը որոշակիորեն կանխել է մաքսատուրքերի ազդեցության արտացոլումը գնաճի վրա, սակայն վերջին ամիսներին այն աստիճանաբար փոխանցվել է գնաճին: Չնայած վերջին երեք ամիսներին գնաճի արագացման ազդակները գրեթե համատարած են եղել մաքսատուրքերի հանդեպ զգայուն ապրանքախմբերում, այդուհանդերձ դրանց ազդեցությունը դեռևս ամբողջությամբ չի փոխանցվել՝ պայմանավորված կուտակված պաշարների օգտագործմամբ: Նշված գործոնների ավելացումը կարող է գնաճի էական արագացման ռիսկեր պարունակել, սակայն դրանց չափն ու բնույթը մեծապես կախված կլինեն ներքին պահանջարկի պայմանների հեռանկարից: Մի կողմից՝ 2-րդ եռամսյակում աշխատաշուկայի ցուցանիշների դեպի ներքև էական վերանայումները վկայում են աշխատաշուկայի պայմանների զգալի թուլացման մասին, մյուս կողմից՝ խիստ միգրացիոն քաղաքականության պայմաններում աշխատուժի առաջարկի սահմանափակումները կարող են աշխատաշուկայում հանգեցնել աշխատուժի նվազմանը՝ անգամ պահանջարկի աճի դանդաղման պարագայում:

ԱՄՆ-ի տնտեսական հեռանկարի հնարավոր վատթարացման համատեքստում ֆինանսական շուկայի մասնակիցները գնանշել են քաղաքականության տոկոսադրույքի հետագա նվազման ուղի: Սակայն գնաճի վրա մաքսատուրքերի քաղաքականության ազդեցության չափը և պահանջարկի հետագա պայմանները մնում են զգալիորեն անորոշ: Այդուհանդերձ, հնարավոր ստագֆյացիոն ռիսկերի պայմաններում ԴԴՀ-ի կողմից գների կայունության և լրիվ զբաղվածության հանձնառության ապահովումը դարձել է խնդրահարույց: Մի կողմից՝ տնտեսական աճի հեռանկարի վատթարացումը, իսկ մյուս կողմից՝ առկա բարձր գնաճային միջավայրը և սպասումների հնարավոր ապախարսխման ռիսկերը մարտահրավեր են ստեղծում ԴԴՀ-ի համար: Այս համատեքստում խնդիրն էլ ավելի է բարդանում ԱՄՆ ԴԴՀ-ի անկախության հետ կապված հարցերի և քաղաքական հնարավոր միջամտության ռիսկերի տեսանկյունից:

Տնտեսության հիմնարար պայմանների, ինչպես նաև պահանջարկի և սպառման շուրջ անորոշությունները պահպանվում են:

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

Նպաստումը, տոկոսային կետ

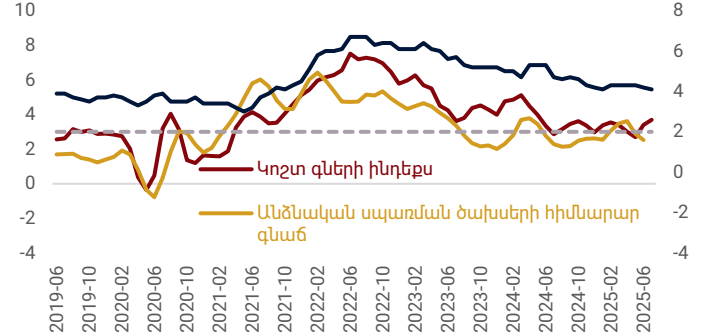


Աղբյուր՝ Տնտեսական վերլուծությունների բյուրո (BEA), Ատլանտայի պահուստային բանկ
Ծանոթագրություն: 2025 թ. 3-րդ եռամսյակի տվյալները նախնական են, ըստ Ատլանտայի ՊԲ-ի «GDPNow» սեպտեմբերի 10-ի գնահատականի:

Վերջին ամիսներին նկատվել է գնաճի որոշակի արագացում, սակայն մաքսատուրքերի ամբողջական ազդեցությունը դեռևս չի փոխանցվել:

Գծապատկեր 3.Ա.2. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները

%, եռամսյակային, տարեկանացված

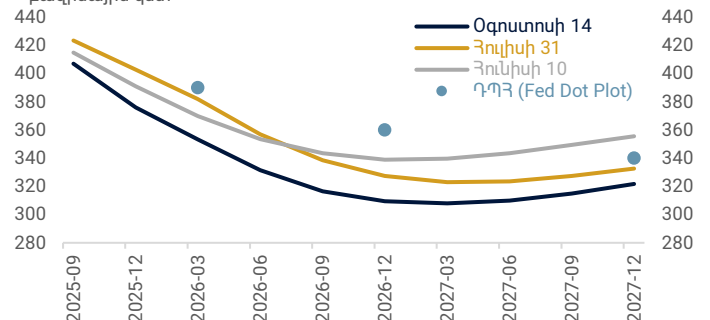


Աղբյուր՝ Աշխատուժի վիճակագրության բյուրո (BLS); Տնտեսական վերլուծությունների բյուրո (BEA), Ատլանտայի պահուստային բանկ

Հնարավոր ստագֆյացիոն ռիսկերի պայմաններում գների կայունության և լրիվ զբաղվածության հանձնառության ապահովումը դարձել է խնդրահարույց:

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

բազիսային կետ



Աղբյուր՝ Ատլանտայի պահուստային բանկ, ԴԴՀ

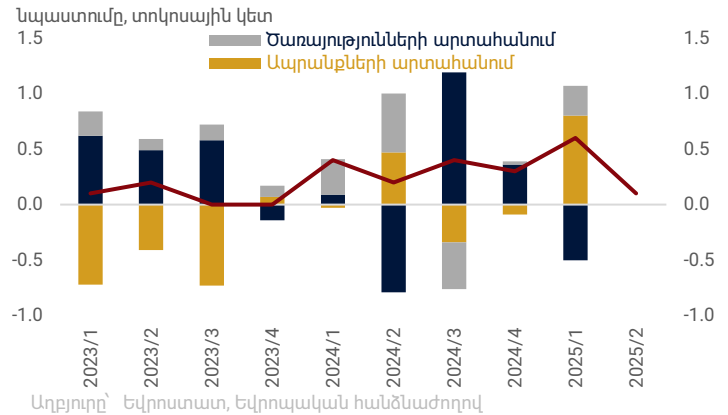
Եվրոգոտու տնտեսության զարգացումներ

2025 թվականի 2-րդ եռամսյակում Եվրոգոտու տնտեսական աճը զգալիորեն դանդաղել է՝ կազմելով 1.4%, իսկ տ/տ աճը նվազել է մինչև 1.4%: Այս դանդաղումը հաջորդել է 1-ին եռամսյակի համեմատաբար բարձր՝ 0.6% եռամսյակային աճին՝ պայմանավորված ԱՄՆ-ում սպասվող առևտրային սահմանափակումների ընդառաջ ապրանքների արտահանման ժամանակավոր աճով և պաշարների կուտակմամբ: Վերջին ամիսներին աճի դանդաղումը արտացոլում է տնտեսության կառուցվածքային խնդիրները՝ համակցված թույլ ներքին պահանջարկով և համաշխարհային առևտրային միջավայրի շուրջ առկա մեծ անորոշությամբ: Միաժամանակ, համախառն պահանջարկի և առաջարկի միջև ճյուղային անհավասարակշռությունը պահպանվում է, հատկապես ծառայությունների ոլորտում, որտեղ արտաքին պահանջարկը նպաստում է կայուն, թեև մեղմացած գնաճային միջավայրի պահպանմանը:

Միջնաժամկետ և երկարաժամկետ տնտեսական աճի հեռանկարի շուրջ անորոշությունները պահպանվում են: Տնտեսական միջավայրի առաջանցիկ ցուցանիշները (PMI) վկայում են աճի հիմնական շարժիչ ուժ հանդիսացող ծառայությունների ոլորտի բարելավման մասին, ինչին նպաստում է նոր ստեղծված ձեռնարկությունների աճը: Միաժամանակ, թեև մշակող արդյունաբերության ոլորտում նկատվում են աստիճանական վերականգնման ազդակներ, այնուամենայնիվ ոլորտում առկա կառուցվածքային խնդիրները պահպանվում են: Այս համատեքստում առկա են երկկողմանի ռիսկեր. մի կողմից՝ շարունակական կառուցվածքային խնդիրները և ԱՄՆ-ի հետ առևտրային համաձայնագիրը բացասաբար են ազդում գործարար տրամադրվածության վրա և սահմանափակում են աճի ներուժը: Մյուս կողմից՝ կառուցվածքային խնդիրների լուծմանն ուղղված հարկաբյուջետային խթանող միջոցառումները կարող են սահմանափակ աջակցություն ցուցաբերել որոշ արտադրողական ոլորտներին՝ մասամբ մեղմելով այս խոչընդոտները: Այնուամենայնիվ, ռազմարդյունաբերության վրա կենտրոնացումը կարող է հանգեցնել տնտեսության անհամաչափ զարգացման և գնաճային ճնշումների:

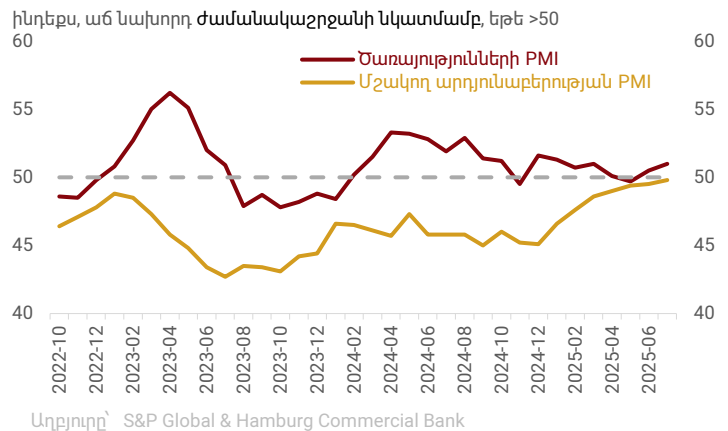
Գնաճային միջավայրը շարունակում է կայունանալ, իսկ ընդհանուր գնաճը՝ ձևավորվել 2% թիրախի շուրջ: Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները, չնայած աստիճանական նվազմանը, դեռևս պահպանվում են թիրախից բարձր մակարդակներում: Մասնավորապես՝ հուլիսին ծառայությունների տ/տ գնաճը կազմել է 3.1%: Չնայած փոքր-ինչ մեղմացման որոշ ազդակներին, աշխատաշուկայի պայմանները դեռևս խիստ են՝ գործազրկության 6.2% պատմականորեն ցածր ցուցանիշով: Հուլիսյան հանդիպման ժամանակ ԵԿԲ-ն որոշում կայացրեց քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնել, ինչի հետևանքով շուկաներն ակնկալում են քաղաքականության մեղմացման ցիկլի ավարտ: Այնուամենայնիվ, քաղաքականության հեռանկարի շուրջ անորոշությունը պահպանվում է՝ պայմանավորված լարված աշխատաշուկայից բխող գնաճային ճնշումներով և կառուցվածքային խնդիրների ու առևտրային սահմանափակումների պարագայում սպասվող տնտեսական ցածր աճով:

Որոշ կարճաժամկետ գործոնների ազդեցության աստիճանական թուլացման և տնտեսության կառուցվածքային խնդիրների ֆոնին տնտեսական աճի հեռանկարը շարունակում է վատթարանալ:
Գծապատկեր 3.Ա.4. Եվրոգոտու համախառն ներքին արդյունքի իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների



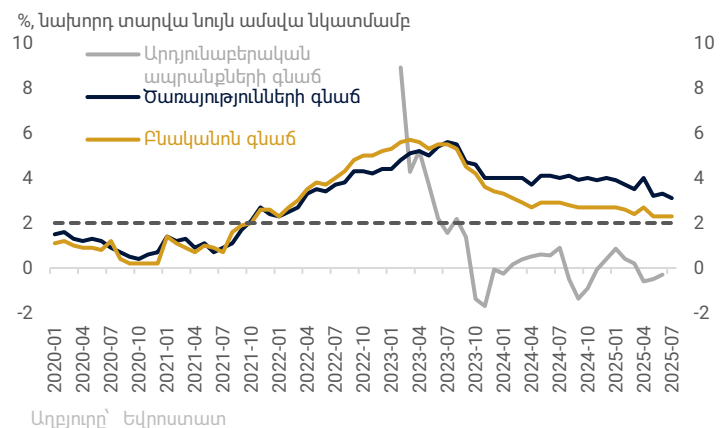
Ծառայությունների ոլորտը մնում է տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժը, սակայն կառուցվածքային խնդիրները հարցականի տակ են դնում արդյունաբերության ճյուղի կայուն վերականգնման հեռանկարը:

Գծապատկեր 3.Ա.5. Եվրոգոտու PMI ցուցանիշները



Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ տարբեր մեկնաբանությունների տեղիք են տալիս:

Գծապատկեր 3.Ա.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



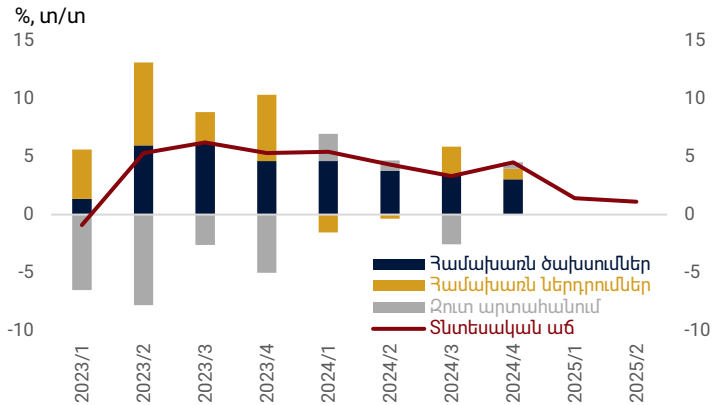
ՌԴ տնտեսության զարգացումներ

2025 թ. 2-րդ եռամսյակում ՌԴ-ում տնտեսական աճը զգալիորեն դանդաղել է՝ կազմելով 1.1%: Տնտեսության տարբեր հատվածներում արդեն իսկ նկատելի են պահանջարկի աճի դանդաղման միտումներ: Չնայած արդյունաբերության ճյուղում աճի տեմպերը դանդաղել են, սակայն այն մնում է դրական տիրույթում՝ ի հաշիվ ռազմարդյունաբերության թողարկման աճի: Վերջին ամիսներին դանդաղման միտումներ են ցուցաբերել նաև ծառայությունների և մանրածախ առևտրի ոլորտները, իսկ վարկավորման տեմպերի թուլացումն էլ ավելի է ընդգծում ցածր պահանջարկի միջավայրի ձևավորման ռիսկերը: Աշխատաշուկայի պայմանները շարունակում են մնալ խիստ: Գործազրկությունը պահպանվում է պատմականորեն ցածր մակարդակում: 2025 թ. հուլիսին կազմել է 2.2%, որին զուգահեռ վերջին ամիսներին դիտվել է իրական աշխատավարձերի որոշակի արագացում (գծապատկեր 3.Ա.8): Հարկ է նաև նշել, որ աշխատուժի ցածր առաջարկի խնդիրը մնում է առարկայական, ինչը շարունակում է լրացուցիչ գնաճային ճնշումներ ստեղծել տնտեսության համար և կարող է սահմանափակել տնտեսության արտադրական կարողությունների հետագա ընդլայնումը:

Բարձր գնաճային միջավայրը դեռևս պահպանվում է: Չնայած վերջին ամիսներին գնաճի որոշակի դանդաղմանը՝ այն պահպանվում է թիրախից բարձր մակարդակում: օգոստոսին կազմել է տ/տ 8.1% (գծապատկեր 3.Ա.9): Գնաճային սպասումները բարձր են ինչպես կարճաժամկետ, այնպես էլ միջնաժամկետ հորիզոնում: Չնայած պահանջարկի աճի դանդաղման պարագայում գնաճային ճնշումները վերջին ամիսներին որոշակիորեն թուլացել են, սակայն աշխատաշուկայի խիստ պայմանների պահպանումը և բարձր գնաճային սպասումները գնաճի արագացման ռիսկեր են պարունակում: Այս համատեքստում, մի կողմից՝ պահանջարկի աճի արագ դանդաղումը, մյուս կողմից՝ աշխատաշուկայի խիստ պայմանների պահպանումը և բարձր գնաճային սպասումները ՌԴ ԿԲ-ի համար լուրջ խնդիրներ են առաջադրում կարճաժամկետում գնաճ-տնտեսական աճ երկընտրանքի արդյունավետ կառավարման տեսանկյունից, այն պարագայում, երբ ՌԴ ԿԲ-ն շարունակում է իջեցնել քաղաքականության տոկոսադրույքը (սեպտեմբերին՝ 100 բազիսային կետով):

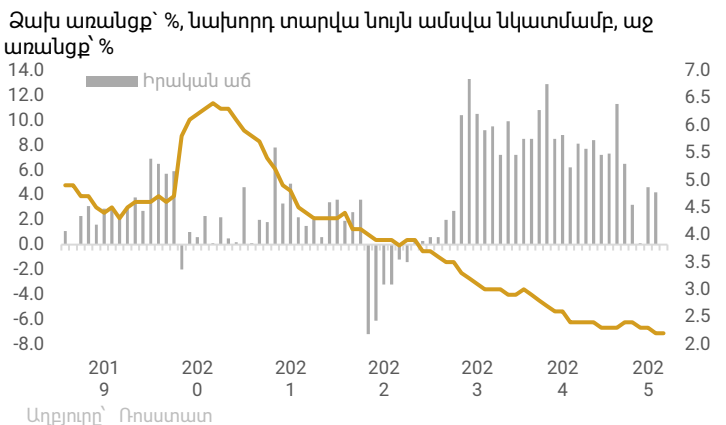
ՌԴ-ում տնտեսական աճի հեռանկարի վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ ռուս-ուկրաինական հակամարտության կարգավորման շուրջ բանակցությունների շարունակման և հակամարտության մոտալուտ ավարտի վերաբերյալ ազդակները ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ դրական հեռանկարի հիմքեր են ստեղծում: Մյուս կողմից՝ ցածր պահանջարկի միջավայրի ձևավորումը, ինչպես նաև արևմտյան երկրների կողմից թիրախային պատժամիջոցների սահմանում ու շարունակական խստացումը ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ աճի դանդաղման ռիսկեր են պարունակում: Այս ամենին զուգահեռ, Ռուսաստանի տնտեսությունը մնում է խոցելի նավթի շուկայի ընթացիկ զարգացումների ֆոնին, որտեղ գների անկումը նվազեցրել է պետական բյուջեի նավթագազային եկամուտները, իսկ նվազման միտումների հետագա պահպանումը ռիսկեր է պարունակում հարկաբյուջետային քաղաքականության տեսանկյունից: Ավելին, տնտեսական աճի ներկայիս դանդաղման պայմաններում անորոշություններ են ստեղծվում նաև ոչ նավթագազային եկամուտների հավաքագրման հեռանկարի հետ կապված:

Պահանջարկի պայմանների թուլացումը միջնաժամկետ տնտեսական աճի հեռանկարի հետ կապված ռիսկեր է ստեղծում: Գծապատկեր 3.Ա.7. ՌԴ համախառն ներքին արդյունքի իրական աճը



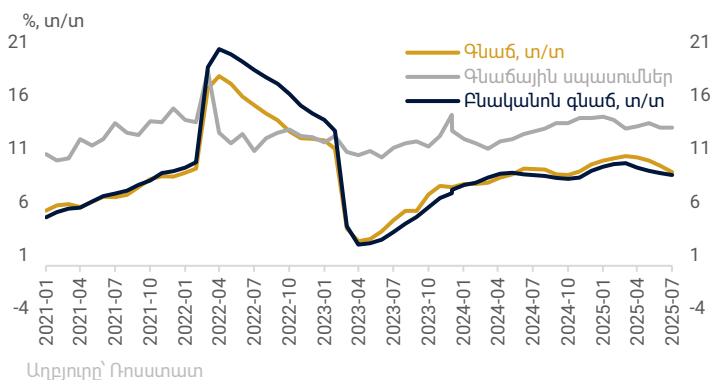
Աղբյուրը՝ Ռուսաստանի բանկ, Ռոսստատ
Նշում: 2025/2-ի աճը նախնական գնահատական է:

Աշխատաշուկայի պայմանները մնում են խիստ՝ լրացուցիչ գնաճային ճնշումներ գործադրելով տնտեսության վրա: Գծապատկեր 3.Ա.8. Գործազրկության մակարդակն ու աշխատավարձերի աճը



Չնայած գնաճի որոշակի դանդաղմանը՝ այն դեռևս թիրախից բարձր է, իսկ գնաճային սպասումների բարձր մակարդակում պահպանվելը բարդացնում է ՌԴ ԿԲ-ի կողմից գների կայունության նպատակի ապահովումը:

Գծապատկեր 3.Ա.9. ՌԴ գնաճի ցուցանիշներ



Ապրանքահումքային շուկայի զարգացումներ

Պղինձ. 2025 թ. փետրվարին 50% մաքսատուրքի վերաբերյալ հայտարարությունից ի վեր ԱՄՆ-ում պղնձի պահանջարկը կտրուկ աճել է՝ պայմանավորված օգոստոսի 1-ից օրենքի ուժի մեջ մտնելուն ընդառաջ նախնական ներմուծման աճով և պաշարների կուտակմամբ: Մատակարարումն ապահովելու այս կանխարգելիչ գնումների արդյունքում պղնձի համաշխարհային գները կտրուկ աճել են՝ հունիսին գերազանցելով մեկ տոննայի դիմաց 9700 ԱՄՆ դոլարը: Այնուամենայնիվ, պղնձի գների հեռանկարի շուրջ անորոշությունը մնում է բարձր: Մի կողմից՝ աճող պահանջարկը, պայմանավորված կանաչ էներգիայի անցման գործընթացով, ինչպես նաև ԵՄ-ում ենթակառուցվածքային և պաշտպանական ծախսերի ավելացմամբ, բարձրացնում է գների աճի ռիսկերը, մյուս կողմից՝ համաշխարհային պահանջարկի թուլացումը և պղնձի մատակարարման հոսքերի հնարավոր վերաբաշխումը ԱՄՆ-ից դուրս գտնվող շուկաներ գնանկումային ճնշումներ են գործադրում համաշխարհային գների վրա:

Նավթ. Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական ռիսկերի որոշ թուլացումից հետո նավթի համաշխարհային գները որոշակիորեն կայունացել են մեկ բարելի դիմաց 70 ԱՄՆ դոլարի շուրջ, և շուկաները շարունակում են կանխատեսել գների կայուն նվազում մինչև 2026 թվականը: Այնուամենայնիվ, նավթի գների ուղեգծի շուրջ զգալի անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ ՕՊԵԿ+ անդամ երկրներից մատակարարման աճը, որը սեպտեմբերին նախատեսվում է ավելացնել մինչև օրական 2.5 միլիոն բարել, ինչպես նաև համաշխարհային պահանջարկի թուլացումը կարող են լրացուցիչ գնանկումային ճնշումներ ստեղծել: Մյուս կողմից՝ աշխարհաքաղաքական լարվածության հնարավոր սրացումը, ինչպես նաև ՌԴ-նկատմամբ երկրորդային պատժամիջոցների կիրառումը կարող են հանգեցնել մատակարարման շղթաների հնարավոր խաթարումների և ձևավորել գնաճային ճնշումներ:

Պարենային ապրանքներ. 2025 թ. հուլիսին, նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատությամբ, արձանագրվել է պարենային ապրանքների միջազգային գների շուրջ 7% աճ՝ արտացոլելով հիմնական պարենային կատեգորիաների տարբեր միտումները: Մի կողմից՝ հացահատիկի բերքահավաքի և շաքարի արտադրության հեռանկարների բարելավումը հիմնական արտադրող երկրներում նպաստել է այս ոլորտներում գնաճային ճնշումների մեղմացմանը, մյուս կողմից՝ մսի և բուսական յուղի նկատմամբ բարձր համաշխարհային պահանջարկը շարունակում է գնաճային ճնշումներ գործադրել: Չնայած մատակարարման պայմանների բարելավման արդյունքում որոշակի մեղմացմանը՝ կաթնամթերքի գները մնում են բարձր՝ պայմանավորված կայուն պահանջարկով և շարունակական ծախսային ճնշումներով: Այնուամենայնիվ, համաշխարհային պարենային գների և Հայաստանի սննդամթերքի ներմուծման արժեքի շուրջ անորոշությունը պահպանվում է՝ պայմանավորված աշխարհաքաղաքական լարվածության և առևտրային խոչընդոտների հետ կապված մատակարարման շղթաների խափանումներով և համաշխարհային տնտեսական աճի դանդաղման հեռանկարով:

Պղնձի գները կտրուկ աճել են՝ արտացոլելով ինչպես պահանջարկի աճը, այնպես էլ մաքսատուրքային ռիսկերը:

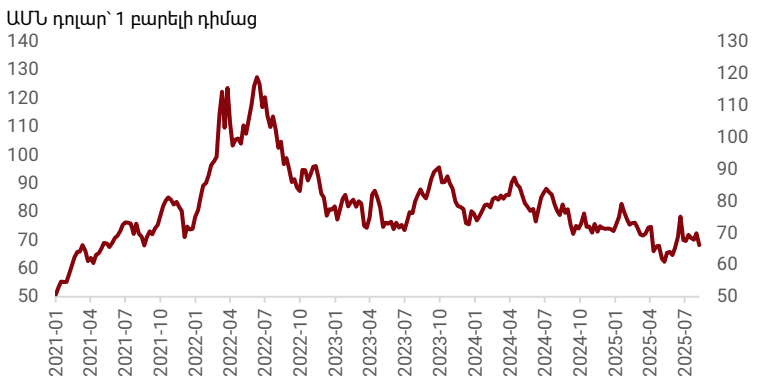
Գծապատկեր 3.Ա.10. Պղնձի համաշխարհային գներ



Աղբյուր՝ Դաշնային պահուստի տնտեսական տվյալները (FRED)

Աշխարհաքաղաքական լարվածության թուլացումն ու արտադրության ծավալների աճը նպաստել են նավթի գների մեղմմանը: Այդուհանդերձ, գների հեռանկարի հետ կապված ռիսկերը շարունակում են դրսևորվել երկկողմանի:

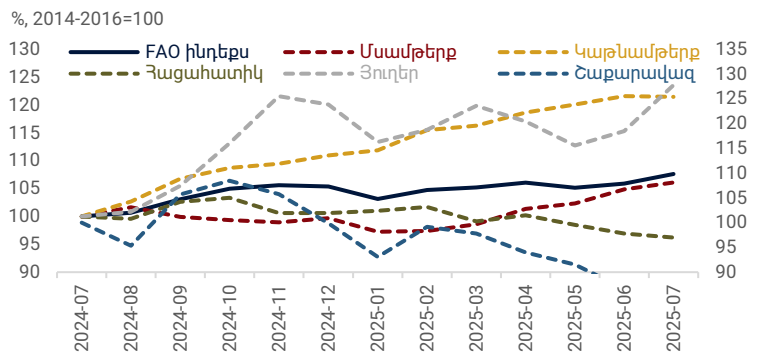
Գծապատկեր 3.Ա.11. Brent Crude տեսակի նավթի համաշխարհային գինը



Աղբյուր՝ Դաշնային պահուստի տնտեսական տվյալները (FRED)

Պարենի համաշխարհային գները ցուցաբերում են աճի միտում՝ առանձին բաղադրիչների տարբեր զարգացումներով:

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



Աղբյուր՝ Միացյալ ազգերի պարենի և գյուղատնտեսության կազմակերպությունը (FAO)

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

Աղբյուր/թեմա Ամսաթիվ	Նավթ (Brent, դոլար/բարել)			Պղինձ (դոլար/տոննա)			ՀԲ պարենի համ. գների կանխատեսում (տարեկան աճ)		
	ԷՏԳ Օգոստ- 25	ՀԲ Ապր- 25	Կոնսենսուս Սեպ- 25	ՀԲ Ապր- 25	ՌԷԵ Հուն- 25	Կոնսենսուս Սեպ- 25	Նավթ և սնունդ Ապր- 25	Հացահատիկ Ապր- 25	Այլ պարեն Ապր- 25
2025	67	64	68	8200	9447	9471	-6.8	-10.5	-4.6
2026	51	60	63	8000	9793	9932	0.3	-1.1	-2.0

Աղբյուրը՝ ԷՏԳ, ՀԲ, Բլումբերգ, ՌԷԵ, ԱՄՆ

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

Աղբյուր	ԱՄՆ					ԵՄ					ՌԴ					
	ԱՄՆ Ապր- 25	ՀԲ Հուն- 25	ՏՀԶԿ Հուն- 25	ԴՊՀ Հուն- 25	Կոնսենսուս Սեպ- 25	ԱՄՆ Ապր- 25	ՀԲ Հուն- 25	ՏՀԶԿ Հուն- 25	ԵՅ Մյու- 24	ԵԿԲ Հուն- 25	Կոնսենսուս Սեպ- 25	ԱՄՆ Ապր- 25	ՀԲ Հուն- 25	ՏՀԶԿ Հուն- 25	ՌԿԲ Հուլ- 25	Կոնսենսուս Սեպ- 25
Ամսաթիվ																
Տնտեսական աճ (տարեկան, %)																
2024 (Փ*)				2.8					0.8					4.3		
2025	1.8	1.4	1.6	1.4	1.6	0.8	0.7	1.0	0.9	0.9	1.1	1.5	1.4	1.0	1.4	1.3
2026	1.7	1.6	1.5	1.6	1.7	1.2	0.8	1.2	1.4	1.1	1.1	0.9	1.2	0.7	1.6	1.4
2027	2.0	1.9	-	1.8	2.0	1.3	1.0	-	-	1.3	1.5	1.1	1.2	-	1.8	1.5
Գնաճ (տարեկան, %)																
2024 (Փ*)				3.0					2.4					8.4		
2025	3.0	-	3.2	3.0	2.8	2.1	-	2.2	2.1	2.0	2.1	9.3	-	9.7	9.1	9.1
2026	2.5	-	2.8	2.4	2.8	1.9	-	2.0	1.7	1.6	1.9	5.5	-	6.1	5.5	5.6
2027	2.1	-	-	2.1	2.5	2.0	-	-	-	2.0	2	4.0	-	-	4.3	4.5

* Փաստացի

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

Բ. Ներքին պահանջարկի միջավայր

Համախառն առաջարկ և պահանջարկ

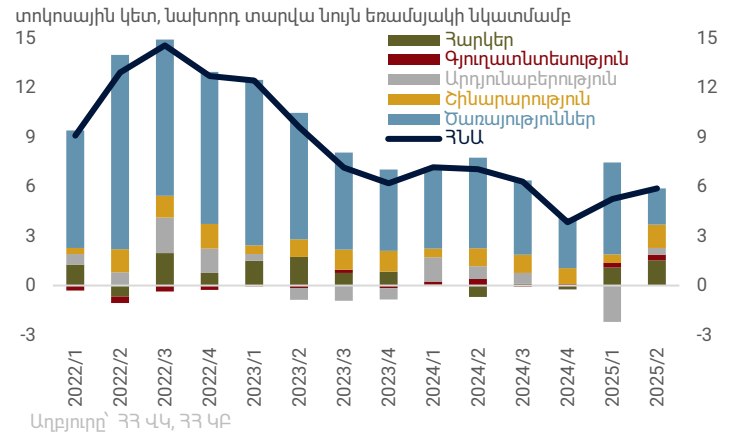
2025 թ. 2-րդ եռամսյակում Հայաստանի տնտեսական աճը որոշակիորեն արագացել է՝ կազմելով տ/տ 5.9%, ինչը մոտ է աճի երկարաժամկետ կայուն մակարդակի վերաբերյալ գնահատականների մեծ մասի վերին սահմանին: 2-րդ եռամսյակում աճը շարունակել է կենտրոնացված լինել հիմնականում այն ճյուղերում, որտեղ պահանջարկն ավելացել է (այդ թվում շինարարություն և ծառայություններ), ինչն աճի երկարաժամկետ հեռանկարի և կայունության վերաբերյալ ռիսկեր է պարունակում: Շինարարության ճյուղը շարունակում է արագ տեմպերով աճել, սակայն անշարժ գույքի գների ճգնաժամի պայմաններում շինարարության ու հարակից ոլորտներում աճի, պահանջարկի թուլացման, հետևաբար գնանկումային ռիսկերը պահպանվում են: Թեև ծառայությունների ճյուղում աճը դեռևս կենտրոնացված է ՏՏ և ֆինանսական ծառայությունների ոլորտում (համատեղ նպաստումը աճին՝ 2.0 տ.կ.), այնուամենայնիվ, հատկապես վերջին ամիսներին ոլորտի այլ ենթաճյուղերում աճի արագացումը վկայում է պահանջարկի պայմանների հնարավոր ընդլայնման մասին: Որոշ կարճաժամկետ, ոչ կառուցվածքային գործոնների աստիճանական չեզոքացմանը զուգահեռ նկատվում է առևտրի և արդյունաբերության ճյուղերի աճի դանդաղում: Այնուամենայնիվ, արդյունաբերության ոլորտի որոշ ենթաճյուղեր շարունակում են ցուցաբերել դրական միտումներ՝ արտահայտվելով թողարկման, արտահանման, վարկավորման պահանջարկի և արտադրական կարողությունների աճով:

2023 թ. ռեկորդային արագացումից հետո 2024 թ-ին և 2025 թ-ի 1-ին եռամսյակում դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերը զգալիորեն դանդաղել էին: Այդուհանդերձ, 2025 թ. մայիսից զբոսաշրջիկների հոսքն էապես արագացել է՝ հասնելով պատմականորեն բարձր մակարդակի, ինչը պայմանավորվել է ինչպես ՌԴ-ից հոսքերի վերականգնմամբ, այնպես էլ այլ զբոսաշրջության առումով ոչ ավանդական երկրներից հոսքերի աճով: Առաջիկայում նմանատիպ միտումների պահպանումը կարող է արտաքին պահանջարկի հետագա ընդլայնման և հատկապես դրա նկատմամբ մեծ զգայունություն ունեցող ծառայությունների գնաճի արագացման ռիսկեր պարունակել: Այդուհանդերձ, արտաքին պահանջարկի հեռանկարի շուրջ զգալի անորոշությունը պահպանվում է՝ պայմանավորված համաշխարհային տնտեսությունում աճի հեռանկարի վատթարացման ռիսկերով և դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերի ու դրամական փոխանցումների ընթացիկ միտումների տևական պահպանմամբ:

Այս համատեքստում տարբեր ազդակներ կարող են վկայել 2-րդ եռամսյակում դրական ՀՆԱ ճեղքվածքի ձևավորման մասին (գծապատկեր 3.Բ.3): Այնուամենայնիվ, տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները, տարբեր ճյուղերում անհամաչափ, ոչ միանշանակ զարգացումները և այլ ցուցանիշներից բխող տարբեր ենթադրություններն ավելացնում են տնտեսությունում համախառն պահանջարկի և առաջարկի հարաբերական դիրքի շուրջ առկա անորոշությունները: Մի կողմից՝ վարկավորման բարձր աճը, մասնավոր սպառման աճը և որոշ ճյուղերում հիմնականում պահանջարկի ավելացմամբ պայմանավորված բարձր աճը կարող են վկայել տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի առկայության մասին: Մյուս կողմից՝ աճի կենտրոնացվածության պահպանումը, աշխատաշուկայի պայմանների և ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի կայունացումը (տե՛ս բաժին Գ), կարող են մատնանշել թույլ պահանջարկի միջավայրի և փակված կամ մի փոքր բացասական ՀՆԱ ճեղքվածքի առկայության մասին:

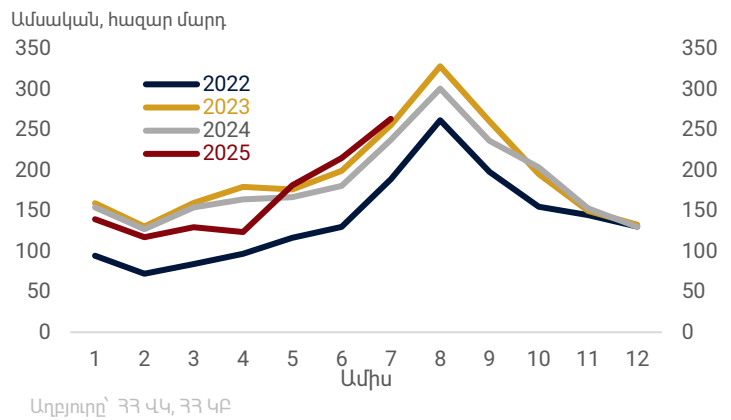
2-րդ եռամսյակում տնտեսական աճն արագացել է և շարունակում է կենտրոնացված մնալ հիմնականում պահանջարկի ավելացմամբ պայմանավորված ճյուղերում:

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



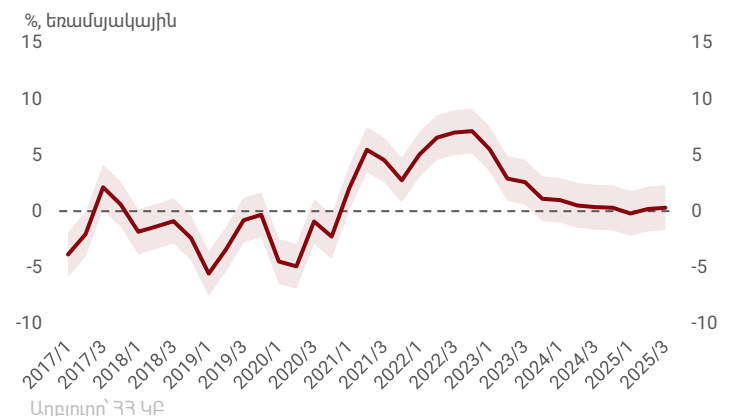
Վերջին շրջանում զբոսաշրջային հոսքերի կտրուկ արագացումը կարող է վկայել արտաքին պահանջարկի որոշակի ընդլայնման մասին:

Գծապատկեր 3.Բ.2. Զբոսաշրջիկների ներհոսք



Պահանջարկի ավելացմամբ պայմանավորված ճյուղերում աճի կենտրոնացվածությունը և արտաքին պահանջարկի որոշակի ընդլայնումը կարող են վկայել դրական ՀՆԱ ճեղքվածքի ձևավորման մասին:

Գծապատկեր 3.Բ.3. ՀՆԱ ճեղքվածքը



Սպառում և Ներդրումներ

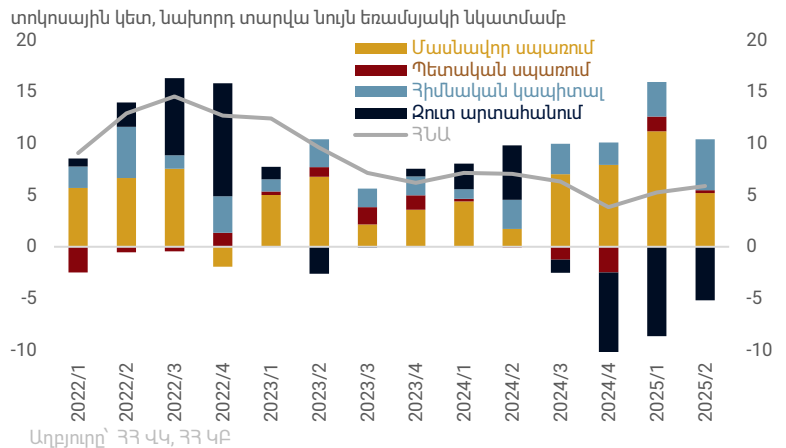
Մասնավոր սպառումը, Նախորդ տարիներին տնտեսական աճի համեմատությամբ զգալիորեն իջեց, 2024 թ. երկրորդ կիսամյակից դրսևորել է արագացման միտում 2025 թ. 2-րդ եռամսյակում գրանցելով տ/տ 7.5% աճ (գծապատկեր 3.Բ.4): Զուգահեռաբար, համախառն ներդրումների աճը 2025 թ. 2-րդ եռամսյակում կազմել է 26.2%, ինչը պայմանավորված է եղել ինչպես մասնավոր (անշարժ գույք, ներդրումային ապրանքներ), այնպես էլ պետական (ենթակառուցվածքներ) ներդրումների աճով (գծապատկեր 3.Բ.5): Մասնավոր ծախսումների զգալի աճը պայմանավորվել է ինչպես տնային տնտեսությունների, այնպես էլ մասնավոր հատվածի վարկավորման բարձր աճի պահպանմամբ և կուտակված մեծ ծավալի խնայողությունների ծախսմամբ՝ արտացոլելով տնտեսությունում ձևավորված բարձր ներքին պահանջարկը:

Ներքին պահանջարկի հեռանկարի շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ ներքին պահանջարկը կարող է ընդլայնվել՝ պայմանավորված մասնավոր հատվածում վերջին տարիներին կուտակված զգալի խնայողությունների ծախսմամբ, ինչպես նաև վարկավորման աճի բարձր տեմպերի պահպանմամբ: Նման սցենարի դեպքում Նշված գործոնները կարող են ավելացնել պահանջարկի և գնաճային ճնշումները տնտեսությունում (հատկապես եթե տնտեսությունը մոտ կամ բարձր է ՀՆԱ ներուժից): Մյուս կողմից՝ տնտեսության որոշ ոլորտներում համեմատաբար զուսպ աճը, աշխատաշուկայի պայմանների կայունացումը (գծապատկերներ 3.Գ.1, 3.Գ.4) առաջ են բերում ավելցուկային պահանջարկի ձևավորման հակափաստարկներ (գծապատկեր 3.Գ.6): Ավելին, աշխարհաքաղաքական և տարածաշրջանային գործոններով պայմանավորված անորոշությունների պահպանումը կարող է զսպել մասնավոր ծախսումների աճը թե՛ սպառման և թե՛ ներդրումների ուղղությամբ: Այս միտումների շարունակականությունը կարող է խաթարել աճի հեռանկարը, մինչդեռ աշխարհաքաղաքական լարվածության թուլացումը կնպաստի կապիտալի ներհոսքի և ներդրումային ակտիվության աճին: Բացի այդ, հարկաբյուջետային քաղաքականության դիրքի վերաբերյալ անորոշությունը մնում է արդիական՝ ներքին պահանջարկի հեռանկարի տեսանկյունից:

ՌԴ-ում ՀՀ աշխատանքային միգրանտների թվի և դեպի ՀՀ դրամական հոսքերի իրական ծավալների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Հաշվի առնելով վերջին տարիներին ՀՀ-ում բարձր տնտեսական աճի արձանագրումը և տնային տնտեսությունների եկամուտների էական աճը՝ մասնավոր պահանջարկի խթանման գործում դրամական փոխանցումների դերը զգալիորեն թուլացել է: Այնուամենայնիվ, թեև վերջին ամիսներին դրամական փոխանցումների աճն արագացել է, սակայն պահպանվում է պատմականորեն համեմատաբար ցածր մակարդակում (գծապատկեր 3.Բ.6): Դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի միտումների հետ կապված անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ ընթացիկ մակարդակում ռուբլու փոխարժեքի երկար պահպանումը կարող է ավելացնել ՀՀ-ից դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրացիայի շարժառիթները: Մյուս կողմից՝ ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ հեռանկարի վերաբերյալ մեծ անորոշությունն ու միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող են որոշակիորեն զսպել դեպի ՌԴ միգրացիոն հոսքերը՝ նպաստելով ՀՀ-ում աշխատուժի առաջարկի աճին և գնաճային միջավայրի թուլացմանը:

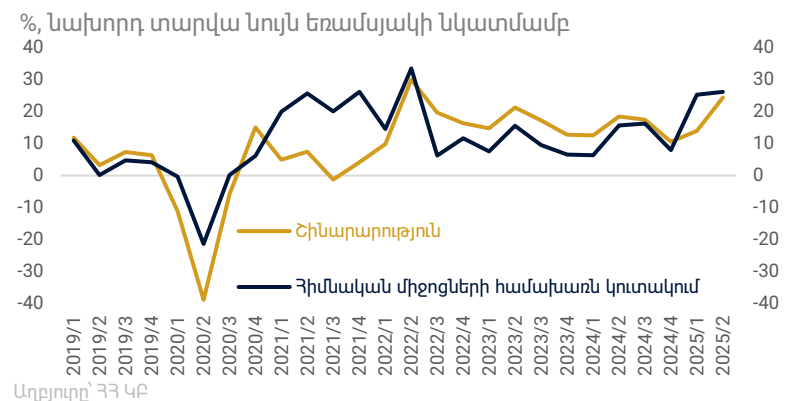
Թեև վիճակագրական տվյալների վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է, կուտակված խնայողությունների և վարկավորման նկատմամբ բարձր պահանջարկի պայմաններում մասնավոր ծախսումների ավելացման ռիսկերը պահպանվում են:

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



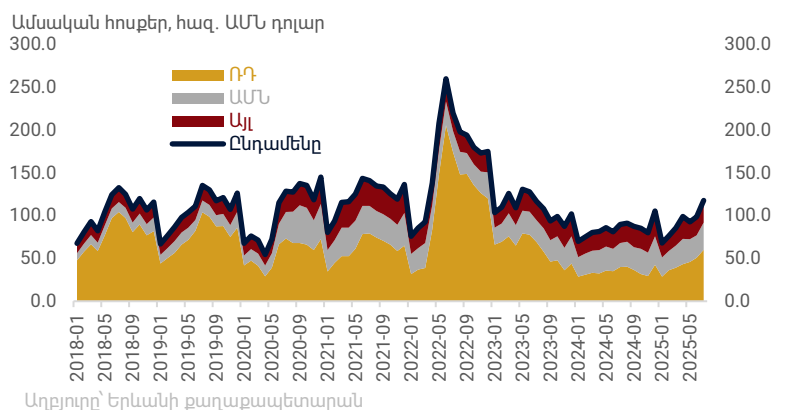
Հիմնական կապիտալում ներդրումներն աճում են, ինչը համահունչ է շինարարության բարձր աճին:

Գծապատկեր 3.Բ.5. Ներդրումները և շինարարությունը տնտեսությունում



Վերջին ամիսներին դրամական փոխանցումները զգալիորեն աճել են, հատկապես ՌԴ-ից, սակայն դրանց ապագա ուղեգծի շուրջ անորոշությունները մնում են բարձր:

Գծապատկեր 3.Բ.6. Ոչ առևտրային դրամական փոխանցումների ներհոսքն ըստ երկրների



Արտաքին առևտուր և արտաքին պահանջարկ

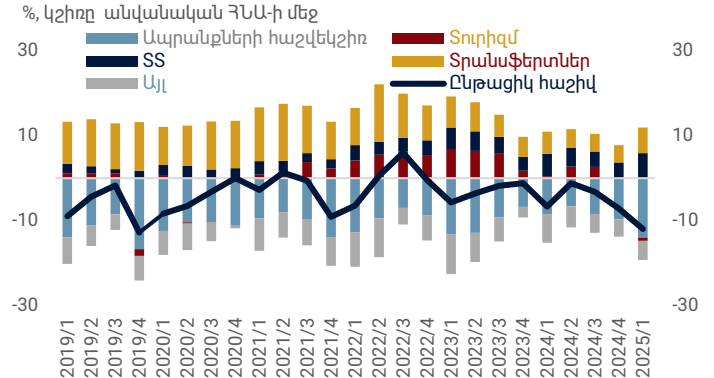
2025 թ. 1-ին եռամսյակում արձանագրվել է ընթացիկ հաշվի վատացում, քանի որ ներքին պահանջարկի ավելացմանը զուգընթաց դանդաղել է արտաքին պահանջարկի աճը: Վերջինս արտահայտվել է Հայաստանի կողմից սպասարկվող արտաքին առևտրային հոսքերի և դրանցից ստացվող եկամուտների նվազմամբ, ինչպես նաև Հայաստանի ժամանող զբոսաշրջիկների թվի շարունակական կրճատմամբ: Այնուամենայնիվ, վերջին ամիսներին զբոսաշրջությունը զգալիորեն ակտիվացել է (գծապատկեր 3.Բ.2), ինչը վկայում է 2-րդ եռամսյակում աճի արագ վերականգնման մասին, որը միայն մասնակիորեն կփոխհատուցի 1-ին եռամսյակում ոլորտի կորցրած եկամուտները: Տարբեր գնահատականների համաձայն՝ այս գործոնները, զուգորդվելով բարձր ներքին պահանջարկի հետ, ընթացիկ հաշիվը որոշակիորեն մոտեցրել են կայուն մակարդակին:

Այնուամենայնիվ, ինչպես ներքին տնտեսության կառուցվածքի, այնպես էլ ընթացիկ հաշվի պակասուրդի երկարաժամկետ կայուն մակարդակի շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ թեև արտաքին առևտրային հոսքերը նվազել են, Հայաստանը շարունակում է զգալի արտաքին, հատկապես ծառայությունների, նկատմամբ ինչպես արտաքին, այնպես էլ ներքին բարձր պահանջարկի ազդեցությունը: ՏՏ ծառայությունների արտահանումը պահպանվում է բարձր մակարդակում (2025 թ. 1-ին եռամսյակում կազմել է ՀՆԱ 6.5%-ը), իսկ ֆինանսական ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկը շարունակում է աճել կայուն տեմպերով՝ ՀՆԱ շուրջ 2.7% արտահանման ծավալներով: Միևնույն ժամանակ, չնայած առկա մեծ անորոշությանը, 2-րդ եռամսյակում ներքին պահանջարկի շարունակական աճը վկայում է տնային տնտեսությունների և ձեռնարկությունների սպառման կայուն ու բարձր աճի և ներդրումային տրամադրվածության մասին: Ներքին պահանջարկի ապագա ուղեգծի, ինչպես նաև մոտակա և միջնաժամկետ հորիզոնում դրա կայուն մնալու վերաբերյալ անորոշությունը մշուշոտ է դարձնում ընթացիկ հաշվի ապագա դիրքի և այդ գործոններից բխող տնտեսական ազդեցությունների հեռանկարը (գծապատկեր 3.Բ.8): Այնուամենայնիվ, եթե այս միտումները տևական լինեն, և արտաքին պահանջարկը շարունակի վերականգնվել բարձր տեմպերով, դա կարող է ներքին տնտեսությունում դառնալ փոխարժեքի հետագա արժևորման և/կամ գնաճային ճնշումների աղբյուր:

Միաժամանակ, իրական փոխարժեքի հիմնարար մակարդակի շուրջ անորոշությունը տարբեր մեկնաբանությունների տեղիք է տալիս: Այդպիսի փաստարկներից մեկն այն է, որ 2022 թվականից ի վեր իրական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորման արտացոլում է արտադրողականության և արտադրանքի ներուժային աճի նշանակալի ավելացում, ինչի մասին են վկայում ՀՆԱ-ում արտահանելի ապրանքների և ծառայությունների արտահանման աճող մասնաբաժինը, ինչպես նաև մեկ շնչի հաշվով արտադրողականության աճն այն ոլորտներում, որոնք մեծապես հիմնվում են բարձրորակ մարդկային կապիտալի և նորարարության վրա (օրինակ՝ ՏՏ, ֆինանսական ծառայություններ և այլն): Սա ենթադրում է կառուցվածքային առումով ավելի արտադրողական տնտեսություն՝ զգալիորեն ընդլայնված երկարաժամկետ արտահանման ներուժով և արտադրական կարողություններով (ավելի բարձր տնտեսական աճի ներուժ), ինչը կհիմնավորի փոխարժեքի հիմնարար արժևորման փաստարկը: Հակառակ դեպքում, եթե գործոններն ավելի քիչ արտահայտված լինեն, դա կհիմնավորի իրական արդյունավետ փոխարժեքի ավելի ցիկլիկ, ոչ հիմնարար գործոններով պայմանավորված արժևորումը, և դրա հետագա ճշգրտումը, հավանաբար, կարտացոլվի ընթացիկ հաշվի պակասուրդի համապատասխան շտկմամբ:

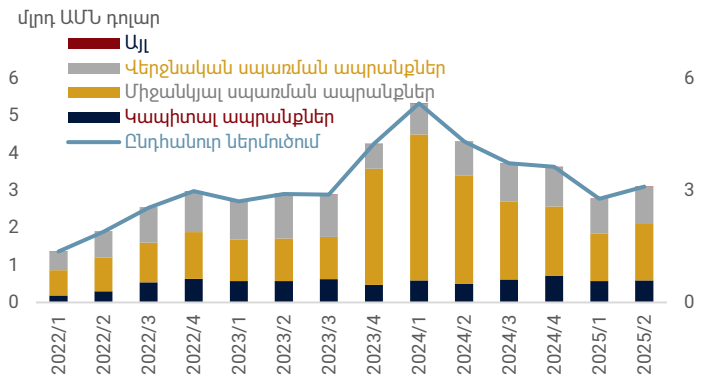
1-ին եռամսյակում ընթացիկ հաշվի վատացումը արտացոլում է բարձր ներքին և ցածր արտաքին պահանջարկը, սակայն արտաքին պահանջարկի հնարավոր աճը կարող է բարելավել այն 2-րդ եռամսյակում:

Գծապատկեր 3.Բ.7. Ընթացիկ հաշիվ



Կապիտալ ապրանքների ներմուծման բարձր աճը վկայում է բարենպաստ ներդրումային միջավայրի մասին և նպաստում է տնտեսությունում արտադրական կարողությունների ընդլայնմանը:

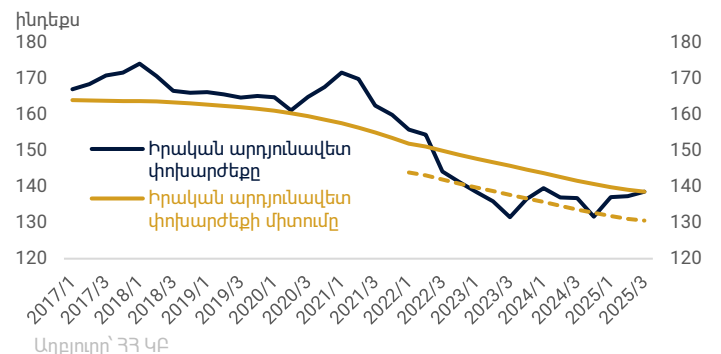
Գծապատկեր 3.Բ.8. Ներմուծման ծավալներն ըստ տնտեսական գործունեության տեսակի



Իրական փոխարժեքի ցիկլային դիրքի վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է:

Արտադրողականության ավելի բարձր աճը հիմնավորում է հիմնարար արժևորման փաստարկը:

Գծապատկեր 3.Բ.9. Իրական արդյունավետ փոխարժեքը դոլարի, եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ (ցուցանիշի նվազումը նշանակում է դրամի արժևորում)



Հարկաբյուջետային քաղաքականություն

2025 թ. պետական բյուջեի կատարողականը բնութագրվում է հակադիր միտումներով. չնայած հարկային եկամուտները ծրագրային մակարդակից փոքր-ինչ բարձր են, թերհավաքագրման ռիսկերը պահպանվում են, մինչդեռ ծախսերի տեսանկյունից առկա են գերակատարման ռիսկեր՝ ընթացիկ ծախսերի, և թերակատարման ռիսկեր՝ կապիտալ ծախսերի մասով: Արդյունքում ֆիսկալ քաղաքականության ազդեցության շուրջ անորոշությունները պահպանվում են:

2025 թ. 1-ին կիսամյակում հարկային եկամուտների հավաքագրման կատարողականը կազմել է տարեկան վերանայված ծրագրի շուրջ 50%-ը: Այն հիմնականում պայմանավորված է մի շարք գործոններով. կանխատեսվածից բարձր անվանական ՀՆԱ աճով, նախորդ տարվա ընթացքում որոշ ոլորտներում կուտակված բարձր շահույթով, շինարարության ոլորտում ավարտական ակտերի աճով, որն ընդլայնել է ԱԱՀ հավաքագրման հնարավորությունները, և հարկային վարչարարության որոշակի խստացմամբ: Այնուամենայնիվ, նախորդ տարվա հարկաբյուջետային ցածր բազան (7% թերակատարում), ընթացիկ տարվա սահմանված բարձր թիրախները, ինչպես նաև եկամուտների աճին նպաստող մի շարք գործոնների աստիճանական չեզոքացումը եկամուտների թերհավաքագրման ռիսկեր են պարունակում (գծապատկեր 3.Բ.11, սցենար 1):

Բյուջետային ծախսերի շուրջ հիմնական անորոշությունները վերաբերում են պահանջարկի վրա թողած ազդեցության չափին: Մի կողմից՝ հունվար-հունիսին թե՛ ընթացիկ և թե՛ կապիտալ ծախսերի հաշվին պետական բյուջեի ընդհանուր ծախսերը թերակատարվել են, սակայն ծախսերի կատարողականը պատմական միտումների համեմատությամբ որոշակիորեն բարելավվել է: Մյուս կողմից՝ սոցիալական բնույթի ծախսերի անհրաժեշտությամբ պայմանավորված՝ կարող են ճնշումներ ավելանալ ընթացիկ ծախսերի ընդլայնման և պահուստային ֆոնդի օգտագործման տեսանկյունից (գծապատկեր 3.Բ.11, սցենար 1): Նման պարագայում հարկաբյուջետային քաղաքականությունը կարող է ստանձնել առավել խթանող դիրք՝ ստեղծելով պահանջարկից ածանցվող գնաճային, ինչպես նաև պետական պարտքի ու երկրի ռիսկի հավելավճարի վերաբերյալ որոշակի ռիսկեր:

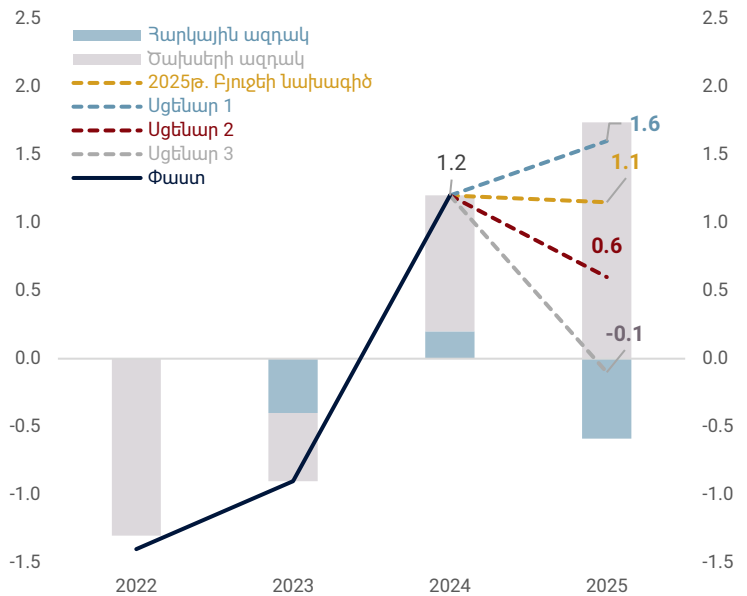
Կապիտալ ծախսերի նախորդ տարվա ցածր բազան և կատարողականը, ընթացիկ տարվա զգալիորեն բարձր նպատակային ցուցանիշը (ՀՆԱ մոտ 7%-ը) և նման ծավալի աշխատանքների իրականացման համար տնտեսությունում առկա կարողությունների սահմանափակությունը մեծացնում են դրանց թերակատարման ռիսկերը (գծապատկեր 3.Բ.11, սցենար 2ա): Բացի այդ, կապիտալ ծախսերի կառուցվածքային փոփոխությունները բարդացնում են դրանց ազդեցության գնահատումը պահանջարկի վրա՝ առաջացնելով լրացուցիչ անորոշություններ (գծապատկեր 3.Բ.11, սցենար 2բ):

Միջնաժամկետում հիմնական ռիսկերը վերաբերում են բյուջեի պակասուրդի և պարտքի կայունացման հեռանկարներին: Մի կողմից՝ ընթացիկ ծախսերի հնարավոր գերակատարումը և եկամուտների թերհավաքագրումը կարող են խորացնել պակասուրդը՝ մեծացնելով ֆինանսավորման ճնշումները: Մյուս կողմից՝ հարկային վարչարարության խստացումները, ծախսերի հնարավոր թերակատարումը կամ ներքևի ուղղությամբ ճշգրտումները կարող են զսպել պարտքի բեռի ավելացման ռիսկերը՝ մեղմելով համախառն պահանջարկի վրա հնարավոր ընդլայնողական ազդեցությունը:

Հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցության շուրջ անորոշությունները պայմանավորված են եկամուտների հնարավոր թերակատարմամբ, պահուստային ֆոնդի միջոցների հետագա օգտագործմամբ և կապիտալ ծախսերի թերակատարմամբ՝ ստեղծելով ճնշումներ ֆիսկալ կոնսոլիդացիայի և պարտքի կայունացման համատեքստում:

Գծապատկեր 3.Բ.10. Համախառն պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցության սցենարներ 2025 թ. համար

տոկոսային կետ, նպաստումը տնտեսական աճին



Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Նշումներ՝

Սցենար 1 – Հարկային եկամուտների որոշակի թերհավաքագրմամբ և, միևնույն ժամանակ, սոցիալական բնույթի ընթացիկ ծախսեր կատարելու անհրաժեշտությամբ պայմանավորված՝ ընթացիկ ծախսերի որոշակի գերակատարում և պահուստային ֆոնդի մասնակի օգտագործում:

Սցենար 2 ա – Հարկային եկամուտների ծրագրի ամբողջական կատարում, սակայն, լայնածավալ կապիտալ ծախսեր կատարելու կարողությունների սահմանափակության պայմաններում, կապիտալ ծախսերի թերակատարում նախորդ տարիների միտումներին համապատասխան:

Սցենար 2 բ – Սցենար 2ա՝ հաշվի առնելով նաև կապիտալ ծախսերի կառուցվածքային առանձնահատկություններից բխող՝ ամբողջական պահանջարկի վրա հավանական ավելի թույլ ազդեցությունը:

Գ. Աշխատանքի շուկայի և գնաճի զարգացումներ

Աշխատուժի առաջարկ և պահանջարկ

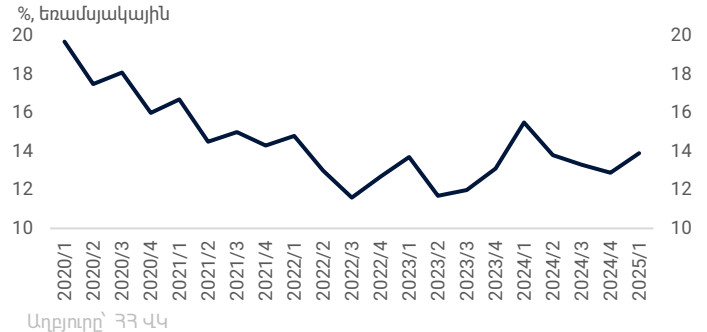
Աշխատանքի շուկայի հեռանկարի շուրջ անորոշությունները պահպանվում են՝ կապված հատկապես պահանջարկի գործոններով պայմանավորված հնարավոր գնաճային ռիսկերի, ինչպես նաև աշխատուժի առաջարկի հնարավոր տեղաշարժերի հետ: 2025 թ. 1-ին եռամսյակում ՀՀ-ում գրանցվել է գործազրկության մակարդակի որոշակի աճ՝ 13.9%, ինչը մասամբ պայմանավորված է սեզոնային գործոններով (գծապատկեր 3.Գ.1): Այդուհանդերձ, դա պահպանվում է երկարաժամկետ հավասարակշիռ մակարդակի շուրջ: Ընդհանուր առմամբ, նկատվում է աշխատանքի շուկայի հավասարակշռության աստիճանական բարելավում՝ Նախորդ տարիների համեմատությամբ: Ավելին՝ 2024 թ.-ից սկսած, Հայաստանում նկատվում է աշխատանքային ռեսուրսների և աշխատուժի զգալի ավելացում: Աճում են թե՛ զբաղվածության և թե՛ աշխատուժի մասնակցության մակարդակները, ինչը համահունչ է նաև ՊԵԿ-ի տվյալներով պաշտոնապես գրանցված աշխատողների թվի աճին (գծապատկեր 3.Գ.2): Թեև վերոնշյալ զարգացումները կարող են մեկնաբանվել որպես աշխատանքի շուկայի ստվերային հատվածի շարունակական նվազում, աշխատաշուկայից եկող ազդակները վկայում են աշխատուժի նկատմամբ բարձր պահանջարկի մասին:

Աշխատուժի առաջարկի հետագա հնարավոր զարգացումները կարող են պայմանավորվել թե՛ աշխատաշուկային Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության ինտեգրման արագությամբ, թե՛ դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրացիայի հոսքերի փոփոխությամբ: Մի կողմից՝ ՀՀ և ՌԴ աշխատավարձերի տարբերության կրճատումը մինչև 2022 թ. մակարդակների համեմատությամբ, ՌԴ տնտեսության աճի հեռանկարի շուրջ առկա ռիսկերը, ինչպես նաև ՌԴ-ում միգրացիոն կարգավորումների խստացումը կարող են սահմանափակել արտագնա աշխատանքի հոսքերը՝ ավելացնելով ներքին աշխատուժի առաջարկը: Մյուս կողմից՝ ՌԴ-ից ՀՀ ոչ առևտրային դրամական փոխանցումների ծավալները վերջին ամիսներին որոշակիորեն աճել են (գծապատկեր 3.Գ.3), ինչը վկայում է այն մասին, որ ռուբլու արժևորման ու Ռուսաստանում աշխատուժի պակասուրդի շարունակական խնդիրները գերակշռել են միգրացիոն հոսքերը սահմանափակող գործոնների ազդեցությունը՝ խթանելով աշխատանքային հոսքերի աճը: Այս համատեքստում, ռուբլու արժևորման վերջին միտումները և ռուսական հակամարտության հնարավոր հանգուցալուծման վերաբերյալ դրական սպասումները կարող են խթանել միգրացիոն հոսքերի վերականգնումը:

Ամփոփելով արձանագրենք՝ աշխատաշուկայից ստացվող ազդակները վկայում են, որ աշխատուժի նկատմամբ պահանջարկը մնում է բարձր: Այնուամենայնիվ, աշխատուժի համահունչ առաջարկը Նպաստել է պահանջարկի բավարարմանը և զսպել աշխատաշուկայից բխող հնարավոր գնաճային ճնշումների առաջացումը: Առաջիկայում հիմնական անորոշությունը վերաբերում է աշխատուժի առաջարկի աճի հետագա ընթացքին, հատկապես, եթե պահանջարկի պայմանները ընդլայնվեն: Միաժամանակ, արտագնա աշխատանքի հոսքերի հնարավոր աճը կարող է հանգեցնել աշխատաշուկայում պայմանների խստացման՝ ստեղծելով գնաճային ռիսկեր:

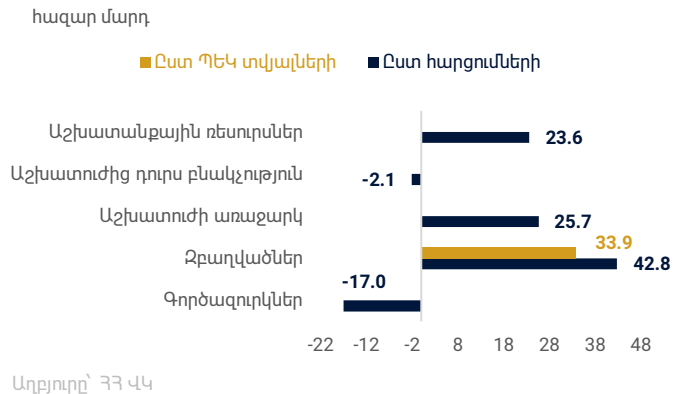
Չնայած զբաղվածության աճի գնահատականների շուրջ անորոշություններին՝ աշխատանքի շուկայում նկատվում է հավասարակշռության էական բարելավում:

Գծապատկեր 3.Գ.1. Գործազրկության մակարդակ



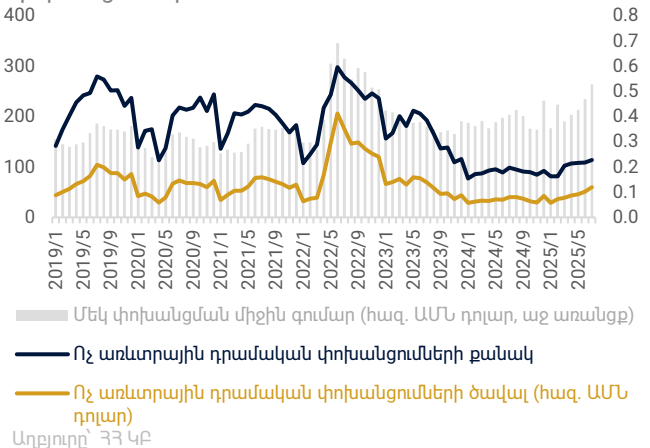
Աշխատուժի առաջարկի և պահանջարկի միաժամանակյա աճը Նպաստում է աշխատանքի շուկայի հավասարակշռության ձեռքբերմանը՝ զսպելով գնաճային ճնշումները:

Գծապատկեր 3.Գ.2. Աշխատանքային ռեսուրսների փոփոխությունը, 2025 թ. 1-ին եռ. / 2024 թ. 1-ին եռ.



Աշխատուժի առաջարկի հետագա զարգացումները մնում են անորոշ՝ պայմանավորված միգրացիոն հոսքերի և ՀՀ-ՌԴ աշխատավարձերի տարբերության փոփոխություններով:

Գծապատկեր 3.Գ.3. ՌԴ-ից դեպի ՀՀ ոչ առևտրային փոխանցումներ



Աշխատավարձերի աճ

Մասնավոր անվանական աշխատավարձերի աճը շարունակել է կայունանալ. 2025 թ. 2-րդ եռամսյակում կազմել է տ/տ 5.6% (գծապատկեր 3.9.4): Չնայած վերջին ամիսներին աշխատաշուկայում նկատված պահանջարկի ակտիվացմանը, նմանատիպ կայունացումը կարող է պայմանավորվել հատկապես առաջարկի կողմից ածանցվող մի շարք գործոններով: Մասնավորապես՝ նախորդ եռամսյակներում արձանագրված արտադրողականության աճը, ինչպես նաև աշխատուժի առաջարկի զգալի ավելացումը, պահանջարկի աճի արագացման պայմաններում, հանգեցրել են շուկայի համեմատաբար հավասարակշռված դիրքի ձեռքբերմանը: Արդյունքում աշխատաշուկայից բխող գնաճային ազդեցությունները թուլացել են:

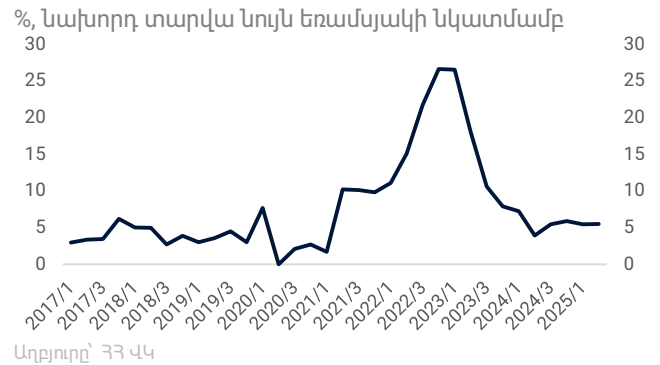
Միևնույն ժամանակ, պայմանավորված տնտեսական աճի կենտրոնացվածության որոշակի մեղմմամբ, աշխատավարձերի ոլորտային անհամաչափ աճի ազդակները ևս թուլանում են: Եթե վերջին եռամսյակներում աշխատավարձերի աճը հիմնականում կենտրոնացած էր ծառայությունների, հատկապես ֆինանսական ծառայությունների ոլորտում, վերջին ամիսներին աճը դարձել է առավել համատարած: Ավելին, վերջին ամիսներին ծառայությունների այլ ճյուղերում ևս նկատվում են տնտեսական ակտիվության և աշխատավարձերի աճի որոշակի դրական միտումներ, ինչը ևս պարունակում է պահանջարկի աճի արագացման ազդակներ: Նմանատիպ միտումների պահպանման պարագայում կարող են շոշափելի դառնալ աշխատավարձերի աճից բխող գնաճային ճնշումների ռիսկերը, հատկապես արտադրողականության ոչ համապատասխան աճի և աշխատուժի առաջարկի ընդլայնման տեմպերի թուլացման պայմաններում (օրինակ՝ աշխատաշուկային Արցախից տեղահանված բնակչության ավելի դանդաղ ինտեգրումը):

Գնաճ

2025 թվականի սկզբից գնաճը ցուցաբերել է որոշակի արագացման միտումներ: Օգոստոսին կազմել է տ/տ 3.6%: Տարեսկզբից 12-ամսյա գնաճի արագացումը մեծապես պայմանավորվել է սեզոնային առաջարկի գործոններով, որոնց ազդեցությունն արդեն հունիս-օգոստոս ամիսներին չեզոքացել է: Համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումները վերջին ամիսներին արագացել են (հատկապես ներմուծվող պարենային ապրանքների մասով), ինչն արտահայտել է նաև պարենի համաշխարհային գների (FAO) զարգացումները: Միևնույն ժամանակ, տարեսկզբից ոչ պարենային ապրանքներից եկող գնանկումային ճնշումներն աստիճանաբար չեզոքացել են, իսկ օգոստոսին արձանագրվել է գնաճ (տ/տ 1.1%): Առաջիկայում, հիմնականում առաջարկի գործոններով պայմանավորված, համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային միտումների պահպանումը կարող է ներմուծվող ապրանքների գնաճի արագացման և գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկեր պարունակել: Տարեսկզբից նկատվել է ծառայությունների գնաճի որոշակի արագացում, ինչը մեծապես պայմանավորվել է օդային տրանսպորտի բարձր գնաճային ազդեցությամբ (ծառայությունների գնաճը, առանց օդային տրանսպորտի ցուցանիշների, պահպանվել է թիրախից ցածր՝ 2.0-2.5% միջակայքում): Միաժամանակ, 2025 թ. մայիսից նկատվել է հիմնականում արտաքին պահանջարկի նկատմամբ մեծ զգայունություն ունեցող որոշ ծառայությունների (հյուրանոցներ, ռեստորաններ և այլն) գնաճի արագացում, ինչը համադրելի է վերջին ամիսներին զբոսաշրջային հոսքերի արագացման միտման հետ: Արտաքին պահանջարկի արագացման միտումների հետագա պահպանումը կարող է գնաճի արագացման ուղղությամբ ճնշումների աղբյուր դառնալ:

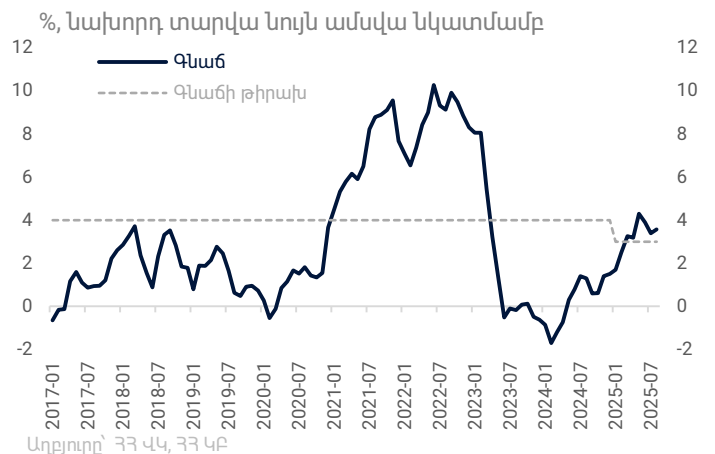
Պահանջարկի արագացման պայմաններում աշխատուժի առաջարկի աճը նպաստում է գնաճային ճնշումների չեզոքացմանը:

Գծապատկեր 3.9.4. Մասնավոր հատվածի անվանական աշխատավարձերի աճը



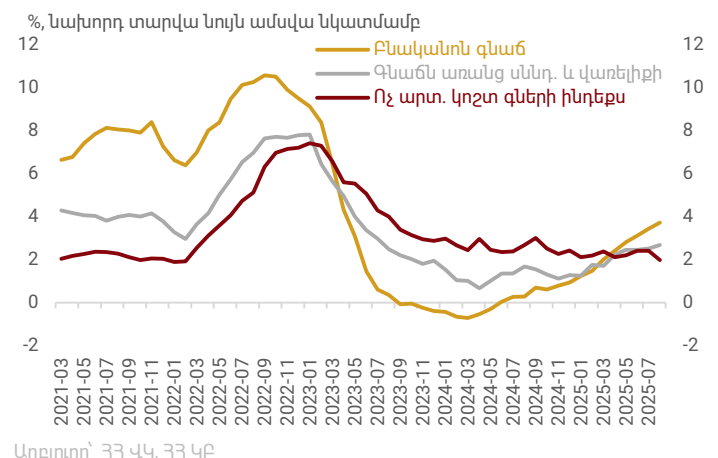
Տարեսկզբից գնաճն արագացման միտումներ է ցուցաբերել հիմնականում պայմանավորված համաշխարհային և ներքին տնտեսությունում առաջարկի գործոնների ազդեցությամբ:

Գծապատկեր 3.9.5. Գնաճ



Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսը շարունակում է կայունանալ:

Գծապատկեր 3.9.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



Ներգիր 1. Դրամավարկային քաղաքականության դերն առաջարկի գործոններով պայմանավորված գնաճային ճնշումների պարագայում

Գնաճի զարգացումների հիմքում ընկած հիմնարար գործոնների ուսումնասիրությունը կարևոր նշանակություն ունի դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման գործընթացում: Կարճաժամկետ հատվածում գնաճի վրա ազդում են ոչ միայն պահանջարկի, այլև նաև առանձին ապրանքների շուկաներում առաջարկի գործոններով (օրինակ՝ եղանակային պայմանների հետևանքով բերքի առատություն կամ կրճատում, համաշխարհային արժեզրեցման խաթարում և այլն) պայմանավորված գների ժամանակավոր տատանումները: Այս համատեքստում, Քովիդ-19 համավարակի ֆոնին, համաշխարհային առաջարկի արժեզրեցման խաթարումը, մատակարարման դժվարությունները, որոնք ուղեկցվում էին համաշխարհային աշխարհաքաղաքական լարվածության սրմամբ և կլիմայի փոփոխության համաշխարհային հիմնախնդիրների աճով, վերջին տարիներին էականորեն ավելացրել են համաշխարհային առաջարկի գործոնների ազդեցությունը գնաճի զարգացումների վրա: 2020-2022 թվականների ընթացքում, վերոնշյալ գործոնների ազդեցությամբ պայմանավորված, պարենի համաշխարհային գների աճը (FAO Food Price Index) կտրուկ արագացել է՝ հասնելով միջինում տ/տ 15.7%-ի: 2023-2024 թվականներին համաշխարհային արժեզրեցման փոխանցվող ճնշումների աստիճանական թուլացման, ինչպես նաև համաշխարհային առաջարկի և պահանջարկի միջև անհաշվելիզվածությունների մեղմման ֆոնին համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումներն աստիճանաբար չեզոքացել են՝ վերածվելով գնանկումային ազդեցությունների: 2024 թվականի վերջից համաշխարհային տնտեսությունում դիտված գնանկումային միտումներն սկսեցին աստիճանաբար վերափոխվել գնաճային ճնշումների՝ պայմանավորված մի շարք գործոններով: Դրանց թվում են կլիմայական փոփոխությունների հետ կապված գյուղատնտեսական բերքի քանակի տատանողականությունը, էներգակիրների և այլ հումքատեսակների գների աճը, համաշխարհային պահանջարկի վերականգնումը և այլն: 2025 թ. ընթացքում վերոնշյալ գործոնները զուգակցվել են աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանմամբ և առևտրային սահմանափակումներից ածանցվող ազդեցություններով, որոնք ներկայումս համաշխարհային գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկերի հավելյալ աղբյուր են: Համաշխարհային գնաճի զարգացումները փոխանցվում են ներքին տնտեսության գնաճային զարգացումներին մի քանի հիմնական ուղիներով՝

- Ներմուծվող ապրանքների գների փոփոխություն, ինչն ուղղակիորեն ազդում է ներքին տնտեսությունում գների ընդհանուր մակարդակի վրա,
- տեղական ապրանքների արտադրության համար անհրաժեշտ ներմուծվող հումքի գների փոփոխության հետևանքով ներքին գների փոփոխություն,
- տեղական և ներմուծվող ապրանքների միջև մրցակցության հետևանքով գների ճշգրտում,
- գնաճային սպասումների փոփոխություն, որը կարող է հանգեցնել տնտեսությունում այլ ապրանքների և ծառայությունների գների փոփոխությանը:

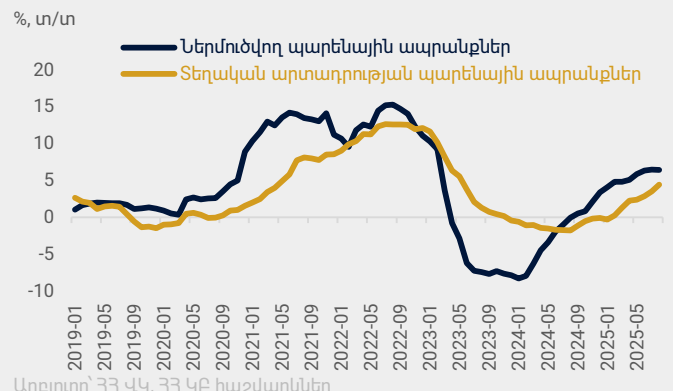
Ներմուծվող պարենային ապրանքների տեսակարար կշիռը ՀՀ սպառողական զամբյուղում կազմում է մոտ 15%: 2020-2025 թվականների ընթացքում ՀՀ-ում ներմուծվող պարենային ապրանքների գների զարգացումները, ընդհանուր առմամբ, համահունչ են եղել համաշխարհային գնաճային միտումներին (տե՛ս գծապատկեր Ն.1.1): Բացի ներմուծվող ապրանքներից, համաշխարհային գների զարգացումները ներքին գնաճի վրա ազդում են նաև տեղական արտադրության մեջ օգտագործվող ներմուծվող հումքի և միջանկյալ ապրանքների գների միջոցով: Հումքի (օրինակ՝ հացահատիկ, վառելիք, փաթեթավորման նյութեր) համաշխարհային գների աճն արտադրական ծախսերի աճի պատճառ է դառնում, ինչը, որպես կանոն, փոխանցվում է վերջնական արտադրանքի գներին: Բացի այդ, գների ձևավորման վրա ազդում է նաև ներմուծվող և տեղական ապրանքների միջև առկա մրցակցությունը: Այն ուղորտնեցում, որտեղ տեղական ապրանքները մրցում են ներմուծվող ապրանքների հետ, ներմուծվող գների փոփոխությունները կարող են պայմանավորել նաև տեղական գների ճշգրտումը՝ կախված գների փոփոխության ուղղությունից: Այս համատեքստում, 2024-2025 թթ. ներմուծվող պարենային ապրանքների գների աճն ուղեկցվել է տեղական արտադրության որոշ պարենային ապրանքների գների աճով (տե՛ս գծապատկեր Ն.1.2):

Տեսականորեն դրամավարկային քաղաքականությունն առավելապես արձագանքում է ընդհանուր գնաճի վրա համախառն պահանջարկի ազդեցության գործոններին, մինչդեռ հիմնականում առաջարկի գործոններով պայմանավորված տատանումների դեպքում, քանի որ դրանք կրում են ժամանակավոր բնույթ և ժամանակի ընթացքում աստիճանաբար չեզոքանում են, դրամավարկային քաղաքականությունը չի արձագանքում, եթե առաջարկի գործոններով պայմանավորված գնաճային ճնշումները էապես չեն ազդում գնաճային սպասումների վրա (տե՛ս գծապատկեր Ն.9.7): Այդուհանդերձ, հիմնականում առաջարկի գործոններով պայմանավորված գնաճային ճնշումների շարունակական և երկարատև պահպանումը կարող է հանգեցնել գնաճային սպասումների անցանկալի զարգացումների, ինչը, տեսականորեն, տնտեսությունում գների կայունության ապահովման նպատակով կարող է պահանջել դրամավարկային քաղաքականության արձագանք (տե՛ս Դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ հայտարարությունը):

Գծապատկեր Ն.1.1. Պարենի համաշխարհային գների ինդեքսը (FAO Food Price Index)



Գծապատկեր Ն.1.2. Տեղական արտադրության և ներմուծվող պարենային ապրանքների գնաճը



Կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը, որը հիմնականում նկարագրում է պահանջարկի միջավայրով պայմանավորված գների վարքագիծը, շարունակել է կայունանալ 2.0-2.5% միջակայքում: Միաժամանակ, տարեսկզբից բնականոն գնաճն արագացել է. օգոստոսին կազմել է տ/տ 3.8%՝ հիմնականում պայմանավորված ներմուծված ոչ սեզոնային պարենային ապրանքների և որոշ արտահանելի ծառայությունների գների աճի արագացմամբ:

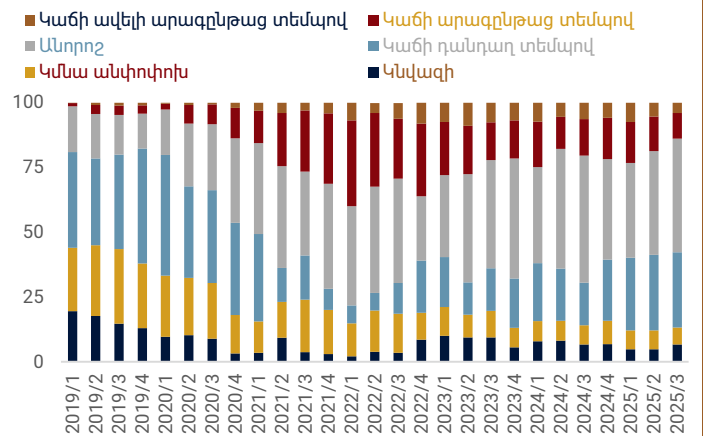
Գնաճային սպասումներ

Համաձայն տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների վերաբերյալ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացվող հարցման արդյունքների՝ 2025 թ. 3-րդ եռամսյակում, բարձր գնաճային սպասումների նվազմանը զուգահեռ, անորոշություններն աճել են: Համապատասխանաբար՝ դանդաղ տեմպով գների աճ սպասող հարցվողների կշիռը մնացել է անփոփոխ: Այս զարգացումներն արտացոլում են գնաճային սպասումների աստիճանական կայունացումը թիրախային մակարդակի շուրջ, որին էապես նպաստել է տնտեսությունում երկարատև գնաճային ցածր միջավայրի պահպանումը: Այդուհանդերձ, գնաճի վերաբերյալ մեծ անորոշության պահպանումը և ավելացումը կարող է արտացոլել հատկապես որոշ պարենային ապրանքների՝ բարձր գնաճի պահպանման վերաբերյալ հանրային ընկալումները: Միաժամանակ, ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի և մասնավոր աշխատավարձերի զարգացումները վկայում են կայուն, ցածր գնաճային սպասումների մասին:

Գնաճային սպասումների վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է:

Գծապատկեր 3.Գ.7. Գնաճային սպասումների վերաբերյալ հարցման արդյունքներ

Հարցման մասնակիցների տեսակարար կշիռը, եռամսյակային



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Դ. Ֆինանսական շուկայի զարգացումներ

Ֆինանսական շուկայի սպասումները տոկոսադրույքի վերաբերյալ

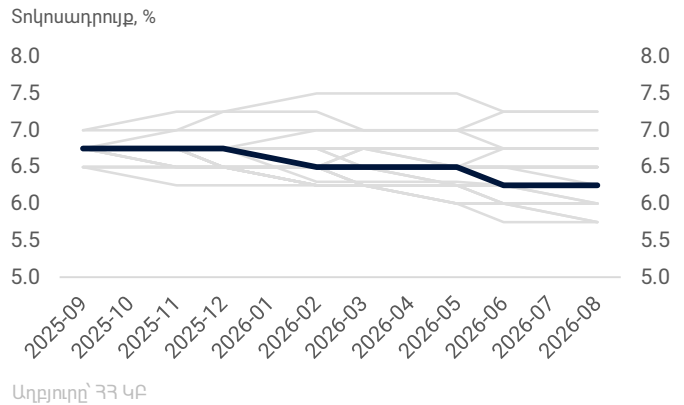
Համաձայն ՀՀ ԿԲ-ի կողմից 2025 թ. սեպտեմբերի 10-ին ֆինանսական շուկայի մասնակիցների շրջանում անցկացված վերջին հարցման՝ մասնակիցները միջինում ակնկալում են, որ, առաջիկա 8 որոշումների ընթացքում, ԿԲ-ն շարունակելու է քաղաքականության տոկոսադրույքի չափավոր, աստիճանական նվազեցումը: Սա համահունչ է շուկայի մասնակիցների՝ 3-րդ եռամսյակի մակրոհարցման արդյունքներին (տես ներգիր 4): Մասնակիցները, միջնաժամկետ հորիզոնում, ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազեցում դեպի երկարաժամկետ կայուն մակարդակ (շուրջ 6.25%): Շուկայի սպասումների համաձայն՝ միջնաժամկետ հորիզոնում տնտեսական աճն ու գնաճը կկայունանան երկարաժամկետ կայուն մակարդակների շուրջ: Միաժամանակ, եկամտաբերության կորը, ընդհանուր առմամբ, պահպանվել է կայուն: 2025 թ. հունիսի դրամավարկային քաղաքականության որոշումից ի վեր՝ կորի երկարաժամկետ հատվածում նկատվել են թույլ բարձրացման փոքր տեղաշարժեր, ինչն արտացոլում է երկարաժամկետ տոկոսադրույքների փոքր-ինչ աճի վերաբերյալ սպասումները, ինչպես նաև մակրոտնտեսական ռիսկերի գծով պատկերացումների հնարավոր վերազնահատումը: Վերջինը, մասնավորապես, արտահայտում է ՀՀ պետական պարտքի կայունության, ԱՄՆ-ում երկարաժամկետ տոկոսադրույքների, աշխարհաքաղաքական անորոշությունների և այլ ռիսկերի վերանայումը: Թեպետ վերոնշյալ ռիսկերը ուղղակիորեն արտահայտված չեն հարցման արդյունքներում, դրանք, այնուամենայնիվ, պարունակում են զգալի անորոշություն՝ կապված ֆինանսական շուկայում գնանշվող երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակի հետ:

Չեզոք տոկոսադրույք

Տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների՝ ընդհանուր առմամբ չեզոք դիրքը, աշխատաշուկայի պայմանները և գնաճային միջավայրը վկայում են, որ քաղաքականության դիրքը մոտ է չեզոքին: Այդուհանդերձ, չեզոք տոկոսադրույքի հիմնարար բաղադրիչների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է՝ կապված ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի, գնաճային սպասումների, երկրի ռիսկի հավելավճարի և իրական փոխարժեքի հավասարակշռ մակարդակի հետ: Այս համատեքստում, ԱՄՆ-ի պետական պարտքի և բյուջեի պակասուրդի զգալի աճը կարող է հանգեցնել ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքի աճին, ինչն իր հերթին կարող է հանգեցնել զարգացող երկրներում և ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի՝ վերևի ուղղությամբ ճշգրտումների: Վերջին շրջանում երկրի ռիսկի հավելավճարը շարունակաբար նվազել է: Տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումները կարող են դրական ազդեցություն ունենալ ՀՀ-ում երկրի ռիսկի հավելավճարի երկարաժամկետ կայուն մակարդակի վրա (գծապատկեր 3.Դ.6): Այնուամենայնիվ, տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանումը կարող է հանգեցնել երկրի ռիսկի հավելավճարի՝ երկարաժամկետ կայուն մակարդակից ավելի բարձր ցուցանիշի ձևավորմանը: Վերջին տարիների ընթացքում ՀՀ-ում արտահանման ծավալների և արտադրական կարողությունների սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր աճը հանգեցրել է իրական արդյունավետ փոխարժեքի ավելի բարձր հիմնարար արժևորման և չեզոք տոկոսադրույքի՝ ներքևի ուղղությամբ վերազնահատման (տես տիպային Բ սցենարը): Ավելին, տարեկան գնաճի թիրախի նվազեցումը և 3% սահմանում, ինչպես նաև ոչ արտահանելի կոշտ գների ցածր մակարդակում երկրի արտահանումը վկայում են նոր թիրախի շուրջ գնաճային սպասումների խաբսխման մասին, ինչը ևս հիմնավորում է առավել ցածր մակարդակում չեզոք տոկոսադրույքի ձևավորումը:

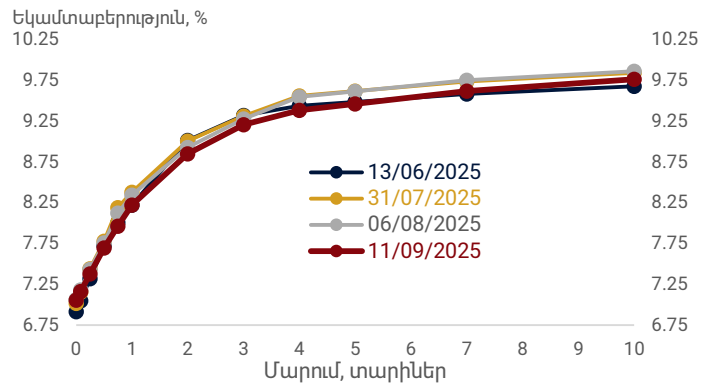
Շուկայի մասնակիցների մեծամասնությունն առաջիկա մեկ տարվա ընթացքում ակնկալում է քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազեցում:

Գծապատկեր 3.Դ.1. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծն ըստ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների սպասումների (ըստ ԿԲ հարցումների, 10 սեպտեմբերի 2025 թ.):



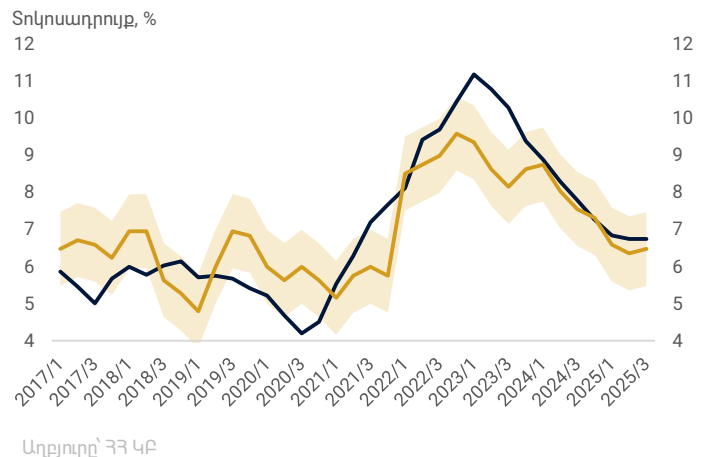
Եկամտաբերության կորը, ընդհանուր առմամբ, պահպանվել է կայուն:

Գծապատկեր 3.Դ.2. Եկամտաբերության կոր



Որքան խիստ են դրամավարկային պայմանները:

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



Վարկավորման պայմաններ

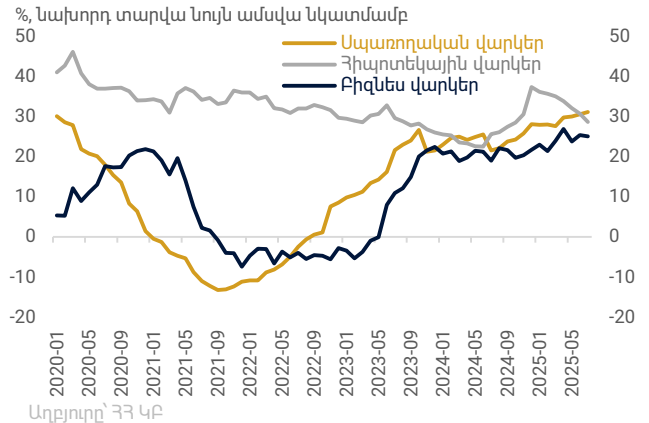
2025 թ. 2-րդ եռամսյակում վարկավորման ծավալները շարունակել են ավելանալ՝ տատանվելով մոտ տ/տ 30% աճի շուրջ, որն արտացոլում է տնտեսությունում վարկերի նկատմամբ պահպանվող բարձր պահանջարկը: Տնային տնտեսություններին տրամադրվող սպառողական վարկերի բարձր աճը վկայում է ներքին պահանջարկի պայմանների հետագա ընդլայնման ներուժի առկայության մասին: Մյուս կողմից՝ չնայած հիպոտեկային վարկերի աճը որոշ չափով դանդաղել է, սակայն շարունակում է մնալ բարձր: Սա ենթադրում է, որ անշարժ գույքի պահանջարկը (թե՛ բնակարանային, թե՛ ներդրումային) շարունակում է մնալ բարձր ինչպես Երևանում, այնպես էլ հարակից շրջաններում, նույնիսկ այն դեպքում, երբ տեղի են ունենում որոշակի բնական, աստիճանական ճշգրտումներ: ՀՀ ԿԲ հարցումները ցույց են տալիս, որ առևտրային բանկերը շարունակում են ակնկալել սպառողական և բիզնես վարկերի պահանջարկի կայուն աճ և պայմանների շարունակական զուտ մեղմացում հաշվի առնելով ընդհանուր տնտեսական պայմանները և ոլորտում մրցակցության աճը: Վարկավորման բարձր աճի պահպանումը կարող է նպաստել կայուն սպառման և բարձր պահանջարկի պայմանների պահպանմանը՝ պատճառ դառնալով հնարավոր գնաճային ճնշումների ավելացման:

Անվանական փոխարժեք

2025 թ. 2-րդ եռամսյակում ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ ՀՀ դրամի անվանական արժևորումը պայմանավորված էր մի շարք գործոնների համադրությամբ, այդ թվում՝ կապիտալ ներհոսքի որոշ չափով ավելացում, ինչպես նաև դոլարի արժեզրկում ոչ միայն զարգացած, այլ նաև զարգացող շուկաների տնտեսությունների արժույթների նկատմամբ: ԱՄՆ դոլարը 1-ին կիսամյակում արժեզրկվել է մոտ 11%-ով և, չնայած իր մի փոքր վերականգնմանը, հուլիսին սակագների հետաձգված ազդեցությունը, բարձր գործազրկության ռիսկերը և քաղաքականության անորոշությունը շարունակել են հարցեր առաջացնել դոլարի դիրքի վերաբերյալ, քանի որ ներդրողներն ավելի ու ավելի են ապահովագրում իրենց ռիսկը ԱՄՆ-ի ակտիվների նկատմամբ: ՌԴ-ում տոկոսադրույթների նշանակալի բարձրացումները նպաստել են ռուբլու արժևորմանը բոլոր արժույթների նկատմամբ: Բացի այդ, հատկապես 1-ին եռամսյակում, արտաքին պահանջարկի թուլացումը՝ զբոսաշրջիկների հոսքի նվազման համատեքստում, և ներքին բարձր պահանջարկը նպաստել են դրամի անվանական արժեզրկմանը ռուսական արժույթի նկատմամբ:

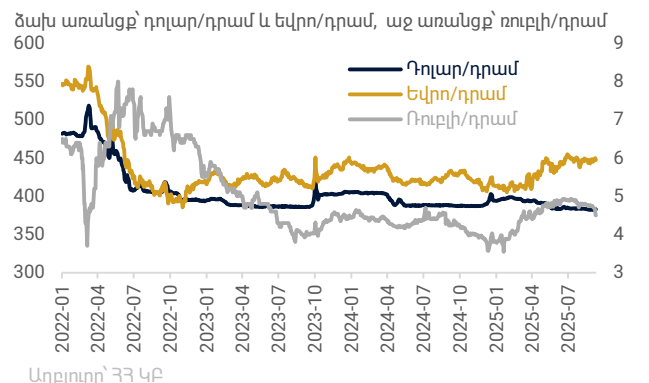
ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը վերջին եռամսյակներում նվազել է՝ արտացոլելով ոչ միայն զարգացող երկրների ընդհանուր բարելավումները, այլ նաև երկրին բնորոշ գործոնները: Այս նվազումն արտացոլում է ռիսկերի նպաստավոր վերազնադատումը, որը պայմանավորված է ոչ միայն զարգացող երկրների նկատմամբ ընդհանուր տրամադրության մեղմացմամբ, այլ նաև Հարավային Կովկասում աշխարհաքաղաքական ռիսկերի արագ կարգավորման սպասումներով: Մինչև ժամանակ, ռուս-ուկրաինական հակամարտության աստիճանական կարգավորման սպասումները նպաստել են տարածաշրջանի բարելավված հեռանկարի և ավելի բարենպաստ արտաքին միջավայրի ձևավորմանը: Այդուհանդերձ, համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական անորոշությունների պահպանումը, ուղեկցվելով ԱՄՆ-ի տնտեսական հեռանկարի շուրջ առկա անորոշությամբ, շարունակում է մնալ տատանողականության և Հայաստանի երկրի ռիսկի հավելավճարի վրա վերևի ուղղությամբ ճնշման հիմնական աղբյուրը: Այս համատեքստում հիմնական անորոշությունն այն է, թե արդյոք երկրի ռիսկի հավելավճարի ներկայիս դիրքը կայուն է, թե՛ վերջին զարգացումները արտացոլում են երկրի և տարածաշրջանային հիմնարարների տևական, դրական տեղաշարժերը:

Վարկավորման շարունակական բարձր աճը կարող է նպաստել բարձր պահանջարկի պայմանների պահպանմանը և գնաճային ճնշումների ընդլայնմանը: **Գծապատկեր 3.Դ.4.** Առևտրային բանկերի կողմից տնային տնտեսություններին և իրավաբանական անձանց տրամադրված վարկերի փոփոխությունը



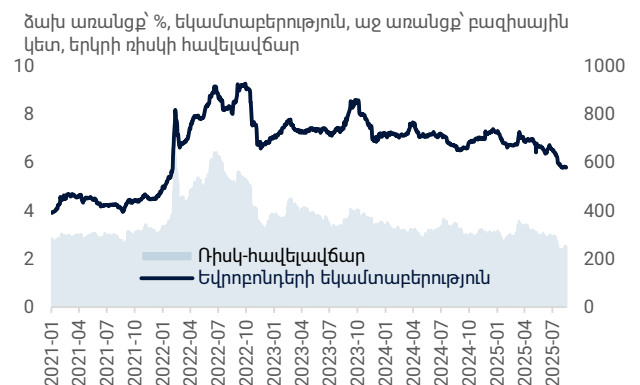
Անվանական փոխարժեքի զարգացումները կրել են մի կողմից՝ կապիտալի կայուն հոսքերի և դոլարի թուլացման, իսկ մյուս կողմից՝ եվրոյի և ռուբլու արժևորման ազդեցությունը:

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



Չնայած երկրի ռիսկի հավելավճարը շարունակում է նվազել, վերջինիս հիմնարար, երկարաժամկետ կայուն մակարդակի շուրջ անորոշությունները պահպանվում են:

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



Ներգիրք 2. Սցենարների վրա հիմնված, ապագային միտված ուղղորդում. շուկայի սպասումների դերը

ԿԶԿՀ-ի Ներքո զիսկերի 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 էության, պարունակում են ընթացիկ, ինչպես նաև ապագա տնտեսական զարգացումների համատեսքստում դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքի մասին կարևոր տեղեկատվություն:

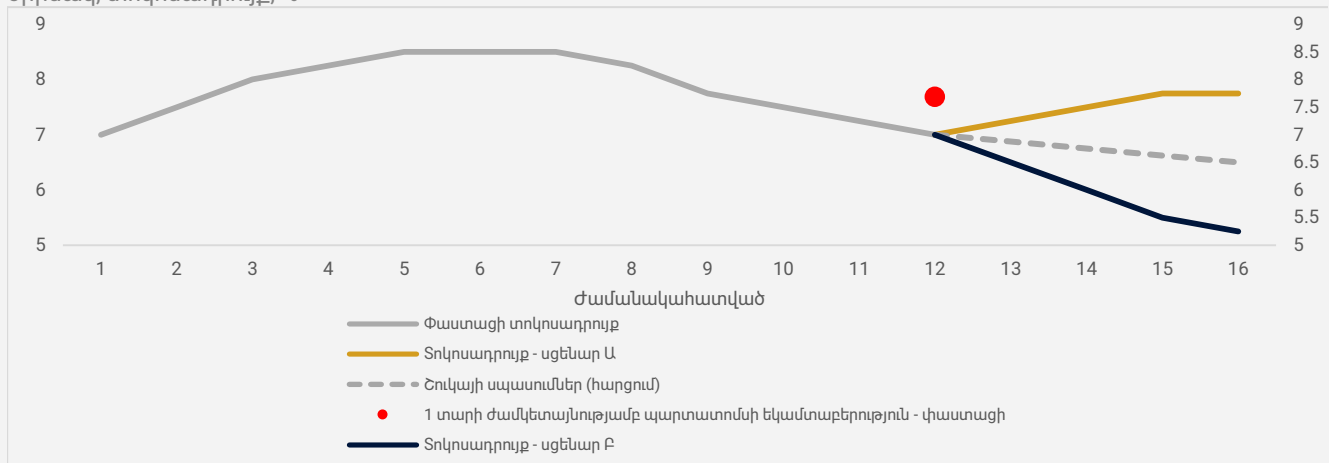
Մինչ ճկուն գնաճի նպատակադրման հայեցակարգային մոտեցումների զարգացումը, դրամավարկային քաղաքականության հաղորդակցումը հիմնականում կենտրոնացված էր ուղղակի գործողությունների, օրինակ՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների սահմանման վրա: Հասարակության մեծամասնության շրջանակում, սակայն, երկարաժամկետ տոկոսադրույքների համեմատությամբ կարճաժամկետ տոկոսադրույքներն այդքան էլ մեծ շեշտադրում չունեն: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա համեմատաբար ավելի մեծ շեշտադրումը բացատրվում է այն հանգամանքով, որ դա այն ժամկետայնությունն է, որով տնային տնտեսություններն ու ձեռնարկությունները սովորաբար վարկեր և փոխառություններ են վերցնում կամ տրամադրում: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների երկու հիմնական բաղադրիչներն են ժամկետայնության ու ռիսկի հավելավճարը և քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծը: Այս բաղադրիչներից քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծը 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 ձեռք բերել վերագնահատումներ կատարելու նկունություն: 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 օգտագործվում է երեք մոտեցում: Առաջին՝ եկամտաբերության կորի ժամանակային կառուցվածքի վերաբերյալ որոշակի պատկերացում կազմելու նպատակով որպես մեկնարկային կետ դիտարկվում է սփոթ շուկաներում կարճաժամկետ պարտատոմսերի (մինչև մեկ տարի) մասին տեղեկատվությունը և ապագայի վերաբերյալ լիարժեք ու ստույգ կանխատեսումներ անելու ենթադրությունը (perfect foresight): Մենք 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, ՀՀ ԿԲ-ի կողմից եռամսյակային պարբերականությամբ իրականացվում է ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ինստիտուցիոնալ ներդրողներ, հիմնադրամների կառավարիչներ և այլն) մակրոտնտեսական հարցում: Հարցման շրջանակներում մասնակիցները ներկայացնում են միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի, տնտեսական աճի, փոխարժեքի և քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ մակրոհամաձայնեցված կանխատեսումներ և դրանց հիմքում առկա գործոնների հիմնավորումներ: Այդուհանդերձ, ֆինանսական շուկաների կողմից տրամադրվող կանխատեսումները 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, նաև ԿԲ-ի կողմից օգտագործվում են համեմատաբար մեծ հաճախականությամբ իրականացվող՝ քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների դիրեկտորներ) հարցման արդյունքները:

Սցենարների վրա հիմնված՝ ապագային միտված ուղղորդում: Շուկայի ուղղորդիչի նկատմամբ տիպային սցենարների պատկերավոր ներկայացման նպատակով դիտարկվում է գծապատկեր Ն.4.1-ում արտացոլված մոտեցումը: Մոխրագույնով նշված գիծը պատկերում է ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի պատմական զարգացումները: Կարմիր կետագծերով ներկայացված է միջնաժամկետ հորիզոնում (3 տարի) քաղաքականության տոկոսադրույքի միջին մակարդակի վերաբերյալ շուկայի մասնակիցների ամենահավանական գնահատականը, որի շուրջ կառուցվում են տիպային Ա և Բ սցենարները, որոնք պատկերված են, համապատասխանաբար՝ ոսկեգույն և կապույտ գույներով:

Գծապատկեր Ն.2.1. ԿԶԿՀ-ի շրջանակում տիպային սցենարների և շուկայի ուղղորդիչ սցենարի պայմանական օրինակ, տոկոսադրույք, %



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Ե. Սցենարների բազմություն

Սցենարների բազմությունն ամփոփող աղյուսակը տրամադրում է համապարփակ և կառուցվածքային գնահատում տարբեր ռիսկերի, շուկայի և անորոշության աղբյուրների մասին, որոնք ազդում են ՀՀ տնտեսության վրա: Դա 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 բազմությունը դասակարգված կերպով ամփոփում է ԿԲ խորհրդի կողմից քննարկվող և քաղաքականության քննարկումների համար առանձնացված կարևոր ու առանցքային սցենարներ, որոնք, ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգի ներքո, կարող են ազդել քաղաքականության որոշումների վրա միջնաժամկետ հորիզոնում: Սցենարների բազմությունը փոփոխվում և հրապարակվում է յուրաքանչյուր դրամավարկային քաղաքականության եռամսյակային զեկույցում:

Աղյուսակ Ե.1. Սցենարների բազմության կառուցվածքը

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Պահանջարկի ընդլայնում Այնպիսի ցնցումներ (շուկեր), 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 (շուկեր), 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 Ստագֆյուացիոն ցնցումներ (շուկեր), 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 երկնւտրանք: Բարդություններ՝ թույլ տնտեսությունը լրացուցիչ զսպելու հետ կապված խնդիրներ: Թողարկում - Գնաճ +	Առաջարկի ընդլայնում Առաջարկի բարենպաստ ցնցումներ (շուկեր), 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: Թեև տնտեսական ցնցումները կարող են տարբեր կերպ դասակարգվել, սցենարների բազմությունը տարանջատում է առաջարկի և պահանջարկի շարժիչ ուժերը, ինչն օգնում է քաղաքականություն մշակողներին՝ վերլուծելու գնաճային ճնշումների աղբյուրներն ու տնտեսության հնարավոր ռիսկերը: Տարատեսակ ցնցումների բնույթն ու մեծությունը վերլուծելուց և հասկանալուց հետո քաղաքականություն մշակող մարմինները ձևավորում են դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքը՝ անբարենպաստ ցնցումների բացասական հետևանքները մեղմելու և դրական ցնցումներից եկող օգուտներն օգտագործելու ուղղությամբ:

Սցենարների բազմություն. 2025 թվականի երրորդ եռամսյակ

Աղյուսակ Ե.2. Սցենարների բազմություն. 2025 թվականի երրորդ եռամսյակ

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Պահանջարկի ընդլայնում - ԱՄՆ-ում, հարկաբյուջետային կարգավորումների վերամաստավորման արդյունքում, մեծացել են խթանման չափի և հատկապես երկարաժամկետ հատվածում պարտքի բեռի աճի վերաբերյալ անորոշությունները: Դա կարող է նպաստել ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի աճին՝ դրանով իսկ ազդելով նաև զարգացող երկրների, այդ թվում՝ ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի վրա: - Ներքին տնտեսությունում համախառն պահանջարկի պայմանների շուրջ անորոշություններ, ձևավորված ավելցուկային պահանջարկ և դրա պահպանում. - Գնահատվող երկարաժամկետ ներուժային մակարդակից բարձր տնտեսական աճի արձանագրումը և վերջինիս կենտրոնացվածության պահպանումը հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերում (զբոսաշրջություն, ֆինանսական, այլ ծառայություններ) կարող են վկայել ՀՀ տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների առկայության մասին: - Մասնավոր հատվածում կուտակված խնայողությունների և հարստության աճը, տնտեսության վարկավորման շարունակական բարձր աճը, ինչպես նաև արտահանման դրական զարգացումներից ածանցվող եկամուտների կուտակումը կարող են նպաստել պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը: - Հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ սպասվածի համեմատությամբ ավելի խթանող դիրքի ձևավորում ներքին պահանջարկի ընդլայնման ուղղությամբ ռիսկերով: - Վերջին շրջանում զբոսաշրջային հոսքերի արագացումը, ինչպես նաև ՀՀ ապրանքների և հատկապես ծառայությունների նկատմամբ բարձր արտաքին պահանջարկի պահպանումը կարող են տնտեսությունում ձևավորել լրացուցիչ պահանջարկ և գնաճային ճնշումներ: - Ռուս-ուկրաինական հակամարտության կարգավորմանն ուղղված բանակցությունների ընթացքին զուգահեռ, ՌԴ-ի նկատմամբ կիրառված պատժամիջոցների երկար պահպանումը կարող է լրացուցիչ ուժգնացնել կապիտալի ներհոսքը դեպի ՀՀ տնտեսություն՝ առավելապես նպաստելով պահանջարկի և գնաճային միջավայրի ընդլայնմանը: - Համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող հատկապես պարենային և առաջին անհրաժեշտության առանձին ապրանքների գների աճը կարող է հանգեցնել ՀՀ-ում գնաճային սպասումների անցանկալի արագացմանը: - Տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության հնարավոր թուլացումը պարունակում է կապիտալի հոսքերի արագացման ռիսկեր, ինչը կարող է նպաստել տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը:	Պահանջարկի զսպում - Համաշխարհային տնտեսությունում, հատկապես՝ Եվրոգոտում և Չինաստանում, կառուցվածքային խնդիրների առկայության պայմաններում ձևավորված թույլ ներքին պահանջարկը կարող է երկար պահպանվել՝ հանգեցնելով միջազգային ապրանքային և հումքային շուկաներում ցածր գնաճային միջավայրի տնական պահպանմանը: - ԱՄՆ-ի տնտեսական քաղաքականության շուրջ բարձր անորոշության երկար պահպանումը կարող է վերաճել «վստահության ճգնաժամի» (Confidence crisis)՝ կտրուկ զսպելով սպառողական և ներդրումային ակտիվությունն ինչպես ԱՄՆ-ում, այնպես էլ համաշխարհային այլ տնտեսություններում: - ԱՄՆ-ում տնտեսական ակտիվության վերաբերյալ սպասումները նվազել են, աճել է անորոշությունը: Այս իրավիճակում դեռևս գերաժեղված ակտիվների գների հնարավոր արագ նվազումը կարող է գնանկումային ճնշումներ ստեղծել և համաշխարհային, և ՀՀ տնտեսությունում: - Շինարարության ոլորտի ու անշարժ գույքի գների աստիճանական, բնականոն ճշգրտման պայմաններում նաև տնտեսության հարակից ոլորտներում աճի, պահանջարկի թուլացման ու գնանկումային ազդեցությունների ձևավորում: - Նախորդ տարիների արձանագրված արտաքին բարձր պահանջարկի պայմաններում, ՀՀ տնտեսությունում, հատկապես դրա առանձին ճյուղերում, ապագա բարձր եկամուտների սպասումներով մասնավոր հատվածը կուտակել է զգալի վարկային պարտավորություններ: Սա, համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վատթարացման և արտաքին պահանջարկի հնարավոր ճշգրտման ռիսկերի պայմաններում, կարող է լրացուցիչ զսպող գործոն հանդիսանալ տնտեսությունում, հատկապես ծառայությունների ոլորտում եկամուտների ու ծախսումների անհամաչափ զսպման ուղղությամբ: - Որոշ հարկատեսակների գծով հարկային դրույքաչափերի բարձրացումը և վարչարարության բարելավումը ընթացիկ և կապիտալ ծախսերի՝ դեպի ներքև վերազնադասման համատեքստում, կարող են տնտեսության վրա լրացուցիչ զսպող ազդեցություն ունենալ ինչպես ներդրումային ակտիվության, այնպես էլ գործազրկության աճի և պահանջարկի թուլացման տեսանկյունից: - Ռուս-ուկրաինական հակամարտության հանգուցալուծման և պատժամիջոցների ամբողջական կամ դրանց մեծ մասի չեղարկման պայմաններում ՀՀ-ից կապիտալի և աշխատուժի զգալի արտահոսքի հնարավորություն, ինչը կարող է պարունակել ամբողջական պահանջարկի և, առավելապես, գնաճային միջավայրի զգալի թուլացման ռիսկեր: - ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի հիմնարարների շուրջ անորոշություններ. - Վերջին տարիներին արտահանելի ճյուղերում կարողությունների և արտադրողականության աճը նպաստել է ներուժային ՀՆԱ աճի արագացմանը, ինչը ուղեկցվել է ներդրումային միջավայրի բարելավմամբ, կապիտալի մեծ հոսքերով և իրական փոխարժեքի փաստացի ու սպասվող արագ հիմնարար արժևորմամբ, ինչը, միաժամանակ, ենթադրում է ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի համեմատաբար ցածր մակարդակ: - Տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության հնարավոր թուլացումը կարող է նպաստել երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի երկարաժամկետ մակարդակի՝ հիմնարարներով պայմանավորված դեպի ներքև վերափոխմանը:

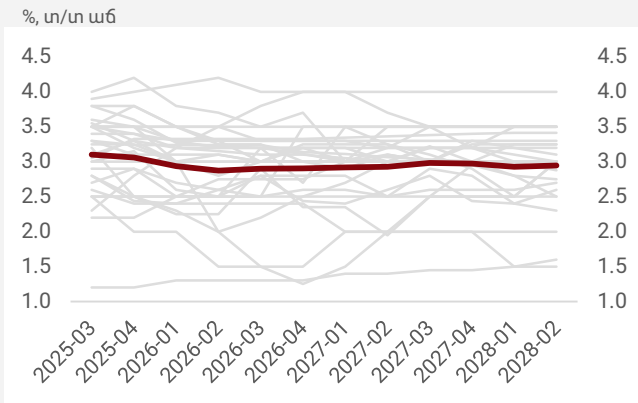
Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ (շարունակություն)	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ (շարունակություն)
Առաջարկի զսպում - Առաջատար տնտեսությունների կողմից միմյանց և արտաքին աշխարհի նկատմամբ առևտրային քաղաքականությունների խստացման համատեքստում (դեգլոբալացում) համաշխարհային արտադրական շղթաների խաթարումները կարճաժամկետ-միջնաժամկետ հատվածներում կարող են հանգեցնել արտադրական ծախսերի ավելացմանն ու համաշխարհային տնտեսությունում գնաճային միջավայրի ընդլայնմանը: - Համաշխարհային տնտեսությունում ստագֆյուացիոն ռիսկերի կուտակում, ինչը, առաջատար տնտեսություններում դեռևս չխարսխված գնաճային միջավայրի պայմաններում, կարող է պահանջել համաշխարհային տոկոսադրույքների՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր ուղեգիծ:	Առաջարկի ընդլայնում ՀՀ տնտեսությունում աշխատուժի առաջարկի շարունակական աճ՝ պայմանավորված ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ զարգացումների հետ կապված անորոշություններով և, հատկապես, ՌԴ-ում միգրացիոն քաղաքականության խստացման պայմաններում դեպի ՌԴ ՀՀ սեզոնային միգրացիայի շարունակական նվազմամբ:

Ներգիրք 3. Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

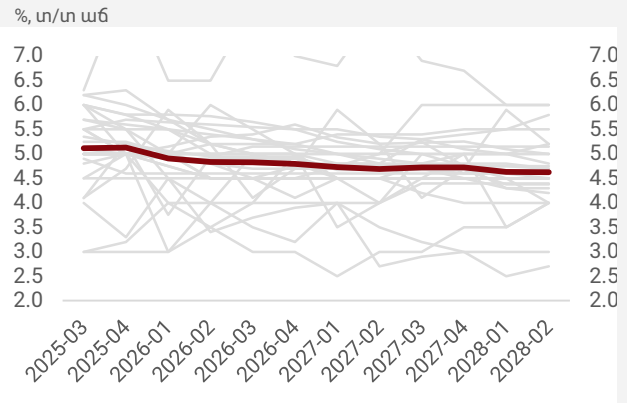
ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության համակարգի ներքո (ԿԲՀ-2) Կենտրոնական բանկն իր մակրոտնտեսական կանխատեսումները չի ներկայացնում մեկ հիմնական կամ բազային սցենարի տեսքով: Փոխարենը, հիմք ընդունելով ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչներ, ինստիտուցիոնալ 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 ԴՎԶ 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: 2025 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:

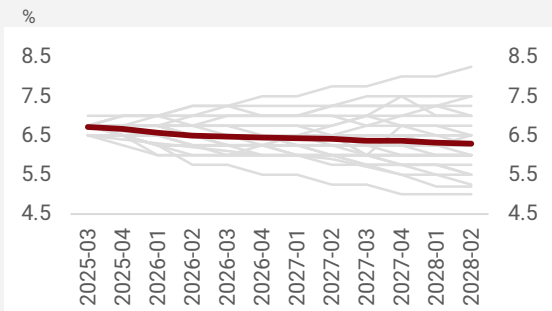
Գծապատկեր Ն.3.1. Գնաճ



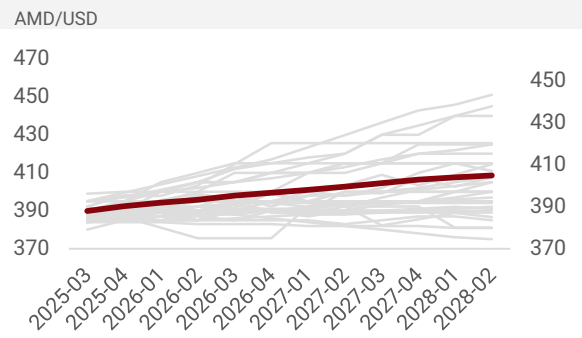
Գծապատկեր Ն.3.3. Իրական ՀՆԱ աճ



Գծապատկեր Ն.3.2. ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք



Գծապատկեր Ն.3.4. Անվանական փոխարժեք



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

Աղյուսակ Ն.3.1. Հայաստանի տնտեսական աճի և գնաճի կանխատեսումներ

Աղբյուր Ամսաթիվ	ԱՄՀ Ապր.-24	ԿԲ մակրոհարցում 2025 թ. 3-րդ եռ.	Կոնսենսուս Մեյսոս.-25
ՀՆԱ աճ (տարեկան, %)			
2024 (փաստացի)		5.9	
2025	4.5	5.1	4.8
2026	4.5	4.8	4.8
2027	4.5	4.7	4.2
Գնաճ (տարեկան, %)			
2024 (փաստացի)		0.3	
2025	3.2	3.1	3.3
2026	3.0	2.9	3.1
2027	3.0	3.0	3.8

Աղբյուրը՝ ԱՄՀ, ՀԲ, ԱԶԲ, ԿԲ մակրոտնտեսական հարցում

2. Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար

Սցենար Ա. Արտաքին պահանջարկի ավելացում, ինչը ենթադրում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ

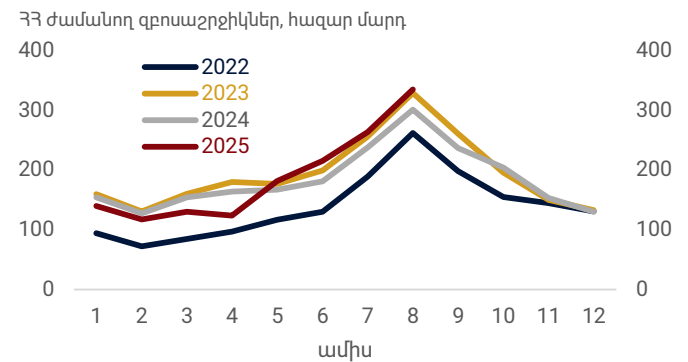
Վերջին շրջանում զբոսաշրջային հոսքերի արագացումը, ինչպես նաև հայկական ապրանքների և հատկապես ծառայությունների նկատմամբ բարձր արտաքին պահանջարկի պահպանումը կարող են տնտեսությունում ձևավորել լրացուցիչ պահանջարկ և գնաճային ճնշումներ:

2025 թ-ի 2-րդ եռամսյակից սկսած՝ տնտեսությունում դրսևորվել են արտաքին պահանջարկի ավելացման ազդակներ: 2025 թ. մայիսից ի վեր դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքը կտրուկ արագացել է՝ հասնելով ռեկորդային բարձր մակարդակի, ինչն ուղեկցվել է հոսքի կազմի և կառուցվածքի որոշակի փոփոխություններով: Այս համատեքստում, թեև ՌԴ-ից միջազգային այցելուների ներհոսքը վերականգնվել է, սակայն այն չի գերազանցում 2024 թ. ցուցանիշները: Հատկանշական է, որ զբոսաշրջային հոսքի կտրուկ արագացման մեջ մեծ դեր է ունեցել ոչ ավանդական ուղղություններից հոսքի ավելացումը: Արտաքին պահանջարկի վերականգնումը դրսևորվել է զբոսաշրջային ծախսերի աճով, ինչն արտացոլվել է հատկապես կացության և հանրային սննդի ոլորտում օտարերկրյա քարտային գործարքների աճով: Սա ուղեկցվել է արտաքին պահանջարկի նկատմամբ առավել զգայուն որոշ ծառայությունների (հյուրանոցներ, ռեստորաններ) գնաճի արագացմամբ: Զբոսաշրջային զարգացումներից զատ, տեղական ապրանքների և ծառայությունների (հատկապես մշակող արդյունաբերություն, ֆինանսական ծառայություններ և այլն) նկատմամբ արտաքին պահանջարկը մնում է բարձր և շարունակում արագորեն աճել: Ի յուրմեջ վերջին ամիսներին դրամական փոխանցումների հոսքը զգալիորեն ավելացել է, ինչն արտահայտվել է ֆինանսական համակարգում դրամական փոխանցումների և ռուբլով կանխիկ փոխարկումների աճով: Դա կարող է պայմանավորված լինել ռուբլու արժևորմամբ և ՌԴ-ում աշխատողի պակասորդով:

Վերոնշյալ զարգացումները վկայում են արտաքին պահանջարկի պայմանների կտրուկ ընդլայնման մասին: Նման սցենարի դրսևորման և շարունակականության պարագայում, ազատ լողացող փոխարժեքի ռեժիմի ներքո, ՀՀ դրամի արժևորումը կդրսևորվի որպես «շուկի կլանիչ»՝ արտաքին պահանջարկը զսպելու և ՀՀ տնտեսություն գնաճային ճնշումների փոխանցումը կանխելու նպատակով (տե՛ս 2022 թ. 2-րդ եռամսյակի ՀՀ ԿԲ գնաճի զեկույցը): Թեև ակնկալվում է, որ փոխարժեքի արժևորումը կկլանի արտաքին պահանջարկի շուկի մեծ մասը, տեղայնացված գնաճային ճնշումները կարող են հանգեցնել գնաճային սպասումների ապակայունացմանը: Ուստի, վերոնշյալ ռիսկերի խելամիտ կառավարումը պահանջում է նաև քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ առավել բարձր ուղեգիծ, որպեսզի կանխվեն տեղայնացված գնաճային ճնշումների փոխանցումը և համատարած գնաճային միջավայրի ձևավորումը:

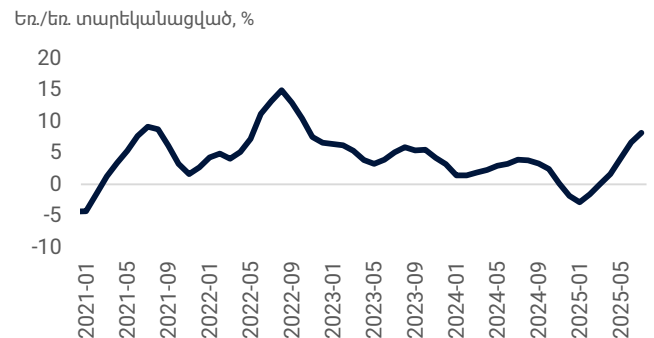
Գծապատկեր 3.2.1.

Մաս Ա. Զբոսաշրջային հոսքի վերջին աճը վկայում է արտաքին պահանջարկի ավելացման մասին:



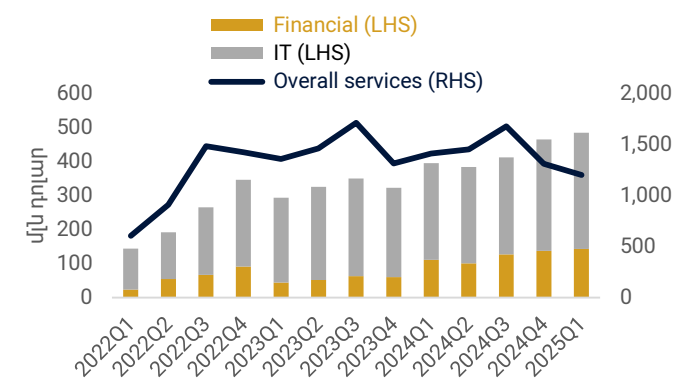
Աղբյուր՝ ՀՀ զբոսաշրջության կոմիտե

Մաս Բ. Գնաճը ռեստորանային և հյուրանոցային ծառայությունների ոլորտում, եռ./եռ. տարեկանացված:



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ

Մաս Գ. Տեղական ապրանքների և հատկապես ծառայությունների նկատմամբ բարձր արտաքին պահանջարկը պահպանվում է:



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Սցենար Բ. Տնտեսության արտահանելի ներուժի ավելացման պայմաններում չեզոք տոկոսադրույքի հարաբերականորեն ցածր մակարդակ, ինչը ենթադրում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի ցածր ուղեգիծ

Վերջին տարիներին արտահանելի ճյուղերում կարողությունների և արտադրողականության աճը նպաստել է ներուժային ՀՆԱ աճի արագացմանը, ինչն ուղեկցվել է ներդրումային միջավայրի բարելավմամբ, կապիտալի կայուն, մեծ հոսքով և իրական փոխարժեքի փաստացի ու սպասվող բարձր հիմնարար արժևորմամբ, ինչը միաժամանակ ենթադրում է ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի համեմատաբար ցածր մակարդակ:

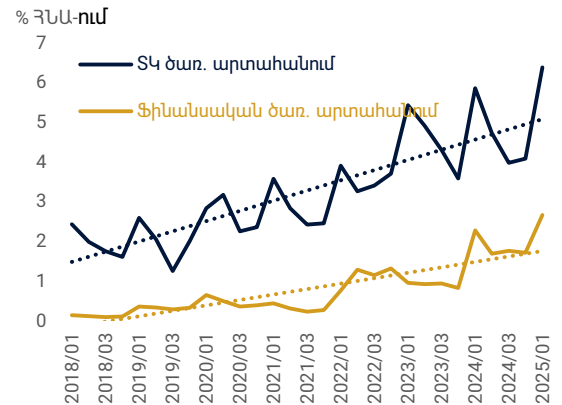
2022 թ-ին, բարձր որակավորում ունեցող աշխատուժի և կապիտալի մեծ ներհոսքը զգալիորեն նպաստել է տնտեսության մի շարք ոլորտներում, հատկապես՝ ՏՏ ոլորտում, աճի արագացմանը: Մինչ այդ, ՀՀ ՏՏ ոլորտն արդեն իսկ ՀՀ տնտեսության ամենաարագ զարգացող ճյուղերից մեկն էր, որն իր կարևոր դերակատարումն ուներ տնտեսությունում արտադրական կարողությունների հզորացման և գիտելիքահենք ճյուղերի զարգացման գործընթացում, ինչպես նաև երկարաժամկետ տնտեսական ներուժի աճի կարևոր շարժիչ ուժերից էր: Այս ընթացքում ՀՀ-ում ՏՏ ոլորտը բնութագրվում էր ստատիստիկական հարուստ միջավայրով, բազմազգային տեխնոլոգիական ինստիտուտների և ընկերությունների լայնածավալ ծրագրերով: 2022 թ. զարգացումները լրացուցիչ խթան դարձան ոլորտի աճի արագացման համար՝ նպաստելով ոլորտում արտադրողականության լրացուցիչ աճին և համաշխարհային մրցունակության ամրապնդմանը: 2020-2025 թվականների ընթացքում ՏՏ ոլորտում մեկ աշխատողի հաշվով թողարկումն աճել է մոտ 39%-ով, իսկ ոլորտի տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում 2.8%-ից հասել է մինչև 6.4%-ի (2025 թ.): Զուգահեռաբար, աճի զգալի արագացման միտումներ արձանագրվել են նաև ֆինանսական ծառայությունների ոլորտում: Կապիտալի և ֆինանսական մեծ հոսքերի պայմաններում ՀՀ ֆինանսական ոլորտում արձանագրվել է կայուն, բարձր աճ՝ 2022 թ. ի վեր յուրաքանչյուր եռամսյակում ՀՆԱ աճին նպաստելով միջինում 1.5 տոկոսային կետով: 2020 թ. սկսած ոլորտում մեկ աշխատողի հաշվով թողարկումն ավելի քան կրկնապատկվել է, իսկ ոլորտի արտահանումը 2025 թ. 1-ին եռամսյակում կազմել է ՀՆԱ 2.7%-ը՝ 2020 թ. 0.7%-ի փոխարեն:

Արտահանման և կարողությունների աճի նմանատիպ միտումներ նկատվել են նաև մշակող արդյունաբերության ոլորտում: 2022 թ. ՀՀ առևտրային գործընկեր երկրներում միջազգային ապրանքների մատակարարման սահմանափակումները հանգեցրել են հայկական արտադրանքի նկատմամբ նախընտրության աճի: Ոլորտի «ավանդական» ենթաճյուղերը, այդ թվում՝ պատրաստի սնունդ, խմիչքների և ծխախոտի արտադրություն, օգտվելով վերոնշյալ սահմանափակումներից ածանցվող հնարավորություններից, էապես բարելավել են արտադրական կարողությունները և մրցունակությունը: Հատկանշական է, որ մշակող արդյունաբերության արտահանումը 2018-2022 թթ. ընթացքում կազմել է միջին ամսական շուրջ 230 միլիոն ԱՄՆ դոլար, 2022 թ. 2-րդ եռամսյակից սկսած աճել է մոտ 1.9 անգամ՝ հասնելով միջին ամսական 440 միլիոն դոլարի: Ավելին՝ ոլորտում ներդրումային ապրանքների ներմուծման բարձր ծավալների պահպանումը վկայում է ճյուղում կարողությունների ավելացման և աճի կայուն հեռանկարի մասին:

Ամփոփելով նշենք՝ 2022 թ-ից ի վեր արտահանելի ոլորտներում արտադրական կարողությունների և մրցունակության բարձր ու կայուն աճը վկայում է տնտեսությունում հավասարակշռության նոր մակարդակի ձևավորման մասին: Այս համատեքստում, արտադրողականության և արտահանման կարողությունների բարձր աճը նպաստել է ներուժային ՀՆԱ աճի արագացմանը: Ավելին՝ բազմաթիվ հետազոտություններ ցույց են տալիս, որ փոքր և բաց տնտեսություններում արտադրողականության և արտահանման կարողությունների աճը, որը զուգորդվում է ներդրումային միջավայրի բարելավմամբ և կապիտալի կայուն բարձր հոսքով, կարող է նպաստել տնտեսությունում իրական փոխարժեքի հիմնարար (տրենդային) արժևորմանը (տե՛ս Lee and Tang (2003)), ինչն իր հերթին ենթադրում է չեզոք տոկոսադրույքի ավելի ցածր մակարդակ: Նման սցենարի դեպքում գնահատվում է, որ դրամավարկային քաղաքականությունն իրականում ունի առավել զսպող դիրք, քան ի սկզբանե ենթադրվում էր, հատկապես 2024 թ-ից ի վեր: Դրան զուգահեռ, նաև ՀՆԱ ներուժի աճի՝ գնահատվող առավել բարձր մակարդակը նշանակում է, որ տնտեսությունը գտնվել է փոքր բացասական ՀՆԱ ճեղքվածքի տիրույթում, ինչը մասամբ կարող է բացատրվել 2023-2024 թթ. ՀՀ-ում ցածր գնաճային միջավայրի պահպանումով: Այս դատողությունների հիման վրա կառուցված սցենարը ենթադրում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ առավել ցածր ուղեգծի որդեգրում, ինչն անհրաժեշտ է տնտեսական նոր իրողությունների պայմաններում ապագայում հնարավոր զսպող դիրքի և շարունակական գնանկումային ռիսկերի բացառման նպատակով:

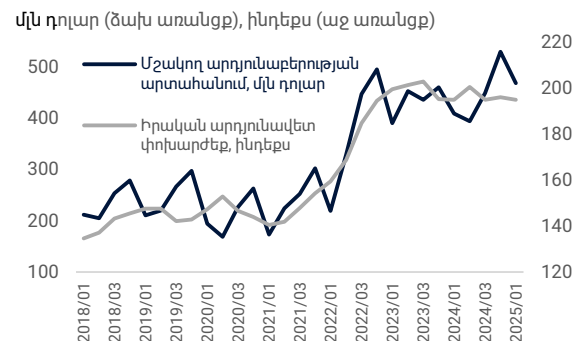
Գծապատկեր 3.2.2

Մաս Ա. ՏԿ և ֆինանսական ծառայությունների արտահանման կշիռը ՀՆԱ-ում



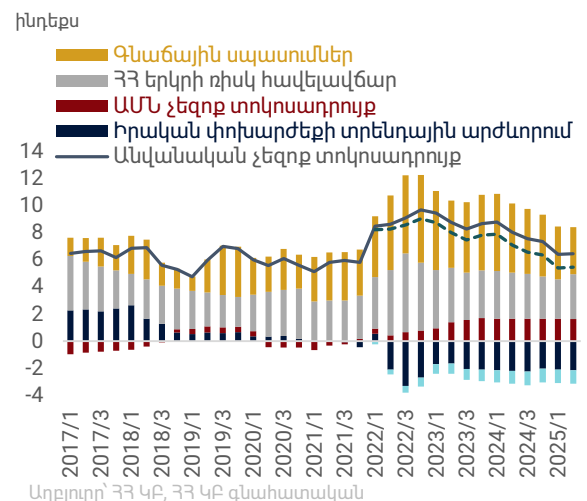
Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Մաս Բ. Մշակող արդյունաբերության արտահանում և իրական արդյունավետ փոխարժեք



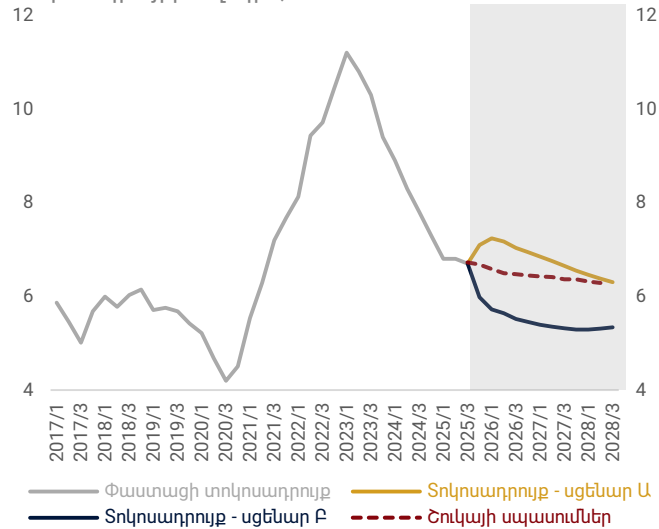
Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Մաս Գ. Անվանական չեզոք տոկոսադրույք (տիպային օրինակ)

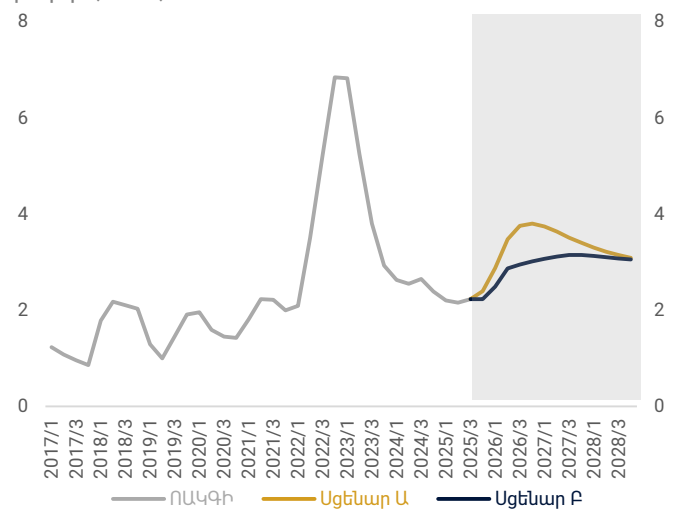


Տիպային Ա և Բ սցենարների մակրոտնտեսական կանխատեսումների ամփոփում

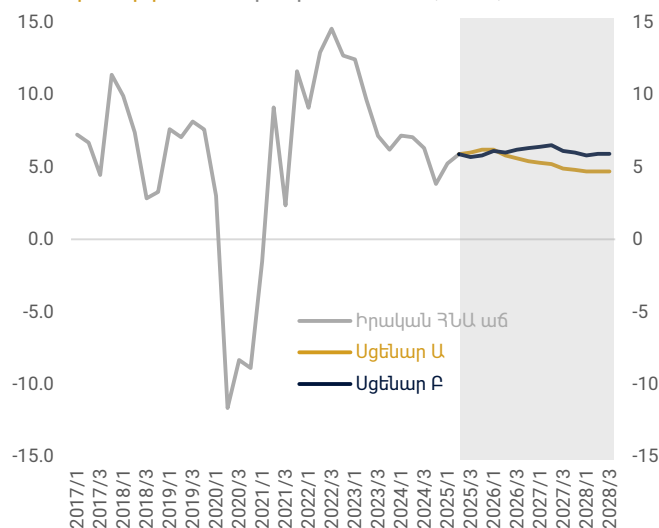
Գծապատկեր 3.2.3. Ներքին քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծ, %



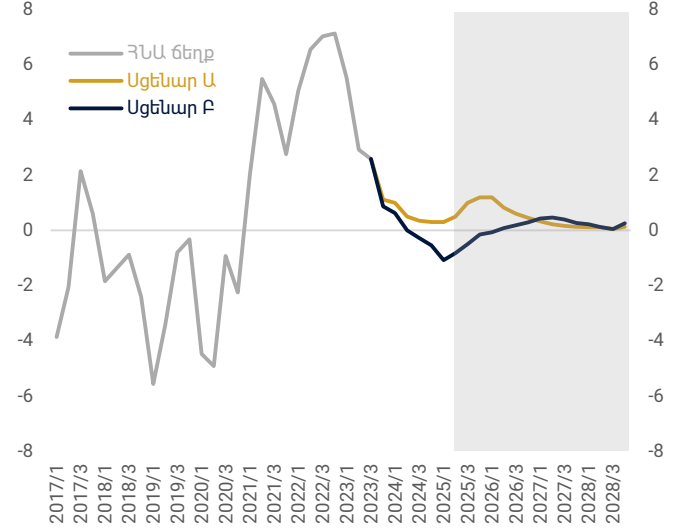
Գծապատկեր 3.2.6. Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս, տ/տ, %



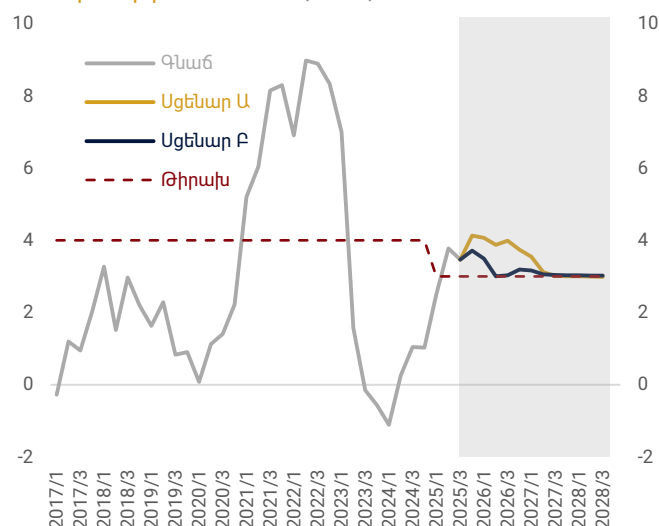
Գծապատկեր 3.2.4. Իրական ՀՆԱ աճ, տ/տ, %



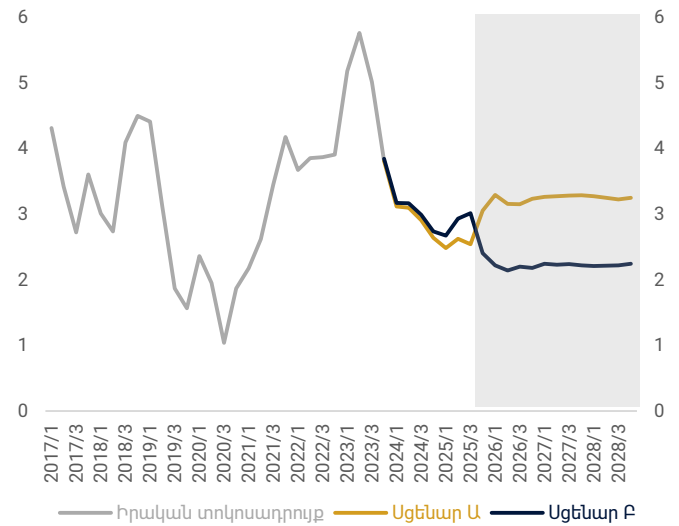
Գծապատկեր 3.2.7. ՀՆԱ ճեղքվածք, %



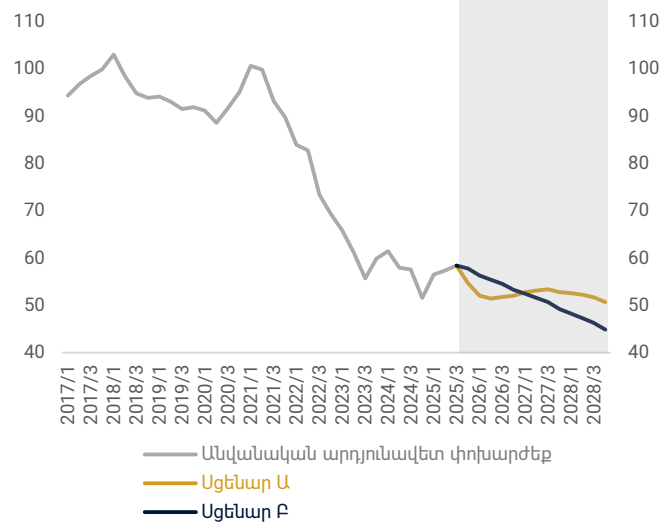
Գծապատկեր 3.2.5. Գնաճ, տ/տ, %



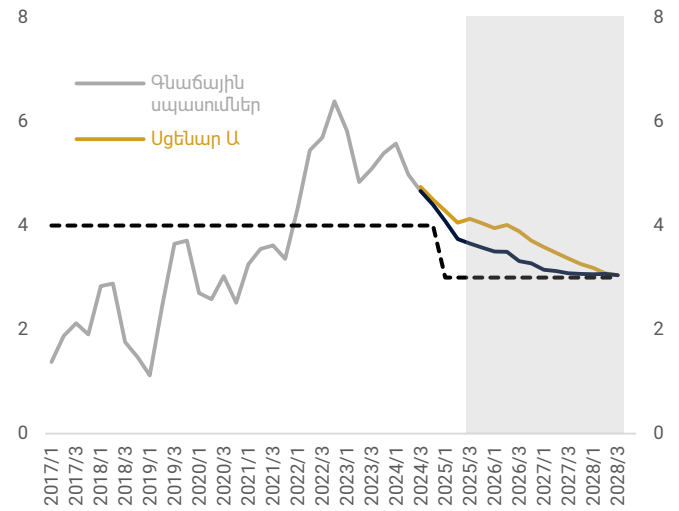
Գծապատկեր 3.2.8. Իրական տոկոսադրույք, %



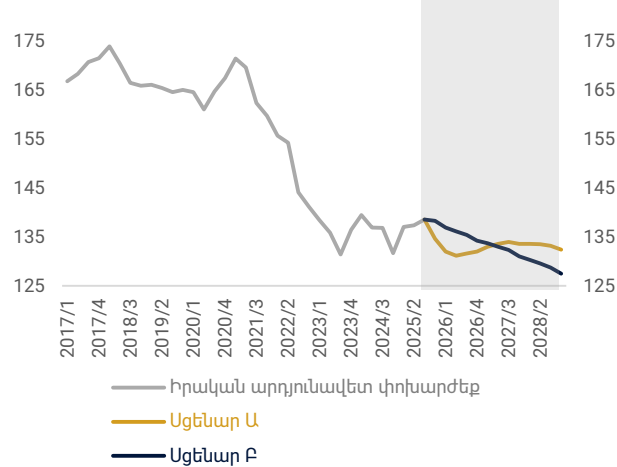
Գծապատկեր 3.2.9. Անվանական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



Գծապատկեր 3.2.11. Մոդելի վրա հիմնված գնաճային սպասումների գնահատական (12 ամիս հետո), տ/տ, %



Գծապատկեր 3.2.10. Իրական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



Աղյուսակ 3.2.1. Տիպային Ա և Բ սցենարների մակրոտնտեսական կանխատեսումների ամփոփում
Փաստացի տվյալներ և տիպային Ա և Բ սցենարների կանխատեսումներ

		2023	2024	2025		2026		2027		2028	
		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	2.9	2.8	1.6	1.6	1.5	1.5	1.8	1.8	1.7	1.7
Եվրոգոտու տնտեսական աճ	%, իր. աճ	0.4	0.9	1.2	1.2	1.1	1.1	1.4	1.4	1.2	1.2
Ռուսաստանի տնտեսական աճ	%, իր. աճ	4.1	4.3	1.1	1.1	1.5	1.5	1.9	1.9	2.0	2.0
ԱՄՆ-ի գնաճ	միջին, %	4.1	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8	2.3	2.3	2.0	2.0
Եվրոգոտու գնաճ	միջին, %	5.5	2.4	2.0	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
Ռուսաստանի գնաճ	միջին, %	6.0	8.4	8.7	8.7	6.3	6.3	4.6	4.6	4.0	4.0
Նավթի գին	դոլար/բարել	82.6	80.5	68.9	68.9	62.3	62.3	58.9	58.9	56.3	56.3
Պղնձի գին	դոլար/տոննա	8490.0	9142.1	9491.2	9491.2	9747.6	9747.6	10020.2	10020.2	10140.6	10140.6
ՖԱՕ ինդեքս	ինդեքս	124.5	122.0	129	129	134.1	134.1	137.9	137.9	141.5	141.5
Ներքին տնտեսություն											
Գներ											
Գնաճ	տ/տ, ժամ. վերջ, %	-0.6	1.5	4.1	3.7	3.7	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
Սպառողական գների ինդեքս	տ/տ, միջին, %	2.0	0.3	3.5	3.4	3.9	3.2	3.2	3.1	3.0	3.0
Ոչ արտահանելի կոշտ գներ	տ/տ, միջին, %	4.8	2.6	2.2	2.2	3.5	2.8	3.6	3.1	3.0	3.0
Համախառն եկամուտ											
ՀՆԱ	մլրդ. դրամ	9492.5	10193.4	11162.1	11140.75	12258.5	12210.08	13283.3	13381.7	14352.2	14596.3
ՀՆԱ	%, իր. աճ	8.3	5.9	5.8	5.7	5.7	6.2	5.0	6.3	4.9	5.9

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

		2023	2024	2025		2026		2027		2028	
		Փաստ	Փաստ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ
Պահանջարկ											
Սպառում	%, իրական աճ	9.0	1.6	6.4	6.0	5.4	5.6	4.7	5.1	4.7	4.9
Պետական սպառում	%, իրական աճ	28.3	-22.3	9.6	9.6	4.1	4.1	1.1	1.1	2.5	2.5
Մասնավոր սպառում	%, իրական աճ	5.6	6.8	5.8	5.4	5.6	5.8	5.3	5.7	5.1	5.3
Հիմն. միջոցների հիմն. կուտ.*	%, իրական աճ	10.1	11.1	11.8	14.7	5.7	6.1	6.9	7.3	7.4	7.4
Պետական ներդրումներ**	%, իրական աճ	27	1.5	21.9	21.9	-1.1	-1.1	4.4	4.4	6.1	6.1
Մասն. հիմն. միջ. հիմն. կուտ.	%, իրական աճ	3.6	15.2	7.5	11.7	8.8	9.5	7.9	8.5	7.9	7.9
Ապր. և ծառ. արտահանում	%, իրական աճ	30.7	35.6	-30.4	-36.8	2.7	4.4	3.6	4.0	3.2	3.8
Ապր. և ծառ. ներմուծում	%, իրական աճ	30.2	31.4	-32.1	-32.7	3.1	3.4	4.3	4.7	4.2	5.3
Ընթացիկ հաշիվ											
Առևտրային հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	-1859.2	-2340.6	-2759.9	-2675.4	-3196.9	-3119.7	-3414.6	-3087.4	-3576.4	-3307.8
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	1711	2167.9	1565.8	1565.8	1831.8	1831.8	1879.2	1941.8	1926.3	2058.3
Դրամական փոխանցումներ	մլն ԱՄՆ դոլար	1538.3	988.5	900.1	900.1	986.5	986.5	1033.8	1033.8	1083.4	1083.4
Ընթացիկ հաշիվ	մլն ԱՄՆ դոլար	151	-476.7	-1285.2	-1200.7	-1369.8	-1292.6	-1502.8	-1113.0	-1572.8	-1172.2
Առևտրային հաշվեկշիռ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-0.8	-0.7	-9.6	-9.4	-10.5	-10.3	-11.2	-9.4	-11.1	-9.1
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	8.7	8.8	5.5	5.5	6.0	6.1	6.2	5.9	6.0	5.7
Դրամական փոխանցումներ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	7.9	4	3.1	3.2	3.3	3.3	3.4	3.2	3.4	3
Ընթացիկ հաշիվ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	0.8	-1.9	-4.5	-4.2	-4.5	-4.3	-4.9	-3.4	-4.9	-3.2
Պետական հատված***											
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	մլրդ դրամ	2046	2358.6	2773.2	2773.2	3049.3	3049.3	3308.4	3308.4	3603.2	3603.2
Հարկային եկամուտներ	մլրդ դրամ	1926	2221.9	2655.9	2655.9	2934.9	2934.9	3206.1	3206.1	3503.3	3503.3
Ծախսեր	մլրդ դրամ	2243.5	2550.2	3376.9	3376.9	3584.7	3584.7	3755.4	3755.4	3994.5	3994.5
Պակասուրդ	մլրդ դրամ	-197.5	-191.6	-603.7	-603.7	-535.4	-535.4	-447	-447	-391.3	-391.3
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	24.1	24.8	24.8	24.9	24.9	25.0	24.9	24.7	23.1	22.7
Հարկային եկամուտներ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	22.7	23.4	23.8	23.8	23.9	24.0	24.1	24.0	22.3	22.0
Ծախսեր	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	26.4	26.8	30.3	30.3	29.2	29.4	28.3	28.1	26.2	25.7
Պակասուրդ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-2.3	-2	-5.4	-5.4	-4.4	-4.4	-3.4	-3.3	-3.1	-3.1

* 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 Ա և Հի 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:

*** 2025 թվականի բյուջեի ցուցանիշները ԿԲ գնահատումն են: 2026-2028 թթ. ցուցանիշները ներկայացված են պետական ՄԺԾԾ-ից:

